UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE

FACOLTÀ DI ECONOMIA "GIORGIO FUÀ"

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

GESTIONE ATTIVA E GESTIONE PASSIVA DEL RISPARMIO: IL RUOLO DEGLI ETF NELLA TUTELA DELL'INVESTITORE RETAIL

ACTIVE AND PASSIVE INVESTMENT MANAGEMENT: THE ROLE OF ETFs IN PROTECTING RETAIL INVESTORS

Relatore:
Prof.ssa Camilla Mazzoli

Rapporto Finale di:
Daniele Ronchini

Anno Accademico 2025/2026

INDICE

INTRODUZIONE ____ ***4***

CAPITOLO 1: IL RISPARMIO GESTITO NEL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO ____ ***5***

1.1 Il sistema finanziario: struttura e funzioni fondamentali ____ 5

1.2 Gli intermediari del risparmio gestito ____ 7

1.3 Il quadro normativo e le autorità di vigilanza ____ 12

1.4 Dimensioni e tendenze del risparmio gestito in Italia ____ 15

CAPITOLO 2: GLI EXCHANGE-TRADED FUND E IL CONFRONTO TRA GESTIONE PASSIVA E GESTIONE ATTIVA ____ ***20***

2.1 Origini e sviluppo degli Exchange-Traded Fund (ETF) ____ 20

2.2 Caratteristiche tecniche e tipologie di ETF ____ 21

2.3 ETF e fondi indicizzati: prodotti simili, utilizzo diverso ____ 23

2.4 Il costo dell'investimento: TER e costi totali di possesso ____ 24

2.5 Il dibattito accademico: gestione attiva e gestione passiva ____ 27

2.6 ETF non significa investimento automatico ____ 28

2.7 La crescita del mercato ETF in Europa e in Italia ____ 31

CAPITOLO 3: L'INVESTITORE RETAIL TRA VALUE INVESTING E FINANZA COMPORTAMENTALE. ____ ***34***

3.1 Il value investing per il retail secondo Graham ____ 34

3.2 Mercati efficienti e limiti della selezione attiva per il retail ____ 36

3.3 La finanza comportamentale: i bias dell'investitore non professionale ____ 38

3.4 Il profilo dell'investitore retail italiano: evidenze CONSOB 2024 ____ 41

3.5 La tutela normativa: MiFID II, adeguatezza, appropriatezza e trasparenza ____ 44

3.6 La tutela del retail: prodotto, competenze e comportamento ____ 45

CONCLUSIONE ____ ***48***

BIBLIOGRAFIA ____ ***50***

SITOGRAFIA ____ ***52***

INTRODUZIONE

Prima di entrare nel merito del capitolo vorrei proporre una breve premessa che spiega l'origine di questo lavoro. Investo in ETF dal quarto anno di scuola superiore. Invece di affidarmi a un fondo proposto allo sportello bancario o alle Poste, ho scelto consapevolmente una strada più complessa ma appositamente scelta per la sua natura formativa. Ho preferito infatti puntare sullo studio da autodidatta per imparare come costruire un portafoglio su misura, anche sulla base del confronto tra i costi (TER) dei fondi attivi e quelli, molto più contenuti, degli strumenti passivi. Nel tempo, questa scelta mi ha permesso di gestire in autonomia un capitale in veloce crescita che allinea le crescenti responsabilità alle conoscenze sempre più ampie nel settore finanziario.

Fin da subito ho intuito che investire senza conoscere le regole del gioco fosse un rischio che non potevo permettermi. Da qui la scelta di leggere e studiare finanza prima ancora di iniziare l'università, non con l'ambizione di battere il mercato ma con l'obiettivo di capirlo a fondo, per investire solo su ciò che si conosce davvero. Gran parte di queste risorse erano però di matrice statunitense, pensate per un contesto diverso da quello italiano. Il capitolo che segue nasce anche da questa esigenza, ricostruire le regole del gioco così come si applicano in Italia, prima di poter giocare una partita consapevole.

CAPITOLO 1: IL RISPARMIO GESTITO NEL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO

1.1 Il sistema finanziario: struttura e funzioni fondamentali

Cos'è, davvero, un sistema finanziario? Senza scivolare nella definizione da manuale, possiamo riassumerlo come l'insieme organizzato e regolamentato di soggetti, strumenti e mercati coordinati all'interno di un contesto economico più ampio. La sua utilità in sostanza è quella di spostare risorse finanziarie dai soggetti economici che hanno risorse in eccesso verso quelli che ne hanno bisogno. Questo meccanismo all'apparenza quasi banale ha in realtà implicazioni enormi che credo necessitino di un contesto più approfondito per essere comprese appieno. L'esistenza del sistema finanziario non è indipendente dal contesto che lo circonda ma al contrario va analizzato in relazione all'economia reale che di fatto è strettamente legata ed influente nelle dinamiche di esso. Ad esempio, prendendo in esame la funzione allocativa del sistema finanziario, ovvero la capacità di esso di trasferire risorse finanziarie fra i soggetti, possiamo facilmente notare come le modalità scelte incidano in modo diretto e significativo sulla capacità produttiva dell'intero sistema economico, sulle decisioni d'investimento prese dalle imprese, sull'accumulazione di capitale e di conseguenza sul benessere collettivo di lungo periodo.

Nello specifico il sistema si regge su quattro pilastri. Innanzitutto, gli strumenti finanziari, ovvero l'insieme dei contratti che al loro interno incorporano diritti e obblighi monetari. Questi rappresentano il mezzo concreto attraverso il quale le risorse vengono spostate fra i soggetti economici. Il secondo pilastro invece è quello dei mercati finanziari quindi le sedi fisiche o digitali nelle quali gli strumenti vengono scambiati. Questi rappresentando il punto di incontro fra domanda ed offerta sono il luogo dove avviene la formazione dei prezzi che vanno poi ad influire sulle decisioni degli operatori che si interfacciano ai mercati. Successivamente, in terza posizione abbiamo il pilastro degli intermediari finanziari. Si tratta di soggetti specializzati che si pongono fra i soggetti che cercano capitali e quelli che li offrono. La loro funzione è però ben più complessa della semplice trasmissione di risorse ma riprenderemo questo aspetto per approfondirlo più avanti. Infine, il quarto elemento è quello delle autorità di vigilanza, quindi soggetti incaricati di definire le "regole del gioco" ma

soprattutto di farle rispettare dagli altri soggetti operanti nel sistema finanziario.
La funzione primaria del sistema è la cosiddetta funzione allocativa. Tramite essa il sistema finanziario riesce a raccogliere il risparmio delle famiglie e delle imprese che non reinvestono subito i propri utili e ad indirizzarlo verso coloro che quelle risorse le cercano, quindi aziende in espansione, amministrazioni pubbliche in stato di deficit ma anche le famiglie che hanno necessità di accedere al credito. C'è però un aspetto sul quale credo valga la pena scrivere qualche parola in più. L'efficienza allocativa in realtà non si misura solo in termini di quante risorse vengono spostate. Oltre alla dimensione quantitativa è bene osservare con altrettanta attenzione anche la dimensione qualitativa, ovvero la capacità di far raggiungere alle risorse gli impieghi con la più alta produttività attesa, il tutto calibrato in base al profilo di rischio degli investitori. Non è un traguardo scontato e i mercati non funzionano sempre così bene come la teoria vorrebbe.
Le modalità di trasferimento di risorse fra soggetti in surplus e soggetti in deficit sono due e sono il circuito diretto e il circuito indiretto. Nel primo i deficitari si rivolgono direttamente ai mercati emettendo senza alcun intermediario azioni, obbligazioni, titoli di debito a breve termine che vengono acquistati poi dai risparmiatori. Chi risparmia diventa così di fatto creditore o azionista dell'emittente caricando su sé stesso l'intero rischio dell'operazione. Per far funzionare ciò servono sia mercati liquidi e trasparenti che un flusso informativo sufficiente. Quest'ultimo, nonostante ciò, non è mai garantito nella realtà.
Nel caso del circuito indiretto, si passa invece attraverso intermediari specializzati come banche, intermediari creditizi e SGR (società di gestione del risparmio). L'intermediario emette passività proprie (depositi, quote di fondi, polizze) dopo aver raccolto i fondi e si occupa di impiegarli verso i prenditori. Compie, a pensarci bene, un'operazione di notevole complessità. Di fatto si tratta di una doppia trasformazione. Dal lato finanziario va a modificare le caratteristiche delle attività (durata, liquidità e rischio) rendendole compatibili con le preferenze degli investitori. Dal lato informativo, svolge invece funzioni di screening e monitoring sui prenditori, così da ridurre quelle asimmetrie informative che rendono il ricorso diretto al mercato impraticabile per molti.
Possiamo suddividere le ragioni dell'esistenza degli intermediari in tre punti. Primo fra tutti ritorniamo a parlare di asimmetrie informative in quanto rispetto ai risparmiatori, le unità in deficit sanno molto di più sulla propria situazione, generando fenomeni di selezione avversa (situazioni dove i prenditori più rischiosi

sono più disposti ad accettare condizioni onerose) e azzardo morale (situazioni dove il prenditore assume comportamenti opportunistici). Gli intermediari attenuano quindi questi problemi riuscendo a raccogliere ed elaborare sistematicamente le informazioni. La seconda ragione sono i costi di transazione, attenuati rispetto all'incontro diretto che invece richiede negoziazioni individuali per ogni contratto con costi economici notevolmente superiori e spesso proibitivi. La terza ed ultima riguarda invece la trasformazione di rischi, scadenze e importi. Tendenzialmente i risparmiatori puntano su investimenti in attività liquide, di breve taglio ed a breve termine mentre i prenditori al contrario cercano risorse a lungo termine ed importi elevati. Questa tensione strutturale viene assorbita dall'intermediario facilitando l'incontro fra le parti.

A livello di organizzazione possiamo fare un'ulteriore classificazione dei mercati finanziari dividendoli in primari e secondari. Nei primi avviene l'emissione originaria degli strumenti e il trasferimento effettivo di risorse dall'investitore all'emittente. Nei secondi le attività sono già emesse e circolano tra investitori. Il mercato secondario a differenza del primario riesce però a garantire la liquidità degli strumenti in quanto in esso vi è la concreta possibilità di disinvestire in qualsiasi momento a un prezzo equo. Ciò rende di conseguenza razionale acquistare titoli a lungo termine. Possiamo poi ulteriormente distinguere i mercati fra regolamentati ed OTC (over the counter), dove le negoziazioni avvengono bilateralmente. Infine, la distinzione tra mercati monetari e dei capitali ci permette di rispecchiare l'orizzonte temporale in quanto i primi raccolgono attività a breve termine (fino a dodici mesi) con elevata liquidità e rischio contenuto. I secondi ospitano invece strumenti a medio-lungo termine, con implicazioni molto più rilevanti sul piano del rischio e del rendimento atteso.

1.2 Gli intermediari del risparmio gestito

Analizzando nello specifico gli intermediari finanziari, ovvero i soggetti specializzati nella gestione del risparmio, possiamo notare come all'aumentare della complessità economica hanno acquisito nel tempo un'importanza ed un peso sempre maggiore. Principalmente si occupano di raccogliere risorse dagli investitori e gestirle professionalmente con l'obiettivo di valorizzarle. Per farlo utilizzano un'allocazione diversificata in strumenti finanziari. Il punto fondamentale che va a separare il risparmio gestito dalla tradizionale intermediazione creditizia riguarda il rischio di investimento che resta in capo all'investitore. L'intermediario non va a sostituirsi al

risparmiatore nell'assorbire il rischio ma mette invece a disposizione le proprie competenze per poterlo governare in modo più efficiente di quanto il singolo potrebbe fare essendo spesso privo di tempo, informazioni e strumenti adeguati.

Le Società di Gestione del Risparmio (SGR)

Le Società di Gestione del Risparmio (SGR), sono disciplinate dall'articolo 1 comma 1 del TUF e sono il principale soggetto abilitato alla gestione collettiva del risparmio nell'ordinamento italiano. Queste sono necessariamente società per azioni con sede legale e direzione generale in Italia, così da assicurare un livello adeguato di solidità patrimoniale e rendere più efficace la vigilanza da parte delle autorità competenti. Dal lato operativo possono istituire, promuovere e gestire FCI (fondi comuni di investimento). Sono inoltre abilitate alla gestione esterna di SICAV e SICAF, alla gestione individuale di portafogli per clienti istituzionali e talvolta retail, ed alla gestione di fondi pensione. Il principio cardine che sta alla base dell'operatività è chiamato "separazione patrimoniale". Secondo tale principio, i patrimoni gestiti per conto dei clienti devono essere rigorosamente separati sia dal patrimonio della SGR che da quello degli altri fondi gestiti, cosicché un'eventuale insolvenza della società non comprometta le ragioni degli investitori.

I fondi comuni di investimento

I FCI sono gli strumenti principali con i quali le SGR esercitano la gestione collettiva del risparmio. Il TUF lo qualifica come «l'OICR costituito in forma di patrimonio autonomo, suddiviso in quote, istituito e gestito da un gestore». La natura di essi è definita da tre elementi, fra cui il patrimonio autonomo (separato rispetto a quello della SGR), la suddivisione delle quote in valore unitario (il quale Net Asset Value viene calcolato periodicamente, ogni giorno per i fondi aperti) e la gestione in monte, per cui le risorse dei sottoscrittori vanno a confluire in un unico portafoglio gestito unitariamente. Tutti i partecipanti condividono quindi in maniera proporzionale sia i benefici che i rischi di esso.
La classificazione dei fondi comuni di investimento può avvenire sotto più aspetti. In base alla struttura del capitale possiamo distinguere tra fondi aperti e fondi chiusi. Nei primi i partecipanti possono sottoscrivere o rimborsare le proprie quote in

qualsiasi momento mentre nei secondi il capitale è fisso per tutta la durata del fondo (tipicamente 5/10 anni) ed i rimborsi anticipati sono esclusi o molto limitati. Possiamo quindi dedurre che i fondi chiusi siano i più adatti per attività di investimento in attività illiquide come private equity, immobiliare o infrastrutture. In base alla distinzione normativa possiamo invece classificare i fondi in armonizzati conformi alla direttiva UCITS e fondi non armonizzati, rivolti principalmente a investitori istituzionali o professionali. Infine, possiamo distinguere i fondi in base alla composizione del portafoglio. Ad esempio, possiamo avere fondi azionari, obbligazionari, bilanciati, monetari, flessibili e fondi di fondi. Ognuno avrà quindi un proprio profilo di rischio e rendimento diverso in base ai prodotti finanziari contenuti nel fondo.

SICAV e SICAF

Accanto ai fondi comuni l'ordinamento italiano riconosce poi le Società di Investimento a Capitale Variabile (SICAV) e la Società di Investimento a Capitale Fisso (SICAF). Ciò che le differenzia dai fondi comuni di cui abbiamo parlato poco fa, chi sottoscrive non acquista quote di un patrimonio separato ma azioni della società stessa, diventando a tutti gli effetti azionista. Questa differenza non è solo formale in quanto implica che i sottoscrittori di SICAV e SICAF abbiano diritti corporativi come il diritto di voto in assemblea. La differenza fra le due è che le SICAV hanno un capitale che varia continuamente in funzione delle sottoscrizioni e rimborsi mentre le SICAF hanno invece un capitale fisso raccolto in fase di offerta iniziale.

Le SIM e i servizi di investimento

Le SIM, ovvero le Società di Intermediazione Mobiliare, sono società abilitate all'erogazione di una gamma più estesa di servizi e attività di investimento rispetto alle precedenti e sono disciplinate dall'articolo 15 del TUF e dalla Direttiva MiFID II. Fra i servizi elencati nell'articolo 1 comma 5 del TUF possiamo notare la negoziazione per conto proprio, l'esecuzione di ordini per conto di terzi, il collocamento, la gestione di portafogli, la ricezione e trasmissione di ordini, la consulenza in materia di investimenti e la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione (MTF).

Gestione personalizzata vs gestione standardizzata

Una distinzione operativa molto rilevante anche per i temi che tratteremo nei capitoli successivi riguarda la differenza fra la gestione personalizzata e standardizzata (o collettiva) dei portafogli. Come possiamo immaginare questa scelta operativa ha ricadute sui risultati e rischi dei propri investimenti, perciò, analizzare i pro ed i contro di entrambe le opzioni è sicuramente una scelta saggia anche per gli investitori privati con capitali contenuti. Come possiamo intuire dal nome, la gestione personalizzata è costruita su misura rispetto alle esigenze del singolo in quanto l'intermediario va a calibrare le scelte allocative in funzione delle caratteristiche dell'investitore specifico al quale offre il servizio di gestione. Quindi si vanno a considerare lo specifico profilo di rischio, l'orizzonte temporale, gli obiettivi di rendimento e vincoli specifici del singolo investitore. Essendo un servizio cucito sulle necessità dell'investitore, si rivolge tipicamente alla clientela benestante o istituzionale che quindi possiede un elevato patrimonio minimo generalmente richiesto.

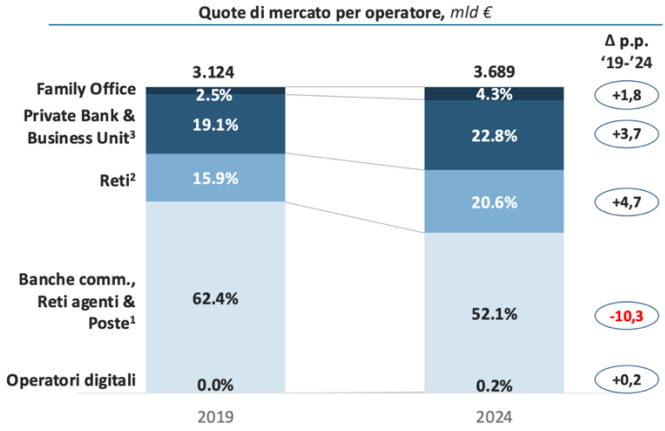
La gestione standardizzata punta invece a proporre prodotti preconfezionati alla clientela (es. fondi comuni, ETF, SICAV). Le regole di investimento sono stabilite in anticipo nel regolamento di gestione e vengono applicate a tutti i partecipanti in modo identico. Il vantaggio di questo tipo di gestione è il contenimento dei costi possibile grazie ad economie di scala e viene solitamente adottato da investitori retail avendo una soglia di accesso più bassa. Come vedremo nel capitolo successivo, questa distinzione è utile per poter analizzare la crescita di utilizzo degli ETF e come questa sia la manifestazione più diretta della logica di standardizzazione, spinta alle sue estreme conseguenze attraverso la replica meccanica di un indice di mercato.

Il ruolo delle banche

In tutto ciò, pensare di poter fare un'analisi degli intermediari del risparmio gestito che ignori il ruolo delle banche risulterebbe, a mio avviso, incompleta. Nel modello italiano di banca universale (definito nel Testo Unico Bancario), le banche hanno il compito di affiancare alla tradizionale attività creditizia una gamma assai ampia di

servizi finanziari, inclusi quelli di investimento. Possono infatti erogare direttamente i servizi di investimento previsti dal TUF se autorizzati dalla Banca d'Italia e CONSOB, oppure partecipare al capitale di SGR o SIM del proprio gruppo, distribuendone i prodotti attraverso la propria rete di sportelli. Storicamente la rete bancaria è stata il canale distributivo principale dei prodotti di risparmio gestito in Italia nonostante negli ultimi anni si sia registrata una progressiva ascesa del canale delle reti dei consulenti finanziari, come confermano i dati di Excellence Consulting (2025) analizzati sui dati di Banca d'Italia, AIPB, Assoreti e bilanci bancari 2024 dove viene chiaramente mostrato come dal 2019 al 2024 si abbia una perdita di quote di mercato del 10,3% delle Banche commerciali, Reti agenti e Poste in favore degli altri operatori in crescita.

La gestione di tale ricchezza è sempre maggiormente nelle mani di operatori specializzati



1) Banche tradizionali esclusa la quota delle Private Banking Business Units, agenti assicurativi e canale postale

2) Iscritti Assoreti escluse ISPB e CEPB. Inclusa Azimut

3) Iscritti AIPB incluse divisioni Private Banking delle banche commerciali ed escluse le quote delle reti di consulenti finanziari che riportano anche ad AIPB

1.3 Il quadro normativo e le autorità di vigilanza

Il mercato finanziario italiano e il funzionamento di esso poggiano su un impianto normativo stratificato, ovvero articolato su più livelli (nazionale, europeo e internazionale) con l'obiettivo di tutelare gli investitori. Questo coinvolge una pluralità di autorità ognuna con competenze e strumenti ben definiti per intervenire. Mi soffermo su ciò, perché penso che capire le regole del sistema sia fondamentale per poter inquadrare al meglio il ruolo degli intermediari del risparmio. Il tutto all'interno di un sistema che negli ultimi trent'anni è stato profondamente rimescolato soprattutto con l'integrazione dei mercati finanziari europei e con l'adozione di standard regolamentari di portata internazionale.

Il Testo Unico della Finanza

Il Testo Unico della Finanza (TUF) è ad oggi il cardine dell'ordinamento finanziario italiano. Fu istituito con il Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 ed emanato in attuazione della cosiddetta "legge Comunitaria 1994". Il TUF ha permesso di realizzare una struttura organica della normativa sull'intermediazione finanziaria che, fino ad allora, giaceva dispersa in una serie di provvedimenti separati e va ad oggi a disciplinare intermediari, mercati finanziari, gestione collettiva del risparmio, emittenti, disposizioni penali e sanzionatorie.
Nel tempo però ha anche subito numerose modifiche, in larga parte connesse al recepimento di direttive europee. Tra le più rilevanti abbiamo le modifiche per recepire ed attuare le direttive MiFID e MiFID II. Inoltre, con la cosiddetta "Legge Capitali" ha avviato un ulteriore processo di aggiornamento, con l'obiettivo dichiarato di favorire l'accesso delle imprese al mercato dei capitali e di semplificare il quadro regolamentare.

Le finalità e i criteri della vigilanza (art. 5 TUF)

L'articolo 5 del TUF si occupa di fissare esplicitamente i fini che vanno ad orientare la vigilanza sul sistema finanziario. Si ispira alla «trasparenza e correttezza dei comportamenti e alla sana e prudente gestione dei soggetti abilitati, avendo riguardo alla

tutela degli investitori e alla stabilità, alla competitività e al buon funzionamento del sistema finanziario». Questa disposizione introduce il criterio di vigilanza per finalità, che va a distribuire le competenze tra le autorità in base agli obiettivi che ciascuna di esse è chiamata a perseguire. Ciò rappresenta un'impostazione diversa rispetto alla tradizionale vigilanza per soggetti in cui ogni tipo di intermediario corrispondeva a una unica autorità di riferimento.
Fra le autorità abbiamo quindi la Banca d'Italia che risponde della stabilità del sistema, del contenimento del rischio sistemico e del rispetto dei requisiti prudenziali. Si occupa quindi di autorizzare e supervisionare le SGR, banche ed altri operatori della gestione collettiva. Abbiamo poi la comunemente chiamata CONSOB, ovvero La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa che si occupa di assicurare la trasparenza e la correttezza nei confronti degli investitori vigilando sull'informativa al mercato, controllando prospetti e documenti precontrattuali, e reprimendo eventuali abusi di mercato.

Le autorità sovranazionali

Accanto alle autorità nazionali abbiamo quindi capito che a supervisione del sistema finanziario c'è il Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria detto SEVIF, istituito nel 2011 per rispondere ad alcune lacune regolamentari emerse con la crisi finanziaria del 2007-2008. Comprende tre autorità di vigilanza microprudenziale (controllo dei singoli intermediari) che sono la "European Banking Authority "(EBA), la "European Securities and Markets Authority" (ESMA) ed "European Insurance and Occupational Pensions Authority" (EIOPA). Le disposizioni tecniche emanate da esse, si traducono direttamente in obblighi per gli intermediari dei Paesi membri dell'UE, in modo da rendere il quadro regolamentare uniforme e meno dipendente dalle scelte dei singoli paesi.
A livello macroprudenziale (politiche e strumenti per gestire rischi sistemici) abbiamo invece il Comitato Europeo per il Rischio Sistemico (CERS) che monitora i rischi che possono minacciare la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso.

Gli Accordi di Basilea

Se analizziamo la regolamentazione prudenziale specifica delle banche, scopriamo come gli Accordi di Basilea occupano un posto di assoluta rilevanza. Furono elaborati dal Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria (organismo internazionale istituito nel 1974 presso la Banca dei Regolamenti Internazionali di Basilea) e recepiti nell'ordinamento europeo attraverso le direttive ed i regolamenti riguardanti i requisiti patrimoniali. Questi poggiano su tre pilastri che sono, i requisiti patrimoniali minimi, il processo di controllo prudenziale ed infine la disciplina di mercato attraverso obblighi di trasparenza informativa al pubblico. Grazie a Basilea III, in risposta alla crisi del 2007-2008, venne inoltre innalzata sia la qualità che la quantità del capitale regolamentare introducendo l'obbligo di detenere Common Equity Tier 1 (CET1) in misura almeno del 4,5% delle attività ponderate per il rischio, con il requisito di Tier 1 complessivo elevato al 6%.

La MiFID e la MiFID II

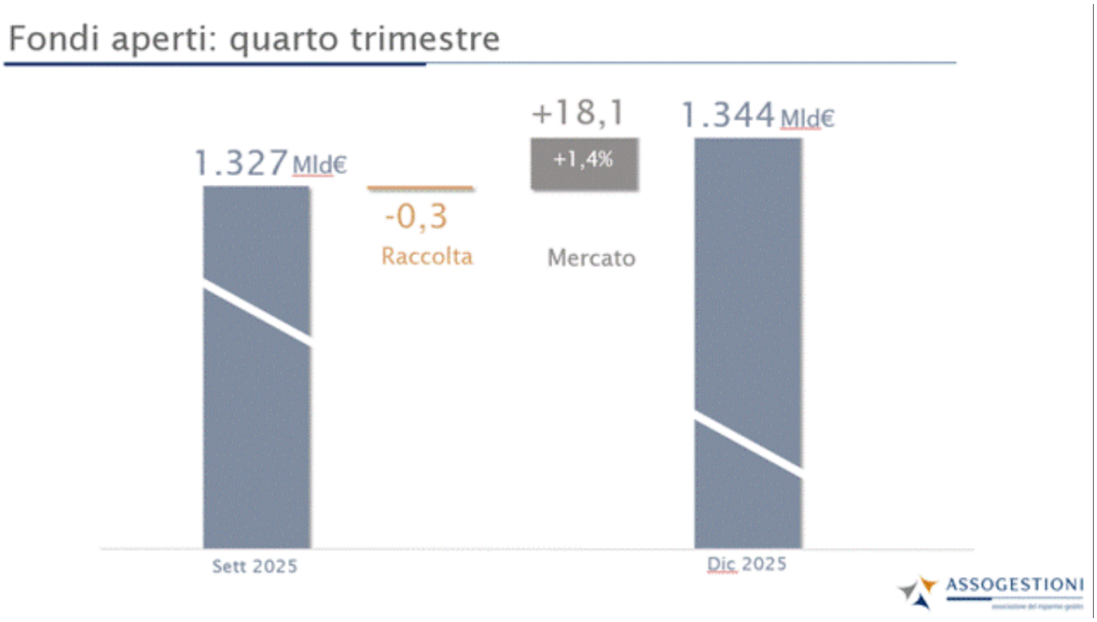
Riguardo invece i mercati degli strumenti finanziari e tutela degli investitori, le norme hanno subito una trasformazione profonda a partire dalla "direttiva sui mercati degli strumenti finanziari" (MiFID) entrata in vigore da novembre 2007. Questa fu poi sostituita dalla MiFID II applicabile dal 2018 insieme al Regolamento (UE) n. 600/2014 (MiFIR). La seconda MiFID va ad occuparsi di, armonizzare le condizioni di accesso al mercato per intermediari autorizzati in UE, innalzare gli standard di tutela degli investitori (soprattutto retail), rafforzare la trasparenza dei mercati e ridurre la frammentazione normativa. Gli intermediari sono quindi obbligati ad indicare separatamente i costi del servizio, del prodotto e le eventuali retrocessioni. Come vedremo nel Capitolo 3, questo è importantissimo soprattutto oggi, che come abbiamo visto e vedremo abbiamo un accesso ai mercati sempre più ampio anche in investitori retail e giovani che spesso approcciano al settore con meno esperienza e conoscenze, essendo di fatto soggetti più vulnerabili e bisognosi di tutela. Ce lo confermano i dati analizzati dall'Osservatorio Assogestioni sugli investitori che sottoscrivono fondi comuni. La partecipazione di Millennials e Generazione Z è infatti cresciuta dal 13% al 15% tra il 2022 e il 2023, con un investimento medio significativamente più contenuto rispetto alle generazioni più anziane. Si parla infatti di 21.000 euro per i Millennials e 13.000 euro per la Gen-Z, contro 58.000 euro dei Boomers. Ciò va a testimoniare un accesso al mercato più recente e potenzialmente meno consapevole.

1.4 Dimensioni e tendenze del risparmio gestito in Italia

Come vedremo ora con esempi ed analisi concrete, i dati sull'industria del risparmio gestito italiano offrono un quadro di notevole interesse e ci aiutano a misurare in modo concreto il peso di questo comparto all'interno del nostro sistema finanziario. La fonte di riferimento principale che ho scelto per questa analisi sono le statistiche elaborate da Assogestioni. Si tratta dell'associazione di categoria che riunisce le SGR e gli altri operatori del settore, pubblicando con cadenza mensile e trimestrale dati liberamente accessibili online. Fra tutti i dati disponibili, ho trovato particolarmente utile sfruttare le mappature trimestrali pubblicate regolarmente per la scrittura di questo capitolo in quanto permettono di ricostruire con continuità e puntualità il quadro analizzato.

Il patrimonio complessivo e la raccolta netta

I dati definitivi del quarto trimestre 2025 pubblicati nel report di Assogestioni, ci confermano un patrimonio complessivo del risparmio gestito italiano pari a 2.636 miliardi di euro con una raccolta netta annuale di 38,2 miliardi di euro. Si tratta del livello più alto degli ultimi anni che fa registrare quindi un incremento di 131 miliardi rispetto ai 2.505 miliardi di fine 2024. Considerato il contesto macroeconomico degli ultimi anni, chiudere un quinquennio di crescita quasi ininterrotta non è un risultato scontato. A trainare i risultati sono state in larga misura le reti di consulenti finanziari, che nel 2025 hanno registrato flussi compresi tra i 3 e i 6 miliardi di euro per trimestre

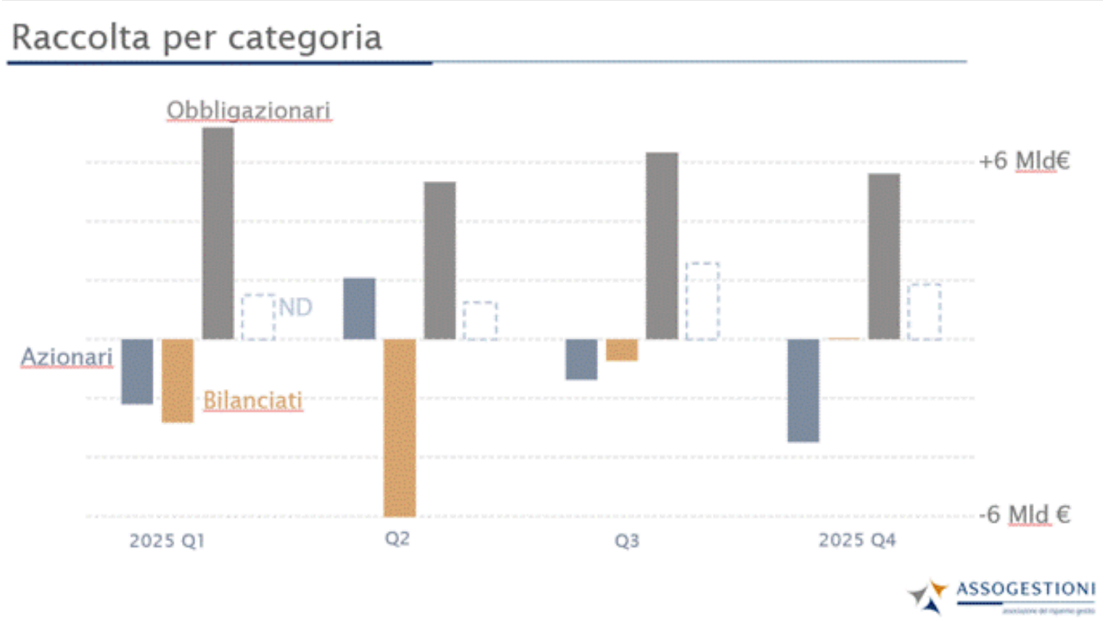


Sul fronte della partecipazione dell'investitore retail, Assogestioni stima invece circa 11,6 milioni sottoscrittori di fondi comuni in Italia ovvero circa un italiano su cinque. Il dato parla chiaro, il risparmio gestito non è più un fenomeno riservato alla clientela istituzionale o benestante. È di fatto diventato uno strumento di massa che ad oggi è tra i principali canali di accumulo del risparmio delle famiglie italiane accanto ai depositi bancari e ai titoli di Stato.

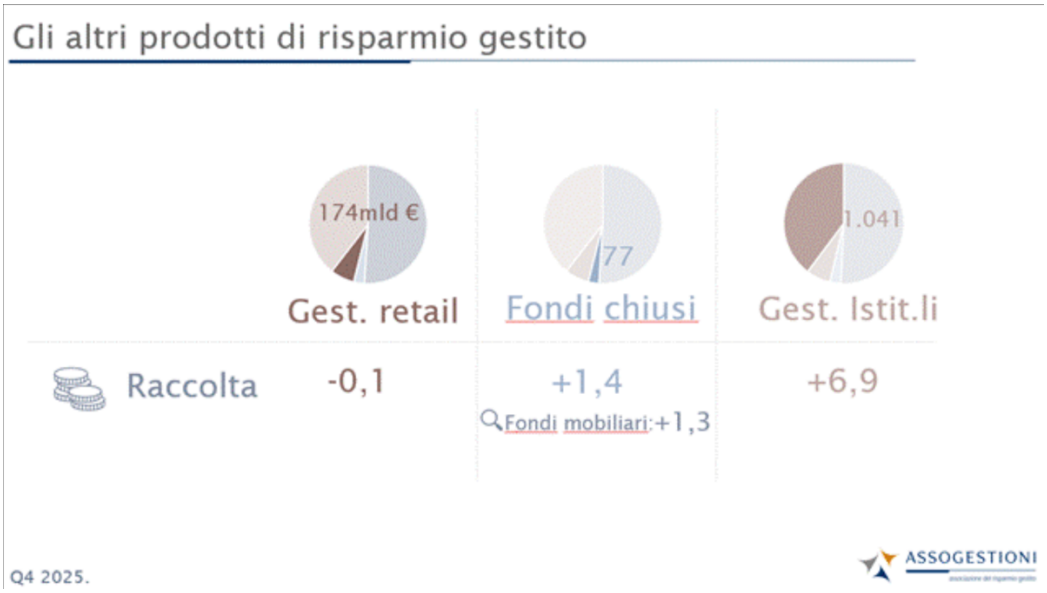
La composizione per categoria

Si conferma poi come siano i fondi obbligazionari a rappresentare la categoria trainante. In tutto il 2025 hanno generato afflussi per circa 24,4 miliardi di euro, consolidando una tendenza già emersa con forza nell'anno precedente. Questo risultato va quindi a rispecchiare una maggiore ricerca di rendimenti da cedole in un contesto di tassi di interesse in forte aumento rispetto al decennio precedente. Possiamo anche spiegare in parte questa preferenza tramite il successo dei fondi a scadenza che propongono quindi un orizzonte di investimento predefinito ed un obiettivo di rendimento esplicito.
Fondi azionari e flessibili hanno invece registrato dei deflussi di capitale rispettivamente pari a -5 e -6,6 miliardi di euro sull'intero anno. Ciò va a confermare la teoria secondo cui l'alta volatilità dei mercati azionari e valutazioni di essi storicamente alte portino la propensione al rischio degli investitori italiani a spostarsi verso strumenti con profilo

più definito e prevedibile. Ce lo confermano anche le rilevazioni CONSOB secondo le quali nel 2024 gli strumenti a basso rischio come certificati di deposito e buoni fruttiferi postali erano detenuti dal 48% degli intervistati, contro appena il 32% che dichiarava di possedere azioni in portafoglio.



Dai dati di Assogestioni vediamo invece positivo il contributo delle gestioni di portafoglio destinate alla clientela upper-affluent e private. Come vediamo, nel 2025 hanno infatti generato flussi per 7 miliardi di euro complessivi che ci danno conferma della tenuta del segmento della gestione individuale.



Il peso degli strumenti passivi e gli ETF

Una tendenza strutturale che Assogestioni stessa ha messo in luce nei propri commenti ai dati è la sostituzione progressiva vista tra fondi tradizionali a gestione attiva ed ETF (comprese le nuove tipologie di ETF a gestione attiva). Il direttore dell'Ufficio Studi di Assogestioni ha ricondotto esplicitamente la contrazione della raccolta dei fondi cross-border (nel 2025 ha registrato un saldo netto di -1 miliardo di euro) a questo processo di sostituzione, definendolo un fenomeno di carattere strutturale nell'industria del risparmio gestito europeo e mondiale.

Come abbiamo visto, la crescita degli ETF in Italia ed Europa non è un episodio circoscritto a una particolare circostanza esterna. Esprime un cambiamento radicale nel modo con il quale gli investitori si interfacciano ai mercati finanziari. Il motivo risiede nel fatto che gli ETF replicano un indice di riferimento, sono facili da negoziare in modo continuo nelle borse e presentano costi di gestione sensibilmente inferiori rispetto ai fondi a gestione attiva. La crescente evidenza empirica verificabile analizzando i dati storici dei mercati va inoltre a sostenere questa tendenza. Il tentativo dei gestori attivi di sovraperformare sistematicamente il proprio benchmark si è infatti rivelata particolarmente difficile oltre che più costosa. Nel Capitolo 2 vedremo come questa tendenza sollevi interrogativi di non poco conto sia per l'industria del risparmio gestito che per la ricerca accademica riguardo la gestione attiva e passiva su cui ho basato la scrittura di questa tesi.

Il mio percorso personale di investitore è, in piccolo, uno specchio di questa tendenza. Il portafoglio con cui ho iniziato ad investire a seguito di una ricerca da autodidatta prevedeva un'allocazione 80/20 tra ETF azionari e obbligazionari. Segue infatti la stessa logica di standardizzazione a basso costo descritta poco fa in questo capitolo. Nel tempo ho affinato questa impostazione introducendo una componente in oro fisico di circa il 5%, quota che sono andato a sottrarre dalla già molto aggressiva posizione nel mercato azionario e che si è rivelata particolarmente utile nelle fasi di maggiore incertezza dei mercati. Ogni scelta di ribilanciamento è però rimasta interamente sotto la mia responsabilità. Questo a mio avviso è il prezzo, in termini di tempo e studio, che si paga per rinunciare alla delega gestionale in cambio di un portafoglio completamente creato su misura. È proprio questo compromesso tra costo, controllo e delega che ritroveremo al centro del confronto tra gestione attiva e passiva nel prossimo capitolo.

CAPITOLO 2: GLI EXCHANGE-TRADED FUND E IL CONFRONTO TRA GESTIONE PASSIVA E GESTIONE ATTIVA

2.1 Origini e sviluppo degli Exchange-Traded Fund (ETF)

Il dibattito tra gestione attiva e passiva del risparmio ha iniziato a svilupparsi soprattutto negli anni Settanta negli Stati Uniti, quando economisti e studiosi hanno iniziato a chiedersi se professionisti del settore potessero riuscire con le proprie capacità a superare il mercato a fronte dei costi così da generare un rendimento aggiuntivo dato dalla gestione attiva degli investimenti. In questo contesto John C. Bogle, professionista finanziario con esperienza consolidata nell'ambito della gestione patrimoniale, decise di fondare The Vanguard Group nel 1975. Fu lui a promuovere il primo fondo indicizzato destinato al mondo degli investimenti retail che oggi conosciamo come Vanguard 500 Index Fund ma che inizialmente era chiamato First Index Investment Trust. L'obiettivo di questo fondo era infatti quello di replicare il rendimento dell'indice S&P 500 mantenendo però i costi contenuti, invece di selezionare titoli nel tentativo di battere il mercato.

La prima offerta non rispecchiò le aspettative iniziali, raccogliendo circa 11,3 milioni di dollari. Nonostante ciò, l'esperimento rimase importante in quanto fu il primo passo concreto che rese disponibile al risparmiatore un modo diverso di investire, ottenendo l'esposizione al mercato nel suo complesso (accettandone sia rendimenti che rischi), senza sostenere i costi tipici della selezione attiva. Fu proprio da qui che questo modello di investimento a gestione indicizzata assunse un ruolo sempre più rilevante all'interno dell'industria del risparmio gestito.

Il passo successivo fu poi la nascita degli Exchange-Traded Fund comunemente chiamati ETF. Il primo ETF statunitense di ampia diffusione debuttò negli Stati Uniti nel gennaio del 1993 e fu SPDR S&P 500 ETF Trust, noto con il ticker SPY. Fu innovativo perché riuscì a unire la replica di un indice alla negoziazione continua in borsa (acquisto e vendita sono possibili durante la seduta di mercato) quando i fondi indicizzati tradizionali venivano invece valorizzati generalmente una volta al giorno al NAV. In Italia invece ha avviato nel 2002 le negoziazioni degli ETF, confluite dal 2007 nel mercato dedicato ETFplus, che è oggi la sede di negoziazione di ETF, ETC ed ETN.

Possiamo quindi spiegare il successo e la crescita di questi nuovi strumenti finanziari

come la combinazione di due elementi. In primis, la diversificazione che è tipica nei fondi indicizzati e in secondo luogo la flessibilità operativa permessa agli investitori. Questi ultimi possono infatti acquistare, attraverso un singolo strumento un paniere molto ampio di titoli, mantenendo al tempo stesso la possibilità di negoziare durante l'orario di mercato. Questa caratteristica non elimina però il rischio dell'investimento ma va a rendere più semplice ed economico accedere a posizioni che in passato richiedevano importi più elevati o la diversificazione manuale dei titoli in portafoglio acquistando molti strumenti finanziari e complicando il processo di costruzione del paniere d'investimento

Nel mio caso specifico, come probabilmente accade a molti investitori retail, l'utilizzo di ETF per la costruzione del portafoglio ha eliminato le principali barriere d'ingresso che mi avrebbero impedito l'accesso ai mercati. Ho potuto infatti iniziare con risorse contenute senza dover delegare la gestione a una banca o a un consulente. Gli ETF sono certamente strumenti convenienti, ma il loro ruolo più importante è quello di rendere più accessibile l'investimento diversificato. Mi hanno infatti consentito di assumermi la responsabilità riguardo la scelta di asset allocation e strategia d'investimento, permettendo a me come a molti investitori di accrescere le proprie competenze e responsabilità assieme al capitale crescente nel tempo. Questa accessibilità, tuttavia, non coincide con semplicità, anzi. Richiede di comprendere bene l'ambiente al quale si sta approcciando, l'indice acquistato, il rischio assunto e il ruolo che lo strumento svolge nel portafoglio complessivo, così da poter fare una corretta e adeguata valutazione del rapporto rendimento-rischio in relazione agli obiettivi prefissati.

2.2 Caratteristiche tecniche e tipologie di ETF

Per capire il funzionamento di un ETF abbiamo bisogno di distinguere il mercato secondario nel quale operano investitori ordinari dal mercato primario, nel quale intervengono invece soggetti specializzati. Nel secondario, le quote dell'ETF vengono acquistate e vendute in borsa come azioni e il prezzo si forma dall'incontro tra domanda e offerta, potendo quindi discostarsi in modo temporaneo dal valore patrimoniale netto del fondo (Net Asset Value, NAV).

A ridurre la differenza data da questo discostamento interviene il meccanismo di creazione e rimborso delle quote che viene definito come creation/redemption. I partecipanti autorizzati, che spesso sono grandi intermediari finanziari autorizzati

dall'emittente, possono consegnare al fondo un paniere di titoli equivalente a quello replicato dall'ETF e ricevere nuove quote. Possono poi anche svolgere l'operazione inversa, restituendo le quote e ricevendo i titoli sottostanti.
Il meccanismo funziona così, se il prezzo dell'ETF è superiore al NAV, la creazione di nuove quote va ad aumentare l'offerta sul mercato, di conseguenza tende a ridurre il divario. Se invece il prezzo è inferiore al NAV, il rimborso delle quote tenderà a ridurne l'offerta e a riportare quindi il prezzo verso il valore del portafoglio sottostante.

La modalità con cui un ETF replica i titoli costituisce poi un secondo elemento caratterizzante per gli ETF. Nel meccanismo a replica fisica, l'ETF acquista direttamente i titoli che compongono l'indice. Se la replica è completa, il fondo detiene tutti i titoli nelle proporzioni previste dall'indice, mentre nel campionamento ottimizzato seleziona invece un sottoinsieme rappresentativo, così da poter contenere i costi di transazione e allo stesso tempo mantenere una buona aderenza al benchmark. Un ETF a replica sintetica utilizza invece contratti di tipo swap con una o più controparti finanziarie con l'obiettivo di ottenere il rendimento dell'indice. Il vantaggio di questa struttura emerge quando la replica fisica è costosa o difficile, ma allo stesso tempo introduce un rischio di controparte. In merito a questo, l'articolo 52 della direttiva UCITS limita l'esposizione verso una singola controparte in derivati OTC al 10% del patrimonio quando la controparte è un ente creditizio ammesso e al 5% negli altri casi.
Possiamo poi ulteriormente dividere gli ETF in base alla destinazione dei proventi. Quelli a distribuzione trasferiscono periodicamente dividendi e cedole agli investitori, mentre gli ETF ad accumulazione reinvestono i proventi all'interno del patrimonio del fondo. La scelta tra le due soluzioni dipende principalmente dall'orizzonte temporale, esigenze di liquidità e regime fiscale applicato. La soluzione migliore in assoluto è quindi impossibile da determinare a priori, possiamo ad esempio immaginare come un investitore interessato alla crescita del capitale potrà preferire un ETF ad accumulazione poiché i proventi vengono reinvestiti all'interno del fondo. La scelta tra distribuzione e accumulazione deve tuttavia considerare anche le esigenze di liquidità e il regime fiscale applicabile, mentre chi ricerca un flusso periodico punterà più probabilmente verso un ETF a distribuzione.
Possiamo anche notare poi come negli ultimi anni si siano sviluppati ETF cosiddetti attivi. A differenza di quelli passivi, il loro portafoglio non è vincolato alla replica di un indice determinato a priori ma viene gestito con un margine di discrezionalità maggiore. In questi l'investitore sceglie di sostenere il costo di una gestione orientata a produrre un

rendimento superiore al benchmark o a gestire il rischio in modo più flessibile. Di conseguenza possiamo notare come l'utilizzo di Exchange Traded Fund può andare a soddisfare le esigenze sia di strategie passive sia di strategie attive.
Comprendere il processo di creazione e rimborso delle quote è fondamentale per l'investitore retail così da evitare un equivoco ricorrente che spesso non è immediato da comprendere. La liquidità di un ETF non dipende solo dal volume degli scambi che si può osservare sulla singola borsa ma sono rilevanti anche la liquidità dei titoli sottostanti, la presenza di market maker e l'efficienza con cui i partecipanti autorizzati di cui abbiamo parlato poco fa possono intervenire nel mercato primario. La scelta dello strumento è quindi importante che non sia basata solamente sulla notorietà di un ticker o sulla quantità di scambi giornalieri quanto anche sull'indice replicato, sulla dimensione del fondo, sul cosiddetto spread bid-ask (differenza fra prezzo massimo che il compratore è disposto a pagare e prezzo minimo richiesto dal venditore per un titolo) e sul metodo di replica appena analizzato.

2.3 ETF e fondi indicizzati: prodotti simili, utilizzo diverso

Nel confronto tra gestione attiva e passiva è inoltre utile saper distinguere gli ETF dai fondi indicizzati tradizionali. Entrambi possono replicare lo stesso indice ed offrire un'esposizione molto simile al mercato ma vanno a differenziarsi invece per alcune caratteristiche operative che incidono di fatto sull'esperienza dell'investitore. I fondi indicizzati vengono sottoscritti o rimborsati direttamente presso la società di gestione o l'intermediario e il prezzo normalmente è determinato una volta al giorno (basato sul NAV). Mentre gli ETF vengono negoziati in borsa durante l'intera seduta e il prezzo varia continuamente.
Ciò che abbiamo appena descritto è uno dei principali vantaggi a favore degli ETF. La negoziazione intraday consente infatti più flessibilità di acquisto vendita, permettendo agli investitori di fare ordini in qualunque momento della giornata e permettendo l'utilizzo di ordini con limiti di prezzo (ovvero ordini eseguiti solo al prezzo stabilito in anticipo dall'investitore). Ciò si rivela particolarmente utile per chi intende gestire una posizione facendo particolarmente attenzione allo spread soprattutto su strumenti meno liquidi. Nonostante ciò, la disponibilità continua del prezzo può anche rappresentare uno svantaggio in alcune circostanze in quanto facilita la reazione repentina da parte degli investitori a notizie di breve periodo, modifiche molto frequenti di portafoglio o

sequenze di decisioni impulsive, ad esempio, modificando strategie di lungo periodo essendo mossi da emotività.
Essendo che nei fondi indicizzati tradizionali il prezzo di acquisto o rimborso viene calcolato a fine giornata, questa possibilità viene ridotta. Operativamente parlando, può sembrare una mancanza di flessibilità ma è proprio grazie a questa minore immediatezza che alcuni risparmiatori possono essere facilitati a mantenere un approccio costante e coerente a fronte di una strategia di lungo periodo. Non sarebbe quindi corretto presentare ETF e fondi indicizzati come strumenti radicalmente opposti in quanto sono due modalità differenti di accesso alla gestione passiva, con vantaggi e limiti, che dipendono anche dal comportamento soggettivo dell'investitore.
Una differenza ulteriore la possiamo poi riscontrare nel Total Expense Ratio, che è solitamente molto basso negli ETF ma l'investitore deve considerare spread, eventuali commissioni di negoziazione e costi connessi al cambio valuta. Mentre il fondo indicizzato può prevedere commissioni di ingresso o di uscita o costi correnti superiori, ma evita lo spread tipico della negoziazione in borsa. Per questo motivo, la scelta non dovrebbe dipendere soltanto dalla denominazione del prodotto in quanto ha molto più senso confrontare (a parità di indice e orizzonte temporale) il costo totale e la semplicità con cui ciascuno strumento può essere utilizzato nel proprio piano di investimento.
Come possiamo immaginare, questa differenza si rivela cruciale nei piani d'accumulo dato che per versamenti piccoli e ricorrenti, una commissione fissa di negoziazione può incidere molto sul singolo acquisto e ridurre il vantaggio di un TER contenuto. Al contrario, la presenza di piattaforme che offrono PAC in ETF con costi di esecuzione nulli o molto bassi permettono molta più accessibilità agli investimenti periodici nonostante anche in questo caso la riduzione dei costi non sostituisca la necessità di una strategia. Un PAC funziona se è collegato a un orizzonte temporale realistico e definito, a una disponibilità finanziaria stabile ed alla capacità di non interromperlo soltanto perché i mercati attraversano una fase negativa.

2.4 Il costo dell'investimento: TER e costi totali di possesso

Il confronto dei costi è stato uno degli elementi fondamentali che mi hanno portato a privilegiare gli ETF rispetto ai fondi proposti attraverso i canali bancari o postali. La scelta non nasceva dal pensiero che un prodotto basato su gestione attiva non potesse generare valore, quanto più dalla considerazione che le commissioni sono certe,

osservabili e sottratte ogni anno al rendimento, mentre l'eventuale capacità del gestore di battere il benchmark resta un risultato possibile ma di fatto non garantito. Per un investitore giovane con un orizzonte temporale lungo e un capitale inizialmente ridotto, questa differenza assume un peso nel tempo crescente per effetto dell'interesse composto.

Analizzando la documentazione UCITS, notiamo come il TER sia indicato come spese correnti e rappresenta la percentuale del patrimonio del fondo che viene assorbita dai costi relativi alla gestione ordinaria. Tra le altre componenti include altri valori come le commissioni di gestione, i costi amministrativi, di custodia e revisione. Nei fondi attivi possono aggiungersi commissioni di performance, previste dal regolamento del prodotto e collegate al raggiungimento di determinati risultati. Gli ETF passivi hanno normalmente una struttura di costo più contenuta perché la replica di un indice richiede un'attività di selezione e negoziazione meno discrezionale rispetto alla gestione attiva.

Il TER è certamente una componente rilevante ma non va ad indicare il costo complessivo dell'investimento. Nel caso degli ETF va considerato anche lo spread bid-ask, le eventuali commissioni di negoziazione che l'intermediario applica, il cambio valutario (quando presente) e la cosiddetta differenza di tracciamento o tracking difference rispetto all'indice. Quest'ultima va a misurare lo scarto tra il rendimento dell'ETF e quello del benchmark in un dato periodo e può dipendere non solo dal TER, ma anche da costi di ribilanciamento, fiscalità applicabile ai dividendi, efficienza della replica ed eventuali ricavi da securities lending. Non va però confusa con il tracking error, ovvero l'indicatore che misura invece la variabilità di questo scarto nel corso del tempo e quindi la regolarità con cui il fondo segue il benchmark. In definitiva, quando confrontiamo prodotti diversi è bene osservare il TER ma non fermarsi solo ad esso, andando poi a considerare il costo complessivo sostenuto e la qualità effettiva della replica.

Nel mercato italiano è poi rilevante anche il tema degli incentivi distributivi. Quando si parla di fondi collocati utilizzando reti bancarie o reti di consulenti, una parte delle commissioni di gestione può remunerare l'attività di distribuzione e di assistenza. La disciplina MiFID II non vieta in via assoluta tali incentivi, ma ne condiziona l'ammissibilità in base alla qualità del servizio reso al cliente e impone obblighi di trasparenza. Siccome gli ETF sono normalmente negoziati sul mercato, presentano un modello distributivo differente che non li rende automaticamente da preferire, ma rende più immediato scindere il costo del prodotto dal costo di un'eventuale consulenza.

Per dare concretezza e mostrare la rilevanza dell'effetto composto dei costi, si può

utilizzare un esempio puramente illustrativo ipotizzando un investimento iniziale di 100.000 euro, un rendimento lordo annuo costante del 7% e un orizzonte di venti anni. Con un costo annuo dello 0,20%, il rendimento netto ipotetico sarebbe pari al 6,80% e il capitale finale ammonterebbe a circa 373.000 euro. Con un costo annuo dell'1,70%, il rendimento netto ipotetico scenderebbe invece al 5,30% e il capitale finale sarebbe pari a circa 281.000 euro. La differenza supera 90.000 euro ed è dovuta esclusivamente alla diversa incidenza dei costi, che si accumulano nel tempo. Il calcolo ovviamente non sta considerando imposte, inflazione, commissioni di negoziazione o variazioni dei rendimenti e ha quindi una finalità esclusivamente illustrativa.

Un secondo esempio, più vicino alla situazione di un investitore giovane, può essere costruito ipotizzando un capitale iniziale di 2.000 euro e versamenti di 300 euro effettuati alla fine di ogni mese per venti anni. Assumendo di avere un rendimento lordo annuo costante del 7%, ripartito su base mensile, il capitale finale sarebbe pari a circa 160.000 euro se i costi annui fossero dello 0,20%, mentre scenderebbe a circa 133.000 euro con costi annui dell'1,70%. I versamenti complessivi sarebbero pari a 74.000 euro ma la differenza che otteniamo fra i due scenari è di circa 27.000 euro e va a mostrarci come il tema dei costi non riguardi soltanto i portafogli di grandi dimensioni ma incida anche sulla capacità di accumulo di chi investe importi contenuti ma costanti nel tempo. Anche questa simulazione esclude fiscalità, inflazione e costi di esecuzione e non costituisce una previsione dei rendimenti futuri.

È poi importante evidenziare come il PAC non elimini il rischio di mercato né garantisca che il prezzo medio di acquisto sia sempre favorevole. La sua utilità riguarda soprattutto la disciplina, consentendo di trasformare il risparmio periodico in un processo regolare ed evitando che ogni versamento dipenda dalla ricerca del momento migliore per entrare sul mercato. A mio avviso, questo rappresenta uno degli aspetti più interessanti per un investitore retail. La scelta non è più tra investire tutto in un giorno "giusto" o restare fuori dai mercati in attesa di condizioni perfette, ma tra definire una strategia sostenibile e applicarla con continuità.

Gli esempi numerici non devono essere interpretati come previsioni sui rendimenti futuri in quanto servono semplicemente a mostrarci un'asimmetria semplice. Il costo è noto prima dell'investimento, mentre l'eventuale extra-rendimento del gestore è incerto e può essere osservato soltanto ex post. Perciò un ETF economico non è automaticamente adatto a ogni investitore così come un fondo attivo più costoso non è necessariamente inefficiente in ogni contesto. Tuttavia, per compiere una scelta informata credo che il confronto dovrebbe partire dalle variabili certe (costi, indice

replicato, livello di rischio e orizzonte temporale) prima di attribuire valore a risultati osservati nello storico che potrebbero non ripetersi.

2.5 Il dibattito accademico: gestione attiva e gestione passiva

La capacità della gestione attiva di superare in modo costante e sistematico la gestione passiva è uno dei temi centrali e ancora molto discussi della finanza moderna. Il riferimento teorico principale che vorrei analizzare è l'ipotesi di efficienza dei mercati di Eugene Fama. Nella sua formulazione classica, l'ipotesi sostiene che i prezzi vanno ad incorporare le informazioni disponibili e che questo renda quindi difficile ottenere in modo sistematico rendimenti superiori al mercato dopo aver considerato il rischio e i costi di transazione.

Per aiutare a rendere il punto più chiaro, William Sharpe ci propone un ragionamento molto interessante. Prima dei costi, il rendimento aggregato di tutti gli investitori attivi deve coincidere con quello del mercato, poiché gli investitori attivi nel loro insieme costituiscono il mercato stesso. Tuttavia, dopo i costi la media degli investitori attivi non può che risultare inferiore alla media del mercato. Questo però, come possiamo immaginare, non esclude che alcuni gestori possano ottenere risultati superiori ma implica invece che altri debbano necessariamente ottenere risultati inferiori e che l'investitore non possa sapere in anticipo con certezza a quale gruppo apparterrà il fondo scelto.

A conferma di ciò, il report SPIVA Europe Year-End relativo al 2025 indica come l'S&P World Index abbia sovraperformato rispetto al 71% dei fondi azionari globali espressi in euro. Ciò viene reso ancora più evidente osservando i fondi azionari italiani, la cui percentuale evidenziata è ancora più estrema, spingendosi al 90% rispetto allo S&P Italy BMI. Ovviamente il dato annuale può variare sensibilmente da un esercizio all'altro, ma su orizzonti pluriennali la sottoperformance rimane elevata in numerose categorie. Il confronto SPIVA appena descritto, utilizza benchmark coerenti con ciascuna categoria, considera i rendimenti al netto delle commissioni e include anche i prodotti successivamente liquidati o incorporati. I risultati non ci dimostrano che i gestori attivi non possano generare valore, mostrano invece la difficoltà nell'individuare anticipatamente quale gestore farà meglio del benchmark ottenendo una sovraperformance persistente dopo i costi.

Inoltre, il dato SPIVA è particolarmente utile perché evita l'errore frequente di

confrontare soltanto i fondi ancora presenti sul mercato. Un gestore che ottiene risultati inferiori a quelli sperati può essere sostituito, il fondo può essere fuso con un altro prodotto o può essere liquidato. Se l'analisi considerasse solo i fondi sopravvissuti, il risultato medio della gestione attiva apparrebbe migliore di quanto sia stato realmente per un investitore che aveva scelto un fondo all'inizio del periodo. L'inclusione anche dei fondi successivamente chiusi o fusi corregge il cosiddetto survivorship bias e rende così il confronto più rappresentativo dei risultati che un investitore avrebbe realmente ottenuto scegliendo un fondo all'inizio del periodo di osservazione.

Un ulteriore elemento di riflessione riguarda la composizione dei rendimenti azionari. L'economista Hendrik Bessembinder ha mostrato che una parte rilevante della creazione di ricchezza nel mercato azionario può essere ricondotta a un numero ristretto di società con rendimenti molto elevati perciò un portafoglio attivo concentrato corre il rischio di non detenere, o di detenere in misura insufficiente, proprio quei titoli che contribuiscono maggiormente al rendimento complessivo del mercato. Un ETF ampiamente diversificato, non individua infatti i "vincitori" in anticipo ma li detiene automaticamente quando entrano a far parte dell'indice.

Questo non significa però che la gestione attiva non possa risultare utile. Infatti, si rivela particolarmente veritiero in mercati meno seguiti dagli analisti, in alcuni segmenti obbligazionari o quando l'investitore presenta vincoli particolari. Per il retail invece è necessario disporre degli elementi sufficienti per scegliere consapevolmente in anticipo il gestore che sarà in grado di compensare i maggiori costi. Per la maggioranza degli investitori questa selezione è difficile soprattutto quando la scelta è basata soltanto sui rendimenti passati o sulla notorietà del marchio. In assenza di una ragione specifica per delegare la selezione dei titoli, la gestione passiva a basso costo rappresenta un punto di partenza razionale ma non una rinuncia a investire in modo consapevole. Il vantaggio non consiste nella certezza di ottenere rendimenti elevati, che logicamente nessuno strumento può garantire, quanto più nella possibilità di mantenere un'esposizione coerente al mercato evitando costi che, nel lungo periodo, riducono con certezza il rendimento netto.

2.6 ETF non significa investimento automatico

La crescita degli ETF, la loro popolarità spinta dal web e il loro vantaggio di costo non autorizzano però l'investitore a considerare passivo l'intero processo di investimento. La

replica dell'indice è passiva sul piano della selezione dei titoli, ma la costruzione di un portafoglio rimane una sequenza di decisioni attive che comportano un alto livello di responsabilità e capacità decisionale. È in questa fase che l'investitore deve stabilire la propria asset allocation, ovvero quanta parte del proprio patrimonio destinare ai vari strumenti finanziari come azioni, alle obbligazioni, alla liquidità o ad altre attività. La scelta sarà quindi basata sull'orizzonte temporale, della politica di ribilanciamento e del livello di rischio che è effettivamente in grado di sopportare. Anche l'indice non è un elemento completamente neutrale dato che è poi il provider a stabilire l'universo investibile, i criteri di inclusione, il metodo di ponderazione e la frequenza di ribilanciamento. Scegliere gli ETF da inserire nel proprio portafoglio di investimenti significa quindi scegliere anche le regole attraverso cui il mercato viene rappresentato. La gestione passiva riduce la discrezionalità del gestore nella selezione dei titoli, ma, come abbiamo dimostrato, non elimina la responsabilità dell'investitore nella definizione della strategia.

La mia esperienza personale conferma questo punto appieno in quanto la scelta iniziale di una ripartizione 80/20 tra ETF azionari e obbligazionari non ha eliminato il bisogno di decidere. Ha semplicemente spostato il centro della gestione dalla selezione dei singoli titoli alla definizione dell'asset allocation. Per poter fare una scelta responsabile ho analizzato le caratteristiche di ogni strumento e capito quali potessero fare al caso mio. Ad esempio, una quota azionaria elevata può essere coerente con un orizzonte molto lungo, ma richiede di accettare oscillazioni anche significative del valore del portafoglio. La componente obbligazionaria può invece contribuire a ridurre la volatilità complessiva del portfolio di investimenti, ma il risultato dipende poi dalla durata finanziaria dei titoli, dal merito creditizio, dalla valuta e dalla correlazione con la componente azionaria.

In una fase successiva ho modificato marginalmente l'allocazione, introducendo una piccola componente alternativa (ETC) e riducendo l'esposizione azionaria. Questo è il perfetto esempio per mostrare come, anche quando gli strumenti utilizzati sono prevalentemente passivi, definire ed evolvere l'asset allocation rimangono decisioni attive. Non si tratta di prevedere le varie fasi di mercato, ma di valutare il ruolo che ciascuna componente deve svolgere nel profilo complessivo di rischio e rendimento del portafoglio.

Riguardo questa ultima considerazione è importante aggiungere che la scelta di effettuare le decisioni in autonomia comporta un costo rilevante che non compare nel TER. Si tratta del tempo richiesto per studiare gli strumenti, leggere i documenti informativi, comprendere la composizione di un indice e verificare la reale

diversificazione in quanto prodotti apparentemente diversi potrebbero essere esposti in realtà agli stessi titoli o agli stessi rischi. Richiede anche la capacità di saper riconoscere i limiti delle proprie competenze. A oggi l'accesso a informazioni può rappresentare un problema. L'overload informativo, ovvero la difficoltà nell'elaborare l'eccesso di informazioni a disposizione, è un rischio concreto se l'investitore non è a conoscenza delle proprie abilità per capire come gestire le proprie decisioni. Grafici e piattaforme di negoziazione possono far pensare che costruire un portafoglio sia più facile di quanto sia realmente. A mio avviso, il vantaggio della gestione autonoma non riguarda la quantità delle operazioni eseguite o l'azione di seguire continuamente i mercati, ma avere invece una strategia pienamente compresa e mantenerla nel tempo con ribilanciamenti eventuali dove necessario.

Confondere il numero di strumenti detenuti con una reale diversificazione è uno dei rischi più comuni che gli investitori alle prime armi commettono. Un portfolio formato da molti ETF può rimanere molto concentrato se gli strumenti acquistati replicano gli stessi mercati o le stesse grandi società. Prendiamo ad esempio un ETF globale ponderato per capitalizzazione, un ETF sull'S&P 500 e un ETF tecnologico statunitense. Apparentemente possono sembrare strumenti differenti e dare l'impressione di permettere una buona diversificazione geografica ma in realtà possono avere una sovrapposizione elevata e non desiderata nelle maggiori società americane. La presenza di più ticker non garantisce quindi una migliore distribuzione del rischio ma può invece rendere più difficile capire quale esposizione si possieda effettivamente.

Un altro rischio importante riguarda la ricerca del prodotto che ha avuto la performance migliore nel periodo più recente. Gli ETF tematici, settoriali o legati a nuove tendenze possono diventare particolarmente visibili dopo una fase di crescita dei mercati a cui sono collegati soprattutto oggi con l'informazione sul web. Il rischio di cui parlo è la facilità nel confondere una buona performance passata o recente con una maggiore probabilità di rendimento futuro e questo è anche detto recency bias. Un ETF tematico può essere utile per chi ha un'idea precisa del ruolo che vuole assegnargli nel portafoglio, ma difficilmente può sostituire una base diversificata e coerente con un investimento di lungo periodo.

È utile distinguere anche tra la valuta di negoziazione e il rischio valutario effettivo in quanto un ETF quotato in euro può detenere prevalentemente titoli statunitensi e rimanere quindi esposto alle variazioni tra euro e dollaro. La valuta con la quale si decide di acquistare lo strumento non necessariamente coincide poi con la valuta economica delle attività sottostanti. Leggere "EUR hedged" indica che la copertura valutaria è

eseguita in euro, segnala che il rischio di cambio può essere ridotto (non eliminato) e che si sta pagando un costo aggiuntivo per questo. Nonostante sembri un aspetto marginale, questo aiuta a capire perché la selezione di un ETF debba basarsi soprattutto sull'indice e sui titoli posseduti, non soltanto sulla borsa dove è quotato o sulla valuta visibile nella piattaforma del broker che vende lo strumento.

Vorrei poi dedicare un'attenzione specifica agli ETF cosiddetti a leva e inversi. Questi mirano generalmente a replicare su base giornaliera un multiplo, o l'inverso, della variazione dell'indice di riferimento e vengono ribilanciati quotidianamente. Il meccanismo di daily reset è proprio ciò che permette, su periodi più lunghi, che l'effetto della capitalizzazione e della volatilità possano produrre risultati molto discostati da quelli che un investitore potrebbe attendersi osservando soltanto la variazione cumulata dell'indice. Essi non dovrebbero quindi essere assimilati agli ETF utilizzati in un piano di accumulo orientato al lungo periodo e ci aiutano a comprendere come il basso costo non possa sostituire l'adeguatezza del prodotto.

2.7 La crescita del mercato ETF in Europa e in Italia

A completare il quadro presentato finora, credo utile consultare i dati sulla crescita dell'industria ETF in Europa e Italia. La maggiore comparabilità dei costi, diffusione delle piattaforme digitali, sviluppo dei piani di accumulo e possibilità di costruire portafogli diversificati anche con importi contenuti sono ciò che spinge l'espansione del settore portando a una trasformazione del modo in cui il risparmio accede agli strumenti. Il fenomeno va letto in continuità con quanto osservato nel primo capitolo, dove la progressiva diversificazione dei canali distributivi e la sostituzione tra fondi tradizionali ed ETF sono state presentate come tendenze strutturali dell'industria del risparmio gestito.

Per mantenere omogeneo il confronto, in questa sezione riporto gli ultimi dati disponibili che si riferiscono all'intero anno 2025. Secondo EFAMA, le vendite nette degli ETF europei hanno raggiunto il nuovo massimo di 348 miliardi di euro, dopo i 269 miliardi registrati nel 2024. Nello stesso anno gli ETF azionari hanno raccolto 260 miliardi di euro, mentre i fondi azionari non ETF hanno registrato deflussi netti pari a 20 miliardi. Il dato è il risultato aggregato di un'analisi su 29 paesi europei e non consente di attribuire tutti i flussi agli investitori retail, ma ci conferma una preferenza crescente per strumenti standardizzati e facilmente confrontabili sul piano dei costi.

Net Sales by Fund Category

	Total	Equity	Bond	Multi-Asset	Money Market	Other
UCITS						
2025 [1]	819	241	308	70	143	58
2024 [2]	630	147	275	-40	226	21
AIFs						
2025 [1]	69	-34	12	53	7	31
2024 [2]	55	-27	40	35	-3	11
UCITS & AIFs						
2025 [1]	888	206	320	123	150	89
2024 [2]	685	120	314	-5	224	32
Of which: ETFs						
2025 [1]	348	260	64			22
2024 [2]	269	201	52			16

[1] Data presented in billions of euro and calculated on basis of quarterly data.
[2] Data presented in billions of euro and calculated on basis of yearly data.

La crescita dei piani di accumulo è di fondamentale importanza in quanto è un fattore rilevante a rendere questi strumenti accessibili a un pubblico di investitori sempre più ampio, anche per coloro che investono importi periodici contenuti. Il PAC non elimina il rischio di perdita, non garantisce un rendimento e non assicura che il prezzo medio di acquisto sia sempre favorevole, può però trasformare l'investimento in un processo regolare e ridurre il peso attribuito alla scelta di un singolo momento di ingresso, detto rischio di market timing. Questo vantaggio ricordiamo che dipende comunque dalla sostenibilità dei versamenti, dal contenimento delle commissioni di esecuzione e dalla capacità dell'investitore di proseguire anche durante le fasi negative del mercato.

In Italia, le statistiche ufficiali di Borsa Italiana documentano una crescita rilevante del mercato ETFplus, che ospita ETF, ETC ed ETN. A dicembre 2025 il patrimonio complessivo degli strumenti quotati sul segmento ha raggiunto 187,35 miliardi di euro, con un incremento del 24,27% rispetto a dicembre 2024; considerando i soli ETF, il patrimonio è stato pari a 174,41 miliardi, in aumento del 22,34%. La diffusione delle piattaforme di brokeraggio online e dei servizi digitali ha ridotto alcune barriere di accesso che in passato rendevano l'acquisto diretto meno immediato per il retail. Resta tuttavia una struttura distributiva tradizionalmente banco-centrica, già descritta nel primo capitolo. Gli ETF sono quindi strumenti che stanno occupando uno spazio crescente nel rapporto tra investitore e intermediario, non necessariamente in alternativa alla consulenza, ma come strumento che rende più visibili il costo del prodotto, l'indice scelto e le decisioni effettive di portafoglio.

Perimetro	Indicatore	Valore 2025	Confronto
Europa	Vendite nette ETF	348 mld €	+29,4% rispetto al 2024
Europa	Flussi netti ETF azionari	260 mld €	Fondi azionari non ETF: -20 mld €
Italia – ETFplus	Patrimonio complessivo	187,35 mld €	+24,27% su dicembre 2024
Italia - ETFplus	Patrimonio	174,41 mld €	+22,34% su dicembre 2024

Principali indicatori del mercato ETF europeo e italiano nel 2025. Fonte: elaborazione su dati EFAMA e Borsa Italiana. Gli ETF costituiscono una categoria compresa anche nelle rispettive classi di investimento; i dati ETFplus si riferiscono al patrimonio depositato in Monte Titoli.

Vorrei inoltre sottolineare come questa evoluzione non debba essere interpretata come la scomparsa del ruolo dell'intermediario. La consulenza può rimanere utile per tutti coloro che hanno una situazione patrimoniale complessa, necessitano di pianificazione previdenziale, fiscale o successoria, oppure non hanno il tempo e disponibilità per gestire in autonomia il portafoglio. La diffusione degli ETF rende possibile piuttosto una separazione più chiara tra il costo del prodotto e il valore del servizio di consulenza e per l'investitore retail questo porta a poter fare in modo più semplice una scelta consapevole tra gestione delegata, consulenza a pagamento e gestione autonoma.

CAPITOLO 3: L'INVESTITORE RETAIL TRA VALUE INVESTING E FINANZA COMPORTAMENTALE.

3.1 Il value investing per il retail secondo Graham

A seguito dell'analisi fatta nel capitolo precedente riguardo le caratteristiche degli ETF e il confronto fra gestione attiva e passiva, vorrei ora spostare l'attenzione dallo strumento al soggetto che va ad usufruirne. Per farlo voglio proporre il punto di vista di Benjamin Graham, perché il suo contributo permette di mettere a fuoco una distinzione che attraversa tutta questa tesi ovvero che non basta individuare un prodotto finanziario efficiente sul piano dei costi ma occorre anche adottare un metodo che sia coerente con le proprie competenze, tempo disponibile e rischio che si è in grado di sostenere. Graham non fu soltanto un autore accademico. La sua esperienza professionale attraversò il crollo del 1929 e la Grande Depressione, un contesto che contribuì a rafforzare l'attenzione alla prudenza e alla protezione dagli errori di valutazione.

Le basi del value investing le troviamo esposte soprattutto nel suo libro intitolato "Security Analysis", pubblicato nel 1934 assieme a David Dodd, e nel suo altro libro "The Intelligent Investor" apparso per la prima volta nel 1949 ed ormai considerato un'opera fondamentale della letteratura finanziaria moderna. Uno dei concetti più noti è quello di valore intrinseco, descritto talvolta in modo impreciso come un valore oggettivo e perfettamente calcolabile. Graham e Dodd espressamente sottolineano infatti che l'analisi dei titoli non è una scienza esatta e perciò nella maggior parte dei casi l'obiettivo è stimare un intervallo ragionevole di valore e verificare la distanza di esso dal prezzo di mercato così da poter cogliere eventuali operazioni interessanti ed opportunità di mercato. In altre parole, l'analisi fondamentale non elimina l'incertezza ma ci permette di gestirla attraverso bilanci, utili, attività, capacità reddituale, struttura finanziaria e prospettive dell'impresa.

Da questa impostazione deriva il cosiddetto margine di sicurezza, cioè la distanza prudenziale tra il prezzo pagato e il valore stimato dell'attività. Sarebbe però errato ridurre il principio a una mera percentuale universale valida per qualsiasi titolo in quanto la misura necessaria dipende dalla qualità delle informazioni, dalla stabilità del business, dall'incertezza della stima e dal rischio assunto. Il senso economico del

concetto va infatti oltre la definizione di una soglia numerica. Questo perché la stima conterrebbe inevitabilmente errori ed acquistare soltanto a condizioni sufficientemente favorevoli ridurrebbe la dipendenza del risultato dalla precisione della previsione in questione. Questa idea mantiene infatti il proprio valore anche al di fuori del tema dello stock picking, dato che invita l'investitore a non costruire la propria strategia su scenari che richiedono di avere ragione in ogni passaggio.

La metafora di Mr. Market rende questo approccio particolarmente intuitivo. Graham immagina il mercato come un nostro socio che ogni giorno ci propone un prezzo diverso per comprare o vendere la propria quota. Alcuni giorni può quindi essere euforico ed altri essere pessimista. L'investitore non è obbligato a condividere il suo umore, potendo scegliere di utilizzare il prezzo quando lo ritiene conveniente e ignorarlo quando non lo è. La lezione che dobbiamo trarre dalla metafora non consiste quindi nel prevedere in anticipo ogni oscillazione, ma nel separare il prezzo osservato dal giudizio sul valore e non trasformare la volatilità del mercato in una fonte che influenza automaticamente le nostre decisioni. Questa distinzione ci tornerà particolarmente rilevante quando affronteremo il tema dei bias cognitivi, dato che molte delle reazioni documentate dalla finanza comportamentale derivano proprio dalla difficoltà di mantenere tale separazione.

Un secondo elemento fondamentale è invece la classificazione dell'investitore basata sulla propensione a svolgere un ruolo attivo nel proprio percorso d'investimento. Possiamo distinguere quindi fra investitori difensivi, i quali cercano un processo semplice, diversificato e poco dipendente da continue decisioni oppure investitori intraprendenti, che invece sono disposti a dedicare tempo e competenze per ricercare opportunità specifiche. Questi ultimi sono coloro che accettano un risultato maggiormente dipendente dalla qualità della propria analisi. Graham non presenta la seconda categoria come una versione necessariamente superiore della prima, anzi, propone la scelta come una opportunità consapevole da valutare in base alla capacità reale dell'investitore di svolgere un lavoro più impegnativo con disciplina e continuità. Per il retail questo passaggio è centrale dato che il desiderio di ottenere un rendimento superiore non equivale alla disponibilità di un vantaggio informativo o analitico sufficiente a produrlo.

Da questo concetto voglio quindi ripartire per collegare le riflessioni fatte sugli ETF. Graham non poteva raccomandare gli ETF moderni perché questi strumenti non esistevano ancora e sarebbe scorretto quindi attribuirgli una posizione che non ha espresso. È però possibile osservare una compatibilità tra alcuni principi rivolti

all'investitore difensivo come diversificazione, contenimento dei costi, limitata rotazione del portafoglio e disciplina, e l'uso contemporaneo di strumenti indicizzati a basso costo. L'uso di ETF non rappresenta la continuazione automatica del value investing ma può invece rappresentare uno strumento moderno e conveniente attraverso il quale un investitore avverso allo stock picking può rivolgersi per applicare una filosofia basata sulla semplicità e controllo passivo del processo di investimento. In questa prospettiva Graham non serve a dimostrare che la gestione passiva sia sempre superiore, ma a ricordare che la strategia deve essere adeguata e costruita in base alla persona che la esegue.

3.2 Mercati efficienti e limiti della selezione attiva per il retail

Il secondo riferimento teorico che vorrei riportare è l'ipotesi dei mercati efficienti formulata dall'economista statunitense vincitore del premio Nobel in economia Eugene Fama. Abbiamo già iniziato a parlare di questo tema nel Capitolo 2 per inquadrare il confronto tra gestione attiva e passiva. Ora analizzeremo invece la conseguenza pratica per l'investitore retail. Nella sistematizzazione proposta da Fama (1970), un mercato è efficiente dal punto di vista informativo quando i prezzi riflettono l'insieme di informazioni rilevante considerato. L'autore distingue tre principali forme di efficienza che sono, debole, semi-forte e forte. Queste variano in base a se l'insieme informativo incorporato nei prezzi comprende o no i rispettivi prezzi passati, tutte le informazioni pubbliche o anche le informazioni private.

Nello specifico, la forma debole rende difficile ottenere extra-rendimenti sistematici utilizzando soltanto serie storiche di prezzi e volumi. La forma semi-forte invece estende l'argomento alle informazioni pubblicamente disponibili, come bilanci, comunicazioni societarie e dati macroeconomici. La forma forte invece presuppone che anche le informazioni non pubbliche siano riflesse nei prezzi. Considerando la seconda fra le 3 per la nostra riflessione, voglio evidenziare come avere informazioni pubbliche direttamente nelle quotazioni faccia emergere la difficoltà non nell'ottenere i dati ma piuttosto nell'interpretazione di essi. La velocità e la qualità dell'interpretazione dovrebbero infatti essere abbastanza migliori degli altri operatori in modo da poter compensare costi, errori e rischio.

In tutto ciò dobbiamo anche considerare che l'ipotesi dei mercati efficienti non implica la correttezza costante di tutti i prezzi. Grossman e Stiglitz (1980) evidenziarono poi un

altro problema fondamentale rilevante in questo tema. Se raccogliere e analizzare le informazioni fosse costoso ma non producesse alcun beneficio, non vi sarebbe alcun incentivo a farlo. Allo stesso tempo però, senza operatori informati, i prezzi non potrebbero avere al loro interno le informazioni. Dato che l'equilibrio richiede la presenza di un margine di remunerazione per i produttori dell'informazione, l'efficienza va interpretata come il risultato del processo competitivo piuttosto che una condizione magica che rende impossibile qualsiasi errore di prezzo.

Questa osservazione aiuta a mantenere equilibrato il confronto tra gestione attiva e passiva. La gestione attiva svolge anche una funzione di scoperta dei prezzi dato che analisti e investitori che ricercano errori di valutazione contribuiscono a rendere i prezzi più informativi. Al tempo stesso, il fatto che questa attività sia necessaria per il funzionamento del mercato, non significa che ogni investitore debba svolgerla direttamente, né che ogni fondo attivo riesca a trasformarla in un extra-rendimento netto. A livello retail è quindi importante capire se si disponga di un vantaggio sufficiente per identificare e monetizzare le inefficienze dopo aver sottratto i costi.

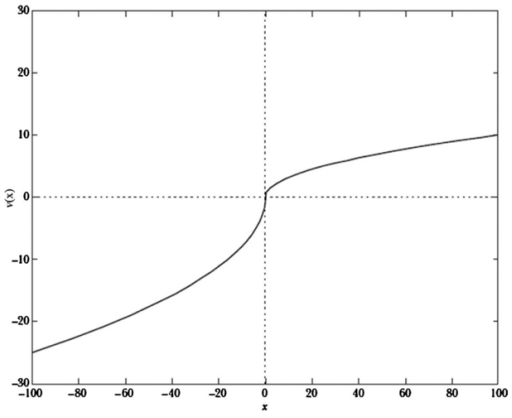
Ed è proprio qui che la gestione passiva invece semplifica il processo, permettendo di rinunciare consapevolmente alla selezione autonoma accettando di seguire il rendimento dell'indice. Rimangono però scelte fondamentali anche percorrendo questa strada, dovendo comunque occuparsi di gestire asset allocation, costi e rischi, diversificazione, orizzonte temporale e disciplina. In modo semplificato beneficia del processo di formazione dei prezzi prodotto anche dagli operatori attivi, senza dover però doversi occupare della stessa infrastruttura di ricerca. Come affrontato nel Capitolo 2, questa posizione non rende comunque la gestione passiva priva di decisioni ma sposta solamente il luogo in cui viene esercitata la discrezionalità.

Graham e Fama, non devono essere presentati quindi come due risposte necessariamente incompatibili. Il primo mostra come un investitore preparato possa tentare di sfruttare una distanza significativa tra prezzo e valore, insistendo sulla prudenza e sul margine di sicurezza. Il secondo invece rende evidente quanto sia difficile trasformare informazioni diffuse in un vantaggio persistente in mercati competitivi. La sintesi utile per l'investitore retail è quindi riconoscere come l'attività di selezione possa avere senso solo in presenza di competenze, tempo e metodo adeguati, mentre una strategia diversificata e a basso costo rappresenta una base razionale quando tali condizioni non sono presenti (o non si desidera assumere il rischio aggiuntivo dato dalla selezione attiva).

3.3 La finanza comportamentale: i bias dell'investitore non professionale

L'analisi svolta finora potrebbe far pensare che il problema dell'investitore sia principalmente informativo, quindi scegliere tra una strategia attiva, che richiede capacità di analisi, e una passiva, che accetta il prezzo di mercato. La finanza comportamentale mostra che il problema è più profondo. Infatti, anche disponendo di un prodotto adeguato e di informazioni sufficienti, l'investitore può trovarsi a prendere decisioni incoerenti a causa di scorciatoie cognitive, emozioni e modalità non perfettamente razionali per valutare guadagni e perdite. Proprio per questo motivo la tutela dell'investitore retail è un tema che va oltre la dimensione puramente normativa o legata ai costi.

Il punto di partenza è la "Prospect Theory" di Daniel Kahneman e Amos Tversky (1979). Il modello mostra come gli individui non valutino le alternative soltanto sulla base della ricchezza finale, ma attribuiscano importanza anche ai cambiamenti rispetto a un punto di riferimento. La funzione di valore è infatti concava nell'area dei guadagni e convessa nell'area delle perdite, con una maggiore sensibilità alle perdite rispetto a guadagni comparabili. Questa asimmetria viene indicata come loss aversion.



Funzione di valore nella Prospect Theory. Fonte: Pan (2019), Figura 2.

È importante però non trasformarla in una costante universale secondo cui una perdita peserebbe sempre esattamente un multiplo di un guadagno in quanto il risultato effettivo dipende dal contesto e dalla parametrizzazione. Il principio davvero rilevante è che la

percezione della stessa variabile economica può essere diversa in base a se sia registrata come guadagno o perdita rispetto al riferimento mentale dell'investitore.
Durante le fasi di volatilità la conseguenza pratica di questo concetto viene resa molto più evidente dato che un investitore che aveva giudicato sostenibile una determinata esposizione azionaria in condizioni normali può reagire in modo completamente diverso quando si trova di fronte a una perdita concreta sul proprio portafoglio. Se questa viene percepita come più dolorosa rispetto al beneficio atteso dalla permanenza sul mercato, cresce la tentazione di modificare una strategia di lungo periodo per ridurre il disagio di breve. Vediamo quindi come la volatilità non sia solo una proprietà statistica dello strumento ma rappresenti anche un test della reale tolleranza al rischio dell'investitore.
Abbiamo poi un altro fenomeno comune, chiamato "overconfidence". Questo riguarda la tendenza a sovrastimare la precisione delle proprie valutazioni o la propria capacità di prevedere il mercato. Di fatto è uno dei bias più rilevanti per chi opera in autonomia, perché può trasformare l'accesso semplice al trading in un numero eccessivo di operazioni. Barber e Odean (2000), analizzando 66.465 famiglie con conti presso un grande discount broker statunitense tra il 1991 e il 1996, hanno rilevato che il gruppo con la maggiore attività di trading ottenne un rendimento annuo dell'11,4%, mentre il mercato rese il 17,9%. La famiglia media del campione ottenne invece il 16,4%. Lo studio mostra quindi il collegamento fra l'elevata rotazione del portafoglio ed un significativo deterioramento della performance, mostrando come l'overconfidence possa essere una spiegazione plausibile dell'eccesso di trading.
Un altro bias potenzialmente pericoloso è poi il confirmation bias, ovvero la tendenza a cercare soprattutto informazioni coerenti con un'idea già formata. Questo come possiamo immaginare porta l'investitore a seguire le scelte osservate negli altri quando l'incertezza è elevata e il rischio di tale comportamento viene reso ancora più evidente nell'ambiente digitale. Questo perché un settore, un titolo o un ETF che riceve molta attenzione dopo una fase positiva può apparire più convincente proprio perché viene discusso e acquistato da molti investitori. Il rischio è quindi quello di trasformare la popolarità in una scorciatoia decisionale, rinunciando a verificare se l'esposizione sia realmente coerente con obiettivi e portafoglio complessivo.
A mostrare invece quanto il riferimento temporale possa influenzare le decisioni abbiamo l'anchoring, disposition effect e recency bias. Il prezzo di acquisto può diventare quindi un'ancora psicologica anche quando non contiene più informazioni utili sul valore corrente dell'investimento. Per il retail questi meccanismi possono tradursi in un mantenimento irrazionale di posizioni perdenti o modifiche di

portafoglio motivate più dal passato recente che dalla strategia iniziale.

Bias / meccanismo	Come si manifesta	Possibile effetto sul portafoglio
Avversione alle perdite	Le perdite rispetto a un punto di riferimento sono vissute più intensamente dei guadagni comparabili	Vendite nelle fasi di ribasso, rischio di abbandonare una strategia coerente nel momento peggiore
Eccesso di fiducia	Vengono sovrastimate le proprie capacità nel selezionare o prevedere	Sbilanciamento delle posizioni, eccessivi scambi, aumento dei costi
Confirmation bias	Valutazione di informazioni solo se rispecchiano una convinzione già esistente	Informazioni parziali o non complete, tesi deboli
Herding / recency bias	Tendenza a seguire la massa o attribuzione di maggiore peso alle performance recenti nelle valutazioni	Ricerca delle performance, sbilanciamento per seguire le mode, acquisti e vendite irrazionali
Anchoring / disposition effect	L'osservazione del prezzo diventa un riferimento mentale primario	Vendita anticipata in caso di profitto e mantenimento eccessivamente prolungato delle perdite

Principali bias comportamentali rilevanti per l'investitore retail. Elaborazione su Kahneman e Tversky (1979), Barberis e Thaler (2003), Barber e Odean (2000), Shefrin e Statman (1985).

La tabella appena riportata sintetizza un punto centrale nelle conclusioni della tesi. Un ETF passivo non rende passivo il comportamento dell'investitore. Le occasioni in cui vediamo questi bias manifestarsi possono perfino moltiplicarsi data la presenza della negoziazione continua, facilità di accesso ed ampiezza dell'offerta. Un portafoglio costruito con strumenti efficienti può, come abbiamo appena analizzato, produrre risultati deludenti se viene continuamente modificato per inseguire notizie, mode o movimenti di breve periodo. La tutela del retail non può perciò essere misurata

soltanto dal TER o dalla qualità tecnica del prodotto ma deve includere anche la capacità di utilizzarlo in modo coerente.

3.4 Il profilo dell'investitore retail italiano: evidenze CONSOB 2024

Per verificare il riscontro che queste considerazioni hanno nel contesto italiano voglio citare il Rapporto CONSOB 2024 riguardante le scelte di investimento delle famiglie italiane. L'indagine si basa su un campione di 2.011 decisori finanziari italiani che possiedono almeno un'attività finanziaria e che risultano effettivamente coinvolti nelle decisioni economiche della propria famiglia. Vengono quindi esclusi dal report gli individui che possiedono soltanto strumenti di base come conti o depositi bancari e postali, prodotti assicurativi e previdenziali. Di conseguenza i risultati descrivono non la totalità della popolazione ma investitori già coinvolti nei mercati.

Dal punto di vista delle conoscenze finanziarie di base, il quadro che si può trarre dal documento è più articolato di semplice lettura pessimistica. Il test CONSOB considera cinque nozioni principali che sono, relazione rischio-rendimento, interesse, inflazione, mutui e diversificazione. I risultati dicono che nel 2024 il 67% dei soggetti intervistati risponde correttamente a quattro o cinque domande su cinque mentre gli indicatori complessivi si collocano tra il 75% e il 79%, a seconda del metodo usato per il calcolo. Fra tutte, la domanda con la percentuale più alta di errore rimane quella riguardante la diversificazione, che riceve un risultato pari al 58% di risposte corrette. CONSOB segnala come vi sia un miglioramento rispetto al 2022 ma che vada interpretato con prudenza perché una parte dipende dal cambiamento della composizione del campione, il quale ora si concentra sugli investitori cosiddetti consapevoli.

Il report condivide inoltre un dato interessante riguardo il divario presente fra conoscenza effettiva e percepita, segnalando il 26% del campione come overconfident, il 29% come underconfident e il 44% come allineato alle conoscenze reali. Il dato non permette di affermare che un investitore su quattro effettui necessariamente operazioni sbagliate, ma mostra che la sovrastima delle proprie competenze non è un fenomeno marginale nemmeno in un campione già selezionato di investitori.

Un secondo elemento da considerare riguarda invece le fonti informative. Il 36% degli investitori dichiara un utilizzo elevato dei social network per orientare le proprie scelte di investimento e la percentuale sale al 58% tra i 18-34enni e si attesta al 53% per i soggetti con un livello più basso di conoscenze finanziarie. CONSOB sottolinea infatti

come chi possiede minori competenze finanziarie o digitali possa essere più esposto al rischio di prendere decisioni non comprese a pieno. Per collegarci al paragrafo precedente, notiamo come questi dati dimostrino che l'abbondanza di informazione non coincide necessariamente con una migliore capacità di selezionare informazione affidabile.

Anche analizzando la composizione dei portafogli riusciamo a trarre elementi utili, infatti, nel campione 2024 gli strumenti più diffusi sono il risparmio bancario e postale, detenuto dal 48% degli intervistati, seguito dai titoli di Stato al 39%, dai fondi comuni al 36% e dalle obbligazioni societarie al 35%. Le azioni sono indicate dal 32% del campione ed i piani di accumulo risultano presenti nel 24% dei casi, mentre gli ETF sono detenuti dal 14% degli investitori intervistati. Conoscere ciò è particolarmente rilevante perché permette di collocare la forte crescita dell'industria ETF descritta nel Capitolo 2 all'interno del comportamento effettivo del retail italiano. Vediamo quindi che il mercato cresce rapidamente, ma la penetrazione nel portafoglio degli investitori rimane inferiore a quella dei fondi comuni e dei titoli tradizionali.

Il Rapporto appena analizzato però non consente di attribuire questa differenza a una singola causa, perciò, non sarebbe corretto dedurre dal solo dato di possesso che la minore diffusione degli ETF derivi necessariamente dalle retrocessioni distributive, dalla mancata proposta del consulente o da scarsa conoscenza dello strumento. Queste sarebbero ipotesi coerenti con le caratteristiche del sistema distributivo che abbiamo visto nei capitoli precedenti ma avrebbero bisogno di evidenze specifiche per poter essere presentate come relazioni causali.

A completare il quadro vediamo invece le modalità con le quali vengono prese le decisioni, notando come il 42% degli intervistati dichiara di gestire almeno alcune scelte finanziarie in autonomia. Il 40% afferma invece di decidere dopo aver consultato un consulente finanziario o un addetto bancario, mentre il 32% utilizza anche consigli informali di parenti, amici o colleghi che non lavorano nel settore finanziario. Essendo presente la possibilità di inserire risposte multiple le percentuali non descrivono categorie mutuamente esclusive e proprio questa sovrapposizione suggerisce come l'investitore retail non è necessariamente autonomo oppure delegante in modo permanente, ma nel suo percorso d'investimento può alternare fonti e stili decisionali in base al prodotto e del momento.

Indicatore CONSOB 2024	Valore	Lettura derivata dal valore

Campione	2.011 investitori	Decisori finanziari che possiedono almeno un'attività finanziaria. Non rappresenta tutti i risparmiatori italiani
4 o 5 risposte corrette su 5 nel test di base	67%	Conoscenze di base relativamente diffuse nel campione selezionato ma non uniformi
Risposta corretta sulla diversificazione	58%	È la nozione meno compresa tra le cinque testate
Overconfidence / underconfidence / percezione allineata	26% / 29% / 44%	Nella maggioranza dei casi la propria percezione non coincide con il livello effettivo delle proprie competenze
Utilizzo dei social per scegliere i propri investimenti	36% (58% nella fascia di età 18-34)	Il canale informativo digitale è rilevante, soprattutto tra i più giovani
Presenza di ETF fra i propri investimenti	14%	Presenza inferiore a fondi comuni, titoli di Stato e diversi strumenti tradizionali
Decisioni autonome / supporto da un professionista / supporto informale	42% / 40% / 32%	Sono presenti spesso sovrapposizioni fra gli stili decisionali

Indicatori estratti dal Rapporto della CONSOB relativo all'anno 2024 riguardo le scelte di investimento delle famiglie italiane.

Nel complesso, il caso italiano conferma che un unico stereotipo non basterebbe a descrivere la figura dell'investitore retail dato che nel campione convivono livelli di conoscenza diversi fra loro che portano in alcuni casi a una gestione autonoma ed in altri alla consulenza, strumenti tradizionali e prodotti più recenti, informazione istituzionale e social media. Proprio questa eterogeneità rende le scelte di investimento decisioni

personalizzate in base al singolo investitore.

3.5 La tutela normativa: MiFID II, adeguatezza, appropriatezza e trasparenza

Come appena visto, il tema della vulnerabilità comportamentale ed informativa è centrale soprattutto per quanto riguarda gli investitori retail e la tutela non può essere lasciata esclusivamente alla capacità individuale. Nell'Unione europea il riferimento normativo principale è la MiFID II, recepita in Italia dal D.lgs. 129/2017. Per dare un contesto rilevante alla tesi vorrei esaminare quattro presidi principali che sono, product governance, valutazione di adeguatezza e appropriatezza, disciplina degli incentivi e trasparenza dei costi. Ognuno di essi interviene in un momento diverso del rapporto fra prodotto, intermediario e cliente ma tutti hanno l'obiettivo di ridurre il rischio che uno strumento formalmente accessibile venga distribuito o utilizzato senza una valutazione sufficiente delle sue caratteristiche.

La product governance interviene già nella fase di progettazione e distribuzione, proprio nel momento in cui produttori e distributori devono individuare un mercato di riferimento e valutare per quali categorie di clienti il prodotto sia compatibile. Questo principio sposta l'attenzione dalla semplice disponibilità dello strumento alla sua destinazione. Complessità, rischio, obiettivi e caratteristiche del prodotto devono infatti essere coerenti con il tipo di investitore a cui viene rivolto così da avere una tutela che non dipenda soltanto dalla decisione finale del cliente, ma anche dal processo con cui il prodotto arriva sul mercato.

Per gli investitori retail è poi molto importante il principio di adeguatezza spesso confuso nel linguaggio comune ma giuridicamente diverso rispetto al principio di appropriatezza. La valutazione di adeguatezza si applica infatti all'ambito della consulenza riguardo investimenti e gestione di portafoglio. Si richiede quindi all'intermediario di raccogliere informazioni su conoscenze ed esperienza, situazione finanziaria e capacità di sostenere perdite, obiettivi di investimento e tolleranza al rischio, così da poter raccomandare operazioni coerenti con il profilo del cliente. Si tratta del livello di verifica più completo, in quanto la raccomandazione viene presentata come adatta a quello specifico investitore.

L'appropriatezza invece riguarda, in linea generale, servizi nei quali non viene prestata consulenza personalizzata. In questo caso l'obiettivo dell'intermediario è verificare

soprattutto se il cliente possieda conoscenze ed esperienza sufficienti a comprendere i rischi dello strumento o del servizio. La differenza è quindi sostanziale, l'appropriatezza non stabilisce se l'investimento sia coerente o no rispetto a tutti gli obiettivi patrimoniali del cliente, ma se quest'ultimo disponga degli elementi necessari per comprenderne la natura e i rischi.

La MiFID II distingue poi la consulenza prestata su base indipendente dalla consulenza non indipendente e pone dei limiti alla possibilità di ricevere compensi da soggetti diversi dal cliente. Il tema degli incentivi distributivi è rilevante in continuazione di questa tesi perché il modello di remunerazione dell'intermediario può creare un conflitto tra interesse commerciale e interesse dell'investitore. Ciò però non vuol dire che ogni prodotto che riconosce incentivi sia inadeguato oppure che ogni consulenza non indipendente sia di bassa qualità. Significa piuttosto che il costo e il possibile conflitto vanno resi trasparenti e governati all'interno del processo di consulenza.

Infine, a completare il quadro abbiamo il tema della trasparenza dei costi. L'articolo 24 contenuto in MiFID II richiede che il cliente riceva informazioni su costi ed oneri connessi al servizio e agli strumenti finanziari, compreso anche il loro effetto sul rendimento. Questo è fondamentale nel confronto fra gestione attiva e passiva che abbiamo svolto precedentemente, in quanto rende più visibile la variabile certa del costo sostenuto, rispetto a una variabile incerta come l'eventuale extra-rendimento futuro del gestore. La possibilità di comparare i costi non risolve comunque da sola la scelta di investimento, ma rende sicuramente più difficile ignorare l'effetto cumulato delle commissioni permettendo quindi un confronto più consapevole ed accurato.

Comprendiamo quindi come la MiFID II migliori il processo di tutela ma non sostituisca integralmente la comprensione dell'investitore. Anche un'informativa corretta può risultare poco utile se non viene letta o compresa. Nessuna profilatura può infatti impedire in assoluto una decisione emotiva durante una crisi ma la regolamentazione riesce a ridurre alcune asimmetrie informative pericolose per l'investitore retail disciplinando il suo rapporto con l'intermediario. Educazione finanziaria, qualità della consulenza e comportamento rimangono quindi componenti complementari della protezione del retail.

3.6 La tutela del retail: prodotto, competenze e comportamento

Arrivati a questo punto, il ruolo degli ETF nella tutela dell'investitore retail può essere

definito con maggiore precisione. Un ETF non protegge dalle perdite di mercato, non garantisce una corretta asset allocation, non impedisce di concentrare il portafoglio in un settore e non evita che l'investitore venda in preda al panico. Nonostante ciò, può ridurre o rendere più controllabili alcune fonti di rischio che dipendono dalla struttura del prodotto e dal processo di investimento.

La prima dimensione su cui voglio spendere due parole è economica. Come discusso nel Capitolo 2, molti ETF passivi consentono di ottenere un'esposizione molto diversificata mantenendo costi ricorrenti contenuti. Il vantaggio non consiste quindi nel promettere un rendimento superiore, ma nel ridurre un elemento certo che sottrae rendimento nel tempo. La seconda dimensione è invece quella informativa. Indice, metodo di replica, composizione e costi sono generalmente verificabili e confrontabili. Ed infine, la terza dimensione, ovvero quella operativa. Anche con importi limitati il retail può costruire un'esposizione a un mercato ampio senza dover necessariamente acquistare decine o centinaia di titoli. Riducendo complessità ed attrito, questi tre elementi possono contribuire alla tutela, senza sostituire la scelta strategica.

La diversificazione offerta da un ETF ampio come sappiamo va a ridurre il rischio specifico legato al singolo emittente, ma non elimina il rischio sistematico del mercato. Inoltre, è necessario sottolineare come non tutti gli ETF siano ampiamente diversificati. Un prodotto settoriale, tematico, a leva o concentrato geograficamente può avere un profilo molto diverso ma anche un ETF globale può incorporare forti concentrazioni per capitalizzazione in alcuni Paesi o società.

Estenderei poi lo stesso ragionamento ai piani di accumulo, dove automatizzare versamenti periodici può aiutare a trasformare il risparmio in un processo disciplinato e ridurre la necessità di fare market timing. Il PAC è un supporto, non un meccanismo che rende impossibile l'errore comportamentale e la sua efficacia dipende dalla sostenibilità dei versamenti, orizzonte temporale e capacità di mantenere la strategia indipendentemente da condizioni favorevoli o sfavorevoli.

A questo punto entra in gioco l'educazione finanziaria. Lusardi e Mitchell (2014), attraverso molteplici lavori teorici ed empirici, interpretano la conoscenza finanziaria come una forma di capitale umano e ne mostrano il collegamento ad importanti decisioni economiche delle famiglie. Nonostante ciò, un corso o un livello elevato di conoscenze non eliminano automaticamente i bias in quanto l'efficacia degli interventi educativi può variare molto. Il contributo essenziale è invece comprendere interessi composti, inflazione, diversificazione e rapporto rischio-rendimento, permettendo di aumentare la capacità di lettura dei prodotti, formulare obiettivi realistici e valutare le conseguenze

delle proprie decisioni.

L'educazione finanziaria ha un'importanza molto elevata nella gestione autonoma, dove, non essendovi una delega decisionale, una parte maggiore della responsabilità rimane all'investitore. Nonostante ciò, l'autonomia può essere un vantaggio, consentendo di controllare costi, struttura del portafoglio e coerenza con i propri obiettivi. Ha però un costo che non compare nei documenti informativi, costituito dal tempo necessario per studiare, aggiornarsi e riconoscere i limiti delle proprie competenze. Ho riscontrato questo aspetto anche dalla mia esperienza dove la possibilità di utilizzare strumenti semplici sul piano operativo non ha eliminato la necessità di capire cosa stessi acquistando, perché lo stessi inserendo in portafoglio e quale perdita fossi disposto a tollerare senza cambiare strategia.

La consulenza mantiene quindi un ruolo potenzialmente importante. Un investitore può scegliere strumenti passivi e al tempo stesso beneficiare di una consulenza per la definizione degli obiettivi, dell'asset allocation, del rischio sostenibile, della pianificazione previdenziale o di esigenze patrimoniali più complesse. Il valore della consulenza non va misurato soltanto dalla capacità di selezionare un fondo capace di battere il mercato ma può consistere anche nel costruire un processo coerente e ridurre errori comportamentali.

Riassumendo abbiamo una tutela riconducibile a tre livelli complementari. Il primo è il prodotto, dove le scelte devono essere coerenti con lo scopo dell'investimento. Il secondo è il processo di distribuzione e consulenza, dove grazie a regole come MiFID II è possibile ridurre conflitti di interesse e facilitare l'incontro fra cliente e prodotto adatto alle sue esigenze. Il terzo è il comportamento, che permette a conoscenze, disciplina e consapevolezza dei bias di determinare se una strategia teoricamente valida viene mantenuta nella pratica. Avere un punto debole in uno dei tre livelli può quindi compromettere gli altri due.

Questo schema aiuta anche a conciliare Graham, Fama e la finanza comportamentale. Graham ci ricorda che l'investitore deve adottare un metodo e lasciare un margine per i propri errori. Fama mostra che nei mercati competitivi ottenere sistematicamente un vantaggio informativo è difficile. Kahneman, Tversky e la letteratura comportamentale spiegano invece perché, persino dopo aver scelto una strategia sensata, l'investitore possa sabotarla con decisioni emotive. Gli ETF a basso costo non sono la risposta obbligatoria a tutti e tre i problemi ma possono sicuramente essere coerenti con una soluzione che riduce la necessità di previsioni, semplifica la diversificazione e rende i costi più controllabili.

CONCLUSIONE

Voglio quindi riassumere dicendo che non esiste un vincitore assoluto nella scelta fra gestione passiva e la gestione attiva. La scelta abbiamo visto che varia in base a molteplici variabili che possono spostare l'ago della bilancia da un lato o dall'altro in modo personalizzato per la situazione di ogni singolo investitore. Ad esempio, per molti investitori retail con orizzonte temporale lungo, la necessità di una gestione comprensibile e senza un vantaggio informativo specifico, probabilmente scegliere una base diversificata e a basso costo può rappresentare un punto di partenza razionale.

Studiare il pensiero proposto da Graham ci ha permesso di comprendere come una strategia razionale debba partire dai limiti dell'investitore oltre che dalle caratteristiche del titolo. Fama invece ci ha mostrato come in mercati competitivi le informazioni pubbliche vengono elaborate da molti operatori e trasformarle sistematicamente in extra-rendimento è più difficile di come spesso si immagina. Grossman e Stiglitz ricordano tuttavia che l'efficienza non elimina il ruolo della gestione attiva, perché la produzione di informazione è parte del processo attraverso cui i prezzi diventano informativi.

Attraverso lo studio della finanza comportamentale, capiamo poi come il limite non sia soltanto di tipo informativo ma anche psicologico. I dati CONSOB 2024 evidenziano come in Italia vi sia eterogeneità nelle abitudini e strategie di investimento, con però anche un'influenza negativa crescente in quanto ad overconfidence, probabilmente incentivata dall'ambiente informativo digitale in cui i social network hanno un peso significativo.

La MiFID II interviene su questa vulnerabilità ma i suoi limiti sono inevitabili. Ciò che possiamo trarre dall'intera analisi fatta è come nessuna regola possa sostituire integralmente la comprensione del prodotto o impedire all'investitore di reagire emotivamente a una perdita. Per questo l'educazione finanziaria e la qualità della consulenza restano complementari alla regolamentazione.

Alla luce dell'intero elaborato, gli ETF possono contribuire alla tutela dell'investitore retail quando utilizzati per ciò che effettivamente sono, ovvero strumenti che possono offrire diversificazione, trasparenza e costi contenuti, ma che non eliminano il rischio né la responsabilità decisionale. Un ETF economico non è automaticamente un ETF adatto. Una strategia passiva non è automaticamente una strategia semplice. L'autonomia non è automaticamente superiore alla delega. Il messaggio finale che voglio trasmettere è

quindi come la protezione reale nasca soltanto dall'incontro tra un prodotto adeguato, una struttura normativa efficace ed un investitore capace di comprendere e mantenere la propria strategia.

BIBLIOGRAFIA

Barber, B.M.; Odean, T. (2000), "Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors", Journal of Finance, 55(2), pp. 773-806.

Bessembinder, H. (2018), "Do Stocks Outperform Treasury Bills?", Journal of Financial Economics.

Bogle, J.C. (1999), Common Sense on Mutual Funds, John Wiley & Sons.

Fama, E.F. (1970), "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", Journal of Finance, 25(2), pp. 383-417.

Graham, B.; Dodd, D.L. (1934), Security Analysis, McGraw-Hill, New York.

Graham, B. (1949), The Intelligent Investor, Harper & Brothers, New York; ed. rivista 1973; HarperCollins, 2003.

Grossman, S.J.; Stiglitz, J.E. (1980), "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets", American Economic Review, 70(3), pp. 393-408.

Lusardi, A.; Mitchell, O.S. (2014), "The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence", Journal of Economic Literature, 52(1), pp. 5-44.

Madhavan, A. (2016), Exchange-Traded Funds and the New Dynamics of Investing, Oxford University Press, capp. 1-3.

Pan, Z. (2019), "A Review of Prospect Theory", Journal of Human Resource and Sustainability Studies, 7, pp. 98-107.

Samuelson, P.A. (1974), "Challenge to Judgment", Journal of Portfolio Management.

Sharpe, W.F. (1991), “The Arithmetic of Active Management”, Financial Analysts Journal.

Shefrin, H.; Statman, M. (1985), “The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long”, Journal of Finance, 40(3), pp. 777-790.

Borsa Italiana (2025), ETFplus Statistics — December 2025, pp. 1-3.

CONSOB (2024), Rapporto 2024 sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, Roma.

EFAMA (2026), Quarterly Statistical Release No. 104 — Fourth Quarter of 2025, pp. 1 e 4.

ESMA (2026), Costs and Performance of EU Retail Investment Products — 2025, ESMA Market Report, 3 marzo 2026.

S&P Dow Jones Indices (2026), SPIVA Europe Year-End 2025 Scorecard, dati al 31 dicembre 2025.

SITOGRAFIA

Assogestioni, “1 italiano su 5 investe in fondi comuni. Giovani in aumento, il PAC piace agli under 40”, disponibile sul sito istituzionale di Assogestioni: https://www.assogestioni.it/articolo/1-italiano-su-5-investe-in-fondi-comuni-giovani-in-aumento-il-pac-piace-agli-under-40

Assogestioni, “Mappa trimestrale del risparmio gestito — 4° trimestre 2025”, disponibile sul sito istituzionale di Assogestioni: https://www.assogestioni.it/articolo/mappa-trimestrale-del-risparmio-gestito-4deg-trim-2025-0

Gruppo Excellence, “Risparmio gestito: rivoluzione in Italia”, disponibile sul sito Gruppo Excellence: https://gruppoexcellence.com/risparmio-gestito-rivoluzione-in-italia