



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

Corso di Laurea Magistrale  
in Sviluppo Economico e  
dell'Impresa

Tesi di Laurea Magistrale

—  
Ca' Foscari  
Dorsoduro 3246  
30123 Venezia

Evidenze empiriche  
dell'underperformance  
dei Fondi Comuni di  
Investimento rispetto agli  
Exchange Traded Funds

**Relatore**

Ch. Prof. Paolo Pellizzari

**Laureando**

Benedetta Salvadori

Matricola 836179

**Anno Accademico**

2014 / 2015

# SOMMARIO

<b>INTRODUZIONE</b> .....	<b>3</b>
<b>CAPITOLO 1</b> .....	<b>6</b>
1.1 I FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO: COSA SONO?.....	6
1.2 I PRINCIPALI TIPI DI FONDI DI INVESTIMENTO.....	9
1.3 LA GESTIONE DI UN FONDO .....	11
1.4 I COSTI DI UN FONDO .....	13
1.5 IL <i>TRADE-OFF</i> TRA FONDI.....	15
1.6 FONDI COMUNI E TASSAZIONE .....	19
1.7 GLI ETF: COSA SONO?.....	20
1.8 LE MODALITÀ DI REPLICA DEGLI ETF .....	24
1.9 ETF E TASSAZIONE .....	25
<b>CAPITOLO 2</b> .....	<b>27</b>
2.1 ETF VS. FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO .....	27
2.2 L' <i>UNDERPERFORMANCE</i> DEI FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO .....	28
2.3 I FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO ED IL CREDITO DI IMPOSTA .....	36
2.4 ETF: BASSI COSTI DI ASIMMETRIA INFORMATIVA.....	38
<b>CAPITOLO 3</b> .....	<b>44</b>
3.1 PERCHÉ RISPARMIARE? .....	44
3.2 LA CICALA E LA FORMICA .....	57
3.3 GLI ITALIANI E IL RISPARMIO.....	67
3.4 IL RISPARMIO REGOLARE .....	76
3.5 LA SOLUZIONE: PIANI DI ACCUMULO DEL CAPITALE CON GLI ETF .....	85
<b>CAPITOLO 4</b> .....	<b>89</b>
4.1 PREMESSE ALLA SIMULAZIONE DI PAC.....	89
4.2 BENCHMARK: S&P 500.....	92
4.3 BENCHMARK: MSCI NORTH AMERICA .....	96
4.4 BENCHMARK: MSCI USA.....	98
4.5 BENCHMARK: MSCI ASIA PACIFIC EX JAPAN .....	100
4.6 BENCHMARK: MSCI WORLD INDEX.....	101
4.7 BENCHMARK: MSCI EUROPE .....	104
4.8 BENCHMARK: MSCI WORLD INFORMATION TECHNOLOGY .....	106
4.9 BENCHMARK: FTSE MTS BOT EX-BANK OF ITALY.....	108
4.10 BENCHMARK: FTSE ITALIA MID CAP .....	110
4.11 CONCLUSIONE .....	112
<b>CONCLUSIONI</b> .....	<b>115</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	<b>118</b>
<b>SITOGRAFIA</b> .....	<b>120</b>

# INTRODUZIONE

Questo lavoro è nato da una discussione durante una lezione del corso di Asset Allocation, in cui si spiegava che, nonostante l'altissimo costo dei fondi comuni di investimento rispetto agli Exchange Traded Funds, i privati tendono comunque a scegliere il risparmio gestito. La curiosità e l'imminenza del momento in cui dovrò scegliere come allocare i miei futuri risparmi, mi hanno spinto ad approfondire l'argomento e a verificare empiricamente che i fondi comuni fossero prodotti peggiori rispetto agli ETF, svolgendo una simulazione pratica per dimostrarlo.

Il primo passo è stato quello di fare una ricerca su quali fossero le caratteristiche dei fondi comuni di investimento, conoscerne il funzionamento e le normative fiscali, focalizzandomi prevalentemente sui costi relativi a questa scelta.

Successivamente è stato presentato lo strumento degli Exchange Traded Fund, comunemente detto ETF, ossia un fondo che va a replicare, con diverse tecniche, l'indice benchmark e le cui quote vengono scambiate in borsa continuamente, come una normale azione. Anche per questo prodotto ci si è soffermati sui costi e sul regime fiscale vigente.

Dopodiché è stata presentata un'evidenza empirica dell'*underperformance* dei fondi comuni di investimento rispetto ai BOT e agli indici internazionali, lampante soprattutto nel lungo periodo. Questa incapacità di battere l'indice di riferimento è stata effettuata anche tramite un'analisi dell'alpha di Jensen che misura l'*extra-performance* rispetto ad un benchmark, risultata sempre significativamente negativa. È stata, poi, aperta una parentesi sul credito di imposta, un vantaggio solo apparente.

Infine è stato descritto un ulteriore punto a favore degli ETF, i bassi costi di asimmetria informativa, a confronto con altre forme di investimento. Un risparmiatore sosterrà minori costi di asimmetria informativa se sceglie gli ETF,

rispetto a quelli che sosterebbe adottando altri prodotti, in particolare le singole azioni.

Il terzo capitolo è stato dedicato alla finanza comportamentale, soffermandosi prevalentemente sui motivi che portano al risparmio e sull'influenza che ha l'orizzonte temporale scelto sulla buona riuscita dei propri piani.

Successivamente è stata posta l'attenzione sulla tendenza dei giovani al risparmio e sugli effetti che ha questa scelta sul loro benessere psicofisico, evidenziando, fra le altre cose, gli elementi che influenzano positivamente tale tendenza: il loro atteggiamento, le norme trasmesse dai genitori, l'orizzonte temporale ed il controllo percepito del proprio comportamento. Le fonti consultate ritengono che il risparmio sia un elemento importante nella determinazione della felicità e della serenità dell'individuo.

Rilevante è stato il focus sulle scelte dei risparmiatori italiani, per ottenere una panoramica del comportamento in ambito finanziario nel nostro Paese. Diminuisce l'investimento in BOT, prediligendo altre forme di investimento, come i fondi comuni, che sono in aumento. Nell'ultimo anno aumenta, anche se solo lievemente, la propensione al rischio. Prevalentemente gli italiani risparmiano per eventuali emergenze e a favore del futuro dei propri figli, anche decidendo di aumentare l'orizzonte temporale dei propri risparmi verso il lungo termine.

Un ulteriore elemento per avere successo nell'attività di risparmio è il farlo in modo regolare. È stata, perciò, dedicata una sezione alla dimostrazione che la programmazione delle proprie spese (e, quindi, dei propri risparmi) sia un'abitudine che, se adottata, porta alla buona riuscita dei propri obiettivi di risparmio. L'analisi, presente in Rabinovich e Webley (2007), è stata svolta su campioni provenienti da economie differenti, al fine di dimostrare che i risultati non siano sensibili al background culturale ed economico dei risparmiatori. Il risparmio regolare dipende, ancora una volta, dall'orizzonte temporale scelto, dalle tecniche utilizzate per implementarlo e dalla facilità percepita del controllo delle spese.

Una delle tecniche principali per il risparmio regolare è il Piano di Accumulo del Capitale, al quale è stato dedicato l'ultimo capitolo.

Il Capitolo 4 verte sulla dimostrazione pratica dell'*over-performance* degli ETF rispetto ai fondi comuni di investimento, tramite la costruzione di Piani di Accumulo del Capitale simulati. Sono stati selezionati quindici fondi comuni e dodici ETF e confrontati quelli con lo stesso indice di riferimento. Inoltre sono stati creati PAC con diverse scadenze, in modo da dare valenza alle conclusioni anche su orizzonti temporali differenti.

Tutti gli ETF, alla fine del piano di accumulo, ottengono maggior capitale netto rispetto ai fondi comuni di investimento con cui sono stati confrontati.

I risultati si riferiscono all'analisi svolta su fogli di calcolo Excel, consultabili e scaricabili al link riportato nel primo paragrafo del Capitolo 4 ed in Sitografia.

# CAPITOLO 1

## 1.1 I fondi comuni di investimento: cosa sono?

Risparmiare è un'attitudine che accomuna, se non tutti, almeno la maggior parte delle persone. Al risparmio si abbina la parola "investimento" ed i prodotti finanziari per metterlo in pratica sono molti; fra questi forse quello più comune e semplice da comprendere è il fondo comune di investimento: "il patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito in monte"<sup>1</sup>.

Questo strumento finanziario è compreso negli OICR (Organismi di Investimento Collettivo per il Risparmio) e, come tali, è volto alla raccolta del denaro dei risparmiatori e ne affida la gestione alle SGR (Società per la Gestione del Risparmio), con capitale e personalità giuridica distinti rispetto a quelli del fondo e composti da professionisti del settore, che, attraverso l'acquisto di valori mobiliari (azioni, obbligazioni, derivati...), mirano alla miglior diversificazione degli investimenti a seconda del profilo finanziario che intendono dare al fondo.

Il fondo di investimento permette ai piccoli investitori di accedere, con il semplice acquisto di una quota, ad un livello di diversificazione che altrimenti sarebbe difficile da raggiungere e nettamente più dispendioso; inoltre, grazie ai Piani di Accumulo del Capitale, denominati comunemente PAC, anche chi non dispone di sostanziali somme risparmiate, può accedere facilmente al mercato: si tratta di uno strumento finanziario, che permette al risparmiatore di versare una quota costante a periodi ben precisi e di accumulare, così, una discreta somma, con il suo contestuale investimento<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Definizione del d.lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998, che ancora oggi regola i fondi comuni di investimento.

<sup>2</sup> I PAC verranno meglio spiegati di seguito.

I fondi comuni di investimento sono molti: un primo distinguo va fatto per quanto riguarda la distribuzione dei proventi, i quali possono essere accreditati al risparmiatore oppure rimanere all'interno del fondo. La distinzione si può quindi fare tra:

- fondi a distribuzione dei proventi<sup>3</sup>: questo tipo di fondo ha come caratteristica principale quella di accreditare ai propri sottoscrittori le plusvalenze accumulate come se fossero cedole, in periodi prestabiliti (mensilmente o trimestralmente ecc., a seconda del regolamento del fondo), con la differenza che, essendo proventi, essi derivano da una sorta di utile d'azienda, per tanto sono aleatori e variabili nel tempo; inoltre tali somme non vengono interamente destinate a dividendi, ma una parte viene accumulata nel capitale del fondo e quindi a favore della valorizzazione delle quote;
- fondi ad accumulazione dei proventi: per definizione la peculiarità di questo fondo è che i guadagni ottenuti rimangono all'interno del fondo stesso, vengono, cioè, reinvestiti ad aumentare il capitale e quindi anche il valore delle quote, incorporati nelle stesse. Il risparmiatore vedrà quindi concretizzati i proventi solo al momento della monetizzazione delle proprie quote.

Va fatta un'ulteriore suddivisione: i fondi comuni di investimento vengono classificati in due macro-categorie, per distinguere tra quale abbia patrimonio fisso e quale patrimonio variabile; essi vengono, perciò, distinti tra fondi chiusi e fondi aperti<sup>4</sup>:

- fondi chiusi: la loro caratteristica è quella di avere un numero di quote predefinito e invariabile nel tempo, con un tetto massimo di valore per quota; inoltre la loro sottoscrizione può essere effettuata soltanto nei periodi prestabiliti e il loro rimborso solo a scadenza. Dato il rischio di liquidità, per garantire all'investitore di poter liquidare le sue quote senza

---

<sup>3</sup> Per proventi non si intendono soltanto le cedole derivanti dai titoli nei quali il fondo ha investito, ma anche le plusvalenze derivanti dalla compravendita dei titoli.

<sup>4</sup> Definizione del Ministero del Tesoro n. 228/99.

grossi problemi, la legge vuole che questi fondi si quotino sul mercato entro 12 mesi dall'approvazione del regolamento del fondo o dalla pubblicazione del prospetto informativo per i fondi rivolti al pubblico;

- fondi aperti: sono fondi molto più flessibili di quelli chiusi e sono caratterizzati dalla possibilità di sottoscrizione e rimborso delle quote in qualsiasi momento; questo fa sì che il capitale di questi fondi sia variabile e anche il numero delle loro quote. Il valore di ogni quota, essendo, appunto, variabile, viene calcolato alla fine di ogni giornata, suddividendo il NAV (Net Asset Value)<sup>5</sup> per il numero di quote in circolazione in quello stesso giorno. Proprio grazie a questa grande flessibilità, sono molto più diffusi rispetto ai fondi chiusi.

Focalizzandoci ora soltanto sui fondi aperti, quelli, come è stato detto, più diffusi, vanno segnalati i cosiddetti fondi di diritto italiano armonizzati UE: sono fondi gestiti da SGR con sede legale in Italia e pertanto sottoposti alle direttive comunitarie n. 611/85 e 220/88<sup>6</sup>. Tali direttive pongono dei limiti alla composizione dei fondi, con il principale obiettivo di tutelare i risparmiatori, contenendo i rischi:

- massimo il 10% del patrimonio netto può essere utilizzato per la sottoscrizione di valori mobiliari non quotati nel mercato regolamentato;
- tetto del 5% per la sottoscrizione di quote di altri OICR;
- non è possibile investire più del 5% del patrimonio netto del fondo in valori mobiliari di uno stesso emittente (ad agevolare la diversificazione del rischio); tale percentuale può arrivare al 35% se tale investimento viene effettuato per l'acquisto di titoli garantiti da un altro stato dell'UE; salire ancora al 100% se raggiunto tramite sei operazioni differenti, ciascuna del 30% al massimo;
- un massimo di 25% di obbligazioni emessi da banche;

---

<sup>5</sup> Il Net Asset Value è il valore di tutti gli strumenti finanziari e del denaro presenti nel fondo, al netto di eventuali oneri. Esso viene calcolato giornalmente.

<sup>6</sup> Recepite nell'ordinamento italiano tramite il Decreto Legislativo n. 83/92.

- con riferimento al singolo emittente nel quale si investe, c'è un tetto massimo del 5% per la sottoscrizione di titoli incorporanti diritto di voto; percentuale innalzata al 10% nel caso in cui tale percentuale non consente in ogni caso di esercitare il controllo.

I fondi di diritto italiano non armonizzati UE, seguono regole meno stringenti, ma devono pur sempre seguire il Regolamento della Banca d'Italia, che li ha istituiti (20 settembre 1999).

## 1.2 I principali tipi di fondi di investimento

Al fine di adattarsi alle esigenze e preferenze dei risparmiatori, esistono vari tipi di fondi comuni di investimento, suddivisibili a seconda della loro composizione e delle decisioni gestionali.

In generale i fondi comuni di investimento possono essere a gestione attiva o passiva. I primi si caratterizzano per l'elemento di personale analisi fornita dalla SGR, che attua particolari manovre di compravendita o strategie con l'obiettivo di battere il mercato. I fondi a gestione passiva (detti anche *index fund*), invece, si agganciano ad un benchmark per replicarne l'andamento e quindi la performance, con il contestuale contenimento dei costi.

Le tipologie<sup>7</sup> di fondi sotto elencate possono essere sia a gestione attiva che passiva:

- fondi obbligazionari: essi sono caratterizzati dal divieto di investire in azioni, ad eccezione dei fondi obbligazionari misti, che possono acquistare un ammontare pari a massimo il 20% del patrimonio netto del fondo; possono detenere, inoltre, fino ad un massimo del 10% di azioni derivanti da una conversione (da obbligazioni ad azioni). Tali fondi possono essere ulteriormente suddivisi a seconda del livello di rischio di mercato che si

---

<sup>7</sup> Classificazione di Assogestioni (Associazione Italiana del Risparmio Gestito).

assumono investendo, a seconda della valuta e della *duration*<sup>8</sup>. Un'altra categoria può essere definita in base al rischio di credito: a seconda del paese (sviluppato o emergente), della tipologia dell'emittente (debito sovrano o di impresa) o del merito creditizio ad esempio *high-yield* o *junk bond*;

- fondi azionari: essi si distinguono per l'obbligo di investire almeno il 70% in titoli azionari. Il restante 30% può essere dedicato all'investimento in obbligazioni o liquidità, ad ovviare a improvvise necessità di monetizzare quote. Possono essere suddivisi per area geografica (zona Euro, Pacifico, America, Paesi emergenti ecc.), per paese, per settore (fondi internazionali e divisi per settore come industriale, energetico, delle telecomunicazioni...), ma anche per dimensione (*market capitalization*, "cap") e per strategia di investimento (crescita immediata o più blanda del capitale);
- fondi bilanciati: questo tipo di fondi ha la possibilità di dedicare il proprio patrimonio all'investimento sia in titoli azionari, che obbligazionari. A seconda delle percentuali che compongono il portafoglio, tali fondi possono essere bilanciati obbligazionari (investendo in azioni solo tra il 10 ed il 50% del proprio capitale), bilanciati azionari (se investono in azioni dal 50 al 90% del patrimonio) e bilanciati puri (se investono in azioni una quota compresa tra il 30 ed il 70% del patrimonio del fondo). L'obiettivo di tale tipologia di fondo è quella di conferire al gestore maggiori flessibilità ed autonomia decisionale, per trovare una giusta via di mezzo tra rischio e rendimento, senza cadere per forza in una delle due categorie sopracitate.

Oltre a queste principali tipologie vi sono anche:

- fondi speculativi (o *hedge funds*): questo tipo di fondi fa parte dei fondi di diritto italiano non armonizzati UE. Generalmente l'ingresso in questi fondi è limitato ai soli investitori istituzionali e professionali (in passato i partecipanti potevano essere al massimo 200, ma tale limite è stato

---

<sup>8</sup> "La *duration* è la durata finanziaria di un titolo, ovvero la sua vita residua, ponderata con il flusso di cedole che il titolo pagherà in futuro. La *duration* di un portafoglio è pari alla media ponderata delle *duration* dei singoli titoli che lo compongono." Da [borsaitaliana.it](http://borsaitaliana.it).

cancellato) con un patrimonio relativamente consistente: la partecipazione minima iniziale è di 500.000 euro. Esistono anche limiti all'uscita, infatti alcuni fondi prevedono la smobilizzazione delle quote talvolta anche dopo un anno. Una particolarità rilevante di questi fondi è il tipo di strategie che possono essere utilizzate: leva finanziaria, arbitraggio e vendita allo scoperto, altrimenti vietate ai fondi armonizzati UE;

- fondi di fondi: il portafoglio di questi fondi è costituito da quote di altri fondi: in parole spicce, acquistando una quota di questo fondo, acquistiamo un micro frammento di ogni titolo in cui ha investito il fondo originale. Il vantaggio di questi fondi è che essi possono investire anche negli hedge funds, permettendo così anche al piccolo risparmiatore di accedere a questo tipo di strumento, altrimenti negatogli a causa dell'elevata soglia di accesso.
- ETF (Exchange Traded Funds)<sup>9</sup>: sono molto simili agli index funds, cioè replicano passivamente la performance di un indice, con la differenza che le loro quote sono scambiate nel mercato borsistico come una normalissima azione e, quindi, valorizzate costantemente<sup>10</sup> e che i costi sono molto minori (i costi di gestione annui si aggirano tra lo 0,1 e lo 0,9%). Da aprile 2007 in Italia esiste un mercato apposito, denominato ETFplus, mentre per il mercato americano gli ETF vengono scambiati sull'AMEX<sup>11</sup>.

## 1.3 La gestione di un fondo

Come è stato detto nel primo paragrafo, la gestione del fondo è demandata ad una SGR, con patrimonio e personalità giuridica distinti rispetto a quelli del fondo, forma giuridica della società per azioni (solitamente fa parte di un gruppo bancario o assicurativo), capitale sociale pari ad almeno un milione di euro, sede legale in

---

<sup>9</sup> Se ne parlerà molto più approfonditamente in seguito, in questo capitolo e nei prossimi.

<sup>10</sup> Si ricorda che, per i fondi comuni di investimento in generale, viene valorizzata la quota alla fine di ogni giornata.

<sup>11</sup> Il primo ETF è stato scambiato sull'AMEX (American Stock Exchange, una delle borse valori del mercato statunitense) nel 1993.

Italia e deve assicurare che effettui la propria attività con prudenza e diligenza, correttezza e trasparenza<sup>12</sup>.

Una SGR deve agire per poter costruire un portafoglio di titoli per i fondi: per raggiungere l'obiettivo, non si avvale di pura analisi, ma adotta strategie che sembrano a loro più adatte. Ecco le principali:

- *asset allocation*: si tratta principalmente della scelta dei titoli da inserire in portafoglio. Questa scelta è, però, vincolata dal regolamento del fondo: se il fondo è azionario vi sono delle ben precise limitazioni da mantenere, così come se fosse obbligazionario. I titoli possono, inoltre, essere scelti a seconda dell'area geografica selezionata dal fondo, dal settore scelto o dalla capitalizzazione delle aziende. C'è da dire che tali scelte possono subire modifiche a seconda dell'andamento del mercato, pur mantenendo la conformità con il regolamento del fondo (*allocation tattica*);
- *stock picking*: si tratta della scelta dei titoli da inserire in portafoglio, in base ad accurate analisi. Questa strategia è l'attività caratteristica dei fondi a gestione attiva;
- *market timing*: il tempismo è fondamentale nella gestione dei portafogli. Significa scegliere il momento giusto per entrare nei mercati, se si prevede un rialzo o l'uscita, se ne si prevede un ribasso. La pratica del market timing in questo senso è consentita, ma nella legislazione statunitense, se vista con un'accezione negativa, quale il "comprare e vendere conoscendo i prezzi prima che siano resi pubblici", è vietata dalla *policy* dei fondi<sup>13</sup>.

La società di gestione ha degli obblighi a cui deve attenersi, come la redazione del Regolamento del fondo, che va consegnato ai risparmiatori quando decidono di sottoscriverlo. Data l'ampia scelta fornita dagli intermediari finanziari, i risparmiatori si trovano a dover confrontare i diversi fondi prima di decidere quale si adatta maggiormente alle loro esigenze. A questo scopo la

---

<sup>12</sup> D.lgs. 58/98. Vigilanza adottata dalla Consob.

<sup>13</sup> Tedeschi, F. "Borsa: altro che controlli, inasprite le pene", 31 maggio 2004, <http://www.wallstreetitalia.com/borsa-altro-che-controlli-inasprite-le-pene/>.

Consob fornisce un modello unico e uniforme per tutte le SGR, in modo da rendere più facilmente confrontabili le diverse offerte e agevolare, così, i risparmiatori.

Il regolamento si compone da una parte prima che presenta sinteticamente al risparmiatore la natura giuridica del fondo (come abbiamo detto, solitamente società per azioni), le funzioni della banca depositaria che custodisce materialmente i titoli del portafoglio, e i compiti dei gestori. Fornisce inoltre una descrizione del fondo, con le sue principali caratteristiche: le decisioni di investimento, l'eventuale settore in cui si focalizza, il livello di rischio associato all'investimento, la dichiarazione del benchmark che si intende seguire (obbligatorio anche se non è un *index fund*), i costi, le modalità di sottoscrizione e rimborso. Si inserisce, inoltre, l'informativa sul regime fiscale vigente.

La parte seconda del regolamento contiene un utile confronto tra la performance storica del fondo e quella del benchmark, che è stato dichiarato nella parte prima. Vengono dichiarate, poi, delle chiare e semplici formule matematiche, che spiegano come viene calcolata la costruzione del benchmark. Il fondo deve essere rappresentativo di tale benchmark, deve cioè essere coerente con quanto dichiarato e deve essere composto da attività che il risparmiatore può, in teoria, acquistare autonomamente sul mercato.

Infine vi è una parte terza che contiene il Modulo di Sottoscrizione.

## **1.4 I costi di un fondo**

Un argomento oggetto di grande discussione è la dinamica dei costi dei fondi comuni di investimento. Mantenere una grande macchina finanziaria come un fondo, non è certo qualcosa di economico: ci sono da tenere in considerazione numerosi fattori, che vanno a comporre un insieme di costi di cui si deve, o meno, fare carico il risparmiatore, ma che impattano sicuramente sulla decisione tra un fondo o un altro o tra un fondo e un altro strumento di investimento, magari anche "fai da te".

Le spese si dividono in due macro-categorie: le commissioni ricorrenti, richieste da qualsiasi tipo di fondo e direttamente scalate dai rendimenti che vengono pubblicati, e le commissioni *una tantum*, il cui inserimento è a discrezione della SGR. Vediamo le principali:

- commissioni *una tantum*: sono dei costi che vengono applicati al momento dell'acquisto o della vendita, ma decrescono con la permanenza nel fondo, cioè si ammortizzano nel tempo. Le commissioni di sottoscrizione vengono pagate dal fondo al broker e vengono scalate dall'ammontare investito del sottoscrittore. I fondi che non prevedono commissioni di entrata, vengono definiti "*no load*". Le commissioni di uscita, invece, vengono dedotte dall'ammontare del rimborso e sono più frequenti rispetto a quelle di entrata. I fondi che non prevedono né l'una né l'altra, vengono definiti "*no load puri*";
- commissioni ricorrenti: le spese che rientrano in questa categoria vengono richieste da tutti i fondi e vengono calcolate in base all'operatività del fondo. Tra queste rientrano, quindi, i costi di gestione e amministrazione del fondo, che, chiaramente, variano a seconda del tipo di fondo, sicuramente un fondo a gestione attiva avrà costi di gestione maggiori. Queste commissioni vengono scalate direttamente dal patrimonio del fondo. Tali costi rientrano, assieme a quelli amministrativi, nel *Total Expense Ratio* (TER), calcolato come il rapporto fra il totale delle spese e il patrimonio medio del fondo. Questo è uno degli indicatori che servono al risparmiatore per discernere tra i diversi fondi;
- commissioni di incentivo: queste non vengono previste da tutti i fondi, ma nonostante ciò è una pratica ormai diffusa. Si tratta di una sorta di premio in denaro (una percentuale dell'extra-rendimento del fondo rispetto al benchmark) per la "bravura" del gestore nel battere il benchmark. È una voce di spesa molto contestata: da un lato il tentativo di battere il benchmark di prassi rientra nei compiti del gestore, e quindi le commissioni di gestione dovrebbero già bastare di per sé, dall'altro, però, si potrebbe essere disposti a pagare di più per spronare il gestore a fare sempre meglio; in realtà com'è possibile battere il benchmark? Di fatto, anche se i

rendimenti lordi possono arrivare ad essere gli stessi, questi vanno diminuiti dei costi, pertanto il rendimento risultante sarà spesso minore di quello del benchmark. C'è da dire, poi, che il benchmark è una media dei rendimenti dei titoli, perciò è normale che il 50% dei titoli faccia peggio della media, di conseguenza è altamente improbabile riuscire a battere il benchmark.

- costi di brokeraggio: si tratta dei costi che vengono sostenuti per l'acquisto e la vendita dei singoli titoli in portafoglio. Pertanto aumentano con il numero di transazioni effettuate, quindi in base al livello di operatività del fondo. Incrementano il prezzo al momento dell'acquisto e lo diminuiscono al momento della vendita. Questi non rientrano nel TER, ma vengono inclusi separatamente nel report annuale.

## 1.5 Il *trade-off* tra fondi

Cercando di mettersi dal lato del piccolo risparmiatore, meno esperto di un intermediario finanziario, la bontà o la convenienza di un fondo rispetto ad un altro possono essere valutate in due principali modi, che vanno però considerati insieme.

Si può guardare al TER, di cui abbiamo parlato sopra, come una buona misura dei costi che dovremo sostenere se decidiamo di sottoscrivere quel fondo e, quindi, un buon indicatore per scegliere tra un fondo più costoso e uno meno costoso. Normalmente il TER si aggira attorno all'1,2% all'anno<sup>14</sup>, perciò possiamo dire che, se il TER di un fondo è maggiore di questo livello, non stiamo scegliendo un fondo efficiente, è quindi da scartare.<sup>15</sup>

Un ulteriore indicatore molto utilizzato è l'Indice di Sharpe, che viene riportato anche nel prospetto informativo fornito al cliente quando gli si presenta un fondo.

---

<sup>14</sup>Ufficio Studi di Mediobanca, "Indagine sui fondi e SICAV italiani (1984-2014)", 8 agosto 2015.

<sup>15</sup> Come vedremo in seguito, è un livello molto più alto rispetto a quello di un fondo ETF.

Viene calcolato come il premio per il rischio che ci si assume sottoscrivendo quel portafoglio, rispetto ad un investimento *risk-free*, ponderato per il livello di rischio del fondo stesso.

In formula:

$$IS = \frac{r_P - r_f}{\sigma_P} \quad \text{dove:}$$

$r_P$  = rendimento medio del portafoglio

$r_f$  = rendimento di un investimento *risk-free*

$\sigma_P$  = rischio medio del portafoglio, misurato con la deviazione standard del rendimento

Facciamo ora un semplice esempio per capirne il funzionamento, poniamo che il tasso *free risk* sia pari a  $r_f = 1,5\%$  e che il risparmiatore debba scegliere fra tre diversi investimenti:

A)  $r_A = 3\% \quad \sigma_A = 5\%$

B)  $r_B = 4,5\% \quad \sigma_B = 3\%$

C)  $r_C = 6\% \quad \sigma_C = 4\%$

A colpo d'occhio eliminiamo subito l'investimento A, dal quale il risparmiatore otterrebbe un rendimento più basso, con una volatilità e, quindi, un rischio associati molto più alti rispetto agli investimenti B e C. B e C dominano senza dubbio l'investimento A, non c'è bisogno di ulteriori calcoli.

Andiamo ora a vedere le opzioni B e C: B permette di ottenere un rendimento minore di quello di C, ma assicura anche un rischio medio più basso rispetto a C, che invece rende più di B, ma ha un rischio associato più alto. Quale scegliere? Andiamo a calcolare l'Indice di Sharpe, per verificare quale, fra i due, offra un premio al rischio maggiore.

In base alla formula citata sopra, cioè  $IS = \frac{r_P - r_f}{\sigma_P}$ , possiamo dire che:

$$IS_B = \frac{4,5\% - 1,5\%}{3\%} = 1$$

$$IS_C = \frac{6\% - 1,5\%}{4\%} = 1,125$$

L'investimento C assicura una remunerazione del rischio maggiore rispetto all'opzione B, in quanto l'Indice di Sharpe associato a C è maggiore rispetto a quello associato a B.

Possiamo, quindi, dire che l'investimento da scegliere è C? No, perché c'è un non trascurabile problema insito nell'Indice di Sharpe: esso non tiene conto della propensione al rischio dell'investitore. Se il risparmiatore, che sta scegliendo fra le opzioni B e C, è disposto a tollerare un livello di rischio pari al 4%, allora sceglierà la soluzione C, in quanto è maggiormente remunerato per il rischio sostenuto; ma, se, invece, il risparmiatore non è disposto ad accollarsi un rischio del 4% e la sua soglia di tolleranza arriva solo fino al 3%, allora sceglierà l'investimento B, nonostante il minor rendimento; pertanto la valutazione tra due (o più) fondi tramite Indice di Sharpe è "zoppa", cioè va presa in considerazione la disposizione al rischio di ogni singolo investitore.

Rendiamo il concetto in termini numerici: il tasso *risk-free* è, come prima,  $r_f = 1,5\%$  e vi sono tre diverse soluzioni di investimento:

A)  $r_A = 22\%$   $\sigma_A = 15\%$

B)  $r_B = 16\%$   $\sigma_B = 10\%$

C)  $r_C = 10\%$   $\sigma_C = 5\%$

Non possiamo determinare, a colpo d'occhio, quale investimento domini l'altro, perciò andiamo a calcolare i tre diversi indici di Sharpe:

$$IS_A = 1,2$$

$$IS_B = 1,2$$

$$IS_C = 1,2$$

Notiamo che qui l'Indice di Sharpe non ci aiuta: ci assicurano tutti la stessa remunerazione per il rischio, ponderata per il rischio stesso. Dato che a rendimento maggiore corrisponde un livello di rischio medio maggiore e che la remunerazione per il rischio ponderata è la stessa, allora possiamo comprendere che l'unico modo per scegliere tra un investimento e l'altro è di prendere in considerazione la propensione al rischio dell'investitore: chi tollera un rischio pari al 15%, sceglierà l'investimento A, che gli "assicura" un rendimento medio maggiore; chi, invece, ha una soglia di tolleranza più bassa, 10%, sceglierà

l'opzione B; chi, infine, ha una propensione al rischio ancora minore, sceglierà la soluzione C.

Un metodo più complesso per la valutazione di un fondo è l'utilizzo del Capital Asset Pricing Model (CAPM). Questo modello si fonda sull'idea che il rendimento di un'attività finanziaria dipenda dal rendimento di un'attività indipendente dai mercati, dal coefficiente di rischio dell'attività in esame rispetto al mercato e dal rendimento del mercato di riferimento. La relazione<sup>16</sup> è:

$$Y = \alpha + \beta * X \text{ dove:}$$

Y = rendimento della attività finanziaria in esame

$\alpha$  = rendimento di una attività indipendente dal mercato al netto dei costi (nel caso del fondo,  $\alpha$  simboleggia la capacità strategica e selettiva del gestore)

$\beta$  = rischio dell'attività rispetto al mercato (reattività rispetto al mercato)

X = rendimento del mercato di riferimento

Come prima considerazione possiamo dire che, in generale, se due attività finanziarie hanno lo stesso rendimento Y, è da preferire quella con  $\alpha$  più alto e  $\beta$  più basso. Vediamo un esempio numerico<sup>17</sup>, ipotizzando una crescita di mercato del 20%, cioè:

X = 20% (benchmark in comune ad A,B,C,D)

A)  $\alpha = 5\%$   $\beta = 1$   $\rightarrow Y_A = 25\%$

B)  $\alpha = 7\%$   $\beta = 0,9$   $\rightarrow Y_B = 25\%$

C)  $\alpha = 0\%$   $\beta = 1,25$   $\rightarrow Y_C = 25\%$

D)  $\alpha = -5\%$   $\beta = 1,5$   $\rightarrow Y_D = 25\%$

Guardando i numeri osserviamo che l'ipotesi B è quella migliore: a parità di rendimento e benchmark ha un rendimento associato alla bravura del gestore maggiore degli altri ( $\alpha$ ) e un rischio minore ( $\beta$ ). L'ultima ipotesi, invece, è quella più rischiosa, ma ricordiamoci che rende comunque il 25%.

---

<sup>16</sup> "Fondo comune di investimento", [https://it.wikipedia.org/wiki/Fondo\\_comune\\_di\\_investimento#Valutazione\\_tecnica\\_dei\\_fondi\\_comuni](https://it.wikipedia.org/wiki/Fondo_comune_di_investimento#Valutazione_tecnica_dei_fondi_comuni).

<sup>17</sup> Vedi nota 16.

Se ora ipotizziamo, invece, una decrescita del mercato del 20% ( $X = -20\%$ ), vediamo come cambiano i rendimenti  $Y$ , mantenendo gli stessi  $\alpha$  e  $\beta$  per tutti e quattro gli investimenti:

$$A) Y_A = 5\% - 20\% * 1 \rightarrow Y_A = -15\%$$

$$B) Y_B = 7\% - 20\% * 0,9 \rightarrow Y_B = -11\%$$

$$C) Y_C = 0\% - 20\% * 1,25 \rightarrow Y_C = -30\%$$

$$D) Y_D = -5\% - 20\% * 1,5 \rightarrow Y_D = -35\%$$

Notiamo come il quarto fondo, quello più reattivo al mercato ( $\beta = 1,5$ ) e di bassa qualità ( $\alpha = -5\%$ ), sia di fatto quello che produce la perdita maggiore.

Non è, quindi, sufficiente confrontare le performance assolute dei diversi fondi, perché alcuni di essi, in condizioni di ribasso del mercato, possono amplificare di molto le perdite rispetto ad altri. Il problema è che possiamo accedere con facilità alle informazioni sui rendimenti delle attività ( $Y$ ) e sui livelli di rischiosità ( $\beta$ ), ma come possiamo reperire informazioni sulla capacità del gestore ( $\alpha$ )?

## 1.6 Fondi comuni e tassazione

Argomento dal quale non si può prescindere è quello della fiscalità. Oltre ai costi di un investimento, si vuole certamente sapere quanto ci viene trattenuto dai profitti ottenuti.

Fino al 30 giugno 2011 ai fondi di diritto italiano, sia armonizzati UE che non, veniva applicata una ritenuta di imposta pari al 20% sul risultato di gestione<sup>18</sup>, trattenuta direttamente dal gestore nel periodo di maturazione dei proventi (competenza per maturazione). Per i fondi di diritto estero, invece, la tassazione del 20% veniva applicata per cassa, cioè non al momento della maturazione, ma al

---

<sup>18</sup> Il risultato di gestione viene calcolato così: al patrimonio del fondo, lordo di imposte, rimborsi, proventi distribuiti e netto delle sottoscrizioni effettuate in quell'anno, viene sottratto il patrimonio netto del fondo all'inizio dell'anno, i proventi da partecipazioni in OICR soggetti ad imposta sostitutiva, i proventi esenti e quelli soggetti a ritenuta a titolo di imposta.

momento della concreta realizzazione dei proventi (dalla liquidazione delle quote o dalla distribuzione dei proventi).

Dal 1° luglio 2011<sup>19</sup> si decide di parificare il pagamento delle imposte dei fondi aperti di diritto italiano e i lussemburghesi storici<sup>20</sup> con quelli di diritto estero: l'applicazione delle imposte ora avviene al momento della percezione del reddito, passando, quindi, ad un regime per cassa.

Un'ulteriore modifica è stata effettuata il 1° luglio 2014<sup>21</sup> con l'innalzamento dell'aliquota dal 20 al 26%, ad eccezione per i proventi realizzati dopo il 1° luglio di quell'anno e maturati nel semestre precedente, che continuano ad avere aliquota pari al 20%.

## 1.7 Gli ETF: cosa sono?

ETF è l'acronimo di *Exchange Traded Fund*, essi sono un particolare tipo di fondi comuni di investimento: come abbiamo visto nel paragrafo 1.2, sono gli unici fondi le cui quote vengono scambiate costantemente in borsa, quindi nei mercati regolamentati, come una normalissima azione. Il loro valore è, quindi, determinato istante per istante a seconda della domanda e dell'offerta, mentre, invece, le quote dei normali fondi comuni di investimento vengono valorizzate alla fine di ogni giornata. Dell'ETF si conoscono il prezzo della singola quota, determinato da domanda e offerta e dall'andamento dell'indice, il NAV durante la giornata e il NAV<sup>22</sup> alla chiusura delle borse.

---

<sup>19</sup> In seguito al D.L. n. 225 del 29 dicembre 2010.

<sup>20</sup> I fondi lussemburghesi storici sono i primi tipi di fondo comune comparso sul mercato italiano. La legge che istitutiva i fondi comuni di investimento risale al 1984, prima di allora le banche e le compagnie di assicurazione che volevano offrire al pubblico i fondi comuni, dovevano costituire delle apposite società di gestione in Lussemburgo. I fondi lussemburghesi e quelli di diritto italiano vengono trattati al pari dal punto di vista fiscale.

<sup>21</sup> In seguito al D.L. 66/2014 "Misure urgenti per la competitività e la giustizia sociale", poi convertito nella Legge 89/2014.

<sup>22</sup> Vedi nota a piè di pagina n. 5.

Gli ETF prendono come riferimento un indice<sup>23</sup> e ne replicano passivamente la composizione e, quindi, il rendimento, ottenendo così grandi risultati in termini di diversificazione e di riduzione dei costi del portafoglio. Non è del tutto vero, però, che riescono a replicare perfettamente il rendimento del benchmark: in ogni caso hanno dei costi di gestione, che, seppur bassi quando confrontati con quelli dei fondi comuni di investimento, vanno a diminuire la performance, rendendola minore rispetto a quella del benchmark. Quando compravendi un ETF si paga al broker la stessa commissione che si pagherebbe entrando in borsa. Il mercato degli ETF richiede la partecipazione e la gestione di intermediari professionisti autorizzati che si occupino della creazione di tali ETF, dell'emissione delle quote e del loro rimborso. Al fine di rendere il mercato degli ETF il più liquido possibile, viene richiesto che gli operatori emettano obbligatoriamente ordini in denaro (*bid*, per l'acquisto delle quote dai privati che le rivendono) e in lettera (*ask*, per vendere le quote ai risparmiatori che le comprano) con una frequenza e un differenziale (detto *bid-ask spread*) determinati da Borsa Italiana.

Il primo ETF è nato nel 1993 a fronte della sua emissione negli Stati Uniti sull'Amex<sup>24</sup>: si tratta di un ETF di nome Spider, da SPDRs (Standard&Poor's Depositary Receipts) che replica l'andamento dell'indice S&P 500<sup>25</sup>.

Per quanto riguarda il mercato europeo, i primi ETF sono stati emessi nel 2000 sulle borse di Londra, Francoforte e Stoccolma. Nell'ambito italiano, invece, il debutto risale al 2002: da quel momento il mercato degli ETF si è fatto sempre più vasto ed utilizzato, tanto da arrivare alla creazione, nel 2007, di un mercato apposito chiamato ETFPlus, contestualmente alla fusione tra la Borsa Italiana e la London Stock Exchange per la creazione della London Stock Exchange Group.

---

<sup>23</sup> Un indice è uno strumento astratto per seguire ed analizzare l'andamento del mercato in generale o di un particolare settore (per esempio quello della metallurgia, dell'IT o delle energie rinnovabili e via dicendo). Raccoglie tutte le azioni di determinate imprese presenti nel mercato, fa una media dei loro andamenti per verificare lo stato della borsa globalmente o in particolari settori o aree geografiche.

<sup>24</sup> L'Amex è la terza borsa valori del mercato statunitense, nel quale viene scambiato il 10% dei volumi. Nel 2008 viene acquisita dalla NYSE, la New York Stock Exchange, la più grande borsa valori del mondo.

<sup>25</sup> È un indice composto da un paniere di azioni, che segue l'andamento delle 500 aziende statunitensi maggiori per capitalizzazione.

Tramite l'acquisto di un ETF possiamo accedere a numerose *asset class*, a seconda del benchmark a cui si riferiscono, gli ETF indicizzati replicano:

- indici obbligazionari: gli ETF che si riferiscono a questo tipo di indice, investono in titoli di stato e titoli obbligazionari di società private della zona euro o internazionali;
- indici azionari: gli ETF che replicano questi indici hanno un portafoglio composto da azioni spesso divise per settore, per esempio per tipo di mercato, per area geografica, azioni di paesi emergenti o per dimensione delle aziende in cui investono;
- indici di materie prime: questi ETF, detti in realtà ETC (Exchange Traded Commodities) si agganciano all'andamento del valore di determinate materie prime o a panieri di materie prime;
- indici di società immobiliari e di private equity.

Oltre ai classici ETF indicizzati esiste una particolare classe di ETF, che, tramite particolari strategie, mira alla protezione del portafoglio, all'amplificazione dei rendimenti o a investimenti di tipo più complesso: si chiamano ETF strutturati. Permettono anche al piccolo risparmiatore di investire in strategie sofisticate a prezzi ridotti, grazie al connubio fra la passività propria degli ETF e la dinamicità trasparente delle diverse strategie di portafoglio. Il costo contenuto è dato anche dal fatto che questi fondi sono *no load* puri, cioè non prevedono commissioni in entrata né in uscita. Si suddividono in base alla strategia adottata, come:

- ETF a protezione: questi mirano a proteggere il valore del portafoglio da eventuali ribassi del mercato, pur sfruttando i rialzi dell'indice benchmark;
- ETF a leva: questo tipo di ETF mira ad avere un rendimento più che proporzionale di quello dell'indice di riferimento tramite strumenti che fanno leva e quindi moltiplicano il risultato; questo può non sempre essere positivo, se si pensa che vengono amplificate anche le perdite;

- ETF short con o senza leva: la strategia adottata da questo genere di ETF è di vendere i titoli acquistati e quindi partecipare inversamente all'andamento del mercato di riferimento;
- ETF con strategie di *covered call* o *buy-write*: si tratta dell'acquisto di titoli sul mercato per la replica del benchmark scelto, con la contestuale vendita di un'opzione *call* sulle quote dell'ETF stesso, con uno strike out of the money del 5%, cioè un diritto di acquistare l'ETF ad un prezzo K maggiore del prezzo di mercato del 5%, quindi non vantaggioso da esercitare.

Dal 2007 sul mercato vengono scambiati anche altri tipi di ETF, definiti precisamente ETC, cioè *Exchange Traded Commodities*, il cui emittente investe direttamente nell'acquisto di materie prime (oro, petrolio...) o in *futures*<sup>26</sup> con tali materie prime come sottostanti. Ne consegue che l'andamento di tali ETC dipende direttamente, se l'emittente investe direttamente sulla materia prima, o indirettamente, se investe in derivati, dal prezzo della materia prima a cui si riferisce. Si tratta quindi di titoli senza scadenza su materie prime, che vengono acquistate in modo diretto dalle società veicolo (mercato primario) e indiretto da parte dei risparmiatori (mercato secondario).

Per ovviare al livello di incertezza, gli ETC possono essere garantiti dal sottostante (ad esempio oro puro) nel caso in cui derivino da investimenti diretti in materie prime, o a ricorso limitato (l'emittente pone un collaterale che può essere in titoli o materie prime) se l'ETC è composto da contratti derivati con terze parti.

Al crescere dell'offerta di questi strumenti finanziari, nascono, nel 2011 anche gli ETN (*Exchange Traded Notes*), contratti *futures* che hanno come sottostante valute, indici obbligazionari o azionari.

---

<sup>26</sup> Aprire un contratto *future* significa impegnarsi ad acquistare (o vendere) l'oggetto sottostante a scadenza ad un determinato prezzo.

## 1.8 Le modalità di replica degli ETF

Finora abbiamo parlato di ETF come di fondi che replicano un indice, ma come funziona nella pratica tale replica? Esistono quattro modalità per ottenere la riproduzione delle performance<sup>27</sup>:

- replica fisica completa (o *full replication*): è la modalità più semplice ed intuitiva, si tratta dell'acquisto di tutti i titoli inclusi nell'indice, nelle proporzioni corrispondenti, per ottenere una performance sempre allineata a quella dell'indice. Dato che l'ETF è a gestione passiva, il gestore si dovrà occupare soltanto della compravendita dei titoli per mantenere invariati i pesi, in relazione ai cambiamenti dell'indice, stando attento alle eventuali uscite o entrate delle imprese, dei rimborsi e delle distribuzioni dei dividendi che modificano il prezzo delle quote. Può accadere che l'indice consideri il reinvestimento dei dividendi, al posto della loro distribuzione; in tal caso possono insorgere dagli errori, derivanti dal fatto che nella realtà dell'ETF il reinvestimento può essere un processo più lungo rispetto al mondo astratto e più immediato dell'indice. I titoli acquistati dal gestore vengono depositati fisicamente presso una banca (detta banca depositaria), non esponendo, così, l'investitore al rischio di controparte;
- replica fisica a campionamento (o *sampling*): esso consiste nell'acquisto di titoli simili a quelli contenuti nel *benchmark* scelto, ma in misura minore, così da ottimizzare i costi di transazione. Questo tipo di replica funziona in base al principio che basta cercare quali sono le principali determinanti dell'andamento dell'indice scelto e cercare di replicarle, in base al settore o alle dimensioni delle imprese scelte, abbassando però la quantità di titoli in portafoglio. In sostanza si cerca di replicare le condizioni che servono per ottenere la performance dell'indice, minimizzando i volumi acquistati;
- replica sintetica *unfunded* (o *unfunded swap-based*): gli ETF che utilizzano questa tecnica, si servono del denaro derivante dalle sottoscrizioni per l'acquisto dei titoli da inserire nel portafoglio (detto *substitute basket*) ed

---

<sup>27</sup> Da [borsaitaliana.it](http://borsaitaliana.it).

entrando in un contratto swap con una controparte (in genere una banca) che gli assicura la corresponsione di un tasso pari a quello dell'indice di mercato di riferimento, a fronte di un pagamento, da parte dell'ETF del rendimento del *substitute basket*. A garanzia del sottoscrittore vi è il vincolo, per il fondo, di acquistare fino ad un massimo del 10% del NAV in strumenti derivati;

- replica sintetica *funded (funded swap-based)*: il fondo, con questa tecnica di replica, prevede l'apertura di un contratto *swap* con una controparte selezionata, in cui l'ETF conferisce alla controparte il denaro in cash derivante dalla sottoscrizione delle quote e la controparte riconosce al fondo (per non sbagliarci, l'ETF) il rendimento dell'indice scelto come riferimento, meno gli eventuali costi dello *swap*. Quindi con questa modalità si sceglie di non utilizzare il denaro derivante dalle sottoscrizioni per il diretto acquisto di un paniere di titoli, ma di fatto il rendimento dell'indice di riferimento viene in ogni caso raggiunto, perché la controparte dello swap è impegnata contrattualmente a conferirlo al fondo. Ciò che risulta rischioso è che il 100% del patrimonio del fondo è interamente dedicato al contratto swap, non c'è, di fatto, diversificazione. A fronte di un rischio, vi è, come sempre, un minimo di garanzia: la controparte è tenuta a porre come collaterale un paniere di titoli sufficientemente liquidi, depositati presso una banca<sup>28</sup>, a nome della controparte, ma in favore del fondo. Il valore dei titoli posti a garanzia deve essere superiore al 100% del valore del NAV e monitorato ogni giorno perché venga, eventualmente reintegrato. Il gestore può impossessarsene qualora la controparte fallisca e, poi, liquidarlo.

## 1.9 ETF e tassazione

Quando pensiamo al regime fiscale in cui rientrano gli ETF, dobbiamo ricordarci la loro natura: nascono come OICR, pertanto è come fondi che vengono tassati.

---

<sup>28</sup> La banca depositaria deve essere un soggetto terzo, sottoposto a vigilanza prudenziale.

Facciamo quindi riferimento a quanto detto nel paragrafo 1.6: dal 1 luglio 2014 anche agli *Exchange Traded Funds* viene applicata un'aliquota del 26%.

I profitti derivanti dall'investimento in ETF sono da considerarsi come reddito da capitale, mentre le perdite come redditi diversi, essendo, pertanto, due voci che non hanno la stessa natura, non possono essere soggetti a compensazione. Nonostante ciò vi è un'eccezione: gli ETF che utilizzano come *benchmark* i portafogli in Titoli del Tesoro o il loro rendimento è agganciato ad essi, vengono tassati con un'aliquota al 12,5% al pari delle singole obbligazioni.

Un'ulteriore eccezione viene fatta per gli ETC: le plus e minus valenze realizzate vengono inserite entrambe in "redditi diversi" cosicché possano essere compensate.

I proventi da ETF derivanti da attività commerciale rientrano nei redditi di impresa e sono perciò soggetti ad imposizione IRES e IRAP.

Questa ritenuta di imposta non viene applicata ai fondi lussemburghesi, ai fondi immobiliari, ai fondi pensione e al risparmio individuale gestito, nonché ai residenti all'estero<sup>29</sup>.

Dal 2012, in Italia, viene anche inserita la Tobin Tax, evitata invece dalle altre potenze della zona Euro: ammonta a 0,2% sul valore di ogni transazione e allo 0,1% per ogni transazione sul mercato regolamentato, con un tetto massimo di 200 euro per transazione, ridotto a 40 euro per il mercato regolamentato. La Tobin Tax viene applicata anche agli strumenti derivati aventi come sottostante titoli di emittenti italiane, limitando la speculazione sulle transazioni a breve termine, "per buttare un po' di sabbia negli ingranaggi della finanza speculativa"<sup>30</sup>. La buona notizia, però, è che gli ETF sono esenti da questa tassazione, diventano, perciò, un prodotto ulteriormente conveniente.

---

<sup>29</sup> Da yahooofinance.com.

<sup>30</sup> James Tobin, 1972.

# CAPITOLO 2

## 2.1 ETF vs. fondi comuni di investimento

Questo capitolo tratta il punto focale di questa tesi, ossia un raffronto tra i fondi comuni di investimento e gli ETF, discutendo la tesi, ampiamente esposta da precedenti studi<sup>31</sup>, che sottolinea come gli ETF siano maggiormente efficienti rispetto ai comuni fondi di investimento.

Come già introdotto nel capitolo precedente<sup>32</sup>, il livello di costi associati ai fondi comuni di investimento è ampiamente maggiore rispetto a quello associato agli ETF: mediamente i fondi comuni di investimento presentano, come vedremo nel paragrafo successivo, costi di gestione attorno all'1,2%, mentre quelli degli ETF variano tra lo 0,10 e lo 0,90%<sup>33</sup>.

Gli ETF, essendo fondi passivi, che replicano, perciò, un benchmark, non hanno costi di brokeraggio, se non quelli per la creazione dell'ETF stesso e per mantenerlo allineato al proprio benchmark. Gli unici costi di cui si deve far carico l'investitore sono gli stessi che si sobbarcherebbe per compra-vendere una normalissima azione in borsa.

Questo rende molto più competitivi gli ETF, se confrontati con i fondi comuni di investimento; ciò è maggiormente evidente, se questi ultimi sono *front-end* o *back-end load*, cioè se caricano, sul risparmiatore, costi di sottoscrizione e vendita delle proprie quote del fondo. Tali spese non sono previste dal mercato degli ETF, rendendoli così dei prodotti particolarmente efficienti, in termini di costi, rispetto ai fondi.

---

<sup>31</sup> La letteratura su questo tema è assolutamente vasta. Ci concentreremo, in seguito, su un particolare studio sull'inefficienza persistente dei fondi comuni di investimento.

<sup>32</sup> Precisamente a pagina 11.

<sup>33</sup> <help.fineco.it>.

## 2.2 L'underperformance dei fondi comuni di investimento

Per avere dei parametri numerici, ci affidiamo all'ultimo report di Mediobanca<sup>34</sup>, relativo all'anno 2014; lo studio è stato effettuato basandosi sui dati di 961 Fondi e SICAV di diritto italiano. In totale le commissioni di gestione addebitate ai risparmiatori, ammontano nel 2014 a 2,9 miliardi di euro, 400 milioni in più rispetto all'anno precedente. L'analisi sottolinea, inoltre, che la commissione di gestione media dei fondi comuni di investimento è pari all'1,2% (la medesima del 2008, anno della crisi), registrando una punta per i fondi azionari, con una commissione di gestione pari al 2,7% del patrimonio, quasi quattro volte quella americana, mancando di poco il picco di 2,9% registrato nel 2013. Anche per i fondi bilanciati è stato registrato un lieve calo, da 1,8% del 2013 all'1,7% dello scorso anno, rimanendo comunque un valore alto.

Focalizzandoci, ora, sui rendimenti, Mediobanca ci offre una panoramica dell'andamento dei fondi comuni nell'ultimo trentennio, più precisamente, dal 1984 ad oggi. A tal proposito commentiamo la seguente Tabella 2.1:

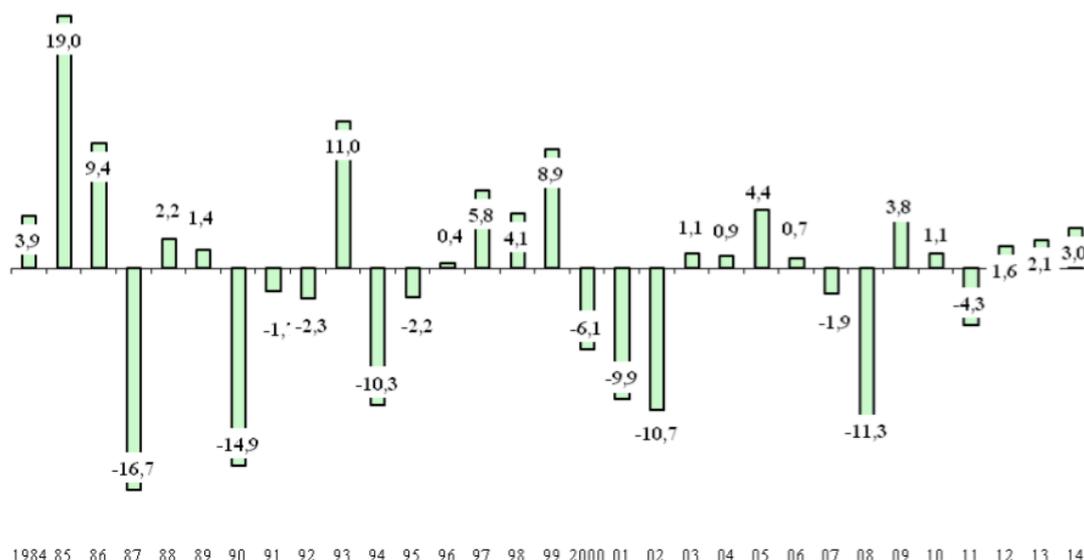
	nel 2014	ultimi 5 anni dal 2009 al 2014		ultimi 10 anni dal 2004 al 2014		dalla nascita (31 anni) da inizio 1984 al 2014	
	%	Var. %	% media annua	Var. %	% media annua	Var. % assoluta	% media annua
<b>Tutti i fondi</b>	<b>3,6</b>	<b>13,9</b>	<b>2,6</b>	<b>23,6</b>	<b>2,1</b>	<b>407,3</b>	<b>5,4</b>
BOT a 12 mesi	0,6	10,2	2,0	25,5	2,3	495,6	5,9
<i>Differenza</i>	<i>3,0</i>	<i>3,7</i>	<i>0,7</i>	<i>-2,0</i>	<i>-0,16</i>	<i>-88,3</i>	<i>-0,5</i>
						dalla nascita (31 anni) da inizio 1984 al 2014	
<b>Fondi azionari</b>	<b>6,0</b>	<b>27,3</b>	<b>4,9</b>	<b>26,3</b>	<b>2,4</b>	<b>332,5</b>	<b>4,8</b>
<i>Indice MIB/MB total return</i>	<i>1,6</i>	<i>1,6</i>	<i>0,3</i>	<i>-2,2</i>	<i>-0,2</i>	<i>864,9</i>	<i>7,6</i>
<i>Indice MSCI World in €</i>	<i>19,6</i>	<i>92,9</i>	<i>14,0</i>	<i>101,2</i>	<i>7,2</i>	<i>1.465,3</i>	<i>9,3</i>

**Tabella 2.1:** *Fondi comuni aperti: rendimenti al netto d'imposte.*<sup>35</sup>

<sup>34</sup> Ufficio Studi Mediobanca, "Indagine sui fondi e SICAV italiani (1984-2014)", 8 agosto 2015.

<sup>35</sup> Vedi nota n. 34.

Notiamo che nel corso del 2014, i 986 fondi aperti considerati in questo report, hanno mediamente reso il 3,6%, ottenendo un risultato sicuramente migliore rispetto ai BOT, il cui rendimento, nello stesso anno, è stato pari allo 0,6%. Nonostante ciò, i fondi comuni di investimento hanno di gran lunga sotto-performato gli investimenti alternativi presso le borse internazionali (19,6%). Ciò che per noi è rilevante, però, non è solamente il dato relativo al 2014, bensì lo storico dei rendimenti. Il confronto con il *risk free* negli ultimi 5 anni è sicuramente favorevole (i fondi rendono mediamente uno 0,7% in più rispetto ai BOT), ma rimane negativo se prendiamo in considerazione l'arco temporale di 10 e 30 anni: in entrambi i periodi considerati, i fondi comuni di investimento hanno un rendimento annuo medio minore rispetto al *risk free*, rispettivamente di 0,16 e 0,5 punti percentuali; a tal proposito mostriamo un grafico (Grafico 2.1) che evidenzia questa under-performance dei fondi rispetto ai BOT:



**Grafico 2.1:** Totale fondi contro BOT, differenze tra rendimento % dei fondi e rendimento % del BOT a 12 mesi<sup>36</sup>.

<sup>36</sup> Vedi nota n. 34.

Chi avesse investito, per 31 anni, in tutti i fondi comuni attivi in quel periodo, 100.000 euro, si sarebbe trovato, ad oggi, ad aver perso una cifra quasi pari al capitale iniziale investito, rispetto ad un investimento in BOT:

$100.000 \cdot (1,054)^{31} = 510.000,57$  investendo nei fondi comuni

$100.000 \cdot (1,059)^{31} = 591.000,25$  se avesse investito in BOT.

La differenza è pari a circa 80.000 euro, persi a causa dell'investimento in fondi comuni.

Guardando alla seconda sezione della Tabella 2.1, notiamo che i fondi azionari, hanno reso il 6% nel 2014, sotto-performando in modo abissale le borse internazionali, che rendono il 19,6%, ma ottenendo un rendimento migliore rispetto alla Borsa Italiana (1,6% nello scorso anno). Anche in questo caso la prospettiva di lungo periodo non ci fornisce buone notizie: i fondi comuni, considerando il trentennio passato, presentano un rendimento medio annuo pari al 4,8%, contro il 7,6% dell'Indice MIB e il 9,3% dell'Indice MSCI World.

Da questi dati emerge che l'industria dei fondi comuni di investimento continua a distruggere ricchezza nell'economia italiana. In un contesto decennale la perdita di ricchezza si aggira attorno ai 7 miliardi di euro, mentre nell'arco di quindici anni, raggiunge quota 115 miliardi<sup>37</sup>. Tale perdita è ancora maggiore, se si considerano i fondi azionari: i rendimenti degli investitori dovrebbero essere rivisti al ribasso ed aggiustati per il premio al rischio. Non solo tale rendimento è più basso del *risk free*, ma è anche maggiormente rischioso rispetto a Borsa Italiana. Secondo questa logica, si registrerebbe una perdita pari a 33 miliardi di euro dal 2005 al 2014, innalzato a 117 miliardi se si considera il quindicennio dal 2000 ad oggi<sup>38</sup>.

Chiaramente questi risultati rispecchiano le scelte che sono state messe in pratica dai gestori ed accettate dai risparmiatori, che si sono affidati a loro.

---

<sup>37</sup> Vedi nota n. 34.

<sup>38</sup> Questi calcoli presuppongono l'uso di benchmark di sistema, rappresentati dal tasso *risk free* sui titoli di stato (peraltro assai basso negli anni recenti). Su queste problematiche si rinvia al documento I problemi dei fondi comuni italiani nel sito internet [http://www.mbres.it/ita/mb\\_pubblicazioni/fondi.htm](http://www.mbres.it/ita/mb_pubblicazioni/fondi.htm).

Un ulteriore punto a sfavore dei fondi comuni di investimento è che, spesso, questi prevedono una “*performance fee*”, associata alla bravura del gestore: ogni qualvolta in cui la SGR riesce a battere il benchmark dichiarato, il risparmiatore si vede trattenere una percentuale sull’extra-performance ottenuta dal gestore. Gli ETF non prevedono questa commissione, la quale è, ad oggi, molto contestata.

A tal proposito mi sento di citare ed analizzare uno studio<sup>39</sup> svolto in Belgio nel 2003, che analizza come, in un mercato efficiente, i fondi comuni a gestione attiva non riescano a battere il benchmark, se non per caso fortuito<sup>40</sup>.

La letteratura è ampiamente arrivata alla conclusione che, mediamente, i fondi comuni non riescono a battere il loro benchmark. Non è, però, impossibile imbattersi in fondi che riescano a sovra-performarlo, ma questo potrebbe verificarsi solo per cause fortuite. In questa analisi, peraltro, un fondo è definito come efficiente al 100%, nel momento in cui riesce ad ottenere la stessa performance del benchmark.

Potrebbe sembrare contro intuitivo, pensare che un risparmiatore affidi il proprio capitale ad un gestore di un fondo che lo sovraccarica di *fees*, proprio per la gestione del fondo stesso: se i mercati fossero efficienti e le informazioni fossero totalmente disponibili per gli investitori, queste *fees* porterebbero il rendimento dei fondi comuni di investimento ad essere minore di quello ottenuto da una gestione autonoma del proprio patrimonio. Dal momento che tali informazioni non sono, in realtà, completamente disponibili, le commissioni dovrebbero essere necessarie, unicamente, per la copertura dei costi generati da tale mancanza di informazioni. Empiricamente questo non avviene: le commissioni di gestione vanno ben oltre i costi per le informazioni, decurtando così, ancor di più il rendimento.

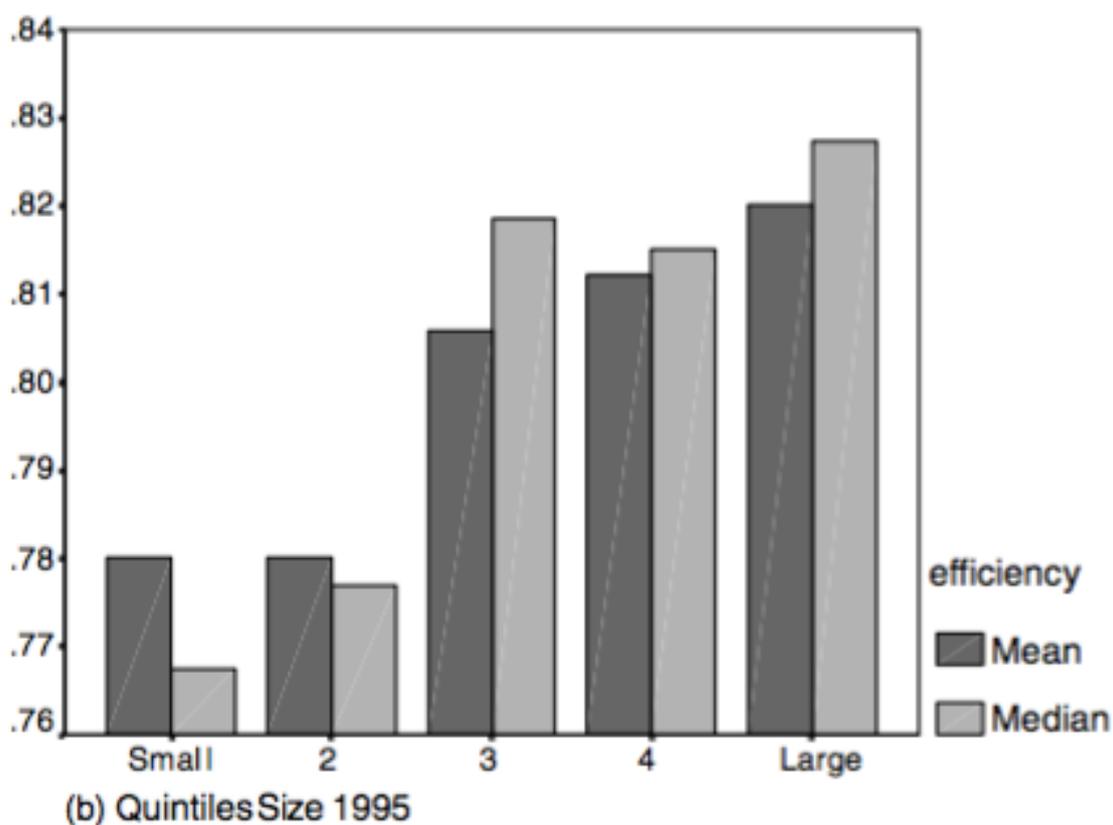
Questo fenomeno è, però, smorzato se consideriamo fondi di investimento di grandi dimensioni: essendo questi “sotto i riflettori”, non riescono ad avere così tanto spazio di manovra sull’ampliamento delle *fees*, quanto un fondo più piccolo;

---

<sup>39</sup> Annaert J., Van den Broeck J., Vander Vennet R., “Determinants of mutual fund performance: a Bayesian stochastic frontier approach”, *European Journal of Operational research*, 151 (2003): 617-632.

questo va a totale vantaggio dell'investitore, che ottiene un rendimento relativamente maggiore; inoltre, tali fondi, devono sopportare costi maggiori, per la gestione di una grande macchina complessa quale è un fondo di investimento.

I fondi sono considerati come più efficienti - dal punto di vista costo-rendimento - all'aumentare della loro dimensione, il che può essere dovuto all'esistenza di economie di scala. Guardando la relazione nella direzione opposta, potremmo dire, però, che buone performance portano a più entrate di capitale e quindi ad un aumento della dimensione del fondo. Notiamo un'evidenza di questo nel Grafico 2.2 sottostante, anch'esso relativo allo studio analizzato finora:



**Grafico 2.2:** Efficienza costo-rendimento media e mediana per quintile (20%).

Questa relazione tra performance e dimensione del fondo, può essere, però, affetta dal "survivorship bias", mediante il quale i fallimenti vengono ignorati e non inclusi nella analisi della performance. Questo accade maggiormente nei fondi di

investimento di minori dimensioni, che trovano più difficoltà nel raccogliere denaro e, quindi, a sopravvivere rispetto ad un fondo ben affermato. Il *survivorship bias* è messo in atto quando si includono nell'analisi della performance solo i fondi che sono stati "di successo" nel passato. Con questa tecnica molti fondi sono stati chiusi e poi fusi in altri fondi, con il risultato pratico di nascondere "statisticamente" le basse performance.

Con lo scopo di analizzare le performance dei fondi comuni di investimento, il *paper* sopra citato prende come campione tutti i fondi comuni di investimento, classificati come "Fondi azionari europei" entro il 31 luglio del 1998<sup>41</sup>. Sono stati calcolati i rendimenti medi mensili<sup>42</sup>, aggiustati per i dividendi o altre distribuzioni di capitale.

Come primo indicatore della performance è stata calcolata l' $\alpha$  di Jensen per ogni fondo, come misura dell'extra performance rispetto al benchmark<sup>43</sup>. Qui di seguito vediamo, riportata, la Tabella 2.2, per l'analisi degli  $\alpha$ <sup>44</sup>:

	Mean	Median	Standard deviation	Minimum	Maximum
Average return	1.57%	1.60%	0.38%	0.12%	3.18%
Alpha	-0.04%	-0.10%	0.44%	-1.42%	1.88%
Beta	0.94	0.99	0.16	0.39	1.24
R-squared	0.82	0.89	0.18	0.03	0.99

**Tabella 2.2:** Statistica riassuntiva *cross-sectional*.

Nel campione preso in considerazione il 60,9% degli alfa sono negativi, 28 alfa su 179 sono negativi e significativi al 5%<sup>45</sup>, mentre solo 5 su 179 sono significativamente positivi. Questa predominanza degli alfa negativi su quelli

<sup>41</sup> Non essendo, ancora, in vigore l'euro, i rendimenti sono stati omogeneizzati utilizzando l'ECU, una valuta temporanea, creata prima dell'avvento della moneta unica come media ponderata delle valute che la compongono. Ai fini dell'analisi questo non è rilevante.

<sup>42</sup> 
$$\frac{NAV_t - NAV_{t-1}}{NAV_{t-1}}$$

<sup>43</sup> Come benchmark è stato utilizzato il tasso di rendimento LIBOR ECU ad un mese.

<sup>44</sup>  $\alpha$  è ottenuto come costante attraverso una regressione temporale dell'*excess return* dei fondi su una costante e l'*excess return* di un indice pan-europeo.

<sup>45</sup> Ciò significa che vi è probabilità pari a 5% di rigettare l'ipotesi nulla, cioè che alfa sia negativo.

positivi è ancor più degna di nota, dato che il campione preso in considerazione è soggetto a *survivorship bias* ed i rendimenti andrebbero, a maggior ragione, visti al ribasso.

Molti *paper* sostengono che i risultati possano cambiare a seconda del benchmark utilizzato<sup>46</sup>, ma in quello utilizzato per questo capitolo, è stato sperimentato l'uso di diversi benchmark, così come di diversi periodi temporali, e sono stati ottenuti risultati molto simili.

In conclusione, nonostante sia stata data evidenza del fatto che i fondi comuni di investimento non battano il benchmark, se non per pura casualità, le *performance fees* conosciute anche come “commissioni di incentivo”, vengono ancora richieste da molti gestori.

Può accadere che si verifichi una situazione del genere: prendiamo come esempio un fondo il cui NAV, oggi, è del -10%, se domani il NAV cresce di 5 punti percentuali, il gestore chiederà al proprio sottoscrittore una commissione di incentivo per essere riuscito a ottenere una performance migliore. In questo modo il risparmiatore pagherà una *fee* nonostante debba ancora recuperare la perdita, che a quel punto è del 5%<sup>47</sup>.

Sebbene vi siano numerosi punti a sfavore dei fondi comuni di investimento, il patrimonio netto degli stessi è in continuo rialzo: nel 2014 i 961 fondi italiani considerati nell'indagine di Mediobanca hanno chiuso i loro bilanci con un utile ante imposte pari a 11 miliardi di euro, contro gli 8.8 miliardi del 2013<sup>48</sup>. Questo può essere spiegato dal fatto che il crollo dei rendimenti dei titoli di Stato, abbia incentivato i risparmiatori a riporre il proprio denaro e la propria fiducia nelle Società di Gestione del Risparmio e, quindi, prevalentemente nei fondi di investimento.

Per quattro tra le principali SGR, gran parte dell'utile deriva proprio dalle

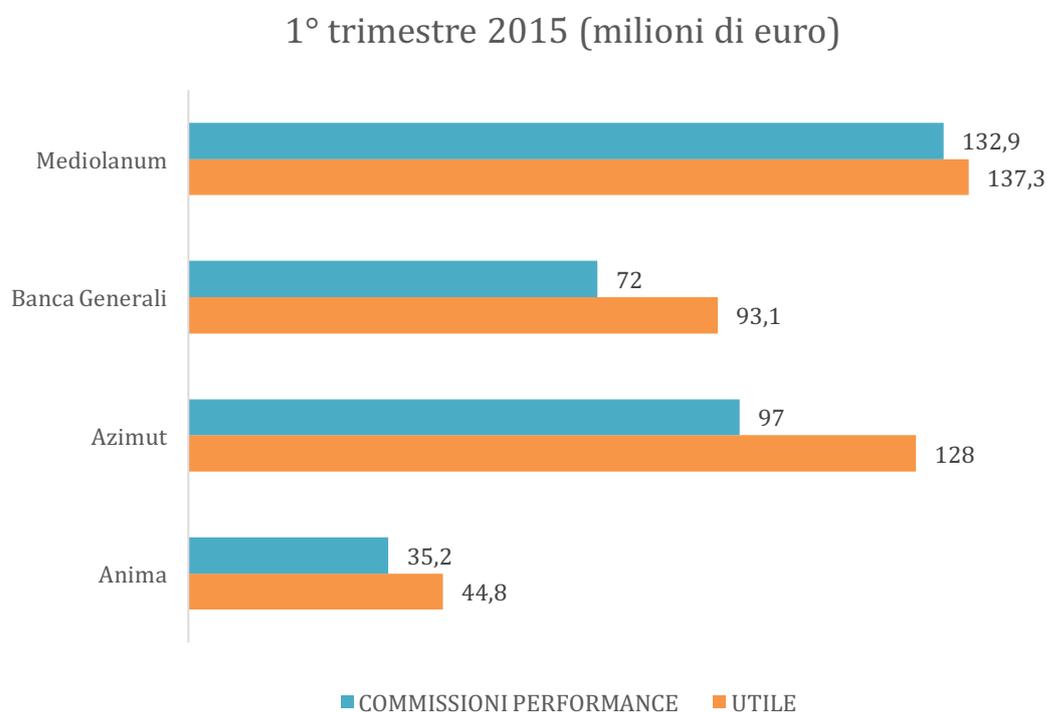
---

<sup>46</sup> Per maggiori informazioni si rimanda a Grinblatt e Titman (1995).

<sup>47</sup> Malagutti V., “Fondi comuni, la beffa per tutti gli investitori”, 20 maggio 2015, <http://espresso.repubblica.it/plus/articoli/2015/05/20/news/fondi-comuni-la-beffa-per-tutti-gli-investitori-400-milioni-di-commissioni-pagate-ai-gestori-1.213504>.

<sup>48</sup> Ufficio Studi Mediobanca, “Indagine sui fondi e SICAV italiani (1984-2014)”, 8 agosto 2015.

*performance fees*: si tratta di Anima, Azimut, Banca Generali e Mediolanum, le quali hanno raccolto complessivamente, solo nel 1° trimestre del 2015, esattamente 337,1 milioni di euro in commissioni di incentivo, fees che, per esempio, negli Stati Uniti nemmeno esistono<sup>49</sup>. Nel Grafico 2.3 sottostante vediamo come tale *fee* pesi sull'utile totale delle tre SGR:



**Grafico 2.3:** *Peso delle commissioni di incentivo sugli utili, 1° trimestre 2015.*<sup>50</sup>

Facendo un rapido calcolo notiamo che il peso di tali *fees* sugli utili è pari a:

- Per Anima:  $\frac{35,2}{44,8} = 78,57\%$
- Per Azimut:  $\frac{97}{128} = 75,78\%$
- Per Banca generali:  $\frac{72}{93,1} = 77,34\%$
- Per Mediolanum:  $\frac{132,9}{137,3} = 96,8\%$

Pertanto le *performance fees* pesano sugli utili della SGR mediamente l'82,12%, un livello piuttosto alto, considerato che, come evidenziato in questo paragrafo, i fondi comuni di investimento non riescono a sovra-performare il benchmark,

<sup>49</sup> Vedi nota n. 47.

<sup>50</sup> Vedi nota n. 47.

specialmente nel lungo periodo. C'è da dire, poi, che questa commissione viaggia in senso univoco: avvantaggia soltanto i gestori, perché in caso di rendimenti negativi non vi è alcuna penalità che ricada su di essi.

## 2.3 I fondi comuni di investimento ed il credito di imposta

Come è stato descritto nel Capitolo 1, agli ETF è stata estesa la tassazione del 26%<sup>51</sup>, in linea con il fatto che essi sono effettivamente dei fondi di investimento, anche se un po' particolari. Suddetta tassazione, pertanto, è la medesima anche per i fondi comuni di investimento.

La differenza sostanziale sta nel fatto che i guadagni derivanti da ETF vengono tassati come redditi da capitale, mentre le perdite come redditi diversi. Le due voci sono, pertanto, non compensabili. Per i fondi comuni di investimento, invece, questa compensazione è possibile. Ciò significa che, se questo mese ho maturato una perdita di 100€:

- Se si tratta di un ETF, questo mese non pago le imposte, ma non maturo nessun credito per il mese prossimo.
- Se si tratta di un fondo comune di investimento, il mese prossimo avrò maturato un credito di imposta e pagherò, pertanto, meno tasse al momento del rimborso.

Questo vantaggio dei fondi comuni, viene, a volte, preso un po' troppo sul serio: si può, effettivamente, incappare nella promozione di fondi, per i crediti di imposta che sono riusciti a maturare. All'apparenza può essere vantaggioso investire in questo tipo di fondo: un credito è, sicuramente, appetibile.

Con un rapido esempio si può smontare questo specchietto per le allodole: poniamo di investire in un fondo comune di investimento con 100 milioni di euro di patrimonio; se tale fondo riesce ad ottenere un guadagno, dai propri investimenti, pari a 10 milioni di euro, allora il patrimonio del fondo diventerà pari

---

<sup>51</sup> In seguito al D.L. 66/2014 "Misure urgenti per la competitività e la giustizia sociale", poi convertito nella Legge 89/2014.

a 107,4 milioni di euro, nonché 100 milioni iniziali, più i 10 milioni di guadagno, decurtati del 26% di tassazione.

Se, al posto di avere un guadagno di 10 milioni, avessimo una perdita di pari valore, allora il patrimonio del fondo sarebbe pari 92,6 milioni di euro, cioè il patrimonio iniziale del fondo a cui viene sottratta la perdita di 10 milioni, ma sommato il credito di imposta maturato su quella perdita, cioè 2,6 milioni di euro.

In sostanza il patrimonio di questo fondo, a seguito della perdita, sarà composto per il 97,2% da un portafoglio di titoli, mentre la restante parte da credito di imposta, che non è neppure detto sarà utilizzabile, nel caso in cui il fondo continuasse il suo declino, costituendo perciò un patrimonio “fittizio”.

Se un fondo fosse composto per il 15% da “Risparmio di imposta” e da un normale 5% di liquidità per far fronte ai rimborsi o a strategie di *market-timing*, otteniamo che un buon 20% di quel patrimonio non è, effettivamente, utilizzato! Pertanto, se tale fondo riuscisse ad ottenere un rendimento pari al 10%, si dovrebbe tenere conto del fatto che il guadagno generato verrebbe utilizzato solo per l’80%, dato che il 20% è costituito da credito di imposta e liquidità “di riserva”. Si otterrebbe, quindi, un rendimento solamente pari all’8% e, non più, del 10%.

Il meccanismo del credito di imposta diventa ancor più distruttivo, quando le richieste di riscatto del credito (molto alte in periodi in cui i mercati performano male) superano i versamenti all’interno del fondo. Per poter far fronte alle richieste di riscatto, ai fondi non resta che vendere una parte dei titoli, per ottenere maggiore liquidità. Se, inizialmente, l’incidenza del risparmio di imposta pesava il 15% su 100 milioni di patrimonio del fondo, ora, a seguito della vendita di titoli pari alle richieste di riscatto, il credito di imposta peserà molto di più: 15 milioni su un patrimonio restante di, poniamo, 60 milioni, pesano il 25%, contro un 15% iniziale.

Ciò significa che rimangono disponibili solamente 45 milioni di euro per ottenere rendimenti che compensino il credito di imposta. Va, pertanto, calcolato qual è il tasso di rendimento che mi permetterebbe di ottenere guadagni tali da compensare il credito di imposta maturato:

$$15 = 0,26 \times 45 \times i$$

con questa semplice operazione otteniamo che il rendimento necessario a coprire il credito di imposta pari a 15 milioni di euro, è un improbabile 128%.

Se consideriamo, poi, che tra il 5 ed il 10% di patrimonio è riservato alla naturale liquidità, il patrimonio destinato agli investimenti è ancor minore, perciò la situazione si aggrava ulteriormente.

In conclusione il vantaggio derivante dalla compensazione tra credito e debito di imposta per i fondi comuni di investimento è tale nel momento in cui il fondo ha rendimenti positivi e negativi per periodi alternati, o performa in modo negativo per un periodo molto breve di tempo, dando, così, la possibilità di utilizzare il credito nei momenti di rialzo. Un fondo con un ingente credito di imposta non è nient'altro che un ulteriore motivo per evitare questo tipo di investimento, in quanto assorbe patrimonio che andrebbe, altrimenti, destinato a ciò per cui il fondo è nato: l'investimento.

## 2.4 ETF: bassi costi di asimmetria informativa

Perdite da asimmetria informativa sorgono quando *trader* non informati, come *market makers* o *liquidity traders*<sup>52</sup>, operano con trader informati. I *market makers* recuperano queste perdite, includendo nello spread una componente che bilanci il danno derivante dalla asimmetria informativa.

Un'importante caratteristica dei panieri di azioni è che, attraverso essa, si riescono a diversificare i costi di asimmetria informativa, riducendo, così, la componente di spread collegata ad essa<sup>53</sup>. Di conseguenza i costi di commissione di tali panieri si abbassano, incentivandone ancor di più lo scambio, facendone crescere la liquidità e abbassandone ulteriormente i costi.

---

<sup>52</sup> Il *market maker* è un intermediario finanziario che pubblica i prezzi di acquisto e di vendita dei titoli quotati in borsa e di suo possesso, permettendo a tutti gli altri investitori di compravendere a quel prezzo. Il *liquidity trader* desidera collocare un numero fissato di azioni, in un certo orizzonte temporale, minimizzando la media e la varianza del costo di scambio.

<sup>53</sup> Subrahmanyam A., "A theory of trading in stock index futures", *Review of Financial Studies*, 4 (1991): 17-51.

Un esempio pratico di questi panieri sono proprio gli ETF: uno studio<sup>54</sup> condotto da Chelley-Steeley<sup>55</sup> e Park<sup>56</sup>, evidenzia che gli ETF hanno sostanzialmente minori costi di asimmetria informativa, rispetto ai titoli ad essi sottostanti, mostrando che riescono a diversificare le informazioni private. Questo è uno dei motivi per cui il mercato degli ETF è in continua crescita.

Lo studio sopra citato vuole dimostrare che gli ETF hanno le stesse caratteristiche dei panieri di azioni descritti da Subrahmanyam<sup>57</sup>, riuscendo, cioè, a diversificare i costi derivanti da asimmetria informativa.

Sono stati presi come campione gli ETF composti da titoli di società statunitensi ed esclusi quelli che hanno, come sottostante, titoli di società non americane; così facendo, si riesce a neutralizzare la possibile comparsa di asimmetria informativa derivante dallo scambio di titoli stranieri, ottenendo, quindi, una misura più pulita della asimmetria informativa rimanente. È stato scelto di analizzare soltanto un mercato, in quanto è improbabile che si riescano ad avere informazioni private riguardanti l'intero mercato, che non siano già state rese pubbliche o che, comunque, abbiano raggiunto tutti i trader.

In totale soltanto dieci delle trentanove azioni di tipo *broad-market*<sup>58</sup> non rientrano negli ETF, mentre solo cinque dei trentotto titoli di tipo *industry-wide*<sup>59</sup> non sono inclusi negli ETF. Ciò significa che il campione è prevalentemente composto da titoli i cui costi di asimmetria informativa riescono ad essere diversificati, rispetto ai titoli che non sono, invece, inclusi negli ETF campione.

I risultati della stima sono riportati nelle Tabelle 2.3 e 2.4 nelle pagine seguenti:

---

<sup>54</sup> Chelley-Steeley P., Park K., "The adverse selection component of exchange traded funds", *International Review of Financial Analysis*, 19 (2010): 65-76.

<sup>55</sup> Aston University Business School, Aston University, Birmingham, Gran Bretagna.

<sup>56</sup> Dipartimento di Business Administration, Keimyung University, Sindang-Dong, Sud Corea.

<sup>57</sup> Krishnaswamy Subrahmanyam (1929-2011) è stato a lungo una voce molto influente nel mercato borsistico indiano e nelle politiche sul nucleare.

<sup>58</sup> Per *broad-market* non si intende l'intero mercato, bensì solo titoli che, per volumi scambiati, sono adatti a comporre un ETF. Vengono quindi escluse piccole società, seppur quotate in borsa.

<sup>59</sup> Per *industry-wide* si intendono gli ETF su specifici settori industriali.

ETFs	C0	C1	Z0	Z1	Mean volume	Implied spread	Percent ASC	Controls	C0	C1	Z0	Z1	Mean volume	Implied spread	Percentage ASC	
<i>Panel (a) Broad-market ETFs and their control securities</i>																
DIA	0.0054***	0.1030***6	0.0016***	0.043***	1560	0.0145	0.2350	MO	0.0071***	0.042***	0.0013***	0.0009	740	0.0168	0.1554	
DSC	0.0474***	-2.5666	0.0089	-0.0412	377	0.1107	0.1601	UTL	0.0258***	-3.4163	0.0137***	26.872**	266	0.0914	0.4557	
DSV	0.0450***	-0.6326	-0.0081	0.2500	575	0.0734	-0.2168	Y	0.0496	135.10	0.3963	-637.69	200	0.8541	0.6274	
ELV	0.0616***	-1.7935	-0.0231**	7.8182	504	0.0840	-0.4321	STU	0.4653***	-394.65	-0.0490	220.63	189	0.7685	-0.0207	
IJH	0.0142***	0.302***	0.0002	0.1825*	652	0.0291	0.0078	HB	0.0056***	-0.815	0.0024*	0.8195	391	0.0159	0.3391	
IJJ	0.0242***	0.0161	-0.0014***	0.2438*	756	0.0459	-0.0544	CYN	0.0084***	-1.936**	0.0045***	3.203***	329	0.0265	0.4167	
IJK	0.0308***	-0.0062	-0.0002	0.2675*	1020	0.0619	0.0036	CRSH	0.0082***	0.553***	0.0046***	0.594***	218	0.0260	0.3602	
IJR	0.0098***	0.0301	0.0005*	0.0388	1354	0.0206	0.0499	NOC	0.0042***	0.496**	0.0030***	-0.38**	561	0.0146	0.3880	
IJS	0.0250***	0.0534	-0.0024***	0.1045	634	0.0453	-0.1038	MRBK	0.0118***	1.122***	0.0052***	-0.071	217	0.0345	0.3029	
IJT	0.0441***	-0.4885	-0.0063***	0.4847	695	0.0756	-0.1590	ESE	0.0136***	-0.6757	0.0033**	-0.0412	327	0.0333	0.1950	
IVE	0.0156***	0.333***	0.0006*	-0.0707	659	0.0327	0.0320	MCY	0.0064***	-0.4372	0.0048*	1.207	256	0.0228	0.4465	
IWV	0.0058***	-0.0178	0.0033***	0.157***	1261	0.0186	0.3761	CB	0.0070***	0.593***	0.0044***	0.0064	322	0.0232	0.3777	
IWW	0.0205***	0.0510	0.0001	0.0046	663	0.0413	0.0060	UB	0.0080***	0.586**	0.0057***	-0.6592	436	0.0273	0.3961	
IWB	0.0170***	0.0676	-0.0005	-0.1064*	935	0.0329	-0.0389	TMK	0.0047***	0.1576	0.0019**	0.1575	525	0.0129	0.2604	
IWD	0.0127***	0.201***	0.0000	-0.0238	1280	0.0259	0.0016	BCR	0.0040***	0.745***	0.0039***	-0.95***	415	0.0155	0.4455	
IWF	0.0110***	0.0072	-0.0008***	0.0067	1611	0.0205	-0.0755	LH	0.0065***	0.362***	0.0023***	-0.0658	504	0.0178	0.2532	
IWM	0.0040***	0.064***	0.0012***	0.019***	3142	0.0110	0.2421	GE	0.0002***	0.013***	0.0002***	0.011***	982	0.0092	0.0573	
IWN	0.0066***	0.0186*	0.0025***	-0.0034	1490	0.0183	0.2753	CMA	0.0049***	0.788***	0.0028***	-0.2267	338	0.0158	0.3468	
IWO	0.0057***	0.175***	0.0006	0.0534	1336	0.0173	0.3028	ABC	0.0036***	1.067***	0.0045***	-0.165	361	0.0169	0.5299	
IWP	0.0311***	0.056	0.0006	-0.1060	976	0.0633	0.0169	IDXX	0.0137***	3.027***	0.0080***	-1.2763*	215	0.0441	0.3503	
IWR	0.0285***	0.1615	0.0002	-0.0134	722	0.0577	0.0081	WFS	0.0111***	0.39	0.0048***	-0.3616	348	0.0319	0.2922	
IWV	0.0222***	-0.1563	-0.0005	0.0137	1011	0.0439	-0.0212	EEP	0.0146***	1.9161	0.0065***	-1.4508	355	0.0426	0.2849	
IJKH	0.0370***	-1.4917	0.0064	0.7526	638	0.0859	0.1601	COKE	0.0626***	0.5908	0.0164***	-9.8877	186	0.1546	0.1889	
IJKJ	0.0385***	-8.5779	-0.0082	-4.2818	769	0.0408	-0.5641	SFSW	0.0407***	-36.571	-0.0045	11.4517	267	0.0585	-0.0503	
IJKK	0.0295***	3.4322	-0.0059	-0.3820	658	0.0128***	0.2424	BF	0.0128***	0.3496	0.0042***	0.4953	385	0.0350	0.2730	
IJKL	0.0193*	-0.6496	-0.0004	0.9747	813	0.0378	-0.0061	BARI	0.0071***	1.5869	0.0083***	-1.7448	332	0.0306	0.5145	
MIDY	0.0064***	0.236***	0.0041***	-0.0276	1422	0.0217	0.3795	LEH	0.0083***	0.74**	0.0063***	-0.42***	394	0.0294	0.4175	
PEY	0.0098***	0.0507	-0.0004*	0.0597	927	0.0190	-0.0348	BFIN	0.0100***	0.617**	0.0023***	0.3128	332	0.0253	0.1941	
PWC	0.0220***	-0.2628	-0.0003	0.2435	598	0.0434	-0.0064	KMR	0.0155***	-1.5212	0.0029*	2.8083	351	0.0378	0.2071	
PWO	0.0247***	-0.6814*	0.0004	0.8211	550	0.0506	0.0333	CFRN	0.0101***	0.9453	0.0039***	-0.0409	220	0.0284	0.2723	
QQQQ	0.0033***	0.007***	0.0003***	0.013***	4362	0.0073	0.0942	INTC	0.0043***	-0.0007*	0.0005***	0.017***	3309	0.0097	0.1066	
VB	0.0283***	1.2173	0.0033	-0.2304	699	0.0646	0.0980	TRH	0.0371***	-2.8386	0.0024	10.5293	204	0.0820	0.1093	
VBK	0.0350***	2.248**	-0.0009	-2.4315*	552	0.0680	-0.0654	YANB	0.0229***	4.1124	0.0131***	-6.1452	196	0.0712	0.3345	
VBR	0.0235***	-0.7621	0.0019	-0.0688	398	0.0502	0.0754	WFS	0.0477***	1.2557	0.0207***	-0.1376	220	0.1371	0.2996	
VO	0.0225***	-0.0794	-0.0037***	0.5681	572	0.0382	-0.1755	GBL	0.0072	95.23***	0.0114	-58.068	187	0.0510	0.0203	
VTI	0.0285***	-0.1856	-0.0039***	0.2856	595	0.0494	-0.1507	PDX	0.0174***	0.9422	0.0130***	-2.2052	285	0.0600	0.4081	
VTV	0.0194***	-0.1644	-0.0012	-0.2183	748	0.0358	-0.0781	ERIE	0.0100***	0.699**	0.0055***	-0.0198	272	0.0315	0.3529	
VV	0.0184***	-0.6346	-0.0008	1.1789	710	0.0360	0.0001	IBOC	0.0107***	0.691**	0.0047***	0.4196	297	0.0315	0.3131	
VXF	0.0329***	0.0042	-0.0039	-0.4550	630	0.0575	-0.1461	BANF	0.0266***	9.1059	0.0154***	9.3352	151	0.0895	0.3772	
Ave.	0.0228	-0.2564	-0.0009	0.1477	996	0.0436	-0.0003	Ave.	0.0266	-4.5900	0.0144	-11.119	412	0.0759	0.3003	
StdDev	0.0136	1.6577	0.0050	1.5352	742	0.0232	0.1913	StdDev	0.0735	69.54	0.0636	109.43	502	0.1574	0.1605	
Med	0.0222	0.0161	-0.0002	0.0413	722	0.0413	0.0016	Med	0.0100	0.5908	0.0045	-0.0314	327	0.0314	0.3097	
Sign	<-0.0001	0.3368	1	0.3368	722	<0.0001	0.5224	Sign	<-0.0001	0.0034	<-0.0001	0.5224	327	<-0.0001	<-0.0001	
SignedRank	0.0015	0.0646	<0.0001	0.4489	722	0.4254	<0.0001	Sign	<-0.0001	0.0034	<-0.0001	0.5224	327	<-0.0001	<-0.0001	

Tabella 2.3: Modello stimato utilizzando Glosten e Harris. ETF broad-market.

Panel (b) Industry-wide ETFs and their control securities															
BDF	0.0081***	-0.0475	0.0007**	0.0358	1472	0.0175	0.0777	ACTL	0.0052***	0.324***	0.0020***	0.0137	288	0.0144	0.2734
BHH	0.0049***	0.0177	-0.0002	-0.0599	1644	0.0093	-0.0648	QVXD	0.0050***	-0.0349	0.0017***	0.01711	682	0.0133	0.2544
HHH	0.0076***	0.322***	0.018***	-0.1846**	867	0.0189	0.1726	CERX	0.0203***	0.721***	0.0081***	0.4645*	269	0.0574	0.2884
IAH	0.0064***	-0.092	0.0005	0.0932	820	0.0138	0.0839	PQE	0.0087***	-0.0605	0.0017	-1.0776	358	0.0199	0.1260
IBB	0.0112***	0.303***	0.0012***	0.0289	1211	0.0254	0.0914	IVGN	0.0076***	0.774***	0.0041***	0.161***	339	0.0239	0.3484
IDU	0.0221***	0.3719	-0.003	-0.7441*	585	0.0432	-0.0350	UIL	0.0057*	8.4205	0.0138***	-11.3625	209	0.0378	0.6052
ICE	0.0597***	-0.4704	-0.0020*	-1.1152	445	0.1140	-0.0432	PVA	0.0090***	-1.1589	0.0070**	0.8167	267	0.0318	0.4587
IGM	0.0275***	-0.3034	-0.0008	0.1988	645	0.0532	-0.0267	LIFE	0.0199**	-0.0955	0.0073***	-0.2297	240	0.0542	0.2620
IGN	0.0153***	-0.12	-0.0008**	0.1988	704	0.0291	-0.0401	MRCY	0.0066***	0.2369***	0.0023***	0.126*	345	0.0181	0.2620
ICV	0.0132***	0.148***	0.0010*	-0.1031	1105	0.0285	0.0613	IMN	0.0088***	2.4455**	0.0073***	-3.147**	254	0.0321	0.4076
IGW	0.0168***	0.0946*	0.0011**	0.0322	1035	0.0360	0.0635	ATK	0.0130***	0.4851	0.0094***	0.7866	377	0.0457	0.4241
III	0.0042***	0.0464	0.0000	0.0063	1212	0.0085	0.0070	AMSWA	0.0088***	0.0388	0.0024***	-0.3717	455	0.0220	0.1990
IYC	0.0290***	0.0331	-0.0032**	-0.0179	1211	0.0515	-0.1257	BL	0.0140***	-1.5332	0.0071***	10.359***	187	0.0454	0.3949
IYE	0.0157***	1.013***	0.0028***	-0.1694	565	0.0379	0.1400	MIDD	0.0313***	-3.36***	0.0138***	2.834**	206	0.0899	0.3191
IYC	0.0247***	1.5275	0.0117***	-1.9979	446	0.0724	0.2984	BOKF	0.0114***	1.88***	0.0059***	-2.311***	203	0.0344	0.3160
IYH	0.0255***	0.7892	-0.0008*	-0.0489	664	0.0489	-0.0418	UTR	0.0039***	2.1465	0.0073***	-4.93**	226	0.0212	0.5839
IYJ	0.0255***	0.7892	-0.0009	0.0968	644	0.0503	-0.0344	VTRU	0.0201***	1.1058	0.0113***	-3.6185	178	0.0620	0.3426
IYK	0.0316***	-0.1519	-0.0016*	-0.1630	539	0.0598	-0.0554	ROG	0.0088***	-0.5088	0.0142***	3.2548	215	0.0472	0.6315
IYM	0.0280***	-0.501**	-0.0016*	-0.0299	591	0.0520	-0.0636	CW	0.0122***	5.178*	0.0071*	-9.303**	288	0.0363	0.2448
IYT	0.0172***	0.0151	-0.0009	0.0497	1251	0.0326	-0.0532	FLA	0.0189***	-0.2942	0.0050	7.4279	244	0.0515	0.2666
IYZ	0.0085***	-0.183	0.0002	0.1272	1277	0.0176	0.0416	WFSL	0.0054***	0.294***	0.0012***	0.232**	289	0.0136	0.1911
OIH	0.0117***	0.449***	0.0037***	0.2310***	920	0.0319	0.2478	IBM	0.0058***	0.345***	0.0019***	0.138***	491	0.0159	0.2560
RKH	0.0132***	0.526***	0.0036***	-0.2121***	1385	0.0343	0.1922	ZION	0.0079***	1.224***	0.0050***	0.0305	272	0.0264	0.3785
RTH	0.0067***	0.176***	0.0026***	0.0256*	2007	0.0195	0.2757	TCT	0.0069***	0.136***	0.0024***	0.0123	514	0.0188	0.2614
SMH	0.0029***	0.058***	0.0006***	0.0378***	1791	0.0072	0.1872	DELL	0.0041***	0.017***	0.0007***	0.03***	1960	0.0099	0.1571
UTH	0.0113***	0.672***	0.0030***	-0.0586	979	0.0298	0.2005	EQT	0.0074***	-0.0164	0.0042***	-0.2393	434	0.0230	0.3558
VAV	0.0284***	4.7962	-0.0072*	-1.3716	404	0.0452	-0.3446	SCL	0.0434***	-4.251	0.0127	8.4379	637	0.1174	0.3072
VCR	0.0336***	-0.8617	-0.0015	-0.0757	1034	0.0622	-0.0515	FSCI	0.0461***	-6.4991	0.0146***	23.4804*	174	0.1275	0.2944
VDE	0.0316***	0.702	-0.0035*	-0.04545	348	0.0563	-0.1315	TNC	0.0150***	2.9422*	0.0054	-2.9631	377	0.0408	0.2106
VFH	0.0202***	1.1335	0.0000	0.3485	405	0.0418	0.0094	COBH	0.0669***	-14.8013	0.0165*	7.7471	239	0.1621	0.2164
VPU	0.0313***	4.0424	-0.0055*	4.0007	362	0.0574	-0.1414	CHG	0.0320***	-15.2052	0.0056	5.2492	225	0.0706	0.1893
XLB	0.0035***	0.022**	0.0009***	-0.0026	4464	0.0089	0.1796	MAS	0.0038***	0.074***	0.0014***	0.0072	681	0.0105	0.2771
XLE	0.0048***	0.089**	0.0012***	0.0519***	2295	0.0126	0.2130	XOM	0.0050***	0.026***	0.0015***	0.017***	766	0.0131	0.2287
XLK	0.0034***	0.037***	0.0007***	0.0095*	1379	0.0083	0.1736	CVC	0.0042***	0.045***	0.0019***	-0.025*	1179	0.0122	0.3038
XLU	0.0046***	0.084***	0.0008***	0.0008	1958	0.0112	0.1524	SO	0.0049***	0.055***	0.0018***	-0.0007	602	0.0133	0.2652
XLV	0.0052***	0.0204*	0.0002	-0.0017	1350	0.0107	0.0291	PFG	0.0048***	-0.0097	0.0015***	-0.1838	422	0.0124	0.2283
XLX	0.0052***	0.042***	0.0000	0.0256***	2091	0.0108	0.0169	CTL	0.0037***	0.0802	0.0021***	-0.1484	375	0.0115	0.3489
Ave.	0.0168	0.4060	0.0002	-0.0391	1138	0.0343	0.0448	Ave.	0.0137	-0.5088	0.0059	0.8577	417	0.0394	0.3102
SidDev	0.0124	1.0765	0.0030	0.8226	772	0.0230	0.1364	SidDev	0.0139	4.2210	0.0046	5.6376	332	0.0352	0.1154
Med	0.0132	0.0059	0.0002	0.0008	1034	0.0319	0.0289	Med	0.0087	0.0550	0.0050	0.0171	289	0.0264	0.2734
Sign	<0.0001	0.0026	0.3240	1		<0.0001	0.3240	Sign	<0.0001	0.1877	<0.0001	0.3240		<0.0001	<0.0001
Signed Rank	0.0571	0.8073	<0.0001	0.8767		0.6517	<0.0001								

Tabella 2.4: Modello stimato utilizzando Glosten e Harris. ETF industry-wide.

Il modello di Glosten ed Harris è stato utilizzato per studiare le problematiche influenzate dai costi di asimmetria informativa. Qui, in particolare vediamo, per ogni ETF, le componenti dello spread  $C_t$  e  $Z_t$ , che sono, rispettivamente, la componente dell'elaborazione degli ordini e quella della asimmetria informativa.

Il primo risultato che notiamo è la media dei volumi scambiati: per gli ETF è pari a 996, mentre per i titoli sottostanti è meno della metà, cioè 412.

Ciò che, ai nostri scopi, è interessante notare, è la componente di spread relativa alla asimmetria informativa:  $Z_0$  è il coefficiente che misura la parte di asimmetria informativa che è indipendente dai volumi scambiati, mentre  $Z_1$  misura la parte che invece ne è linearmente associata. Nella maggior parte dei casi  $Z_0$ , sia per gli ETF *broad-market*, che per gli *industry-wide*, è negativa o, al più, non significativa<sup>60</sup>. Per i titoli singoli  $Z_0$  è quasi sempre significativamente positiva. La media di questa variabile è, sia per gli ETF *broad-market* che per gli *industry-wide*, non significativa. Ciò non vale per le singole azioni: la media dei costi derivanti da asimmetria informativa è positiva e significativa.

Questo suggerisce che la componente di asimmetria informativa insita nello spread è molto meno rilevante negli ETF che nei singoli titoli.

A conferma di ciò, può essere utile un'ulteriore tabella (Tabella 2.5) che ci mostra le statistiche riassuntive, relative agli ETF campione e ai singoli titoli.

ETF	Trade price	Trade size	Quoted S	Percent Quoted S	Effective S	Percent effective S	Control	Trade price	Trade size	Quoted S	Percent quoted S	Effective S	Percent effective S
<i>Panel (a) Broad-market ETFs and controls</i>													
Mean	70.94	996	0.13	0.21	0.04	0.07	Mean	65.44	412	0.41	0.63	0.12	0.18
StdDev	23.04	742	0.07	0.11	0.02	0.04	StdDev	50.77	502	0.46	0.43	0.16	0.15
Median	66.91	722	0.12	0.18	0.04	0.06	Median	54.91	327	0.29	0.53	0.06	0.12
<i>Panel (b) Industry-wide ETFs and controls</i>													
Mean	59.96	1138	0.14	0.40	0.04	0.11	Mean	43.24	417	0.27	0.77	0.07	0.21
StdDev	31.40	772	0.08	0.74	0.03	0.14	StdDev	20.14	332	0.20	0.73	0.05	0.24
Median	55.28	1034	0.13	0.23	0.04	0.08	Median	42.53	289	0.24	0.54	0.06	0.15

**Tabella 2.5:** *Statistiche riassuntive.*

Focalizzandoci prevalentemente sullo spread percentuale (Percent Quoted S), dalla tabella si evince che, per gli ETF *broad-market*, esso è più basso rispetto alle

<sup>60</sup> Un \*\*\* indica che il coefficiente è significativo a livello 1%, \*\* indica significatività al 5% e \* a livello 10%.

relative azioni singole: rispettivamente 0,21% contro 0,63%. Lo stesso vale per gli ETF *industry-wide*: 0,40% contro 0,77% dei titoli individuali.

In conclusione, come già sottolineato all'inizio di questo paragrafo, il mercato degli Exchange Traded Funds ha subito una rapida crescita, sin dal momento in cui è stato attivato. Tra le potenziali ragioni che spiegano questo, vi sono i bassi costi di transazione associati all'investimento in portafogli di ETF. Un fattore che abbassa ulteriormente i costi, è proprio quello della diversificazione della asimmetria informativa in un paniere di titoli (quale è, appunto, un ETF), rispetto alle azioni individuali.

In termini pratici un individuo non informato, che investe nel mercato degli ETF, subirà perdite associate ad asimmetria informativa minori, rispetto a quelle che sosterebbe investendo nel mercato delle singole azioni.

# CAPITOLO 3

## 3.1 Perché risparmiare?

Nonostante tutte le problematiche relative all'investimento in fondi comuni evidenziate nei capitoli precedenti, il capitale che riescono a raccogliere i promotori del risparmio gestito è in continua crescita. Secondo l'ultimo studio di Assogestioni<sup>61</sup> di quest'anno, esso, quest'anno, nonostante un rallentamento registrato a novembre, ha raggiunto i massimi storici arrivando a livello 1835 miliardi di euro, alimentati da sottoscrizioni che nel 2015 sono state pari a 130 miliardi.

La crescita delle sottoscrizioni di questi fondi è dovuta, principalmente, ad un aumento della domanda di fondi aperti (+3,3 miliardi) e ad un aumento del numero di mandati istituzionali per la gestione del risparmio (+791 milioni). Nel corso di dicembre 2015 le preferenze dei risparmiatori si sono indirizzate maggiormente verso i fondi flessibili<sup>62</sup>, i fondi azionari e quelli bilanciati, tutti e tre in crescita<sup>63</sup>.

È interessante comprendere perché, di fronte a tutti gli aspetti negativi appartenenti ai fondi comuni di investimento, i risparmiatori continuino a preferirli rispetto ad altre soluzioni.

Risulta utile analizzarne il comportamento, partendo da un primo esame relativo ai motivi che portano gli individui (e le famiglie) a risparmiare. In ambito psicologico l'atto di risparmiare è il risultato di un processo decisionale, che porta a "mettere da parte" delle risorse, per raggiungere uno scopo futuro. Numerosi psicologi hanno guardato a questo tipo di comportamento da diversi punti di vista, di tipo

---

<sup>61</sup> Assogestioni è l'associazione italiana dei gestori del risparmio e rappresenta la maggior parte delle società di gestione del risparmio italiane e straniere operanti nel nostro Paese, oltre a banche e imprese di assicurazione attive nella gestione individuale e collettiva del risparmio.

<sup>62</sup> I fondi flessibili sono prodotti che non hanno nessun vincolo in merito alle asset class sottostanti. Il gestore, in base alla sua discrezionalità può investire in Italia o all'estero, così come è specificato nel regolamento di questi tipi di fondi.

<sup>63</sup> Panigada V., "Risparmio gestito: a novembre raccolta rallenta a 4,1 miliardi", 23 dicembre 2015, [http://www.finanza.com/Finanza/Notizie\\_Italia/Italia/notizia/Risparmio\\_gestito\\_a\\_novembre\\_raccolta\\_rallenta\\_a\\_41\\_miliar-449743](http://www.finanza.com/Finanza/Notizie_Italia/Italia/notizia/Risparmio_gestito_a_novembre_raccolta_rallenta_a_41_miliar-449743).

socio-economico come l'età, il reddito e le abitudini, e di tipo maggiormente personale come il self-control, l'avversione al rischio o l'attitudine a vivere in un'ottica di breve, medio o lungo periodo.

È interessante analizzare i motivi che portano al risparmio perché, in primo luogo, permettono di comprendere meglio le scelte che compiono le famiglie, le percentuali di entrate che vengono risparmiate (e non spese), l'andamento del risparmio nel corso della vita dell'individuo e molte altre sfaccettature; ed, in secondo luogo, risulta utile per creare un modello economico efficace ed utilizzabile nella realtà.

Per tale scopo è stato utilizzato uno studio<sup>64</sup> condotto dall'*Ohio State University* (USA) su un vasto dataset: *the Survey of Consumer Finances*. Da questo studio ci si aspetta che il comportamento delle famiglie o degli individui sia influenzato direttamente dai motivi per cui risparmiano e dagli orizzonti temporali presi in considerazione – breve, medio e lungo periodo – ma anche dalla condizione economica in cui versano: individui più poveri saranno più portati a risparmiare per il breve periodo, mentre quelli più abbienti saranno incentivati a guardare ad orizzonti di tempo più lunghi, con obiettivi che richiedono un risparmio per un periodo maggiore.

I motivi per cui gli individui risparmiano sono vari e non esclusivi, possono essere motivi precauzionali, per far fronte ad eventuali emergenze o essere rivolti al futuro, come risparmi per il pensionamento, l'acquisto di una casa o l'istruzione dei propri figli; ma anche per migliorare le condizioni di vita attuali o la propria immagine acquistando prodotti del lusso, o per una combinazione di essi. Possono anche essere motivi a più breve termine, come avere una piccola riserva di denaro per andare in vacanza, acquistare un mobile o pagare le imposte annuali. Molto spesso l'età degli individui, le dimensioni del nucleo familiare e l'orizzonte temporale su cui si è pianificato di risparmiare, sono variabili che portano a passare da un risparmio meno ingente e immediato, ad uno che permetta di raggiungere obiettivi maggiori e consistenti. Ciò è, in realtà, influenzato anche da

---

<sup>64</sup> Fisher P. J., Montalto C. P., "Effect of saving motives and horizon on saving behaviors", *Journal of Economic Psychology*, 31 (2010): 92-105.

questioni di tipo economico, per esempio il livello di reddito dell'individuo: consumatori con un livello di entrate basso, sono maggiormente portati a risparmiare per spese giornaliere, mentre persone con reddito medio lo fanno per le emergenze e quelle con reddito alto risparmiano nell'ottica di "far crescere" la propria attività o il proprio stile di vita.

Individui con un orizzonte temporale di risparmio che va dai 3 ai 5 anni o dai 5 ai 10, o da 10 anni in su, sono maggiormente impegnati a portare il loro risparmio ad un livello più alto e con scopi più importanti, rispetto a quelli che, invece, hanno un orizzonte che arriva al massimo ad un anno<sup>65</sup>. Le persone che riescono, in modo efficace, a mettere in atto i loro obiettivi di risparmio, sono le stesse che hanno orizzonti temporali più ampi, rispetto a quelle che, invece, falliscono nel portare a termine i propri piani. Questa relazione esiste indipendentemente dal livello di reddito dell'individuo ed è lineare: più è ampio l'orizzonte temporale in cui una persona pianifica di risparmiare, più è probabile che questa abbia successo nel farlo.

Lo studio sopra citato è stato costruito sulla base di tre ipotesi che permettono di analizzare i motivi che portano al risparmio in funzione di orizzonti temporali diversi, anziché fare un'analisi prendendo come unico orizzonte temporale la vita dell'individuo:

1. A parità delle altre condizioni, avere uno specifico motivo per cui risparmiare, influenza significativamente la probabilità di risparmiare.
2. A parità delle altre condizioni, un orizzonte temporale in cui risparmiare più lungo avrà un effetto significativamente positivo sulla probabilità di risparmiare.
3. A parità delle altre condizioni, i motivi del risparmio influenzano la probabilità di risparmiare in modo diverso rispetto ai differenti orizzonti temporali.

---

<sup>65</sup> Vedi nota numero 64.

La terza ipotesi è nata dal fatto che è stato dimostrato che i comportamenti degli individui rispetto al risparmio, variano a seconda dell'orizzonte temporale che si prefissano.

Per testare queste tre ipotesi, sono stati utilizzati la regressione logistica<sup>66</sup> e alcuni test di probabilità. Sono stati creati due diversi modelli, che si focalizzano rispettivamente su due diverse variabili dicotomiche; essi vengono utilizzati per testare le prime due ipotesi basandosi sui coefficienti dei motivi di risparmio e degli orizzonti temporali (significativi al 5%).

La variabile dipendente che viene studiata nel primo modello, rappresenta l'avvenuto o meno risparmio nell'anno precedente, mentre la seconda, quella utilizzata nel secondo modello, si focalizza sull'abitudine dell'individuo di risparmiare regolarmente o meno.

I due modelli utilizzano le stesse due diverse variabili dipendenti per testare anche l'ipotesi numero 3, ma permettendo, alle variabili "motivi del risparmio" di variare in base agli orizzonti temporali presi in considerazione. Questa parte "dinamica" del modello serve a verificare che, facendo variare i motivi del risparmio rispetto ai diversi orizzonti temporali, si ottiene un modello più completo e significativo. Lo scopo è, quindi, quello di valutare se l'aggiunta di interazione tra le due variabili sia un miglioramento rispetto alla staticità. Se così fosse, ciò indicherebbe che i motivi del risparmio differiscono rispetto ai tre diversi gruppi di preferenza di un orizzonte temporale.

Il dataset che viene utilizzato appartiene alla *Survey of Consumer Finances* del 2007, che fornisce informazioni utili a riguardo del benessere della popolazione. Il campione è composto da una parte probabilistica di individui presi "a caso", che riesce a coprire una buona parte di area geografica degli Stati Uniti e, quindi a prendere in considerazione gli asset che sono normalmente distribuiti tra la popolazione come la proprietà di una casa; la seconda parte del campione è ricavato da una lista di campionamento supplementare, che prende in

---

<sup>66</sup> La regressione logistica è un caso particolare della regressione lineare, in cui viene utilizzata la funzione logit, una funzione che si applica a valori compresi tra 0 e 1. Si tratta di un modello di regressione che si applica quando la variabile dipendente è di tipo dicotomico, riconducibile ai valori 0 e 1.

considerazione poche famiglie, a cui appartengono categorie di asset meno comuni, come titoli esenti da tassazione o business non-corporate. Il campione è limitato alla forza lavoro, in quanto i pensionati hanno dimostrato di avere comportamenti che differiscono molto rispetto ai non-pensionati, ottenendo, così, un campione di 3823 individui.

La prima variabile dipendente che viene analizzata è, come già detto, l'aver risparmiato nell'anno precedente o meno; il concetto di risparmio è qui utilizzato come la differenza tra il reddito percepito ed il consumo. Nella SCF è stato chiesto agli individui di indicare se abbiano speso più del loro reddito nello scorso anno, se abbiano speso in egual misura ad esso, o se, invece, abbiano speso meno di quanto abbiano percepito. Per creare una variabile di tipo dicotomico è stato assegnato il valore 1 se le spese nell'anno precedente sono state inferiori alle entrate (escludendo l'acquisto di automobili o abitazioni) e valore 0 nel caso in cui abbiano speso più di quanto abbiano percepito o se abbiano speso l'intero reddito.

La seconda variabile dipendente si configura con l'abitudine di risparmiare in modo regolare e riflette la capacità mentale di pianificare ed avere abbastanza *self-control*. La variabile dicotomica ad essa associata è stata costruita in modo da fornire valore 1 se l'individuo è in grado di risparmiare in modo regolare (mettendo del denaro da parte ogni mese) e 0 nel caso contrario.

Sono state individuate cinque diverse variabili che indentificano i motivi che portano al risparmio ed esse sono:

1. Emergenze
2. Versamento di acconti
3. Pensionamento
4. Istruzione dei figli o dei nipoti
5. Lascito o fondo per la famiglia.

Agli individui-campione è stato chiesto di indicare la ragione più importante per cui risparmiano, fino ad un massimo di cinque risposte. A seguito di ciò, sono state vagliate le risposte: se una di esse rappresenta uno dei cinque motivi sopra

descritti, allora quel motivo prenderà valore 1, mentre avrà valore 0 in caso contrario.

La Tabella 3.1 sottostante rappresenta i risultati ottenuti in termini di percentuali rispetto al campione totale:

	Total sample	Short horizon	Medium horizon	Long horizon
Unweighted number	3823	1288	1980	555
Saved over past year*	56.87%	45.00%	60.73%	70.66%
Save regularly*	44.45%	31.41%	48.10%	61.73%
<i>Per-period income compared to reference</i>				
Above	22.92%	22.15%	22.80%	25.09%
Normal*	41.00%	38.07%	43.20%	39.97%
Below*	36.08%	39.78%	34.00%	34.94%
Income uncertainty*	34.48%	42.96%	31.39%	25.81%
<i>Marital status</i>				
Married*	50.93%	43.87%	54.14%	55.84%
Living with partner*	9.13%	10.58%	8.98%	6.30%
Separated/divorced*	19.49%	22.42%	17.83%	18.60%
Widowed*	3.81%	5.05%	3.84%	0.79%
Never married*	16.65%	18.07%	15.21%	18.47%
Unemployment*	18.60%	24.57%	16.36%	12.73%
Self-employed*	14.16%	10.27%	15.87%	17.07%
Good to excellent health*	71.59%	65.12%	76.10%	77.29%
Fair health*	22.41%	27.74%	20.05%	18.48%
Poor health*	6.00%	8.32%	4.67%	5.40%
<i>Risk tolerance</i>				
Low*	37.73%	53.32%	32.29%	20.93%
Average*	39.41%	29.27%	44.06%	46.30%
Above average to high*	22.87%	17.41%	23.64%	32.77%
Age (mean)*	43.82 (.0983)	42.32 (.2008)	44.88 (.1341)	43.48 (.1855)
Education (mean years)*	13.44 (.0203)	12.58 (.0409)	13.71 (.0265)	14.50 (.0389)
<i>Race</i>				
Non-hispanic white*	67.34%	56.64%	71.37%	77.75%
Non-hispanic black*	13.54%	19.05%	11.25%	8.90%
Hispanic*	14.50%	20.78%	12.41%	7.41%
Other*	4.63%	3.54%	4.97%	5.95%
Number of dependent children (mean)*	0.87 (0.0088)	0.95 (0.0177)	0.83 (0.0119)	0.80 (0.0186)
Income (mean in \$100,000)*	0.8478 (.0272)	0.4753 (.0172)	0.9386 (.0390)	1.3878 (.0995)
Homeowner*	64.44%	51.03%	68.28%	81.89%
Emergency motive*	34.98%	38.53%	33.59%	31.73%
Down payment motive*	11.78%	14.74%	11.92%	4.38%
Retirement motive*	48.83%	32.21%	54.10%	68.60%
Education for child/grandchild motive*	16.63%	16.04%	17.25%	15.76%
Bequest motive	8.96%	9.80%	9.02%	6.79%
Number of motives (mean)*	1.73 (.0068)	1.70 (.0136)	1.77 (.0094)	1.68 (.0139)
Short saving horizon	33.68%	100%	-	-
Medium saving horizon	51.80%	-	100%	-
Long saving horizon	14.52%	-	-	100%

**Tabella 3.1:** Caratteristiche del campione in base all'orizzonte temporale<sup>67</sup>.

Circa la metà del campione (il 48,8%) indica che risparmia per il pensionamento, cosa piuttosto ovvia, trattandosi di individui statunitensi, abituati ad utilizzare fondi pensione, piani individuali e polizze assicurative a scopo previdenziale per completare la prestazione pubblica a cui hanno diritto.

<sup>67</sup> Survey of Consumer Finances (2007). Gli \* indicano che la variabile è risultata significativa a livello 5% con il t-test.

Il 35% circa esprime la propria volontà di risparmiare per eventuali emergenze, mentre quasi il 17% lo fa in favore dell'educazione dei propri figli o dei propri nipoti; il 12% degli individui risparmia per pagare degli acconti ed il 9% lo fa con lo scopo di ottenere un'eredità da poter lasciare alla propria famiglia.

Dato che agli intervistati è stato chiesto di indicare fino a cinque motivi, viene presentata anche la media dei motivi che gli intervistati hanno dato, cioè 1,7 per ogni individuo.

Un'ulteriore richiesta è stata quella di fornire informazioni a riguardo dell'orizzonte temporale che è, per loro, più importante nel momento in cui devono pianificare i loro risparmi. Il breve periodo è inteso come il prossimo anno, o anche meno, per il medio periodo si intendono gli anni a venire fino a meno di dieci anni ed il lungo periodo come più di dieci anni. Il 51% esprime la propria preferenza per l'orizzonte temporale medio, il 33% circa esprime, invece, la preferenza per il breve periodo e soltanto il 14,52% degli intervistati preferisce il lungo periodo nella propria pianificazione.

Sono state, inoltre, create delle variabili dicotomiche per cinque fattori relativi all'incertezza: incertezza rispetto al reddito, lo stato civile, la disoccupazione, il libero professionismo e l'incertezza rispetto alla salute.

L'incertezza rispetto al reddito viene misurata in base alla capacità o meno dell'individuo di avere un'idea precisa su quale sarà il proprio reddito nell'anno a venire.

Per misurare lo stato civile, invece, sono state inserite cinque diverse variabili dicotomiche: sposato, convivente, separato/divorziato, vedovo e mai stato sposato. Per quanto riguarda la disoccupazione, all'intervistato è stato chiesto se lui o il compagno siano disoccupati attualmente o lo siano stati nell'anno precedente; mentre per il libero professionismo, si chiede se l'intervistato (o il compagno) siano liberi professionisti al momento dell'intervista.

Lo stato di salute è indicato da due variabili: buono stato di salute o cattivo stato di salute.

Sono state utilizzate anche altre variabili indipendenti come la tolleranza del rischio, l'età dell'individuo, il numero di figli a carico, il livello di istruzione ed il reddito (per scaglioni), l'etnia e la proprietà o meno di una casa.

Dalla Tabella 3.1, inoltre, si evince che il 57% degli individui è riuscito a risparmiare nell'anno precedente. Il 45% circa degli intervistati che preferiscono il breve periodo è riuscito a risparmiare nell'anno precedente; del gruppo appartenente al medio periodo, il 61% ha risparmiato nell'ultimo anno, mentre del gruppo di intervistati che pianifica i propri risparmi nel lungo periodo, il 71% è riuscito a risparmiare nell'anno precedente.

Da ciò si può concludere che maggiore è l'orizzonte temporale in cui l'individuo pianifica i propri risparmi, maggiore è la probabilità di riuscire nel proprio intento.

Sul totale degli individui, quasi la metà di loro riesce a risparmiare in modo regolare (44,45%). Delle persone appartenenti al gruppo con preferenza di orizzonte temporale breve, soltanto il 31% riesce a risparmiare in modo regolare, mentre circa il 48% e il 62% rispettivamente dei gruppi con preferenza di orizzonte temporale medio e lungo riescono a risparmiare in modo regolare.

Anche da questi risultati si evince come, all'aumentare dell'orizzonte temporale pianificato, aumenti la capacità dell'individuo di avere *self-control* per perseguire i propri obiettivi di risparmio.

La Tabella 3.2, a pagina seguente, riporta i risultati ottenuti dalla regressione nel primo modello, relativo all'aver risparmiato o meno nell'anno precedente. La colonna denominata "Model 1b" contiene l'interazione tra i motivi che spingono al risparmio e i tre diversi orizzonti temporali.

Explanatory variables	Model 1a			Model 1b		
	Parameter estimate	p-Value	Odds ratio	Parameter estimate	p-Value	Odds ratio
<i>Per-period income compared to reference</i>						
Above	<b>0.349</b>	<0.01	1.42	<b>0.350</b>	<0.01	1.42
Below	<b>-0.477</b>	<0.01	0.62	<b>-0.474</b>	<0.01	0.62
Income uncertainty	<b>-0.247</b>	0.01	0.78	<b>-0.241</b>	<0.01	0.79
<i>Marital status</i>						
Living with partner	0.140	0.37	1.15	0.144	0.36	1.15
Separated/divorced	<b>-0.658</b>	<0.01	0.52	<b>-0.660</b>	<0.01	0.52
Widowed	<b>-0.481</b>	0.04	0.62	-0.456	0.05	0.63
Never married	<b>-0.297</b>	0.03	0.74	<b>-0.296</b>	0.03	0.74
Unemployment	<b>-0.455</b>	<0.01	0.63	<b>-0.457</b>	<0.01	0.63
Self-employment	0.111	0.30	1.12	0.108	0.31	1.11
<i>Health</i>						
Fair health	<b>-0.448</b>	<0.01	0.64	<b>-0.459</b>	<0.01	0.63
Poor health	<b>-0.793</b>	<0.01	0.45	<b>-0.803</b>	<0.01	0.45
<i>Risk tolerance</i>						
Low	<b>-0.408</b>	<0.01	0.66	<b>-0.411</b>	<0.01	0.66
Above average to high	0.093	0.37	1.10	0.088	0.39	1.09
Age	0.001	0.90	1.00	0.001	0.86	1.00
Education	0.030	0.09	1.03	0.030	0.09	1.03
<i>Race</i>						
Black	-0.237	0.07	0.79	-0.254	0.06	0.78
Hispanic	-0.065	0.62	0.94	-0.078	0.55	0.93
Other	0.113	0.57	1.12	0.142	0.47	1.15
Number of children	<b>-0.121</b>	<0.01	0.89	<b>-0.124</b>	<0.01	0.88
Income (in \$100,000)	<b>0.031</b>	<0.01	1.03	<b>0.031</b>	<0.01	1.03
Homeowner	<b>0.233</b>	0.03	1.26	<b>0.235</b>	0.03	1.26
<i>Saving motives</i>						
Emergencies	-0.025	0.81	0.97	0.308	0.06	1.36
Down payment	-0.015	0.92	0.98	0.105	0.62	1.11
Retirement	0.058	0.57	1.06	-0.103	0.54	0.90
Education for child/grandchild	-0.138	0.25	0.87	-0.039	0.85	0.96
Bequest	0.071	0.63	1.07	-0.100	0.69	0.90
Number of saving motives	0.084	0.18	1.09	0.082	0.20	1.08
<i>Saving horizon</i>						
Medium	<b>0.316</b>	<0.01	1.37	<b>0.473</b>	<0.01	1.60
Long	<b>0.659</b>	<0.01	1.93	<b>0.537</b>	0.04	1.71
<i>Interactions of motives with horizon</i>						
Emergency * medium	-	-	-	<b>-0.533</b>	<0.01	0.59
Emergency * long	-	-	-	-0.314	0.26	0.73
Down payment * medium	-	-	-	-0.217	0.43	0.80
Down payment * long	-	-	-	0.064	0.92	1.07
Retirement * medium	-	-	-	0.180	0.35	1.20
Retirement * long	-	-	-	0.405	0.14	1.50
Education child/grandchild * medium	-	-	-	-0.219	0.36	0.80
Education child/grandchild * long	-	-	-	0.236	0.52	1.27
Bequest * medium	-	-	-	0.311	0.32	1.37
Bequest * long	-	-	-	0.027	0.95	1.03

Note: Bolded coefficients are significant at an alpha level of 0.05.  
Max-Rescaled R<sup>2</sup>: Model 1a = 0.2643; Model 1b = 0.2693.

**Tabella 3.2:** Risultati della regressione logistica per la variabile “Risparmio nell’anno precedente”<sup>68</sup>.

Sapendo che i risultati in grassetto sono quelli significativi per un livello di alpha pari al 5%, notiamo che nessuno dei motivi che portano a risparmiare influenza significativamente l’aver risparmiato nell’anno precedente, di conseguenza non vi sono elementi a supporto della prima ipotesi, che sosteneva che vi potesse essere una relazione tra l’avere un motivo specifico per risparmiare e l’atto di risparmiare effettivo.

<sup>68</sup> Survey of Consumer Finances (2007).

Notiamo che il Chi-quadrato, in nota sotto la Tabella 3.2, migliora nel momento in cui si utilizza l'interazione tra i motivi e i diversi orizzonti temporali, passa, cioè, da 0,2643 a 0,2693. Ciò significa che la dipendenza tra le variabili utilizzate ed il modello, migliora nel momento in cui permettiamo ai motivi del risparmio di variare in funzione dell'orizzonte temporale, fornendo maggiori spiegazioni.

In entrambi i modelli l'orizzonte temporale medio e quello lungo influenzano in modo positivo e significativo il risparmio nell'anno precedente, confermando l'ipotesi numero due, con la quale si sosteneva che il risparmio fosse positivamente dipendente dalla maggior ampiezza dell'orizzonte temporale. Questa è un'ulteriore conferma del fatto che prendendo in considerazione i diversi orizzonti temporali si ottiene un modello migliore.

L'*odds ratio* mi permette di confrontare le frequenze con le quali si verifica un evento rispettivamente tra i soggetti in cui accade o meno un secondo evento, dove il valore 1 indica che l'evento in esame accade in egual misura tra i due diversi tipi di soggetti. Per esempio i soggetti che sono riusciti a risparmiare nell'anno precedente e che preferiscono l'orizzonte temporale medio, sono il 37% in più (*odds ratio* pari a 1.37) rispetto a quelli che non pianificano in un orizzonte temporale di quel tipo; preferire un orizzonte temporale di lungo periodo, invece, aumenta la probabilità di aver risparmiato nell'anno precedente del 93%.

Per quanto riguarda il modello interattivo (colonna 1b), l'emergenza come motivo che porta a risparmiare è l'unica che è significativamente negativa rispetto al risparmio per l'orizzonte temporale medio. Ciò prova che vi è una dipendenza tra i motivi del risparmio e l'orizzonte temporale scelto, confermando l'ipotesi numero 3, sostenendo che i motivi del risparmio influenzano la probabilità di risparmiare in modo diverso rispetto ai differenti orizzonti temporali.

La Tabella 3.3, riportata nella pagina seguente, descrive i risultati ottenuti dalla regressione per il secondo modello, che esegue una analisi sulla variabile "risparmio regolare". La colonna "Model 2b" rappresenta i risultati ottenuti con l'interazione tra le variabili "risparmio regolare" ed "orizzonti temporali".

Explanatory variables	Model 2a			Model 2b		
	Parameter estimate	p-Value	Odds ratio	Parameter estimate	p-Value	Odds ratio
<i>Per-period income compared to reference</i>						
Above	-0.008	0.93	0.99	0.004	0.96	1.00
Below	<b>-0.340</b>	<0.01	0.71	<b>-0.330</b>	<0.01	0.72
Income uncertainty	<b>-0.297</b>	<0.01	0.74	<b>-0.304</b>	<0.01	0.74
<i>Marital status</i>						
Living with partner	0.028	0.85	1.03	0.039	0.79	1.04
Separated/divorced	-0.136	0.22	0.87	-0.141	0.20	0.87
Widowed	-0.174	0.45	0.84	-0.192	0.41	0.83
Never married	-0.064	0.63	0.94	-0.090	0.50	0.91
Unemployment	-0.113	0.32	0.89	-0.119	0.30	0.89
Self-employment	<b>-0.226</b>	0.01	0.80	<b>-0.227</b>	0.01	0.80
<i>Health</i>						
Fair health	-0.122	0.21	0.88	-0.138	0.16	0.87
Poor health	<b>-0.545</b>	<0.01	0.58	<b>-0.566</b>	<0.01	0.57
<i>Risk tolerance</i>						
Low	<b>-0.560</b>	<0.01	0.57	<b>-0.558</b>	<0.01	0.57
Above average to high	0.018	0.82	1.02	0.020	0.82	1.02
Age	-0.004	0.35	1.00	-0.003	0.46	1.00
Education	<b>0.096</b>	<0.01	1.10	<b>0.096</b>	<0.01	1.10
<i>Race</i>						
Black	<b>0.361</b>	<0.01	1.44	<b>0.347</b>	0.01	1.42
Hispanic	<b>0.345</b>	<0.01	1.41	<b>0.329</b>	0.01	1.39
Other	-0.105	0.55	0.90	-0.091	0.61	0.91
Number of children	<b>-0.114</b>	<0.01	0.89	<b>-0.125</b>	<0.01	0.88
Income (in \$100,000)	-0.001	0.19	1.00	-0.001	0.21	1.00
Homeowner	<b>0.301</b>	<0.01	1.35	<b>0.297</b>	<0.01	1.35
<i>Saving motives</i>						
Emergencies	<b>0.193</b>	0.04	1.21	<b>0.434</b>	<0.01	1.54
Down Payment	-0.036	0.81	0.96	0.086	0.70	1.09
Retirement	<b>0.364</b>	<0.01	1.44	0.297	0.08	1.35
Education for child/grandchild	0.067	0.55	1.07	-0.031	0.88	0.97
Bequest	-0.024	0.85	0.98	0.365	0.14	1.44
Number of saving motives	0.068	0.24	1.07	0.072	0.22	1.07
<i>Saving horizon</i>						
Medium	<b>0.369</b>	<0.01	1.45	<b>0.559</b>	<0.01	1.75
Long	<b>0.613</b>	<0.01	1.85	<b>0.579</b>	0.01	1.78
<i>Interactions of motives with horizon</i>						
Emergency * medium	-	-	-	-0.282	0.14	0.75
Emergency * long	-	-	-	-0.427	0.08	0.65
Down payment * medium	-	-	-	-0.310	0.27	0.73
Down payment * long	-	-	-	1.014	0.11	2.76
Retirement * medium	-	-	-	-0.014	0.94	0.99
Retirement * long	-	-	-	0.311	0.20	1.36
Education child/grandchild * medium	-	-	-	0.039	0.87	1.04
Education child/grandchild * long	-	-	-	0.443	0.16	1.56
Bequest * medium	-	-	-	-0.410	0.16	0.66
Bequest * long	-	-	-	<b>-0.695</b>	<0.05	0.50

Note: Bolded coefficients are significant at an alpha level of 0.05.  
Max-Rescaled R<sup>2</sup>: Model 2a = 0.1657; Model 2b = 0.1726.

**Tabella 3.3:** Risultati della regressione logistica per la variabile “Risparmio regolare”<sup>69</sup>.

Notiamo che nel modello statico soltanto le emergenze e il pensionamento sono motivi che influenzano positivamente, in modo significativo, il risparmio regolare, supportando così, anche se limitatamente, l’ipotesi numero 1.

Andando a guardare l’odds ratio per i due motivi appena considerati, notiamo che risparmiare per le emergenze aumenta la probabilità di essere dei risparmiatori regolari del 21% (odds ratio pari a 1,21), mentre chi mette da parte per il

<sup>69</sup> Survey of Consumer Finances (2007).

pensionamento, è un risparmiatore regolare nel 44% in più dei casi rispetto a chi non risparmia per il pensionamento.

Come per il primo modello che testava i motivi del risparmio, anche nel secondo chi preferisce pianificare i propri risparmi in un orizzonte temporale più ampio, ha più probabilità di essere regolare nel suo intento di risparmiare, dando ulteriore conferma dell'ipotesi 2: i coefficienti della variabile "*saving horizon*" sono significativamente positivi sia per il medio che per il lungo periodo.

Gli *odds ratio* per queste variabili sono 1,45 e 1,85 rispettivamente per il medio ed il lungo orizzonte temporale, ciò significa che se sono un risparmiatore che ha programmato di risparmiare per un periodo medio, avrò una probabilità del 45% in più di essere regolare nel farlo, rispetto a chi ha scelto un periodo breve o lungo; mentre, se ho scelto un orizzonte temporale lungo, allora avrò una probabilità dell'85% in più di essere regolare nella mia attività di risparmio, rispetto a chi non ha scelto il lungo periodo. Questa è un'altra riprova della veridicità dell'ipotesi numero 2.

Il gruppo di variabili relative all'orizzonte temporale inserite nel secondo modello dinamico, conferiscono maggior potere esplicativo al modello, come si denota dall'aumento del valore del Chi-quadrato, che passa da 0,1657 per il modello statico a 0,1726 per il modello dinamico. L'interazione dei termini migliora in modo significativo il modello, rispetto a quello senza interazione, perciò l'effetto di avere dei motivi specifici che portano al risparmio, variano a seconda dell'orizzonte temporale pianificato.

Nel modello dinamico l'eventuale emergenza è ciò che spinge maggiormente al risparmio e aumenta la probabilità di essere regolari nel portare a termine l'obiettivo, con un coefficiente maggiore (da 0,193 del modello statico a 0,434 del modello dinamico, con anche maggior significatività) e portando l'*odds ratio* da 1,21 a 1,54. Allo stesso tempo, però, il pensionamento non è più una variabile significativa, infatti nel modello dinamico il suo p-value è maggiore di 0,05.

Risparmiare per avere un'eredità da trasmettere alla famiglia ha un coefficiente significativamente negativo, abbassando di molto la probabilità di essere regolare,

per il gruppo di risparmiatori che preferiscono un orizzonte temporale lungo, con un *odds ratio* pari a 0,50, diminuendo, quindi, tale probabilità del 50%.

Questo dà conferma all'ipotesi 3: i motivi per i quali si risparmia variano in base all'orizzonte temporale scelto per farlo.

È stato eseguito uno studio ex-post, per verificare se vi siano delle sovrapposizioni tra i diversi motivi: è stata, quindi, eseguita una regressione logistica per ogni motivo di risparmio, utilizzandolo come variabile dipendente e prendendo gli altri come variabili indipendenti.

È risultato che soltanto l'educazione per i figli e il pensionamento sono motivi legati tra loro positivamente e in modo significativo: se un individuo risparmia per l'educazione dei propri figli, è più probabile che risparmi anche per il pensionamento e vice versa. Tutti gli altri motivi sono correlati negativamente in modo significativo, a parte l'acconto e l'educazione per i figli che non sono significativamente legati.

In conclusione è stato ipotizzato che avere un motivo specifico per risparmiare aumenti la probabilità di risparmiare in modo effettivo, così come aver pianificato un orizzonte temporale più lungo. Una terza ipotesi è stata data: i motivi per cui si risparmia variano in base all'orizzonte temporale scelto. Per verificare queste tre ipotesi sono state utilizzate due misure del risparmio: l'aver risparmiato nell'anno appena passato ed essere stati regolari nel farlo.

I risultati hanno dimostrato che le emergenze ed il pensionamento sono i due motivi principali che incentivano il risparmio regolare in modo significativo; mentre fare un'analisi di tutti i motivi per i quali si risparmia è risultato complicato, ciò può essere ricondotto al fatto che i motivi per i quali si risparmia non sono esclusivi: per esempio risparmiare per avere un'eredità da lasciare ai posteri può essere risultata non significativa, in quanto l'individuo dà per scontato che qualsiasi tipo di risparmio, alla sua morte, vada in ogni caso alla sua famiglia e, quindi, non specifica che sta risparmiando con lo scopo di avere un tesoretto per figli e nipoti.

Il pensionamento è significativamente e positivamente legato all'abitudine di risparmiare in modo regolare, ma non è relazionato positivamente in modo significativo all'aver risparmiato nell'anno precedente, il che è in contrasto con quanto dimostrato per il risparmio regolare.

Il risultato di maggior rilievo è che avere un orientamento verso il medio-lungo periodo, aumenta in modo significativo la probabilità di risparmiare e di farlo in modo regolare, pertanto è necessario includere l'orizzonte temporale, quando si creano dei modelli sul comportamento dei risparmiatori.

Come dimostrato, avere semplicemente un obiettivo per il quale risparmiare, non è sufficiente per aumentare la probabilità che l'individuo risparmi; al contrario ciò accade nel momento in cui tale individuo pianifica il risparmio in un orizzonte temporale medio lungo, perciò è necessario tentare di muovere gli individui verso un'ottica di più lungo periodo, in quanto è, appunto dimostrato, che poi essi risparmino con maggior probabilità, portando, quindi, verso il risparmio anche coloro che non erano in grado di farlo.

È utile creare dei metodi per rendere più accessibile e automatico il risparmio per i soggetti che spesso non riescono a farlo, per esempio offrire piani di risparmio automatico, come i Piani di Accumulo del Capitale (PAC), che deducono direttamente dal conto corrente una parte di denaro per farla confluire in un fondo di risparmio.

## **3.2 La cicala e la formica**

“Durante tutta l'estate la cicala cantò, mentre la formica lavorò duramente, raccogliendo il cibo per l'inverno. Quando l'inverno arrivò, la cicala, affamata, pregò la formica di darle un po' di cibo. La formica ammonì la cicala per la sua pigrizia.”<sup>70</sup>

---

<sup>70</sup> Esopo, “La cicala e la formica”.

Gli studenti universitari spesso si trovano con poco tempo per avere, in concomitanza con gli studi, un lavoro vero e proprio. Si destreggiano tra esami, ripetizioni, attività extra-universitarie e occupazioni “tappa-buco” per ottenere una somma da risparmiare o da utilizzare per le uscite periodiche.

Alcuni di loro riescono a fare come la formica di Esopo: accumulare tali somme, seppur piccole, fino ad ottenere un gruzzolo da utilizzare come meglio credono; altri giovani, invece, si comportano come la cicala, godendosi a pieno la vita, senza considerare il futuro e le possibili avversità.

Che sia giusto o sbagliato agire come l’uno o l’altro dei due personaggi della favola “La cicala e la formica” sta ad ognuno di noi deciderlo, ma è stato dimostrato da uno studio americano<sup>71</sup>, che i giovani che riescono a risparmiare, godono in media di un benessere psicologico maggiore rispetto a quelli che non lo fanno. Saper risparmiare è una capacità importante per i giovani ed è spesso stata tramandata dai genitori, che ne conoscono il valore sia come forma di prevenzione per le emergenze future, che come metodo per ottenere benessere a lungo termine.

Spesso il risparmio può diventare una vera e propria sfida per i giovani di oggi, abituati al consumo immediato e all’ottenimento di soddisfazioni a breve termine; nonostante questo, coloro che ci riescono, si sentono più sicuri di loro stessi, più padroni della loro vita, indipendenti e sereni.

Gli studenti universitari vivono un importante periodo transitorio che li porta dalla naturale dipendenza dai genitori, alla fase di autosufficienza finanziaria, maturando, oltre a nuovi obiettivi, delle abitudini rispetto alla propria posizione finanziaria, che costituiranno la base per le loro scelte nell’età adulta.

Il risparmio e comportamenti volti al futuro sono qui visti come atti volontari, risultanti da un processo decisionale complesso e da fattori psicologici, sociologici ed economici. Tali comportamenti si caratterizzano come l’attività di risparmio, l’investimento e l’apprendimento della gestione dei propri risparmi.

---

<sup>71</sup> Shim S., Serido J., Tang C., “The ant and the grasshopper revisited: The present psychological benefits of saving and future oriented financial behaviors”, *Journal of Economic Psychology*, 33 (2012): 155-165.

Lo studio mira ad analizzare quali siano i processi psicologici che gli studenti traducono in atteggiamento e in azioni effettive e come questi influiscano sul senso di benessere che essi provano.

È stato scelto di effettuare l'analisi su un set di dati raccolto in due fasi: una prima della crisi finanziaria del 2008 (denominato Tempo 1) ed una nel 2009, un anno dopo l'inizio della crisi (denominato Tempo 2), per verificare se questa influisse sui comportamenti del campione<sup>72</sup>.

Per l'analisi sono state scelte due teorie: la prima è la Teoria del Comportamento Pianificato<sup>73</sup>, utile in questo caso per studiare il risparmio, l'investimento e l'apprendimento, essendo questi comportamenti volontari; essi sono una conseguenza del controllo comportamentale percepito e dell'orizzonte finanziario scelto, che, come discusso nel paragrafo precedente, influenza positivamente l'attività di risparmio.

La seconda teoria utilizzata è il Modello della Felicità<sup>74</sup>, che prevede vi siano tre fattori come determinanti la felicità: l'attività intenzionale, le circostanze esterne e la genetica. In questo studio il fattore "genetica" è stato tralasciato, in quanto inteso come fattore statico, mentre vengono considerati soltanto i due fattori rimanenti, quelli dinamici. È stato scelto di analizzare il risparmio e il comportamento finanziario orientato al futuro in funzione dei due fattori dinamici, in quanto gli individui *scelgono* di risparmiare, intraprendendo, quindi, un'attività intenzionale. Un atteggiamento proattivo verso il raggiungimento dei propri obiettivi è stato dimostrato essere influente per il benessere delle persone, pertanto la scelta di risparmiare, in quanto proattiva, fa da *booster* per il senso di appagamento.

Per quanto riguarda il fattore "circostanze esterne", viene inserito l'elemento della crisi finanziaria del 2008, o, meglio, della percezione di tale crisi, al fine di verificare se questa abbia influito sul senso di benessere finanziario e generale dei

---

<sup>72</sup> I dati relativi a questo studio sono stati ottenuti da 748 studenti universitari, iscritti al 1° anno, che hanno risposto sia nella fase antecedente la crisi, che nella fase successiva.

<sup>73</sup> La *Theory of Planned Behavior* (TPB) di Icek Ajzen, introdotta nel 1991, vede il controllo comportamentale percepito come influente sull'attuazione del comportamento stesso. Il controllo comportamentale percepito si configura come la percezione di un individuo di poter mettere in atto un comportamento voluto.

<sup>74</sup> Il *Model of Happiness* di Sonia Lyubomirsky, elaborata nel 2005, studia come aumentare e mantenere la felicità.

giovani. A supporto del Modello della Felicità è stato assunto che la sensazione di benessere nei giovani, sia in parte causata dai loro comportamenti in ambito finanziario. Inoltre ci si aspetta che la morale della favola “La cicala e la formica” di Esopo sia confermata: coloro che riescono a pianificare il loro futuro finanziario, sono generalmente più felici di coloro che non lo fanno.

A seguito di queste assunzioni vengono formulate nove ipotesi, divise in tre sezioni diverse:

Atteggiamento, fattori del comportamento pianificato e comportamento:

1. L'atteggiamento dei giovani rispetto al risparmio e a comportamenti finanziari orientati al futuro influenzeranno le loro intenzioni di attuare effettivamente tali comportamenti.
2. Più un giovane rispecchia le aspettative dei propri genitori, più è probabile che abbia l'intenzione di risparmiare e di avere comportamenti finanziari orientati al futuro.
3. Maggiore è il controllo comportamentale percepito di un individuo, più è probabile che egli intenda risparmiare e avere comportamenti finanziari rivolti al futuro, e che riuscirà nel farlo.
4. Maggiore è l'orizzonte temporale che una persona si prefigge, più è probabile che il giovane intenda risparmiare, avere comportamenti finanziari orientati al futuro e che avrà successo nel compierli.
5. Maggiore è la volontà di un giovane di risparmiare ed avere comportamenti finanziari rivolti al futuro, più è probabile che esso riesca a mettere in atto tali comportamenti.

Il risparmio, comportamenti finanziari rivolti al futuro e sensazione di benessere:

6. Un giovane che si impegna nel risparmiare in modo frequente e in comportamenti finanziari orientati al futuro, avrà un maggior senso di benessere generale e finanziario.
7. I giovani che provano una maggior sensazione di benessere generale e finanziario nel Tempo 1 (prima della crisi del 2008), proveranno una più alta sensazione di benessere generale e finanziaria nel Tempo 2 (un anno dopo la crisi del 2008).

Gli effetti moderatori dell'impatto percepito della crisi economica:

8. I giovani che percepiscono un impatto economico maggiore, presenteranno una maggior diminuzione nella sensazione di benessere generale e in quella finanziaria tra il Tempo 1 e il Tempo 2.
9. Un giovane che, al Tempo 1, ha presentato l'intenzione di risparmiare ed avere comportamenti finanziari rivolti al futuro, assieme ad una maggiore percezione dell'impatto economico, nel Tempo 2 si comporterà come al Tempo 1 in misura minore.

Per misurare lo stato di benessere, è stato chiesto agli intervistati di giudicarlo su una scala da 1 (basso) a 5 (eccellente), sia per il Tempo 1 che per il Tempo 2, mentre per lo stato di benessere finanziario sono stati creati cinque item, ai quali assegnare punteggio da 1 (forte disaccordo) a 5 (forte accordo).

Un'ulteriore scala da 1 a 5 è stata creata per misurare l'orizzonte temporale previsto dagli studenti per pianificare i propri risparmi, dove 1 significava "i prossimi mesi" e 5 "più di 10 anni".

Per quanto riguarda l'atteggiamento, si chiedeva agli intervistati di esprimere favore o sfavore, su una scala da 1 a 5, rispettivamente per le attività di risparmio, investimento e apprendimento finanziario.

Essendo lo studio, anche, incentrato sull'influenza dei genitori sul comportamento del figlio, è stato chiesto al campione di esprimere accordo o disaccordo su una scala da 1 a 5, rispetto all'entità con cui i loro genitori pensano che loro debbano impegnarsi in risparmio, investimento e apprendimento finanziario. È stato inoltre chiesto di esprimere, sempre con una scala da 1 a 5, quanto i loro comportamenti finanziari siano influenzati dai genitori.

Al fine di misurare il controllo comportamentale percepito, è stato chiesto allo studente quanto fosse facile o difficile essere fedele ai propri piani, nel momento in cui debbano gestire il loro denaro, con una scala da 1 (estremamente difficile) a 5 (molto facile).

Le intenzioni comportamentali finanziarie sono state misurate con una scala da 1 (molto improbabile) a 5 (molto probabile), chiedendo quanto fosse probabile

mettere in atto una delle tre attività finanziarie orientate al futuro (risparmiare, investire e apprendimento finanziario) nei 6 mesi successivi.

I risparmi effettivi e i comportamenti finanziari volti al futuro, nel Tempo 2, sono stati misurati su una scala da 1 (mai) a 5 (molto spesso), rispetto a quanto spesso gli intervistati si sono impegnati in una delle tre attività finanziarie orientate al futuro nei precedenti 6 mesi.

Nel Tempo 2 l'impatto della crisi economica sul campione è stato misurato tramite una scala da 1 (per niente) a 5 (un grosso problema), rispetto a tre diversi item.

Sono state, inoltre, inserite tre variabili indipendenti che misurano le caratteristiche demografiche del campione: lo stato socio-economico dei genitori, il sesso (1=maschio e 2=femmina) e l'etnia (dove 1=bianco e 2=non bianco).

L'affidabilità delle scale è stata misurata con l'alpha di Cronbach<sup>75</sup>, ottenendo un risultato di alpha maggiore di 0,70 per la maggior parte di esse, indicando che vi è coerenza fra gli elementi della scala e la scala in generale.

La Tabella 3.4 presenta le correlazioni tra le variabili misurate:

Variables	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Past financial well-being <sup>1</sup>	1.00	.05	.23**	.13**	.09	.67**	.35**	.35**	.22**	.24**	-.06	.11**	.12**	-.36**
Attitude <sup>2</sup>		1.00	.32**	.46**	.13**	.05	.11*	.14**	.14**	.05	.04	.09*	.12**	.02
Parental norms <sup>3</sup>			1.00	.37**	.20**	.19**	.36**	.12**	.13**	.07	.07	.05	.14**	.00
Behavioral intention <sup>4</sup>				1.00	.29**	.14**	.09*	.17**	.11**	.08*	-.03	.04	.16**	-.01
Actual behavior <sup>5</sup>					1.00	.26**	.19**	.15**	.07	.14**	.02	-.03	.15**	-.11*
Current financial well-being <sup>6</sup>						1.00	.24**	.31**	.16**	.30**	-.02	.11**	.11**	-.57**
Parent SES <sup>7</sup>							1.00	.06	.14**	.10**	-.03	.27**	.13**	-.20**
Perceived financial control <sup>8</sup>								1.00	.17**	.15**	-.04	.07*	.10**	-.20**
Past sense of overall well-being <sup>9</sup>									1.00	.42**	-.05	.16**	-.01	-.02
Current sense of overall well-being <sup>10</sup>										1.00	-.01	.09**	.03	-.16**
Gender <sup>11</sup>											1.00	.05	-.02	.11**
Ethnicity <sup>12</sup>												1.00	.06	-.07*
Financial planning horizon <sup>13</sup>													1.00	-.11**
Perceived impact of economic crisis <sup>14</sup>														1.00

**Tabella 3.4:** Correlazione fra le variabili<sup>76,77</sup>.

<sup>75</sup> L'alpha di Cronbach misura la correlazione generale tra la scala e gli elementi che la compongono. È una misura che varia tra 0 e 1, dove 0 è una scala pessima e 1 indica completa coerenza tra gli elementi della scala e la scala stessa. Per un livello di alpha pari a 0,7, la scala è considerata buona.

<sup>76</sup> Shim S., J. Serido, C. Tang, "The ant and the grasshopper revisited: The present psychological benefits of saving and future oriented financial behaviors", *Journal of Economic Psychology*, 33 (2012): 155-165.

<sup>77</sup> Un \* indica p-value<0,05, mentre \*\* indica un p-value<0,01.

Notiamo che il benessere finanziario passato, cioè la prima variabile, è positivamente correlato in modo significativo con la sesta, cioè il benessere finanziario attuale, indicando una certa continuità tra passato e presente.

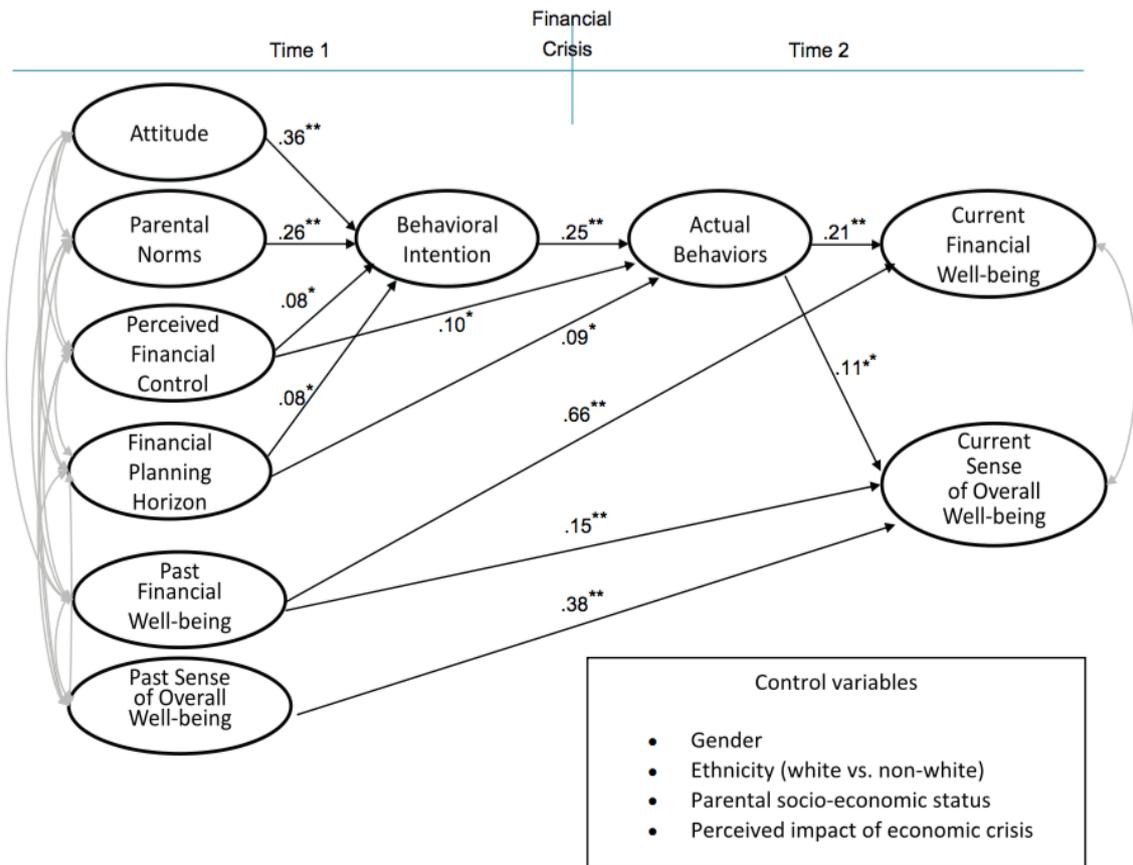
L'atteggiamento è positivamente correlato in modo significativo con le intenzioni comportamentali del giovane, indicando che c'è un'effettiva manifestazione delle volontà dello studente.

È interessante notare che l'atteggiamento è anche positivamente correlato con le norme trasmesse dai genitori e ne consegue che vi è una certa influenza dell'educazione familiare sul comportamento degli studenti.

Il benessere finanziario corrente è altamente negativamente correlato con l'impatto percepito della crisi: come affermato dall'ipotesi numero 8, l'individuo che percepisce maggiormente la crisi, ha una più significativa diminuzione di benessere finanziario tra il Tempo 1 ed il Tempo 2, rispetto a chi la percepisce meno.

Il comportamento effettivo dello studente è positivamente correlato in modo significativo con le sue intenzioni, come ci si aspettava nella formulazione dell'ipotesi 5.

Come si può notare dalla Figura 3.1 (nella pagina seguente), ciò che ci si attendeva è stato verificato:



**Figura 3.1:** *Un modello longitudinale del processo psicologico di atteggiamento-intenzione-comportamento verso il risparmio e comportamenti finanziari orientati al futuro e il suo impatto nel senso di benessere attuale<sup>78,79</sup>.*

Essa raffigura il modello, finora descritto, in modo grafico, attraverso dei “sentieri” che ci permettono di giungere dalle variabili del Tempo 1 alle condizioni attuali nel Tempo 2. I valori mostrati sono coefficienti standardizzati.

Nello specifico ci si aspettava che i fattori derivanti dal modello della Teoria del comportamento Pianificato, portassero a delle intenzioni comportamentali, che, a loro volta, portassero al comportamento effettivo. In entrambi i casi le supposizioni effettuate sono state confermate.

È stato inoltre ipotizzato che il senso di benessere attuale dipendesse dal senso di benessere al Tempo 1, così come il benessere finanziario. Ciò è confermato anche

<sup>78</sup> Vedi nota numero 76.

<sup>79</sup> Vedo nota numero 77.

dalla Figura 3.1, nello specifico dai sentieri che collegano le variabili sensazione passata di benessere finanziario con sensazione di benessere finanziario corrente e sensazione passata di benessere generale con sensazione attuale di benessere generale. Le variabili indipendenti del Tempo 1 (*past*) presentano coefficienti alti e significativi per spiegare le variabili dipendenti al Tempo 2 (*current*).

Come ipotizzato, le quattro variabili presenti al Tempo 1 (atteggiamento, regole dei genitori, controllo comportamentale percepito e orizzonte pianificato) preannunciano le intenzioni comportamentali del giovane. Rispetto a questi quattro sentieri, l'atteggiamento ha prodotto il coefficiente maggiore (pari a 0,36), seguito dalle regole genitoriali (coefficiente pari a 0,26), mentre il controllo comportamentale percepito e l'orizzonte pianificato hanno prodotto coefficienti simili nel determinare le intenzioni comportamentali. Come ipotizzato, le intenzioni comportamentali determinano il comportamento effettivo, così come il controllo comportamentale percepito e l'orizzonte finanziario pianificato; vengono pertanto confermate le ipotesi 1, 2, 3, 4 e 5.

Come formulato nell'ipotesi 6, il comportamento effettivo rispetto al risparmio porta a maggior senso di benessere sia generale che finanziario al Tempo 2. Anche l'ipotesi 7 è verificata: la sensazione di benessere finanziario al Tempo 1, influisce sul benessere sia finanziario che generale dello studente al Tempo 2, in misura maggiore, però, rispetto a quello finanziario; il benessere generale al Tempo 1 influisce positivamente sul benessere generale al Tempo 2.

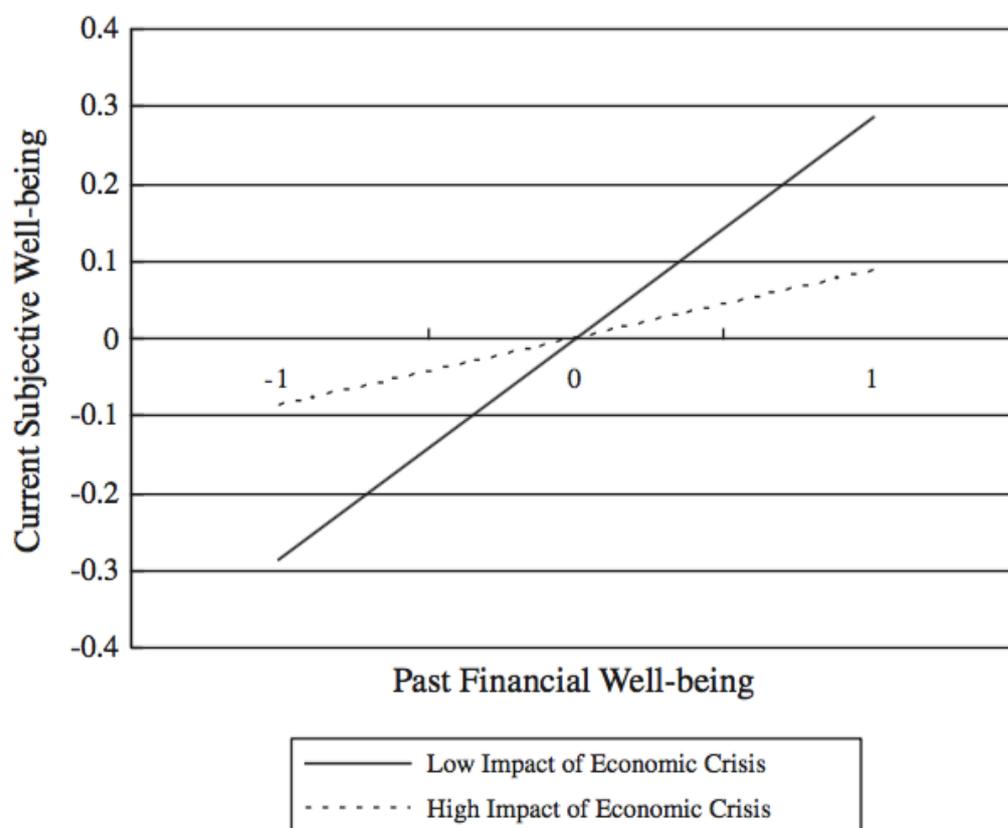
In generale la sensazione di benessere finanziario attuale (Tempo 2) è influenzata principalmente da due fattori verificati nel passato (Tempo 1): il benessere finanziario, il principale, e i comportamenti effettivi di risparmio ed investimento. Il benessere generale attuale è in parte determinato dal benessere generale passato, dal benessere finanziario passato e dai comportamenti effettivamente tenuti dallo studente rispetto alle attività di risparmio ed investimento.

Il benessere dello studente, quindi, è condizionato da un processo psicologico che comprende tre fasi: l'atteggiamento, le intenzioni comportamentali e l'effettivo comportamento messo in atto.

L'ultimo gruppo di ipotesi (8 e 9) mirava a verificare l'impatto percepito della crisi economica sul senso di benessere degli studenti, un anno dopo l'inizio della crisi.

Per verificare che queste ipotesi fossero confermate, il campione è stato diviso in due gruppi: al primo sono stati assegnati coloro che hanno percepito un basso impatto della crisi, mentre al secondo coloro che hanno percepito un alto impatto.

La comparazione è stata fatta rispetto al sentiero che portava dalla sensazione di benessere finanziario al Tempo 1 alla sensazione di benessere generale al Tempo 2. Il risultato è riportato nella Figura 3.2 sottostante:



**Figura 3.2:** *L'effetto moderatore dell'impatto percepito della crisi economica*<sup>80</sup>.

<sup>80</sup> Vedi nota numero 76.

Il maggior impatto percepito della crisi economica del 2008, indicato con la linea tratteggiata, ha effettivamente moderato l'effetto che ha il benessere finanziario passato sul benessere generale attuale.

La stessa analisi è stata svolta sull'effetto che ha l'intenzione comportamentale sul comportamento effettivo, ma è risultata non significativa; pertanto l'ipotesi 9 non è stata verificata: un giovane che, al Tempo 1, presentava l'intenzione di risparmiare ed avere comportamenti finanziari rivolti al futuro, assieme ad una maggiore percezione dell'impatto economico, non è detto che al Tempo 2 modifichi i suoi comportamenti rispetto all'attività di risparmio ed investimento.

In conclusione uno studente più si impegna attivamente nei comportamenti finanziari che si è prefissato, più si sente felice rispetto alla sua situazione finanziaria e alla sua vita in generale. I comportamenti volti al risparmio giocano un ruolo molto importante nel cambiamento della vita di ognuno, potenziando la sensazione di benessere. Tali comportamenti, essendo volontari, dimostrano che l'individuo può migliorare intenzionalmente il proprio livello di felicità.

Un concetto di questo tipo, a mio avviso, va trasmesso agli studenti, per incoraggiare il risparmio e atteggiamenti che tengano conto di orizzonti temporali più ampi del breve termine; va promosso il benessere finanziario chiarendo che è il risultato della combinazione tra atteggiamento, intenzioni e comportamento effettivo.

### **3.3 Gli Italiani e il risparmio**

Gli Italiani, di fronte al risparmio, disegnano le loro scelte sulla base del fatto che la loro avversione al rischio è storicamente alta, la caratteristica italiana è quella della prudenza: il 68% degli italiani non è disposto a correre alcun rischio investendo il proprio denaro, una percentuale relativamente alta, considerando che quella media europea è sotto il 60%<sup>81</sup>.

---

<sup>81</sup> Azimut La direzione per investire, "Le abitudini di investimento dei risparmiatori italiani", 9 marzo 2015, <http://iononcicascopiu.it/archives/le-abitudini-di-investimento-dei-risparmiatori-italiani/>.

Da un'indagine svolta da BlackRock in collaborazione con la società di ricerche di mercato Cicero Group<sup>82</sup>, emerge che, mediamente, il 43% del portafoglio degli Italiani viene dedicato alla liquidità, mentre l'allocazione in obbligazioni e azioni è a pari merito: entrambi ottengono una quota del 15% di portafoglio, mentre la parte restante si divide tra immobili e altri investimenti alternativi.

In generale, l'italiano medio preferisce l'investimento in bond, sia per il rendimento privo di rischio, sia per la tassazione agevolata dei BOT (12,5% contro il 26% degli altri investimenti). Nonostante ciò, questa scelta ha subito un calo negli ultimi due anni, dovuto al dimezzamento del rendimento medio di tali titoli a dieci anni (passando circa da un 4% a sotto il 2%), perciò in molti sono oggi alla ricerca di nuove forme di investimento o strumenti finanziari alternativi.

Un'ulteriore scelta del risparmiatore italiano è quella di destinare i propri risparmi a fondi pensionistici, seguendo l'Europa e agli abituati Stati Uniti, anche se solo il 47% degli italiani ha preso questa strada, contro la media europea del 56%.

Dal report mensile dell'ABI<sup>83</sup> emerge che in Italia diminuisce, su base annua, l'investimento in obbligazioni, con una diminuzione del 13,7% rispetto al 2014 (in termini assoluti 61,2 miliardi di euro), mentre aumentano i depositi bancari del 2,7%. In totale, perciò, la raccolta di denaro è diminuita di 27 miliardi di euro rispetto all'anno scorso (-1,6%).

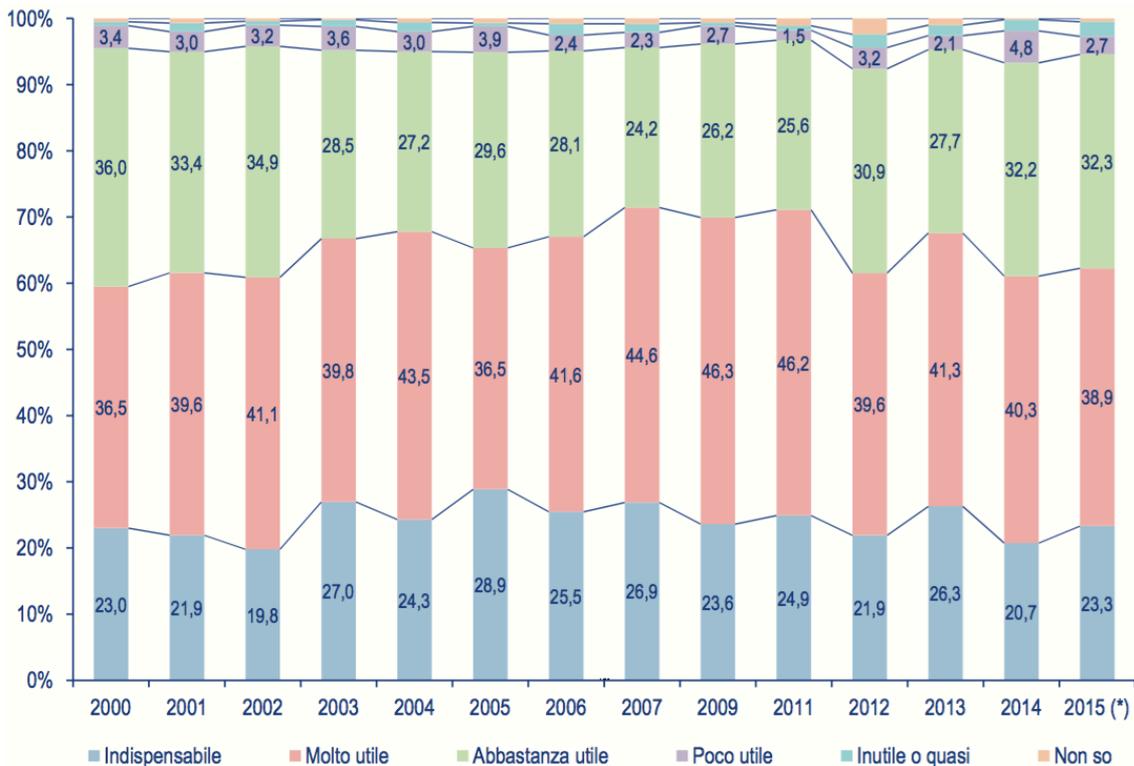
È rilevante citare l'"Indagine sul Risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani"<sup>84</sup>, che mira ad indagare se il comportamento degli Italiani rispetto al risparmio, rifletta una ripresa dalla crisi del 2008. Nella pagina seguente la Figura 3.3 mostra com'è variata l'importanza del risparmio per la famiglia media italiana, in termini percentuali.

---

<sup>82</sup> Vedi nota numero 81.

<sup>83</sup> Ufficio Analisi Economiche ABI (Associazione Bancaria Italiana), "Rapporto mensile ABI dicembre 2015", [https://www.abi.it/DOC\\_Info/Comunicati-stampa/Rapporto\\_mensile\\_ABI\\_dicembre\\_2015.pdf](https://www.abi.it/DOC_Info/Comunicati-stampa/Rapporto_mensile_ABI_dicembre_2015.pdf).

<sup>84</sup> Intesa San Paolo e Centro di Ricerca e Documentazione Luigi Einaudi, "Indagine sul Risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani", 2015, [http://www.centroeinaudi.it/images/abook\\_file/Indagine EINAUDI\\_2015-5.pdf](http://www.centroeinaudi.it/images/abook_file/Indagine EINAUDI_2015-5.pdf).



**Figura 3. 3:** “Per una famiglia come la sua, risparmiare è una cosa...” (i valori sono espressi in termini percentuali)<sup>85</sup>.

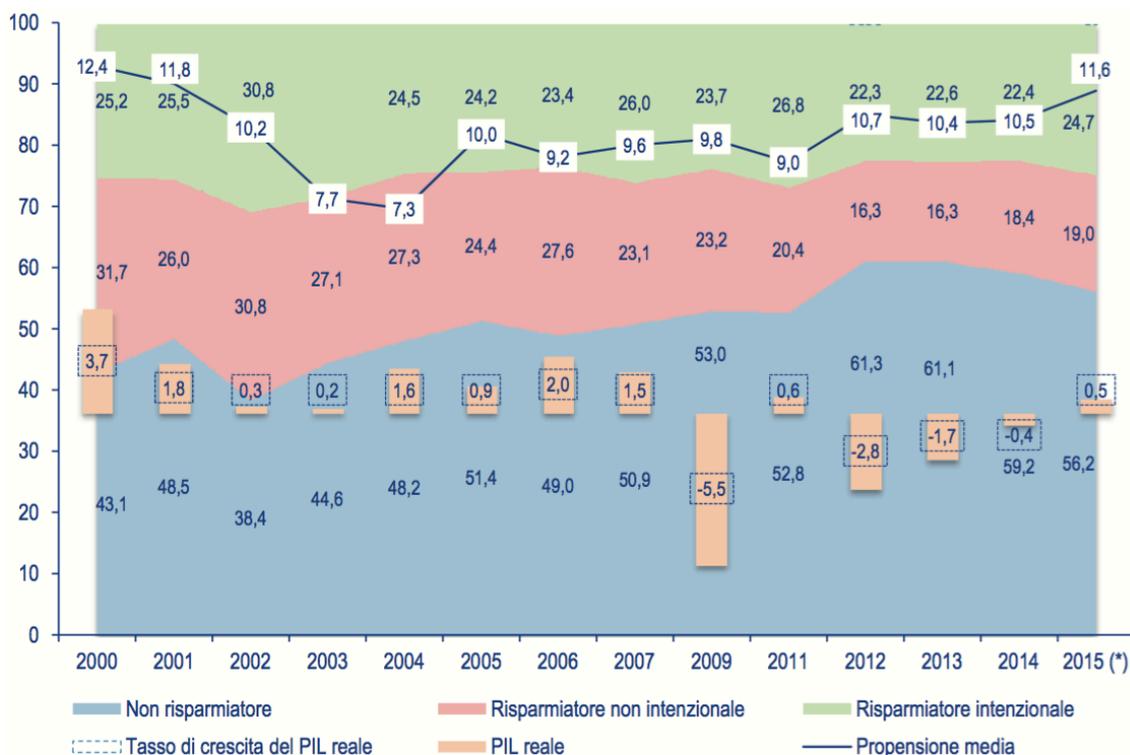
I risultati esprimono l'importanza dei risparmi tramite una scala con cinque categorie che vanno da “indispensabile” a “inutile o quasi” negli ultimi 15 anni, con l'aggiunta della possibilità “non so” come sesta opzione.

Si nota che dal 2014 l'importanza dei risparmi per la famiglia media italiana è aumentata: gli individui che ritengono che l'accantonamento sia “indispensabile” sono passati dal 20,7% al 23,3%; coloro che lo ritengono “molto utile”, però, diminuiscono, passando dal 40,3% ad un 38,9%, mentre chi lo ritiene “abbastanza” utile rimane pressoché invariato.

Se guardiamo il quadro generale dal 2000 al 2015, esso risulta positivo: la percentuale di individui che ritiene indispensabile il risparmio è aumentata, così come chi ritiene che esso sia molto importante.

<sup>85</sup> Vedi nota 84.

Quello appena visto è un quadro “teorico”, mentre la Figura 3.4 mostra se, effettivamente gli Italiani abbiano pianificato il loro risparmio e siano riusciti nel farlo, dal 2000 ad oggi:



**Figura 3.4:** Distribuzione degli intervistati tra risparmiatori e non risparmiatori nei dodici mesi precedenti l'indagine, propensione media al risparmio e tasso di variazione del PIL.<sup>86</sup>

A colpo d'occhio si nota che la fetta di famiglie non risparmiatrici è molto più ampia rispetto a quella delle famiglie che non riescono a risparmiare. Se si escludono il 2002 ed il 2006, periodi in contro-tendenza, si osserva una progressiva erosione delle famiglie che riescono a risparmiare, anche se, dal 2012 in poi, vi è un lieve miglioramento, con un calo degli individui che non riescono a risparmiare ed un aumento di coloro che lo fanno, anche intenzionalmente. La propensione media all'accantonamento è in lieve aumento rispetto al 2014, ma diminuita rispetto al valore registrato nel 2000.

<sup>86</sup> Vedi nota 84.

È interessante analizzare i risultati della Figura 3.5, che mostra le motivazioni che hanno spinto gli Italiani a pianificare i propri risparmi, gli obiettivi di coloro che, nella Figura 3.4, sono stati rappresentati dal colore verde:



**Figura 3.5:** Le motivazioni al risparmio (una sola risposta è ammessa; valori percentuali sui risparmiatori intenzionali)<sup>87</sup>.

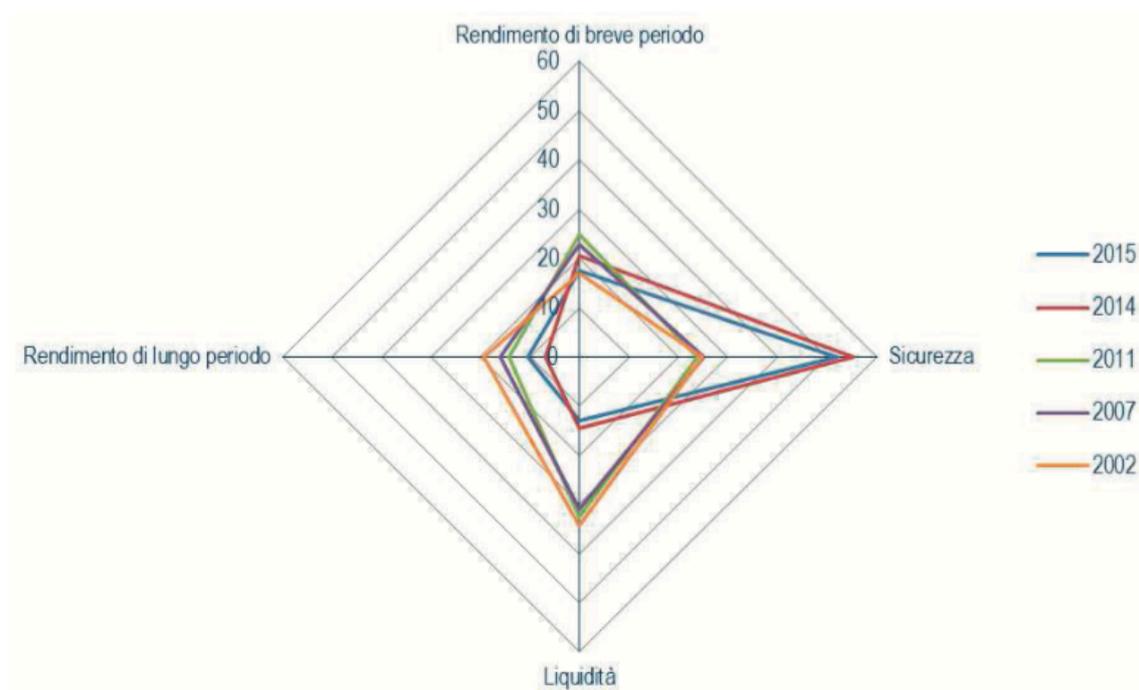
In ognuno dei sei anni considerati, il motivo che maggiormente spinge le famiglie italiane a mettere da parte il proprio denaro, sono le emergenze, gli imprevisti. In aumento rispetto al 2015 sono gli individui che risparmiano in favore dei propri figli e della vecchiaia, forse anche a seguito della Riforma Fornero<sup>88</sup> sulle pensioni. Gli accantonamenti per l'acquisto o il mantenimento della casa passano in secondo piano: nel 2015 soltanto il 9,2% degli individui ha affermato di risparmiare per

<sup>87</sup> Vedi nota 84.

<sup>88</sup> La Riforma Fornero è nata con il D.L. 6 dicembre 2011, n. 201, detto "Salva Italia", convertito successivamente in legge 22 dicembre 2011 n. 214. È detto "Decreto Salva Italia" perché le misure introdotte, secondo lo stesso Monti, erano finalizzate al risparmio di spesa pubblica volta ad evitare il default finanziario dello Stato Italiano nell'ambito della crisi del debito sovrano europeo. Per quanto riguarda il sistema pensionistico, l'età pensionabile per vecchiaia è stata innalzata, mentre la pensione per anzianità (anni di lavoro) è stata abolita.

questi motivi, contro un 16,8% dell'anno precedente. Infine, i risparmi dedicati a nuove attività sono pressoché irrilevanti.

Secondo quanto affermato nei Paragrafi 3.1 e 3.2, maggiore è l'orizzonte temporale scelto, maggiore è la probabilità di riuscita nell'intento di risparmiare. Secondo l'indagine finora analizzata, l'orizzonte temporale pianificato per gli investimenti degli italiani, nel 2015, si è allungato rispetto al 2014, come si osserva nella Figura 3.6 sottostante:



**Figura 3.6:** *Il diamante del risparmio. Gli obiettivi degli investimenti privilegiati dagli intervistati (valori percentuali).*

In generale, rispetto al 2002, gli orizzonti temporali pianificati per il risparmio si sono ristretti, ma la tendenza è inversa se guardiamo al 2015, in cui l'orizzonte temporale si è allargato nuovamente. La percentuale di individui che considera rilevante il rendimento di medio periodo è diminuita, nuovamente a favore di un orizzonte temporale più lungo.

La liquidità è sempre stato uno degli aspetti considerati più rilevanti nell'ambito dell'investimento, ma dal 2012 in poi l'attenzione posta su questa caratteristica è scemata (nel 2015 solo il 13% la considera importante), in quanto, ormai, i prodotti finanziari disegnati da banche ed intermediari sono sempre più liquidi di default.

Il fattore sicurezza è, ancora, un elemento di rilievo, dovuto al fatto che i risparmiatori prediligono investimenti poco rischiosi, per la paura di perdere i propri capitali, soprattutto in relazione al difficile contesto macro economico che si sta vivendo in questi ultimi anni. Nonostante ciò, tale fattore è diminuito nel 2015 rispetto all'anno precedente, segnalando un timido miglioramento nella fiducia riposta nei mercati.

La Figura 3.7 sottostante, descrive la propensione al rischio degli Italiani:



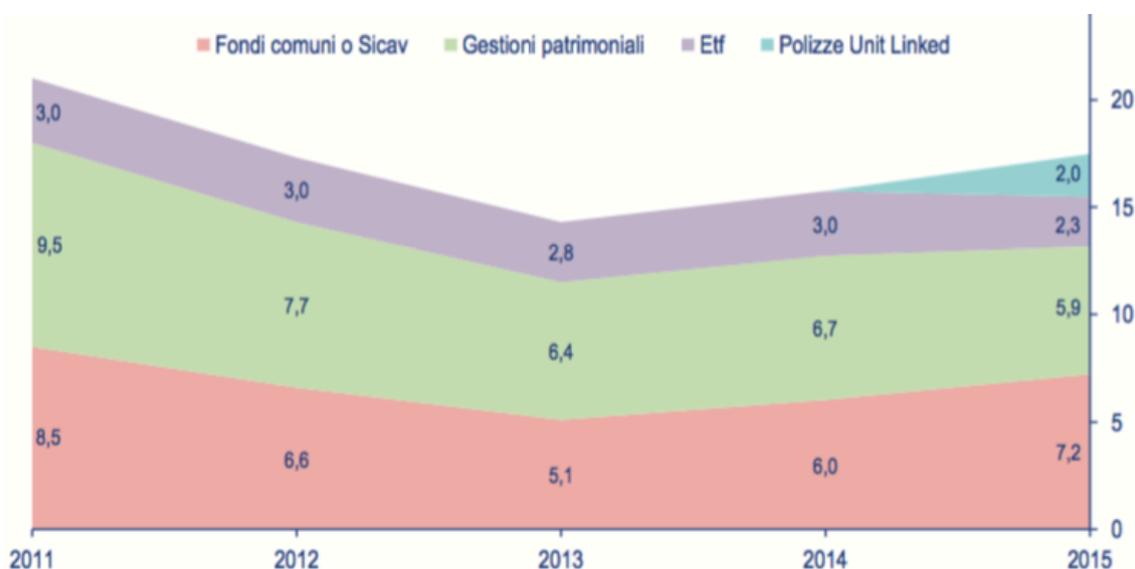
**Figura 3.7:** *“In che misura lei si definisce una persona favorevole a correre rischi nel campo degli investimenti finanziari pur di aumentare il rendimento atteso dagli stessi?”<sup>89</sup>*

Gli Italiani rimangono, negli anni, soggetti prudenti. La maggior parte di loro sostiene di essere poco o per niente favorevole a correre rischi nel campo degli

<sup>89</sup> Vedi nota 84.

investimenti. Nonostante questa generale caratteristica, vi è una lievissima controtendenza dal 2012 ad oggi: gli individui poco o per niente favorevoli passano dal 73,7% al 66%, mentre quelli mediamente favorevoli aumentano, passando da 21,9% del 2012 a 27,1% nel 2015. La percentuale di soggetti favorevoli o molto favorevoli rimane bassa, ma oscilla nel corso degli anni, aggirandosi attorno al 7%.

Il Centro Einaudi ha monitorato nel tempo le adesioni alle forme di risparmio gestito, che sono aumentate dal 2013 ad oggi, anche grazie alle polizze assicurative Unit Linked<sup>90</sup>. La Figura 3.8 sottostante mostra la tendenza a scegliere il risparmio gestito:



**Figura 3.8:** *Detentori di risparmio gestito negli ultimi cinque anni (valori percentuali)*<sup>91</sup>.

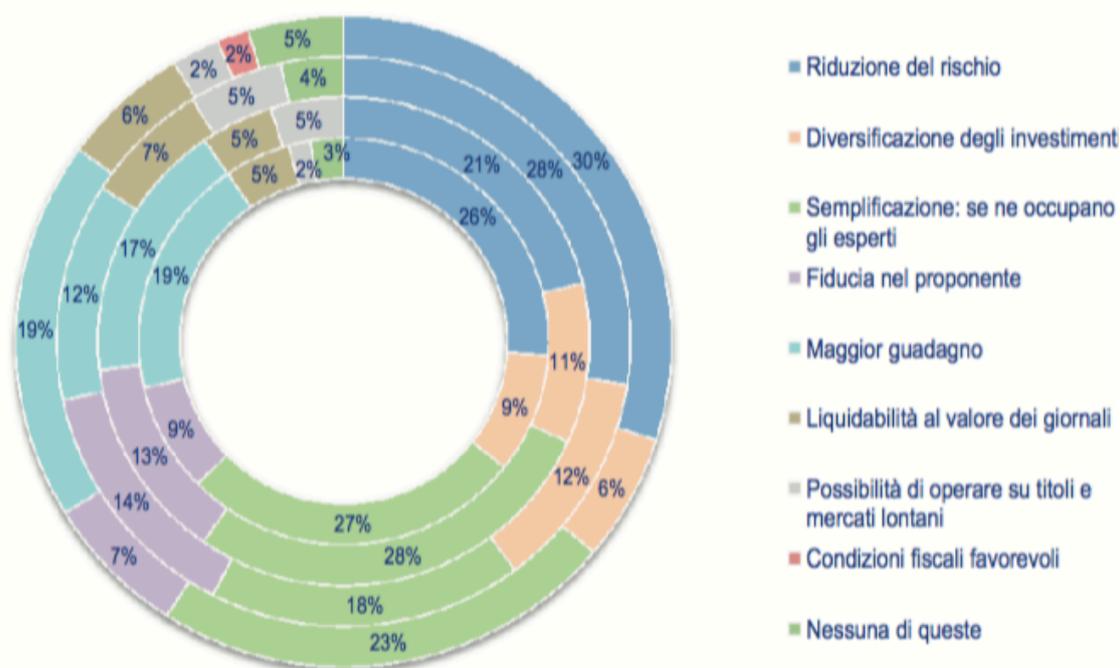
Dopo la crisi e fino al 2013 si nota una forte diminuzione della allocazione dei propri risparmi presso le OICR, rifugiandosi nella detenzione di liquidità, com'è

<sup>90</sup> Le polizze Unit Linked sono polizze assicurative che raccolgono i premi pagati dai sottoscrittori, investendoli in fondi azionari, agganciandone, quindi, il valore ad una attività finanziaria sottostante.

<sup>91</sup> Vedi nota numero 84.

tipico nei periodi di crisi. Dal 2013 in poi gli Italiani cominciano a riporre fiducia negli strumenti di risparmio gestito, arrivando ad una quota pari al 17% di sottoscrittori. Nel 2015 circa il 7% scelgono di investire in fondi comuni o Sicav, il 5,9% in gestioni patrimoniali<sup>92</sup>, il 2,3% in ETF ed il 2% in polizze Unit Linked.

Le ragioni per le quali le famiglie italiane medie continuano a riporre la propria fiducia nel risparmio gestito sono riassunte nella Figura 3.9 sottostante:



**Figura 3.9:** Le ragioni della fiducia nel risparmio gestito (2012-2015; il 2015 corrisponde al cerchio più esterno)<sup>93</sup>.

La prima ragione per la quale gli Italiani scelgono il risparmio gestito, è la riduzione del rischio: nel 2015 il 30% degli intervistati la cita quale prima ragione. La seconda ragione è, per definizione, la semplificazione, in quanto sono gli esperti ad occuparsi del capitale dell'individuo, com'è nella natura del risparmio gestito.

<sup>91</sup> Le gestioni patrimoniali sono forme di investimento che permettono al risparmiatore di affidare, tramite un mandato, l'investimento del proprio patrimonio a un gestore (SGR, SIM e banche autorizzate a prestare questo servizio). A differenza dei fondi comuni, la gestione patrimoniale non viene effettuata "in monte" ma separatamente per ogni cliente del gestore.

<sup>93</sup> Vedi nota numero 84.

Poco meno di un quinto degli intervistati ritiene che gli strumenti del risparmio gestito siano una fonte di maggior guadagno, quando, nella realtà, sono i più costosi, in particolare se a gestione attiva.

Soltanto il 6,3% dei soggetti cita come principale motivo di adesione al risparmio gestito la diversificazione del rischio, che, in realtà, è connessa al primo fattore di scelta, cioè la riduzione del rischio, che ne è immediata conseguenza. Un altro 6,3% è rappresentato da coloro che apprezzano la liquidabilità di questo tipo di strumenti finanziari.

Il 7,1% degli intervistati sceglie il risparmio gestito per la fiducia che ripone nell'intermediario, mentre un residuale 2,4% lo sceglie per la possibilità di raggiungere mercati altrimenti inaccessibili e l'1,6% per le condizioni fiscali favorevoli<sup>94</sup>.

## 3.4 Il risparmio regolare

Al fine di ottenere buoni risparmi è, in ogni caso, utile prendere l'abitudine di risparmiare regolarmente. Nel momento in cui un individuo ha l'intenzione di risparmiare, nella maggior parte dei casi riesce a mettere in atto le azioni necessarie per farlo. Questo tipo di comportamento necessita di autocontrollo, che può essere migliorato tramite l'uso di diverse tecniche, ma anche di una pianificazione meticolosa.

Grazie ad uno studio inglese<sup>95</sup> sono stati analizzati i fattori che permettono la buona riuscita del risparmio regolare: la lunghezza dell'orizzonte temporale pianificato, tecniche che facilitano il risparmio regolare e la facilità percepita del controllo delle spese.

In primo luogo è stata posta l'attenzione sulla realizzazione di un'intenzione (in questo caso l'intenzione di risparmiare); vengono comparati due gruppi di soggetti: il gruppo "pianifica e realizza" ed il gruppo "pianifica in vano". Il

---

<sup>94</sup> Vedi Capitolo 2, Paragrafo 2.3.

<sup>95</sup> Rabinovich A., Webley P., "Filling the gap between planning and doing: Psychological factors involved in the successful implementation of saving intention", *Journal of Economic Psychology*, 28 (2007), 444-461.

campione è stato selezionato da due paesi con economie diverse, in modo da ottenere dei risultati che potessero essere generalizzati ed estesi anche ad altre regioni; questi due paesi sono i Paesi Bassi e la Bielorussia. Per quanto riguarda i Paesi Bassi è stato utilizzato un ampio dataset<sup>96</sup>, che fornisce numerose variabili psicologiche adatte allo scopo di questo studio; mentre per la Bielorussia i dati sono stati raccolti tramite un questionario-intervista a Minsk, nel 2005.

Il concetto di *self-control* deriva dall'intenzione di implementare delle azioni per raggiungere uno scopo. Esso si riferisce a qualsiasi sforzo messo in atto da un essere umano per cambiare la propria situazione attuale e richiede un costo mentale che può essere maggiore o minore, a seconda delle caratteristiche psicologiche della persona.

Il minor consumo di risorse richiede, in qualsiasi periodo, sforzi di autocontrollo, i cui costi possono essere diminuiti grazie ad impegni preventivi che permettono di risparmiare forze psicologiche. Ci si possono porre delle regole di risparmio, che, per essere utili, devono essere semplici, interiorizzate nelle nostre abitudini ed avere solo rare eccezioni.

Anche l'orizzonte temporale pianificato è, come già detto, un fattore che influenza in modo significativo la capacità di autocontrollo e, di conseguenza, di risparmio regolare. Coloro che sono maggiormente dominati dal "pianificare" piuttosto che dal "fare" presentano un orizzonte temporale pianificato maggiore rispetto agli individui dominati dal "fare".

Come già detto in precedenza, utilizzare particolari tecniche permette di conservare benessere psicologico ed aumentare l'autocontrollo, aumentando così la probabilità di riuscire a risparmiare. Una delle misure chiave da utilizzare è prendersi un impegno preventivo, accumulando delle piccole somme ad intervalli regolari nel tempo, in modo automatico. Tali tecniche sono legate a due importanti concetti: i "fondi mentali", ossia dividere mentalmente il denaro utile in diversi

---

<sup>96</sup> Il dataset deriva dalla De Nederlandsche Bank (DNB) Household Survey.

depositi, in modo da averne meno da dedicare alle spese, e l'intenzione ad implementare qualcosa.

Dividere realmente il denaro in diversi depositi, permette di ottenere questi "fondi mentali" e di percepire il denaro in questi conti, come una risorsa separata rispetto a quella disponibile per le spese. Depositi mentali differenti hanno una diversa propensione alla spesa ed etichettarli aiuta a mantenerne invariate le somme. Di conseguenza, quando del denaro viene automaticamente trasferito in un conto mentale a sé stante, risorse psicologiche di autocontrollo vengono risparmiate.

Il raggiungimento di un obiettivo, viene incentivato nel momento in cui si subordina una azione all'avvenimento di un'altra. Nel caso del risparmio, ad esempio, l'azione di accantonare del denaro è subordinata all'incasso dello stipendio. L'individuo sarà, quindi, portato ad attendere la data di ricezione dello stipendio mensile, per attuare l'automatica conseguenza di mettere da parte un, poniamo, 20% della somma ricevuta.

La facilità percepita nel controllare le spese è legata alla Teoria del Comportamento Pianificato<sup>97</sup>; essa viene intesa come uno dei fattori che aumentano la probabilità di risparmio ed è legata all'ammontare di risorse di autocontrollo dell'individuo. Per tali motivi viene utilizzata come misura grezza del *self-control*.

La facilità percepita nel controllare le spese è anche connessa con la percezione della difficoltà a risparmiare e della probabilità percepita di raggiungere un obiettivo. Di conseguenza, persone che hanno sia un forte autocontrollo che un'alta facilità percepita a risparmiare, hanno maggior probabilità di avere risorse psicologiche per portare a termine i propri piani.

I concetti di orizzonte temporale pianificato, tecniche di controllo della spesa e facilità percepita del controllo della spesa portano alla formulazione delle tre seguenti ipotesi:

---

<sup>97</sup> Per chiarimenti si veda al paragrafo 3.2 di questo capitolo.

1. Il gruppo “pianifica e realizza” ha un orizzonte temporale pianificato più ampio rispetto al gruppo “pianifica in vano”.
2. Il gruppo “pianifica e realizza” utilizza tecniche che rendono il risparmio una azione automatica e tecniche complicate in misura maggiore rispetto al gruppo “pianifica in vano”. Tali tecniche includono il trasferimento automatico di parte del denaro in un fondo di risparmio.
3. Il gruppo “pianifica e realizza” percepisce il controllo delle spese come un compito più semplice rispetto al gruppo “pianifica in vano”.

Per tutte e tre le ipotesi i risultati sono generalizzati ed estesi anche alle economie non capitaliste. Il campione è, pertanto, costituito da un’economia occidentale e capitalista (Paesi Bassi) ed un’economia transitoria non capitalista (Bielorussia).

I dati dei Paesi Bassi sono stati raccolti in modo computerizzato in tre diverse ondate: 1998-2000, 2000-2002 e 2002-2004. All’interno del gruppo “pianifica e realizza” vi sono coloro che per anni consecutivi hanno pianificato i propri risparmi e sono riusciti nel loro intento. Nel gruppo “pianifica in vano” vi sono coloro che hanno pianificato di risparmiare nell’anno successivo, ma poi non l’hanno effettivamente fatto. Vi sono poi una parte di soggetti che non hanno voluto pianificare l’attività di risparmio (ed effettivamente non l’hanno fatto) e soggetti che sono riusciti a risparmiare una piccola somma, pur non avendo pianificato di farlo.

Nella Tabella 3.5 sottostante, vengono mostrate le frequenze assolute e percentuali derivanti dal sondaggio, anche se per le analisi verranno utilizzati soltanto i primi due gruppi:

Group	2002–2004		2000–2002		1998–2000		Belarus	
	Frequency	Percent	Frequency	Percent	Frequency	Percent	Frequency	Percent
Plan-and-do	706	86.0	424	87.6	230	81.3	104	37.0
Plan-in-vain	49	6.0	24	5.0	16	5.7	49	17.5
Saving rejection	63	7.7	34	7.0	37	13.1	111	39.5
Unplanned saving	3	0.4	2	0.4	0	0	17	6.0
Total	821	100	484	100	283	100	281	100

**Tabella 3.5:** *Divisione del campione totale nei gruppi con comportamento coerente.*<sup>98</sup>

<sup>98</sup> Vedi nota numero 95.

Come si può notare dai dati riportati per i Paesi Bassi, il primo gruppo è il più numeroso in ogni ondata di raccolta del campione: più dell'80% del campione ha pianificato di risparmiare ed ha avuto successo nel farlo nel corso degli anni. Coloro che non sono riusciti a risparmiare, pur avendolo pianificato e coloro che non avevano intenzione di risparmiare rappresentano percentuali molto piccole (rispettivamente attorno al 5% e all'8%).

Per quanto riguarda, invece, i Bielorussi, il 43% di essi sono riusciti a risparmiare, di cui il 37% appartengono al primo gruppo, hanno, cioè, pianificato di risparmiare; è una percentuale molto più bassa rispetto agli Olandesi, ma comunque alta se confrontata con la percentuale di persone appartenenti al gruppo "pianifica in vano" (pari al 17,5%).

Le tre ipotesi illustrate, sono state verificate misurando rispettivamente l'orizzonte temporale pianificato, le tecniche di controllo delle spese e la facilità percepita del controllo delle spese.

Per quanto riguarda l'orizzonte temporale pianificato esso è stato misurato allo stesso modo con la stessa domanda<sup>99</sup> per entrambi i campioni, ma utilizzando un intervallo di breve termine minore per i Bielorussi (il prossimo mese o meno) e maggiore per gli Olandesi (i prossimi due mesi), così come l'intervallo di tempo che identifica il lungo termine, cioè i prossimi 5-10 anni per i Bielorussi e più di dieci anni per gli Olandesi<sup>100</sup>.

Per misurare le tecniche di controllo delle spese è stata stilata una lista che comprendeva, ad esempio, tenere un libro per le spese, non avere carte di credito o libretti per gli assegni, ritirare solo una certa somma dalla banca ogni mese, trasferire una certa somma in un fondo automaticamente ogni mese ecc. Per ogni tecnica gli intervistati hanno dovuto rispondere se la utilizzavano o meno, assegnando valore 1 a quella tecnica se la utilizzavano e valore 0 se non la utilizzavano.

---

<sup>99</sup> "Qual è l'orizzonte temporale più importante quando devi pianificare le spese e i risparmi?"

<sup>100</sup> Questa differenza è stata fatta sulla base del fatto che, secondo studi precedenti, i Bielorussi hanno un orizzonte temporale per le decisioni economiche molto corto.

Al fine di misurare la facilità percepita nel controllare le spese, è stato chiesto di assegnare un valore da 1 (molto facile) a 7 (molto difficile) per rispondere alla domanda “Quanto è difficile controllare le tue spese?”.

Viene infine misurata la volontà di pianificare i risparmi con una semplice domanda a cui rispondere affermativamente o meno “Hai intenzione di mettere da parte del denaro nei prossimi 12 mesi?”, anche se per i Bielorussi la domanda è stata posta in maniera differente: “Un anno fa hai pianificato di mettere da parte denaro durante quest’anno?”.

La Tabella 3.6 sottostante permette di verificare la diversità tra i gruppi di risparmiatori (primo gruppo) e non risparmiatori (secondo gruppo) rispetto agli orizzonti temporali scelti:

Variable		<i>N</i>	Mean	<i>t</i>	<i>p</i>	Cohen’s <i>d</i>
Netherlands 2002–2004	Savers	692	2.32	2.76	.006	0.20
	Non-savers	47	1.83			
Netherlands 2000–2002	Savers	424	2.34	3.82	.001	0.25
	Non-savers	24	1.67			
Netherlands 1998–2000	Savers	230	2.42	5.297	<.001	2.26
	Non-savers	16	1.38			
Belarus	Savers	104	2.03	1.92	.057	0.33
	Non-savers	49	1.71			

**Tabella 3.6:** *Differenze rispetto gli orizzonti temporali<sup>101</sup>.*

Tutti e quattro i dataset sono significativamente diversi rispetto all’orizzonte temporale scelto, come evidenziano il t-test e la *d* di Cohen<sup>102</sup>, ma la dimensione dell’effetto è molto marcata soprattutto per il biennio 1998-2000, con una *d* di Cohen pari a 2.26. I dati dimostrano che gli individui che hanno implementato con successo i propri piani relativi al risparmio, presentano anche un orizzonte temporale maggiore, confermando così l’ipotesi numero 1.

<sup>101</sup> Vedi nota numero 95.

<sup>102</sup> La *d* di Cohen è una misura per verificare la diversità tra le medie di due gruppi, molto utilizzata in psicologia. L’interpretazione dei suoi valori è stata data in base allo schema dinamico consultabile al sito: <http://rpsychologist.com/d3/cohend/>.

La Tabella 3.7 mostra quali siano i risultati in termini assoluti e percentuali relativi alle scelte di un orizzonte temporale piuttosto che un altro degli individui che sono riusciti a risparmiare, rispettivamente per la Bielorussia e per i Paesi Bassi. In tabella sono riportati soltanto i risultati relativi al biennio 2000-2002.

Length of time horizon	Netherlands 2000–2002		Belarus	
	<i>N</i>	Percent	<i>N</i>	Percent
Month or less	–	–	38	26.8
Couple of months	144	80.9	37	39.4
Year	89	89.9	19	59.4
Couple of years	118	90.8	8	72.7
5–10 years	48	92.3	2	100
More than 10 years	25	100	–	–

**Tabella 3.7:** *Percentuale di risparmiatori effettivi rispetto ai diversi orizzonti temporali*<sup>103</sup>.

I risultati che emergono dalla Tabella 3.7 confermano che la relazione tra la lunghezza dell'orizzonte temporale pianificato e la percentuale di successo nel risparmiare è lineare: chi pianifica i propri risparmi su un orizzonte temporale maggiore, ha più probabilità di riuscire nel farlo. Questo è evidente sia per il campione dei Paesi Bassi, con un'economia capitalista, che per il campione bielorusso, con un'economia in transizione.

<sup>103</sup> Vedi nota numero 95.

I risultati relativi alla misurazione dell'uso di tecniche per controllare le spese sono riportati nella Tabella 3.8 sottostante:

Table 5

Usage of expenditure control techniques

Technique	Used more often by...
Transferring income into separate account	Plan-and-do
Transferring saving into foreign currency	Plan-and-do
Using minor shopping-related techniques	Plan-in-vain

**Tabella 3.8:** *Uso di tecniche per il controllo delle spese.*

Dalla Tabella 3.8 si evince che le tecniche più complesse, relative all'accantonamento di denaro in fondi diversi o in una valuta differente, resi quindi non utilizzabili come liquidità immediata, sono quelle più utilizzate da chi riesce, effettivamente, ad avere successo nei suoi obiettivi di risparmio. Allo stesso tempo, tecniche più semplicistiche, che hanno come obiettivo spendere di meno, sono maggiormente utilizzate da coloro che, poi, non mettono in atto i loro piani.

Infine, la Tabella 3.9 mostra la differenza tra i gruppi di risparmiatori e non risparmiatori relativamente alla variabile "Facilità percepita nel controllare le spese":

Variable		<i>N</i>	Mean	<i>t</i>	<i>p</i>	Cohen's <i>d</i>
Netherlands 2002–2004	Savers	685	2.79	4.52	<0.001	0.34
	Non-savers	45	3.76			
Netherlands 2000–2002	Savers	424	2.77	1.84	0.067	0.17
	Non-savers	24	3.38			
Netherlands 1998–2000	Savers	230	2.45	NS	–	–
	Non-savers	16	3.00			
Belarus	Savers	104	3.12	NS	–	–
	Non-savers	49	3.39			

**Tabella 3.9:** *Differenze nella facilità percepita nel controllare le spese.*

Le statistiche relative al dataset bielorusso ed a quello olandese per il biennio 1998-2000 non sono significative. Mentre quelle relative al dataset olandese per i bienni 2000-2002 e 2002-2004 sono significativi: i gruppi “pianifica e realizza” e “pianifica in vano” sono significativamente diversi per quanto riguarda la facilità percepita nel controllare la spesa. Pertanto l’ipotesi numero 3 che prevedeva che il gruppo “pianifica e realizza” percepisse il controllo delle spese come un compito più semplice rispetto al gruppo “pianifica in vano”, non è ne confermata ne rigettata.

In conclusione è stato ipotizzato che la buona riuscita dei propri obiettivi di risparmio, dipenda da tre fattori: l’orizzonte temporale pianificato, l’utilizzo di tecniche per controllare le spese e la facilità percepita nel controllare le spese.

Tra queste tre, l’orizzonte temporale pianificato è quello che, più significativamente, influenza il successo nell’attività di risparmiare. Non solo le persone che pensano al futuro capiscono l’importanza del risparmio e sono più inclini nel programmarlo, ma riescono, anche, a portare avanti i propri piani con maggior probabilità. Questa relazione è probabile che derivi dal fatto che, coloro che scelgono il breve periodo, si concentrano maggiormente su aspetti marginali dei propri obiettivi e non sul focus centrale; inoltre è probabile che essi non siano in grado di determinare le spese future o che le sottostimino.

Tale risultato è stato ottenuto per due realtà con un background storico-culturale e condizioni economiche molto diverse, perciò la relazione non dipende da queste due variabili.

L’importanza di tecniche per il controllo della spesa evidenzia che esse siano necessarie per migliorare il proprio autocontrollo e ottenere i risultati voluti con minor sforzo psicologico. Esse co-variano con il successo nel risparmiare ed hanno due aspetti in comune: rendono il risparmio parzialmente automatico e fanno meno affidamento sulla forza di volontà. Tecniche a lungo termine, come il trasferimento automatico di denaro in un fondo di risparmio, vengono maggiormente utilizzate da persone senza debiti, mentre coloro che hanno debiti, utilizzano maggiormente tecniche più semplici come evitare lo shopping.

Infine, il trasferimento automatico rende più difficoltosa la spesa fisica del denaro appena trasferito e, psicologicamente parlando, il denaro trasferito viene percepito come “diverso” da quello utile per le spese. Non appena la somma viene trasformata in una forma diversa (per esempio in un'altra valuta) o in un conto separato, essa viene incorporata in dei “fondi mentali”<sup>104</sup>, che vengono spesi meno probabilmente.

## **3.5 La soluzione: Piani di Accumulo del Capitale con gli ETF**

Come evidenziato nel paragrafo precedente, una delle tecniche migliori per risparmiare in modo regolare e con basso dispendio di energie fisiche e psichiche, quali autocontrollo e forza di volontà, è l'accantonamento automatico di una parte delle proprie risorse, con cadenza prefissata, in un fondo di risparmio.

Questa tecnica è possibile tramite l'attivazione di un Piano di Accumulo del Capitale, comunemente detto PAC.

Questo strumento viene indirizzato prevalentemente a coloro che non hanno ingenti risorse, ma che vogliono, comunque, avere la possibilità di ottenere un tesoretto dopo qualche anno. Questi individui sono prevalentemente i giovani, gli studenti che si avviano ad avere le prime risorse economiche, i risparmiatori con un livello di reddito medio-basso, ma anche famiglie che vogliono ottenere un'ulteriore forma di previdenza. Il PAC offre loro la possibilità di accedere ad un risparmio programmato senza incorrere in rischi elevati.

Generalmente i PAC sono una delle modalità per sottoscrivere quote di fondi comuni di investimento. Essi prevedono il prelievo automatico di somme costanti ad intervalli di tempo regolari (di solito una volta al mese), che vengono investite in un OICR per una durata di tempo predeterminata, anche se spesso il piano può essere sospeso definitivamente o interrotto per un periodo.

---

<sup>104</sup> Vedi pagina 77.

Solitamente ogni emittente definisce dei regolamenti per i propri piani di accumulo in relazione al numero di rate da versare, alla frequenza di tali rate, all'importo minimo di ogni singola rata ed, infine, all'importo del primo versamento che, solitamente, è un multiplo della rata. I PAC offerti dalle banche, sono, quindi, spesso costosi all'atto del primo versamento, ma anche al versamento di ogni rata, che spesso comprende costi di commissione, che seppur bassi, alla fine del programma incidono sul guadagno.

In base a quanto detto nel Capitolo 2, i fondi comuni di investimento sono strumenti di gran lunga peggiori rispetto agli ETF, sia in termini di rendimenti che in termini di costi, essi siano di commissione, di performance, di asimmetria informativa o altro.

Di fronte a questa sotto-performance dei fondi, ma alla gran utilità dei piani di accumulo, si può pensare di costruire un PAC con gli ETF.

Un PAC con ETF consente di avere grossi vantaggi dal punto di vista della diversificazione, sia geografica che settoriale, ma anche temporale, tramite il versamento di piccole somme periodiche. Esso permette di mediare le continue oscillazioni delle borse, garantendo così rendimenti equilibrati, attraverso una sottoscrizione graduale ma costante nel tempo.

Con gli ETF è possibile sterilizzare i costi derivanti da un PAC su fondi, con un unico svantaggio: sta alla nostra forza di volontà e auto-disciplina riuscire a perseverare nel versamento delle rate periodiche, in quanto nessuno ci costringe a farlo.

I vantaggi di un PAC su ETF sono, perciò, sintetizzabili in quattro caratteristiche:

1. Offre grande flessibilità al "sottoscrittore" in quanto gli è permesso di modificare l'importo delle rate, la loro periodicità e la durata del piano, senza alcuna penalità in denaro.
2. È possibile sospendere o interrompere il PAC senza alcun costo.
3. Tutti i costi di entrata e/o uscita, di commissione o di performance che sono solitamente collegati ad un fondo comune di investimento sono pari a 0. I costi di un PAC su ETF si limitano a dei bassissimi costi di commissione annui.

4. Non vi sono costi al versamento di ogni rata; sono a carico dell'investitore soltanto le commissioni di negoziazione di borsa.

È possibile utilizzare un PAC con gli ETF anche per costruirsi una pensione “fai-da-te”, ma l'ostacolo resta sempre lo stesso: mantenere la disciplina nel tempo, e se si tratta di un PAC per la pensione, questo tempo può essere davvero lungo e minare, perciò, la perseveranza e l'autocontrollo dell'individuo.

Da analisi empiriche le azioni premiano nel lungo periodo<sup>105</sup>: storicamente investimenti decennali in azioni premiano con rendimenti soddisfacenti. È ormai assodato che a rendimenti alti corrispondano anche livelli alti di volatilità. Il rischio, però, può essere stemperato, nel tempo, con l'aumento della quota di investimento dedicata alle obbligazioni, sapendo che con il passare degli anni l'avversione al rischio aumenta.

Risulta utile, inoltre, modificare la somma versata mensilmente in funzione dell'inflazione, in modo da garantire la stessa capacità di spesa negli anni a venire, sterilizzando ancor più l'impatto del rischio.

Nonostante i costi di commissione siano, come si è detto, bassi, è assolutamente fondamentale tenerne conto, in quanto, nel lungo periodo hanno un elevato impatto sul guadagno finale. Prendiamo come esempio un PAC con versamenti annuali di 1.000 € sull'indice MSCI World, incrementati del 3% ogni anno, con ipotesi di inflazione di pari livello. Evitando considerazioni fiscali, con un rendimento annuo del 6%:

- se i costi annuali fossero pari all'1%, allora alla fine del decennio otterrei una somma pari a 162.889 €,
- se, invece, tali costi fossero pari al 2,5% all'anno, la somma guadagnata sarebbe di 141.059 €.

Il guadagno, quindi, ne risentirebbe profondamente, in quanto i costi, nel secondo caso, mangiano una fetta di 21.829 €.

---

<sup>105</sup> “Costruire un Piano di accumulo di capitale (PAC) con gli ETF”, <http://www.sostrader.it/sostrader/didattica2.cfm?id=64>.

In conclusione, quindi, un'ottima soluzione al risparmio regolare che non implichi ingenti costi, è la costruzione di un PAC con gli ETF, che garantisce buoni rendimenti, ottima diversificazione del rischio, grande flessibilità e costi bassi, se comparati con quelli di un normale PAC su fondi di investimento.

Nel prossimo capitolo esamineremo alcuni esempi di PAC con ETF e confronteremo i risultati di questo piano di investimento con analoghe alternative in fondi, BOT o cash.

# CAPITOLO 4

## 4.1 Premesse alla simulazione di PAC

Al fine di confermare quanto detto sulla cattiva performance dei fondi comuni di investimento, rispetto alla buona performance degli ETF, è stata eseguita una simulazione di Piano di Accumulo del Capitale rispettivamente con ETF, fondi comuni di investimento, Buoni Ordinari del Tesoro e contanti.

La scelta di ETF e fondi comuni di investimento è stata fatta sulla base del *benchmark* a cui si riferiscono, in modo da poter avere un confronto pulito e sensato. Gli indici *benchmark* sono stati selezionati in modo da “coprire” il mercato italiano, quello europeo, quello statunitense, quello nord-americano, quello orientale ed, infine, quello mondiale. Inoltre è stato scelto di eseguire un confronto anche su un indice settoriale (tecnologie avanzate). Nei paragrafi successivi verranno illustrati quali sono, esattamente, questi indici di riferimento.

Per una lettura migliore della analisi è necessario fare delle premesse:

1. i NAV con i quali sono state calcolate le quote acquistate, sono al netto dei costi di gestione annuale, pertanto andranno decurtati soltanto da eventuali commissioni di sottoscrizione/rimborso e di versamento;
2. i NAV che sono stati utilizzati sono in versione *adjusted*, tengono quindi, già, in considerazione dei dividendi eventualmente pagati dal fondo o dall'ETF;
3. i NAV utilizzati per la simulazione sono NAV storici, con un intervallo temporale che varia a seconda della disponibilità dei dati, ma che verrà sempre espresso;
4. si suppone di effettuare l'acquisto delle quote di ETF tramite la piattaforma online Plus500, che non addebita alcun costo di transazione<sup>106</sup>;
5. i fondi presi in considerazione sono fondi comuni di investimento di diritto italiano;

---

<sup>106</sup> <http://www.plus500.it/Help/HelpFees.aspx>.

6. ai sensi del D.L. n. 225 del 29 dicembre 2010, dal 1° luglio il trattamento fiscale dei fondi comuni (compresi ETF e lussemburghesi) è stata parificata a livello europeo. Questo ha comportato che la tassazione venga effettuata con competenza per cassa, al momento del rimborso delle quote, pertanto al termine del PAC;
7. in seguito al D.L. 66/2014 “Misure urgenti per la competitività e la giustizia sociale”, poi convertito nella Legge 89/2014, la tassazione dei proventi da fondi comuni di investimento (compresi ETF e lussemburghesi) è calcolata con un’aliquota del 26%, ad eccezione dei fondi comuni composti prevalentemente da buoni del tesoro, obbligazioni statali e titoli di stato, la cui tassazione rimane al 12,5%;
8. i proventi derivanti dai diversi PAC, che verranno illustrati in seguito, sono guadagni netti da qualsiasi spesa o tassazione.

La raccolta dei dati preventiva è stata eseguita in base agli indici di riferimento ed in base ai dati disponibili in rete. Le principali piattaforme che sono state utilizzate sono Borsa Italiana<sup>107</sup> e Yahoo Finance<sup>108</sup>, oltre alle pagine web specifiche per ogni fondo o ETF della loro “casa madre” e gli specifici prospetti informativi.

I dati necessari alla analisi completa dei fondi e degli ETF sono stati:

- NAV mensili e, laddove non fossero già disponibili, giornalieri in versione *adjusted*;
- Tassi di cambio mensili dollaro/euro per la conversione dei NAV espressi in dollari;
- Commissioni di gestione annuali, commissioni di sottoscrizione e/o di rimborso e commissioni su ogni versamento del PAC.

Per prima cosa i NAV, se giornalieri, sono stati aggregati per ottenere dati medi mensili. Come seconda cosa è stato simulato un PAC per ogni fondo, ogni ETF ed, infine per un BOT a un anno e con contanti. Tali PAC sono stati costruiti con versamenti mensili dell’importo di 100 €, necessari all’acquisto delle quote dei

---

<sup>107</sup> <http://www.borsaitaliana.it/homepage/homepage.htm>.

<sup>108</sup> <https://it.finance.yahoo.com>.

rispettivi fondi. Il periodo del piano di accumulo varia a seconda dei dati disponibili, ma è lo stesso nel caso di fondi ed ETF con lo stesso *benchmark*, al fine di ottenere risultati confrontabili. È stato, inoltre, scelto di simulare piani di accumulo con scadenze diverse, in modo da verificare che la superiorità degli ETF rispetto ai fondi, non sia influenzata dall'ampiezza temporale del PAC.

Per fondi comuni di investimento ed ETF la monetizzazione del piano di accumulo avviene alla fine del PAC, momento della vendita delle quote. Il guadagno netto da tassazione e da commissioni di rimborso (ove presenti) è stato così calcolato:

$Y = q[p_T(1 - \tau) + \tau p_M]$ , dove:

$Y$  = guadagno netto

$q$  = numero quote accumulate alla fine del PAC

$p_T$  = prezzo della quota al momento della chiusura del PAC

$\tau$  = aliquota fiscale pari al 26% (12,5% nel caso di fondi composti da titoli di stato, obbligazioni statali e buoni del tesoro)

$p_M$  = prezzo medio di acquisto di una quota lungo la durata del PAC.

Per quanto riguarda il PAC con il BOT a un anno, esso è stato costruito con versamenti mensili di 100 €, per una durata di 10 anni. Il guadagno netto è stato calcolato mensilmente, con reinvestimento mensile del guadagno. Il guadagno netto del primo mese è stato calcolato con questa formula:

$$Y_{t-1} = 100\left[1 + \frac{i}{12}(1 - 0,125)\right]^{109}$$

Grazie al reinvestimento, ogni mese otteniamo:

$$Y_t = (Y_{t-1} + 100)\left[1 + \frac{i}{12}(1 - \tau)\right]$$

Alla fine del piano di accumulo, il nostro guadagno netto sarà la somma dei guadagni netti mensili:

---

<sup>109</sup> Avendo preso in considerazione un BOT con scadenza un anno, i proventi del primo anno di PAC sarebbero disponibili per il reinvestimento soltanto l'anno successivo; i calcoli, pertanto, andrebbero sfalsati di un anno. Per comodità è stato scelto di renderli utilizzabili da subito.

$$Y_T = \sum_{t=0}^T Y_t, \text{ dove}$$

$i$  = tasso di interesse del BOT con scadenza a un anno,

$\tau$  = aliquota fiscale applicata ai proventi da BOT (12,5%).

Seguendo le equazioni appena descritte, il capitale netto accumulato tramite un PAC decennale con BOT a 1 anno è pari a 12.721,99 €.

Infine, il piano di accumulo con i contanti è stato costruito con versamenti mensili di 100 € ed il guadagno (ovviamente netto) finale è pari alla somma dei versamenti. Il capitale totale accumulato alla fine del PAC è, perciò, pari a 12.000 €.

## 4.2 Benchmark: S&P 500

Il primo confronto è stato fatto fra un ETF e due fondi che utilizzano come benchmark lo S&P 500. Questo indice è stato costruito nel 1957 da una società privata, la Standard and Poor's Corporation, che si occupa di ricerche finanziarie e analisi su titoli azionari ed obbligazioni, ed è una fra le maggiori agenzie di rating mondiali.

Lo S&P 500 è un indice azionario che segue l'andamento delle 500 aziende statunitensi a maggior capitalizzazione<sup>110</sup> ed il peso di ciascuna azienda dipende dal suo valore di mercato. Questo indice è composto da titoli di aziende quotate nelle maggiori borse americane, come il *New York Stock Exchange* (Nyse), l'*American Stock Exchange* (Amex) ed il *Nasdaq*.

Tra queste 500 aziende troviamo, ad esempio, Amazon, American Airlines, Apple, Coca-Cola, eBay, Facebook, General Electric, Mattel, Mastercard e Microsoft.

L'ETF preso in considerazione è l'iShares S&P 500 UCITS<sup>111</sup> ETF. Questo ETF è stato lanciato nel 2002 dalla società iShares ed è gestito dalla Black Rock Asset

---

<sup>110</sup> La capitalizzazione è il valore di mercato delle azioni di una società. Essa è calcolata moltiplicando il numero delle quote in circolazione per il prezzo di mercato della quota stessa.

<sup>111</sup> La sigla UCITS è l'acronimo di "Undertakings for Collective Investment in Trasferable Securities" e fa riferimento alla Direttiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo (UCITS IV). Tale direttiva aggiorna il precedente UCITS III, innovando ulteriormente la libera prestazione di servizi per le SGR e SICAV, al fine di raggiungere meglio le economie di scala nel settore dell'investimento mobiliare.

Management. È a replica fisica<sup>112</sup>, viene ribilanciato trimestralmente e i suoi NAV sono espressi in dollari americani. Come tutti gli ETF non prevede costi di entrata o uscita, pertanto le spese si riducono soltanto a quelle annue di gestione ad esso associate, che sono pari allo 0,40%. Il rating di Morningstar<sup>113</sup> gli assegna cinque stelle.

È stato possibile raccogliere i dati storici a 10 anni, rendendo così possibile considerare una simulazione in cui si attiva il piano di accumulo il 1° gennaio del 2006 e lo si chiude il 31 dicembre del 2015.

Il primo fondo comune di investimento utilizzato per il confronto con l'ETF appena descritto, è il fondo Allianz Azioni America, lanciato nel 1991 dalla società Allianz Global Investors, sita in Germania. È un fondo azionario di categoria "alta capitalizzazione", a cui sono state attribuite due stelle dalla agenzia di rating Morningstar. Questo fondo non prevede commissioni di sottoscrizione o di rimborso, né su ogni versamento del piano di accumulo, ma trattiene commissioni annue di gestione pari al 2,25%. Anche per questo fondo il PAC è stato simulato dal 1° gennaio 2006 e per i dieci anni successivi.

È stato preso in esame anche un secondo fondo: Gestnord Azioni America A, emesso nel 1994 dalla società Sella Gestioni, del gruppo Banca Sella, con sede in Italia. Anche ad esso sono state attribuite due stelle Morningstar ed è un fondo azionario ad alta capitalizzazione. Il fondo prevede commissioni annue di gestione pari all'1,83% e, inoltre, commissioni su ogni versamento nel PAC pari allo 0,75%; non prevede commissioni di sottoscrizione o rimborso. Il piano di accumulo è stato attivato il 1° gennaio 2006, con durata dieci anni.

---

<sup>112</sup> Per maggiori informazioni si rimanda al Capitolo 1, paragrafo 1.8.

<sup>113</sup> Il rating di Morningstar è una scala di misurazione del rendimento corretto per il rischio e per i costi sostenuti dal fondo. I fondi vengono ordinati secondo tale rendimento aggiustato ed al primo 10% di fondi vengono attribuite 5 stelle, al successivo 22,5% quattro stelle, poi al 35% tre stelle, al successivo 22,5% due stelle ed infine all'ultimo 10% una sola stella.

Per questa prima simulazione si vuole illustrare, in modo completo, come è stata svolta l'intera operazione; a tal fine si rendono disponibili i fogli di calcolo sui quali è stata eseguita l'analisi, accedendo al link <http://tinyurl.com/zkd488e><sup>114</sup>.

Riferendosi al foglio di calcolo "S&P 500", per praticità e correttezza le prime due colonne sono state dedicate all'anno e al mese a cui si riferiscono i NAV. Dopodiché sono stati riportati, in ordine cronologico, dal meno recente al più recente, i prezzi medi mensili in dollari delle quote dell'ETF; a lato di questa colonna sono stati inseriti i tassi di cambio dollaro/euro medi mensili corrispondenti. A questo punto è stato possibile, nella colonna a fianco (E), calcolare i prezzi in €, moltiplicando il tasso di cambio per il prezzo della quota in dollari.

Nella colonna F sono stati inseriti i versamenti mensili di 100 €, per dar vita al piano di accumulo. Avendo tutti i dati necessari, si è potuto procedere al calcolo delle quote acquistate (colonna G), dividendo il versamento per il prezzo della quota. La colonna successiva è quella delle quote cumulate, che va a sommare le quote acquistate nel mese corrente e le quote già acquistate precedentemente, in modo da conoscere quale sia il numero di quote che l'investitore ha in portafoglio, in qualsiasi momento del PAC.

Dato che la monetizzazione del piano di accumulo avviene al momento della vendita delle quote, è necessario sapere il costo medio delle quote acquistate durante il PAC. Per fare ciò, è stata creata una colonna, detta "servizio media", che serve per la ponderazione del prezzo per il numero di quote acquistate.

Sotto alle colonne con i dati sono stati effettuati i calcoli per ottenere l'ammontare di capitale netto accumulato con il PAC, riportati qui sotto in Tabella 4.1.

PREZZO MEDIO	10,11957898
PREZZO ULTIMO	18,89684208
QUOTE	1185,820084
<b>TOTALE ALLA FINE DEL PAC</b>	<b>19702,1086</b>

**Tabella 4.1:** Esempio di calcolo del risultato, PAC con iShares S&P 500 UCITS ETF.

---

<sup>114</sup> Si coglie l'occasione per dare l'opportunità, a chi ne fa uso, di segnalare eventuali errori a benedetta.sal@gmail.com. Grazie in anticipo!

È stato, quindi, ottenuto il prezzo medio d'acquisto dividendo la somma della colonna "servizio media" per la somma delle quote acquistate, per ottenere, come già detto, un valore ponderato. Successivamente sono stati riportati l'ultimo prezzo, cioè quello di vendita delle quote e il numero di quote totali acquistate.

Subito sotto è stato ricavato il totale netto accumulato alla fine del PAC tramite la formula descritta nel Paragrafo 4.1 di questo capitolo (la sintassi della formula usata in Excel è disponibile consultando il foglio di calcolo al link sopra citato).

Lo stesso procedimento è stato utilizzato per i fondi comuni di investimento, omettendo la parte del tasso di cambio, dove necessario, ma tenendo conto di eventuali commissioni di sottoscrizione o di versamento, direttamente inserendole nelle formule per il calcolo delle quote acquistate. Per i fondi che prevedono commissioni di rimborso, il capitale è stato decurtato di tali spese nel calcolo del capitale accumulato alla fine del PAC.

Qui di seguito, nella Tabella 4.2 sono riportati i risultati ottenuti dalla simulazione di un PAC decennale, rispettivamente per l'ETF ed i due fondi comuni di investimento:

BENCHMARK	ETF/FONDO	PERIODO PAC 100€/MESE (ANNI)	NETTO ALLA FINE DEL PAC
S&P 500	ISHARES S&P 500 UCITS ETF (DIST)	10	19.702,11
	FONDO ALLIANZ AZIONI AMERICA	10	17.420,22
	FONDO GESTNORD AZIONI AMERICA A	10	15.733,91

**Tabella 4.2:** Risultati PAC a 10 anni con ETF e fondi riferiti allo S&P 500.

Facendo riferimento all'ultima colonna della Tabella 4.2, possiamo notare che i montanti netti alla fine del piano di accumulo sono abbastanza diversi: il più alto è quello derivante dal PAC con l'ETF, a seguire quello con il fondo di Allianz ed infine quello con il fondo di Gestnord. Si ricorda che i risultati sono già al netto di tassazione e delle spese descritte sopra, rappresentano quindi somme totalmente fruibili dall'investitore.

Il costo totale, per tutti e tre i piani di accumulo è pari al numero di versamenti per il versamento stesso, cioè 12.000 €.

Alle fine dei tre diversi PAC si è ottenuto:

- ETF: 19.702,11 € netti, quindi il guadagno è stato di 7.702,11 €. Il ROI (Return on Investment) è pertanto pari a  $\frac{19.702,11-12.000}{12.000} = 64,18\%$ .
- Fondo Allianz: 17.420,22 € netti. Il guadagno netto derivante da questo PAC è pari a 5420,22 €. Il ROI che ne risulta è pari a  $\frac{17.420,22-12.000}{12.000} = 45,17\%$ .
- Fondo Gestnord: 15.733,91 € netti. Il guadagno che ne risulta è pari a 3.733,91 € totalmente disponibili. Il ROI di questo piano di accumulo a dieci anni è pari a  $\frac{15.733,91-12.000}{12.000} = 31,12\%$ .

In conclusione, il piano di accumulo del capitale costruito con l'ETF è più redditizio rispetto ad entrambi i fondi, che utilizzano come benchmark lo stesso indice usato dall'ETF. Questo risultato deriva non soltanto da migliori rendimenti, ma anche dai minori costi associati all'investimento in ETF, nettamente più bassi rispetto a quelli associati ad entrambi i fondi comuni considerati.

## 4.3 Benchmark: MSCI North America

La seconda simulazione è stata effettuata costruendo tre PAC con un ETF e due fondi, che hanno come benchmark di riferimento l'indice di mercato MSCI<sup>115</sup> North America, costruito dalla banca d'affari Morgan Stanley, con sede a New York. Questo indice è composto dai titoli azionari di 727 aziende medio-grandi del mercato statunitense e di quello canadese. Esso copre i settori delle tecnologie, della salute, delle telecomunicazioni, dell'industria e molti altri. Fra le aziende incluse, vi sono Apple, Microsoft, Amazon, JP Morgan e General Electric.

L'ETF preso in esame che utilizza come benchmark l'MSCI North America è l'iShares MSCI North America UCITS ETF, lanciato nel giugno del 2006 dalla società iShares e gestito dalla BlackRock Asset Management. Esso è denominato in dollari americani, è costruito con replica fisica ed il ribilanciamento avviene ogni tre mesi.

---

<sup>115</sup> Morgan Stanley Capital Index.

Non prevede costi di sottoscrizione e di rimborso, le uniche commissioni sono quelle annue di gestione, che sono pari a 0,40% ed ha guadagnato quattro stelle Morningstar.

Avendo disponibilità di dati soltanto da giugno del 2006, il PAC è stato effettuato su un arco temporale di nove anni, a partire, quindi, dal 1° gennaio del 2007.

Il secondo piano di accumulo è stato costruito con un fondo comune di investimento attivato nel 1995, dalla società italiana Arca SGR, ed è il fondo Arca Azioni America. È un fondo azionario della categoria “alta capitalizzazione”, a cui sono state attribuite tre stelle Morningstar. Questo fondo prevede una commissione di gestione annua dell’1,80%, 1,5 € di commissione di sottoscrizione ed 1,5 € di commissione di rimborso; inoltre, trattiene lo 0,75% su ogni versamento del piano di accumulo. Anche questo PAC è stato simulato dal 1° gennaio del 2007, con scadenza a nove anni.

Il terzo piano di accumulo è stato creato con il fondo Pioneer Azionario America A, aperto nel 1996 dalla società Pioneer Investment Management. Anch’esso è un fondo azionario ad alta capitalizzazione, ma con una stella in meno rispetto a quello precedente. Questo fondo Pioneer prevede commissioni di gestione annue pari al 2%, 5 € di commissione di sottoscrizione del PAC ed una ritenuta dell’1,50% su ogni versamento. In linea con i precedenti piani di accumulo, anche questo è stato simulato con un arco temporale di 9 anni.

La Tabella 4.3, qui sotto, mostra i risultati derivanti dalla simulazione dei tre PAC con ETF e fondi appena descritti:

BENCHMARK	ETF/FONDO	PERIODO PAC 100€/MESE (ANNI)	NETTO ALLA FINE DEL PAC
MSCI NORTH AMERICA	ISHARES MSCI NORTH AMERICA UCITS ETF	9	17.011,56
	FONDO ARCA AZIONI AMERICA	9	15.993,20
	FONDO PIONEER AZIONARIO AMERICA A	9	15.327,33

**Tabella 4.3:** Risultati PAC a 9 anni con ETF e fondi riferiti all’MSCI North America.

Il guadagno netto derivante dai PAC con i fondi comuni di investimento è molto simile, mentre il guadagno derivante da quello con l'ETF di iShares è maggiore.

Essendo un piano di accumulo costruito su nove anni, il costo totale dell'investimento è pari a 10.800 €.

Il rendimento al termine di ogni PAC è pari a:

- ETF: 17.011,56 € netti. Considerando che il totale dei versamenti è pari a 10.800 €, il guadagno è pari a 6.211,56 €. Il ROI di questo piano di accumulo è pari a  $\frac{17.011,56-10.800}{10.800} = 57,51\%$ .
- Fondo Arca: 15.993,20 €. Il guadagno ottenuto è pari a 5.193,2 €, con un ROI pari a  $\frac{15.993,20-10.800}{10.800} = 48,09\%$ .
- Fondo Pioneer: 15.327,33 €. L'investitore ha guadagnato 4.527,33 €. Il ROI di questo PAC è pari a  $\frac{15.327,33-10.800}{10.800} = 41,92\%$ .

In conclusione, come per la simulazione precedente, il PAC costruito con l'ETF è più redditizio rispetto ai due piani di accumulo con i fondi comuni di investimento, in quanto sono stati ottenuti un guadagno ed un ROI maggiori.

## 4.4 Benchmark: MSCI USA

Il benchmark di riferimento utilizzato per fare un ulteriore confronto tra ETF e fondi comuni di investimento è l'MSCI USA: un altro indice di mercato progettato dalla banca d'affari Morgan Stanley, ma che mira ad analizzare esclusivamente l'andamento delle principali aziende statunitensi. Esso è composto da 633 imprese a capitalizzazione media e alta, tra cui, anche qui, Apple, Microsoft e General Electric, che si posizionano nella Top 10.

L'ETF utilizzato per la costruzione del primo piano di accumulo è l'UBS MSCI USA UCITS A-DIS, lanciato dalla SICAV UBS nel 2001, strutturato con replica fisica completa. È un ETF lussemburghese, denominato in dollari, ma che viene trattato al pari di un qualsiasi fondo italiano, come precedentemente detto. Le commissioni

di gestione associate a questo ETF sono pari allo 0,20% annuo e Morningstar gli assegna 4 stelle. I dati disponibili hanno permesso la costruzione di un piano di accumulo della durata di otto anni.

Il primo dei due fondi utilizzati per questa simulazione è il fondo Anima America A della SGR italiana Anima, attivo dal 1996. Esso appartiene alla categoria di fondi azionari a capitalizzazione media e alta ed ha ottenuto quattro stelle Morningstar. Le commissioni ad esso associate sono soltanto quelle di gestione e sono pari al 2% annuo. Il piano di accumulo è stato simulato partendo dal 1° gennaio del 2008.

È stato utilizzato un ulteriore fondo di Anima SGR, il fondo Anima Geo America A, attivo dal '97, dello stesso tipo di quello precedente, ma con tre stelle Morningstar (una in meno rispetto ad Anima America A). Le spese relative a questo fondo sono solo quelle di gestione annue e sono pari al 2,35%. Il PAC strutturato con questo fondo ha scadenza a nove anni.

La seguente Tabella 4.4 riporta il capitale accumulato netto di ognuno dei tre PAC:

BENCHMARK	ETF/FONDO	PERIODO PAC 100€/MESE (ANNI)	NETTO ALLA FINE DEL PAC
MSCI USA	UBS MSCI USA UCITS A-DIS	8	17.501,10
	FONDO ANIMA AMERICA A	8	14.626,31
	FONDO ANIMA GEO AMERICA A	8	14.062,00

**Tabella 4.4:** Risultati PAC a 8 anni con ETF e fondi riferiti all'MSCI USA.

Al primo posto, in ordine di entità di capitale, troviamo l'ETF di UBS, seguito dal fondo Anima America A ed infine dal fondo Geo America, della stessa SGR.

Il PAC qui simulato ha scadenza a 8 anni, pertanto il costo dell'investimento è la somma dei versamenti mensili ed è pari a 9.600 €.

Il capitale netto accumulato con i tre diversi piani di accumulo è pari a:

- ETF: 17.501,10 € netti, pertanto il guadagno che ne risulta è pari a 7.901,10€ (17.501,10 - 9.600), con un ROI pari a  $\frac{17.501,10-9.600}{9.600} = 82,30\%$ .

- Fondo Anima America A: 14.626,31 € netti. A fronte di quanto versato, il guadagno netto è pari a 5.026,31 €, pertanto il PAC su questo fondo ha un ROI pari a  $\frac{14.626,31-9.600}{9.600} = 52,36\%$ .
- Fondo Anima Geo America A: 14.062,00 € netti, pertanto il guadagno derivante da questo PAC è pari a 4.462 €, con un ROI pari a  $\frac{14.062-9.600}{9.600} = 46,48\%$ .

Come possiamo evincere dai risultati, il piano di accumulo del capitale porta ad un guadagno maggiore se costruito con un ETF, di conseguenza ad un Return on Investment relativamente maggiore.

## 4.5 Benchmark: MSCI Asia Pacific Ex Japan

Il prossimo confronto è stato fatto fra un ETF ed un fondo che utilizzano come benchmark l'indice MSCI Asia Pacific Ex Japan. Questo indice include le azioni di aziende medie e grandi di quattro dei cinque paesi del Pacifico sviluppati (Australia, Hong Kong, Nuova Zelanda e Singapore) e otto paesi emergenti (Cina, India, Indonesia, Corea, Malesia, Le Filippine, Taiwan e Thailandia). Conta 704 aziende.

L'ETF scelto per questo benchmark è lussemburghese: UBS MSCI Pacific EX Jpn UCITS ETF A-DIS. È stato lanciato nel 2009 dalla società di gestione del risparmio UBS, è a replica fisica completa e il ribilanciamento viene fatto trimestralmente. Le commissioni di gestione si riducono ad uno 0,30% annuo. Si aggiudica quattro stelle Morningstar.

Il PAC è stato simulato a partire dal 1° gennaio del 2010.

Il fondo con cui è stato effettuato il confronto, è il fondo Gestnord Azioni Pacifico A, nato nel 1994, appartenente alla categoria di fondo azionario della regione del

Pacifico. Ad esso sono state attribuite due stelle Morningstar. Il fondo trattiene commissioni di gestione annue pari all'1,83%, mentre applica una ritenuta dello 0,75% su ogni versamento del piano di accumulo.

Di seguito è riportata la Tabella 4.5 con il capitale netto accumulato alla fine dei due PAC:

BENCHMARK	ETF/FONDO	PERIODO PAC 100€/MESE (ANNI)	NETTO ALLA FINE DEL PAC
MSCI ASIA PACIFIC EX JAPAN	UBS MSCI PACIFIC EX JPN UCITS ETF A-DIS (LUSS) FONDO GESTNORD AZIONI PACIFICO A	6 6	7.849,81 7.268,30

**Tabella 4.5:** Risultati PAC a 6 anni con ETF e fondi riferiti all'MSCI Asia Pacific Ex Japan.

Anche in questa simulazione il piano di accumulo con ETF è in testa, rispetto a quello con fondo comune di investimento.

Nello specifico, considerando che il costo dell'investimento di sei anni è pari a 7.200 €, i risultati sono questi:

- ETF: 7.849,81 € netti. Il guadagno netto risultante da questo PAC è pari a 649,81 €, con un ROI pari a  $\frac{7.849,81-7.200}{7.200} = 9,03\%$ .
- Fondo Gestnord: 7.268,30 € netti, pertanto il guadagno che ne deriva è di 68,30 €, con un piccolo ROI, pari a  $\frac{7.268,30-7.200}{7.200} = 0,95\%$ .

I profitti netti totalizzati con il PAC con l'ETF, seppur piccoli, sono maggiori rispetto a quelli ottenuti con il piano di accumulo con il fondo comune di investimento.

## 4.6 Benchmark: MSCI World Index

L'indice di mercato a cui si riferiscono i due ETF ed i quattro fondi comuni di investimento della prossima simulazione, è l'MSCI World Index. Tale indice è nato nel 1969 e misura l'andamento del mercato mondiale attraverso l'analisi di 1.612

indici, distribuiti in 23 paesi nel mondo (esclusi quelli emergenti). Tra le aziende presenti troviamo, ancora una volta, Apple, Microsoft e General Electrics. Nella Top 10 si aggiunge anche Nestlé.

Il primo dei due ETF qui considerati, è iShares MSCI World UCITS ETF, lanciato nel 2005 da iShares. È un ETF azionario con ribilanciamento trimestrale a replica fisica, denominato in dollari americani. Ad esso sono associate soltanto le spese di gestione annue pari allo 0,50%. Gli vengono assegnate cinque stelle Morningstar. Il PAC con questo ETF è stato effettuato su un arco temporale di 5 anni.

È stato preso in esame un ulteriore ETF, il lussemburghese UBS MSCI World UCITS A-DIST. È attivo dal 2011 ed è a replica fisica a campionamento, i suoi NAV sono espressi in dollari americani. Questo ETF trattiene soltanto commissioni di gestione annuali, che sono pari a 0,30%. Anche questo ETF si aggiudica cinque stelle Morningstar. Data la disponibilità di dati per questo ETF, limitata a 5 anni, i PAC costruiti con gli ETF e i fondi che verranno successivamente descritti, sono stati attivati dal 1° gennaio del 2011.

Il fondo Allianz Multipartner Multi 90 utilizzato per simulare il terzo PAC, è stato creato a maggio del 2001 dalla tedesca Allianz Global Investor. Appartiene al settore dei fondi azionari a capitalizzazione media e alta ed ha ottenuto tre stelle Morningstar. Le commissioni di gestione ad esso associate sono pari al 2,60% annuo, inoltre è previsto un 3% di commissioni di sottoscrizione, a cui si sommano ulteriori 2 €. Vengono inoltre trattenuti 5 € di commissioni di rimborso alla chiusura del PAC, ma non sono previste commissioni di versamento.

Il secondo fondo comune di investimento che è stato utilizzato, è il fondo Anima Geo Globale A, attivato da Anima SGR nel 1985. Appartiene alla categoria di fondi azionari globali ad alta capitalizzazione e rientra tra i fondi con quattro stelle Morningstar. Questo fondo prevede soltanto commissioni di gestione che sono pari al 2,35% all'anno.

Il fondo Bancoposta Azionario Internazionale è il terzo fondo preso in esame ad avere come benchmark l'MSCI World Index. È un fondo emesso da Poste Italiane nel 2001, che rientra nella categoria dei fondi azionari globali ad alta capitalizzazione e si è guadagnato tre stelle Morningstar. Questo fondo Bancoposta trattiene commissioni di gestione annue pari all'1,70% ed ha spese di sottoscrizione pari a 10 €.

L'ultimo PAC è stato simulato con il fondo Gestnord Azioni Trend Settoriali A. Esso è stato lanciato nel 2000 da Sella Gestioni e, come gli altri, appartiene alla categoria "azionari globali ad alta capitalizzazione", inoltre gli sono state attribuite tre stelle Morningstar. Le sue spese di gestione sono pari all'1,83% ed applica una ritenuta pari allo 0,75% su ogni versamento effettuato nel piano di accumulo.

Nella Tabella 4.6 sottostante, sono elencati i risultati ottenuti mediante la simulazione dei sei diversi PAC con scadenza a 5 anni:

BENCHMARK	ETF/FONDO	PERIODO PAC 100€/MESE (ANNI)	NETTO ALLA FINE DEL PAC
MSCI WORLD INDEX	ISHARES MSCI WORLD UCITS ETF	5	8.673,56
	UBS MSCI WORLD UCITS A-DIS (LUSS)	5	8.046,68
	FONDO ALLIANZ MULTIPARTNER MULTI 90	5	6.764,38
	FONDO ANIMA GEO GLOBALE A	5	6.790,72
	FONDO BANCOPOSTA AZIONARIO INTERNAZIONALE	5	6.785,67
	FONDO GESTNORD AZIONI TREND SETTORIALI A	5	6.618,58

**Tabella 4.6:** Risultati PAC a 5 anni con ETF e fondi riferiti all'MSCI World Index.

Come si può notare, i due PAC con ETF sono, ancora una volta, migliori rispetto a quelli con fondi di investimento, dal punto di vista del capitale netto accumulato.

Il costo di questo investimento, calcolato sommando i versamenti, è pari a 6.000 €, mentre il capitale netto accumulato è, rispettivamente:

- ETF iShares: 8.673,56 € netti. Il guadagno netto derivante da questo piano di accumulo è pari, quindi, a 2.673,56 €, ottenuto in 5 anni. Il Return On Investment di questo PAC è  $\frac{8.673,56-6.000}{6.000} = 44,56\%$ .
- ETF UBI: 8.046,68 €, pertanto il guadagno netto risultante è 2.046,68 €, con un ROI pari a  $\frac{8.046,68-6.000}{6.000} = 34,11\%$ .

- Fondo Allianz: 6.764,38 € netti. Da questo PAC si è ottenuto un guadagno pari a 764,38 €, nettamente inferiore a quello ottenuto con gli ETF. Il ROI ad esso associato è pari a  $\frac{6.764,38-6.000}{6.000} = 12,74\%$ .
- Fondo Anima: 6.790,72 € netti, perciò il guadagno è uguale a 790,72 €, di poco superiore a quello precedente. Il ROI di questo piano di accumulo è  $\frac{6.790,72-6.000}{6.000} = 13,18\%$ .
- Fondo Bancoposta: 6.785,67 €, con un guadagno netto di 785,67 € in cinque anni ed un ROI pari a  $\frac{6.785,67-6.000}{6.000} = 13,09\%$ , molto simile al fondo precedente.
- Fondo Gestnord: 6.618,58 € netti. Il guadagno derivante da questo piano di accumulo è, quindi, 618,58 € ed il ROI ad esso associato è pari a  $\frac{6.618,58-6.000}{6.000} = 10,31\%$ .

Dai risultati, possiamo concludere che anche questa simulazione è a favore della superiorità, in termini di rendimenti netti, degli ETF rispetto ai fondi comuni di investimento.

## 4.7 Benchmark: MSCI Europe

Il benchmark di riferimento per questa simulazione è l'MSCI Europe, un indice di mercato creato dalla Morgan Stanley per l'analisi dell'andamento del mercato europeo. Esso è una rappresentazione del mercato di quindici economie sviluppate europee<sup>116</sup> ed è composto dai titoli di 446 aziende, tra cui Nestlè, Novartis, Bayer e Sanofi.

L'Amundi ETF MSCI EUROPE DR UCITS è uno dei due ETF con cui è stato simulato un piano di accumulo che si riferisca all'MSCI Europe. Esso è stato creato nel 2009 dalla società Amundi e prevede spese di gestione annue pari a 0,35%, ha quattro

---

<sup>116</sup> Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, Irlanda, Italia, Paesi Bassi, Norvegia, Portogallo, Spagna, Svezia, Svizzera e Regno Unito.

stelle Morningstar. Il PAC è stato simulato su un orizzonte temporale di 5 anni ed attivato il 1° gennaio del 2011.

Il secondo ETF utilizzato è l'UBS MSCI Europe UCITS ETF A-DIS, emesso alla fine del 2009. È un ETF lussemburghese a replica fisica completa, che prevede commissioni di gestione annue dello 0,20%. Anche questo piano di accumulo è stato attivato con scadenza a cinque anni ed ha quattro stelle Morningstar.

I due ETF appena descritti sono stati confrontati con il fondo Talento Global Equity, attivato nel 2004 dalla SGR Ersel Asset Management. Esso è un fondo azionario ad alta capitalizzazione; prevede spese annue di gestione pari a 1,50% ed, anche, commissioni di entrata ed uscita dal PAC, entrambe pari a 5 €. Ha ottenuto tre stelle Morningstar. Il PAC è stato simulato dal 1° gennaio del 2011, con scadenza 31 dicembre 2015.

La Tabella 4.7 sottostante riporta i risultati ottenuti da queste simulazioni:

BENCHMARK	ETF/FONDO	PERIODO PAC 100€/MESE (ANNI)	NETTO ALLA FINE DEL PAC
MSCI EUROPE	AMUNDI ETF MSCI EUROPE DR UCITS	5	7.254,13
	UBS MSCI EUROPE UCITS ETF A-DIS	5	6.796,84
	FONDO TALENTO GLOBAL EQUITY	5	6.650,85

**Tabella 4.7:** Risultati PAC a 5 anni con ETF e fondi riferiti all'MSCI Europe.

L'ETF di Amundi è al primo posto in ordine di capitale netto accumulato, a seguire l'ETF di UBS ed infine il fondo Talento. I due ETF battono, nuovamente, il fondo comune di investimento.

Il costo di ogni PAC è pari a 6.000 €.

I risultati specifici per ogni PAC sono questi:

- ETF Amundi: 7.254,13 € netti. Il guadagno che ne risulta è, quindi, pari a 1.254,13 €, ed il suo ROI è  $\frac{7.254,13-6.000}{6.000} = 20,90\%$ .
- ETF UBS: 6.796,84 €, con un guadagno netto di 796,84 € e un ROI uguale a  $\frac{6.796,84-6.000}{6.000} = 13,28\%$ .

- Fondo Talento: 6.650,85 € netti, di poco più basso rispetto al secondo ETF, ma pur sempre minore. Il guadagno derivante da questo PAC è pari a 650,85 €, con un ROI del  $\frac{6.650,85-6.000}{6.000}=10,85\%$ .

Anche per la simulazione con ETF e fondi che si riferiscono all'MSCI Europe, i piani di accumulo del capitale con gli ETF sono migliori rispetto a quello con il fondo comune di investimento.

## 4.8 Benchmark: MSCI World Information Technology

La prossima simulazione è stata eseguita con due ETF ed un fondo comune di investimento che hanno come benchmark l'MSCI World Information Technology. Tale indice è stato lanciato nel 1999 e rappresenta i mercati ad alta e media capitalizzazione di 23 paesi sviluppati. Le aziende che costituiscono questo indice sono state classificate come appartenenti al settore dell'IT secondo il Global Industry Classification Standard, sviluppato nel 1999 da Standard & Poor's, per avere uno strumento che catturasse l'ampiezza e lo sviluppo dei vari settori industriali. Tra le aziende presenti nella Top 10 di questo indice, troviamo Apple, Microsoft, Facebook, Intel e Cisco Systems.

La simulazione del primo piano di accumulo del capitale è stata eseguita con l'ETF lussemburghese DB X-Track MSCI World Inf Tech UCITS. Questo ETF è stato emesso dalla banca tedesca X-Trackers a novembre del 2010, pertanto il PAC è stato simulato dal 1° gennaio 2011 e per i cinque anni successivi. È a replica sintetica<sup>117</sup>, pertanto non vi è ribilanciamento, ed è denominato in dollari americani. Le commissioni annue di gestione sono pari allo 0,45% e Morningstar gli assegna 5 stelle.

---

<sup>117</sup> La controparte dello *swap* è Deutsche Bank.

Il secondo PAC è stato effettuato con un altro ETF lussemburghese, il Lyxor UCITS ETF MSCI World Information Technology. È stato lanciato nel 2010 da Lyxor, è a replica sintetica, con controparte Société Générale. Le commissioni richieste dai gestori di questo ETF sono lo 0,40% all'anno e si aggiudica, anche questo, cinque stelle Morningstar.

Il fondo con cui è stato eseguito il terzo PAC è Eurizon Azioni Tecnologie Avanzate, attivo dal 1998 e gestito dalla SGR Eurizon Capital. Appartiene alla categoria dei fondi azionari "tecnologie avanzate" e si è guadagnato quattro stelle Morningstar. Le spese di gestione sono l'1,90% ogni anno e vi sono delle ulteriori commissioni su ogni versamento nel piano di accumulo: 1,50% sull'importo versato più 1 €.

La Tabella 4.8 riassume i risultati ottenuti dai tre diversi PAC:

BENCHMARK	ETF/FONDO	PERIODO PAC 100€/MESE (ANNI)	NETTO ALLA FINE DEL PAC
MSCI WORLD INFORMATION TECHNOLOGY	DB X-TRACK MSCI WORLD INF TECH UCITS ETF (LUSS)	5	12.918,78
	LYXOR UCITS ETF MSCI WORLD INFORMAT TECH (LUSS)	5	8.863,36
	FONDO EURIZON AZIONI TECNOLOGIE AVANZATE	5	7.586,56

**Tabella 4.8:** Risultati PAC a 5 anni con ETF e fondi riferiti all'MSCI World Information Technology.

I due ETF sono in testa rispetto al fondo Eurizon: al primo posto troviamo l'ETF di X-Trackers ed al secondo posto quello di Lyxor.

Il costo di questo investimento è pari a 6.000 € e il capitale accumulato netto nei tre diversi PAC è pari a:

- ETF X-Trackers: 12.918,78 € netti, ottenendo così un guadagno di 6.918,78 € netti in soli cinque anni, con un altissimo Return On Investments pari a  $\frac{12.918,78-6.000}{6.000} = 115,31\%$ .
- ETF Lyxor: 8.863,36 € netti. Il guadagno, considerato il costo dell'investimento, è pari a 2.863,36 €. Il ROI che ne risulta è  $\frac{8.863,36-6.000}{6.000} = 47,72\%$ .

- Fondo Eurizon: 7.586,56 €. Il guadagno netto che ne deriva è, quindi, 1.586,56 €, con un ROI pari a  $\frac{7.586,56-6.000}{6.000} = 26,44\%$ .

Si nota che, anche in questo caso, i due piani di accumulo costruiti con gli ETF rendono di più del PAC con il fondo comune di investimento. In particolare il primo ETF, quello di X-Trackers: ha un ROI altissimo rispetto agli altri due, ottenuto dall'acquisto delle quote ad un prezzo molto più basso rispetto a quello di vendita, alla fine del PAC. Il prezzo medio di acquisto delle quote di questo ETF è, infatti 5,95 €, mentre quello alla fine di dicembre, momento del rimborso, è pari a 15,22 €. La media del prezzo d'acquisto è particolarmente bassa, a causa del prezzo delle quote nei primi due anni del piano di accumulo. Verrà spiegato precisamente nel Paragrafo 4.11 il motivo di queste dinamiche.

## 4.9 Benchmark: FTSE MTS BOT Ex-Bank of Italy

Il FTSE MTS<sup>118</sup> BOT Ex-Bank of Italy è un indice creato nel 1990 per monitorare l'andamento dei titoli obbligazionari italiani a breve termine, i Buoni Ordinari del Tesoro (BOT).

L'indice è composto, in percentuali diverse, ribilanciate ogni settimana, da BOT a 1-3 mesi, a 3-6 mesi e a 6-12 mesi.

L'ETF ad avere come benchmark questo indice è il Lyxor UCITS ETF BOT MTS Ex-Bank of Italy, lanciato a novembre del 2012 dalla società francese Lyxor. È a replica fisica completa e le sue commissioni di gestione annue sono pari allo 0,15%. Essendo un ETF composto da BOT, la normativa<sup>119</sup> prevede che i suoi proventi

---

<sup>118</sup> MTS è una piattaforma elettronica per la trattazione all'ingrosso di titoli obbligazionari europei a reddito fisso, in particolare titoli di Stato e di emittenti sovranazionali. Vi partecipano più di mille operatori, generando un volume di scambi quotidiano di 90 miliardi di euro.

<sup>119</sup> D.L. 66/2014 "Misure urgenti per la competitività e la giustizia sociale", poi convertito nella Legge 89/2014.

siano tassati, come le obbligazioni, con un'aliquota del 12,5%, a differenza dei fondi azionari.

Il fondo con cui è stato costruito il secondo PAC è il fondo Fideuram Risparmio, istituito nel 1986 da Fideuram Investimenti SGR. Fa parte della categoria di fondi obbligazionari a brevissimo termine ed ha ottenuto due stelle Morningstar. Le spese di gestione sono pari all'1% annuo, mentre quelle di sottoscrizione di un PAC sono del 2%. Inoltre sono previste delle commissioni di versamento pari a 25 centesimi. I dati storici riguardanti i NAV mensili di questo fondo sono stati rilevati dal 1° gennaio 2013 in poi, per rendere possibile il confronto con il PAC costruito con l'ETF precedentemente descritto.

La Tabella 4.9, qui di seguito, mostra quali sono i risultati ottenuti con la simulazione di due diversi piani di accumulo:

BENCHMARK	ETF/FONDO	PERIODO PAC 100€/MESE (ANNI)	NETTO ALLA FINE DEL PAC
FTSE MTS BOT EX-BANK OF ITALY	LYXOR UCITS ETF BOT MTS EX-BOIT	3	3.608,06
	FONDO FIDEURAM RISPARMIO	3	3.559,59

**Tabella 4.9:** Risultati PAC a 3 anni con ETF e fondi riferiti al FTSE MTS BOT Ex-Bank of Italy.

Ancora una volta il piano di accumulo costruito con l'ETF permette di accumulare maggior capitale rispetto a quello con il fondo comune di investimento.

Il costo di questo ETF è pari alla somma dei versamenti mensili per i tre anni della durata del PAC, è, quindi, pari a 3.600 €.

Nel dettaglio il capitale netto accumulato con i due diversi piani di accumulo è pari a:

- ETF: 3.608,06 € netti. Il guadagno è, perciò, pari a 8,06 € ottenuto in tre anni. Il ROI di questo investimento è pari a  $\frac{3.608,06-3.600}{3.600} = 0,23\%$ .
- Fondo: 3.559,59 €, non vi è guadagno, bensì una perdita, probabilmente derivante da tutte le spese del fondo Fideuram Risparmio, che porta a

“mangiare” il tasso di rendimento che, già di per sé, è basso. Tale perdita è pari a 40 € e 41 centesimi. Il ROI è, pertanto, negativo, ed è pari a  $\frac{3.559,59-3.600}{3.600} = -1,12\%$ .

Il capitale accumulato grazie al piano di accumulo con l'ETF, seppur basso, è positivo, contrariamente a quello costruito con il fondo comune di investimento, che produce una perdita. L'ETF risulta, nuovamente, un prodotto migliore del fondo comune di investimento.

## 4.10 Benchmark: FTSE Italia Mid Cap

I dati disponibili per la simulazione dei prossimi due piani di accumulo, sono, purtroppo molto ridotti, relativi, soltanto, all'ultimo anno e 10 mesi. Nonostante ciò, si è voluto, in ogni caso, confrontare i capitali accumulati nel brevissimo periodo, in modo da verificare la superiorità degli ETF anche in un arco temporale così breve.

L'indice di riferimento per i PAC che verranno descritti in seguito è il FTSE Italia Mid Cap. L'indice è stato creato alla fine del 1994 con il nome di Midex, ma in seguito alla fusione tra Borsa Italiana e London Stock Exchange ha preso il nome attuale di FTSE Italia Mid Cap.

È composto dalle prime 60 aziende per capitalizzazione che non appartengono al FTSE MIB<sup>120</sup> e che vengono riviste trimestralmente.

Tra le aziende che compongono questo indice le più famose sono Amplifon, Autogrill, Banca popolare di Sondrio, De' Longhi, Geox, Oviessa, Piaggio e Parmalat.

L'ETF qui utilizzato è il francese Lyxor UCITS ETF FTSE Italia Mid Cap, emesso nel marzo del 2014. Esso è a replica sintetica, in cui la controparte dello swap è Société Générale. Questo ETF prevede commissioni di gestione annue dello 0,50%. Data la

---

<sup>120</sup> Il FTSE MIB (Financial Times Stock Exchange Milano Indice di Borsa) rappresenta l'andamento delle 40 aziende italiane ed estere a maggior capitalizzazione, i cui titoli vengono scambiati sui mercati gestiti dalla Borsa di Milano. Tra le aziende troviamo Azimut, Banca Mediolanum, Campari, Enel, Ferrari, Luxottica, Mediaset e Salvatore Ferragamo.

disponibilità dei dati, il piano di accumulo è stato creato su un orizzonte temporale di un anno e dieci mesi.

Il secondo PAC è stato costruito con il fondo Eurizon Azioni PMI Italia, nato nel 2000. Fa parte della categoria di fondi “azionari Italia” ed ha ottenuto ben quattro stelle Morningstar. Le sue spese di gestione sono pari al 2,02% all’anno e quelle di sottoscrizione vanno a decurtare la prima quota dell’1,50%. Inoltre il fondo prevede commissioni su ogni versamento nel PAC, pari a 1 €.

I risultati delle due simulazioni sono riportati nella Tabella 4.10 sottostante:

BENCHMARK	ETF/FONDO	PERIODO PAC 100€/MESE (ANNI)	NETTO ALLA FINE DEL PAC
FTSE ITALIA MID CAP	LYXOR UCITS ETF FTSE ITALIA MID CAP	1,8	2.331,41
	EURIZON AZIONI PMI ITALIA	1,8	2.237,38

**Tabella 4.10:** Risultati PAC a 3 anni con ETF e fondi riferiti al FTSE Italia Mid Cap.

Il capitale netto accumulato con il PAC creato con l’ETF è maggiore rispetto a quello con il fondo comune di investimento. Se il costo dell’operazione è pari a 2.160 €, allora:

- ETF: capitale accumulato pari a 2.331,41 €, perciò il guadagno netto di tale investimento è di 171,41 € (2.331,41-2.160). Il ROI di questo piano di accumulo è pari a  $\frac{2.331,41-2.160}{2.160} = 7,94\%$ .
- Fondo: capitale accumulato pari a 2.237,38; ne deriva un guadagno netto di 77 € e 38 centesimi. Il ROI ad esso associato è così calcolato:  $\frac{2.237,38-2.160}{2.160} = 3,58\%$ .

Anche con un orizzonte temporale a brevissimo termine (1 anno e 10 mesi), il piano di accumulo del capitale risulta essere più redditizio se strutturato con un ETF.

## 4.11 Conclusione

Tramite le simulazioni che sono state eseguite per confrontare le performance degli ETF rispetto ai fondi comuni di investimento, è stato possibile confermare che gli Exchange Traded Funds battono i fondi comuni di investimento.

La cosa che maggiormente salta all'occhio nell'analisi delle simulazioni, sono gli altissimi costi associati all'investimento in fondi comuni rispetto a quelli molto più bassi degli ETF. Mediamente, gli ETF selezionati presentano costi di gestione annui pari allo 0,35% all'anno, mentre, i fondi selezionati, presentano una commissione annua di gestione pari ad 1,93%, a cui si sommano commissioni di entrata/uscita e commissioni sui versamenti. La situazione si aggrava ulteriormente se citiamo il fatto che cinque su quindici dei fondi comuni presi in esame applicano commissioni di incentivo. Tale commissione prevede che venga trattenuta una percentuale sull'extra-performance, che viene calcolata come la differenza tra l'incremento percentuale del valore della quota e l'incremento percentuale del valore del parametro di riferimento (benchmark), relativi al medesimo periodo, il tutto chiaramente moltiplicato per il numero di quote possedute.

I cinque fondi che applicano commissioni di performance sono:

- Allianz Azioni America: 25%
- Pioneer Azionario America A: 25%
- Anima America A: 20%
- Eurizon Azioni Tecnologie Avanzate: 20%
- Eurizon Azioni PMI Italia: 20%.

Considerando che le commissioni di gestione sono, in percentuale, basse (attorno al 2%), un 25% dell'over-performance tende ad avere un peso abbastanza elevato sull'utile delle società di gestione del risparmio<sup>121</sup>, fermo restando che questo accada solo negli anni in cui, con un po' di fortuna, i fondi riescano a battere il benchmark.

---

<sup>121</sup> A tal proposito si rimanda al Grafico 2.3 del Capitolo 2 e ai commenti ad esso relativi.

Durante le simulazioni che sono state effettuate, un caso in particolare ha attirato l'attenzione, quello del PAC con l'ETF DB X-Track MSCI World Inf Tech<sup>122</sup>. Questo piano di accumulo ha permesso di raggiungere un capitale netto pari a più del doppio del capitale investito, in soli cinque anni, cioè 12.918,78 €, con un ROI del 115,31%. È un valore considerato anomalo dati i risultati ottenuti con il PAC sull'ETF di Lyxor e con il fondo comune di Eurizon, che raggiungono, rispettivamente, 8.863 e 7.586 €.

In sostanza il primo ETF accumula quasi il 50% in più del capitale ottenuto con il secondo ETF ed il 70% in più di quello raggiunto con il fondo. Questa *over-performance* è piuttosto insolita, se si osserva che l'ETF di Lyxor si guadagna "soltanto" il 17% di capitale in più rispetto al fondo.

Leggendo il prospetto informativo<sup>123</sup> dell'ETF in questione, emerge che esso, come citato nel Paragrafo 4.8, è a replica sintetica. Ciò significa che la società che si occupa della gestione dell'ETF, entra in un contratto swap con una controparte (tipicamente una banca), che le conferisce il tasso di rendimento dell'indice benchmark<sup>124</sup>, in cambio del tasso di rendimento derivante da un paniere di titoli (*substitute basket*).

Detto ciò, la SGR X-Trackers, otterrà rendimenti più alti dal contratto swap, nel momento in cui il rendimento del suo *substitute basket* è più basso di quello del benchmark. Per analizzare, quindi, quali sono le cause dell'ottenimento di rendimenti alti, bisogna verificare quali sono i titoli all'interno del *substitute basket*. Il prospetto informativo cita numerose forme di investimento che possono rientrare nel paniere, ma quelle che compaiono maggiormente sono gli strumenti del mercato monetario a breve termine, quali titoli di stato, buoni del tesoro, certificati di deposito, investimenti in valuta estera. È inoltre specificato che tali investimenti possono essere effettuati sia in Paesi Membri dell'UE, che in Paesi non membri. Essendo che l'ETF è denominato in dollari, sorge spontaneo pensare che la scelta sia ricaduta prevalentemente sul mercato monetario statunitense.

---

<sup>122</sup> Per informazioni più dettagliate si rimanda al Paragrafo 4.8 di questo capitolo.

<sup>123</sup> <https://etf.deutscheam.com/LUX/ENG/Download/Prospectus/db%20x-trackers/Retail>.

<sup>124</sup> Al netto del costo del contratto swap.

Considerando il cambio a favore dell'euro, ma soprattutto il basso rendimento di un ipotetico *treasury bill* a un anno<sup>125</sup>, rispetto a quello azionario del benchmark<sup>126</sup>, si può concludere che il contratto swap sia maggiormente a favore della X-Trackers, elargendo alla SGR un alto tasso di rendimento.

Anche non considerando i valori anomali appena citati, è dimostrato che gli ETF battono statisticamente i fondi comuni di investimento: nel 100% dei casi simulati gli Exchange Traded Funds permettono di accumulare maggior capitale (si ricorda, netto), rispetto ai loro fratelli, i fondi comuni.

---

<sup>125</sup> Ultimo dato: 0,451%. <http://it.investing.com/rates-bonds/u.s.-1-year-bond-yield-historical-data>.

<sup>126</sup> Ultimo dato: 4,76%. [https://www.msci.com/resources/factsheets/index\\_fact\\_sheet/msci-world-information-technology-index-usd-net.pdf](https://www.msci.com/resources/factsheets/index_fact_sheet/msci-world-information-technology-index-usd-net.pdf).

# CONCLUSIONI

Mediante lo svolgimento di questa tesi è stato possibile raggiungere numerose conclusioni. I fondi comuni di investimento non riescono sistematicamente a battere il benchmark, se non per caso fortuito. Nonostante questa condizione, vi sono SGR che continuano a prevedere commissioni di performance che vanno ad avere un impatto medio sul loro utile dell'82%, sfruttando così le poche annate in cui riescono a sovra-performare l'indice di riferimento. La cosa curiosa sta nel fatto che questa pratica non è simmetrica: in caso di non superamento del benchmark, non vi è alcuna perdita che vada a ricadere sul gestore. Malgrado ciò numerosi italiani continuano a scegliere questa forma di investimento, probabilmente senza sapere che finanziando le SGR dei fondi comuni, nel corso dell'ultimo decennio, sono stati distrutti circa 7 miliardi di euro; la situazione peggiora ulteriormente se i rendimenti vengono aggiustati per il rischio dei fondi azionari, raggiungendo, così, quota 33 miliardi.

Uno strumento relativamente poco conosciuto dai privati è l'Exchange Traded Fund, "fratello" del fondo comune di investimento, ma con numerosi vantaggi: i costi relativi a questo investimento sono tendenzialmente bassi e si riducono alle sole spese di gestione, eliminando quelle di sottoscrizione/rimborso, di versamento nel caso dei Piani di Accumulo del Capitale e di incentivo. Vi è un ulteriore punto a favore degli ETF: la componente di asimmetria informativa, insita nello spread dello scambio di quote, è molto meno rilevante negli ETF rispetto a quella nelle singole azioni. In sostanza un individuo non informato sostiene meno costi di asimmetria informativa se investe in ETF, anziché in titoli individuali.

Attraverso l'analisi del comportamento degli investitori, è emerso che avere un obiettivo per il quale si risparmia non è sufficiente nella riuscita dell'intento. C'è bisogno, prevalentemente, di pianificare i propri risparmi su un orizzonte temporale lungo: è stato dimostrato che coloro che si programmano di risparmiare a lungo termine, hanno maggior probabilità di portare a termine il proprio

obiettivo di risparmio. L'orizzonte temporale lungo ha, inoltre, influenza sul successo del risparmio regolare, accantonando delle somme ogni mese.

Avendo voluto eseguire questo studio anche a scopi personali, è stato esaminato il comportamento finanziario dei giovani universitari. È stato possibile concludere che i giovani che riescono a risparmiare, godono di un benessere psicologico maggiore di coloro che non lo fanno. Il loro comportamento a riguardo, dipende principalmente da quattro fattori: il loro atteggiamento, le norme trasmesse dai genitori, l'orizzonte temporale scelto ed il controllo percepito del proprio comportamento. Sono proprio i loro comportamenti, che, essendo intenzionali, dimostrano che si possa migliorare volontariamente il proprio livello di felicità. Il risparmio è un *boost* per il senso di appagamento.

Ciò che è molto importante per la buona riuscita dei propri piani di risparmio, è il farlo in modo regolare. Sono state analizzate due diverse economie, quella olandese, sviluppata, e quella bielorusa, in transizione. In entrambe le situazioni, è valido il fatto che i programmi di risparmio hanno successo soprattutto se si pianificano, ancora una volta, in orizzonti temporali lunghi, se si usano delle tecniche per risparmiare regolarmente e se si percepisce una maggior facilità nel controllare le proprie spese. Pertanto si può concludere che questi tre fattori siano generalmente applicabili a tutte le economie.

Una delle tecniche per risparmiare regolarmente è il Piano di Accumulo del Capitale. Alla luce di quanto detto a riguardo di fondi comuni di investimento ed Exchange Traded Funds, è vantaggioso costruire il PAC con ETF, anziché quello classico con i fondi comuni.

Un piano di accumulo con gli ETF, permette di ridurre i costi ai minimi di gestione dell'ETF stesso, eliminando i costi di sottoscrizione/rimborso e versamento. Inoltre non vi sono restrizioni dal punto di vista "temporale", sulla cadenza dei versamenti, sul termine del piano, né sull'importo del versamento stesso. È quindi uno strumento molto economico, flessibile e diversificato.

Questo è stato dimostrato anche tramite la simulazione pratica di ventisette PAC, di cui 15 con fondi comuni di investimento e 12 con ETF. I risultati sono stati che nel 100% dei casi i fondi comuni di investimento non reggono il confronto con gli ETF. Tutti gli ETF riescono ad ottenere maggior capitale alla fine del piano, rispetto ai fondi con lo stesso *benchmark* e, analizzando le spese connesse ai fondi, queste risultano essere di molto maggiori rispetto a quelle associate agli ETF. Se poi vi si aggiungono le commissioni di incentivo, la partita è persa in partenza!

La conclusione fondamentale, quella per cui è effettivamente nata questa tesi, è che gli ETF battono regolarmente i fondi comuni di investimento.

# BIBLIOGRAFIA

Annaert, Jan, Van den Broeck, Julien, Vander Vennet Rudi, "Determinants of mutual fund performance: a Bayesian stochastic frontier approach", *European journal of Operational research*, 151 (2003): 617-632.

Azimut La direzione per investire, "Le abitudini di investimento dei risparmiatori italiani", (2015)

Chelley-Steeley, Patricia, Park, Keebong, "The adverse selection component of exchange traded funds", *International review of Financial Analysis*, 19 (2010): 65-76.

Esopo, "La cicala e la formica", (VI sec. A. C.).

Fisher Patti J., Montalto Catherine P., "Effect of saving motives and horizon on saving behaviors", *Journal of Economic Psychology*, 31 (2010): 92-105.

Intesa San Paolo e Centro di Ricerca e Documentazione Luigi Einaudi, "Indagine sul risparmio e sulle scelte finanziarie degli italiani", (2015).

Malagutti, Vittorio, "Fondi comuni, la beffa per tutti gli investitori", 20 maggio 2015, <http://espresso.repubblica.it/plus/articoli/2015/05/20/news/fondi-comuni-la-beffa-per-tutti-gli-investitori-400-milioni-di-commissioni-pagate-ai-gestori-1.213504>.

Panigada, Valeria, "Risparmio gestito: a novembre raccolta rallenta a 4,1 miliardi" 23 dicembre 2015, [http://www.finanza.com/Finanza/Notizie\\_Italia/Italia/notizia/Risparmio\\_gestito\\_a\\_novembre\\_raccolta\\_rallenta\\_a\\_41\\_miliar-449743](http://www.finanza.com/Finanza/Notizie_Italia/Italia/notizia/Risparmio_gestito_a_novembre_raccolta_rallenta_a_41_miliar-449743).

Rabinovich, Anna, Webley, Paul, "Filling the gap between planning and doing: Psychological factors involved in the successful implementation of saving intention", *Journal of Economic Psychology*, 28 (2007), 444-461.

Shim, Soyeon, Serido, Joyce, Tang, Chuanyi, "The ant and the grasshopper revisited: The present psychological benefits of saving and future oriented financial behaviors", *Journal of Economic Psychology*, 33 (2012): 155-165.

Subrahmanyam Krishnaswamy, "A theory of trading in stock index futures", *Review of Financial Studies*, 4 (1991): 17-51.

Tedeschi, Fabrizio, "Borsa: altro che controlli, inasprite le pene", <http://www.wallstreetitalia.com/borsa-altro-che-controlli-inasprite-le-pene/>.

Ufficio Analisi Economiche ABI (Associazione Bancaria Italiana), "Rapporto mensile ABI dicembre 2015", (2015)

Ufficio Studi di Mediobanca, "Indagine sui fondi e SICAV italiani (1984-2014)", 2015.

# SITOGRAFIA

[www.abi.it](http://www.abi.it)

[www.allianzbank.it](http://www.allianzbank.it)

[www.amundi.com](http://www.amundi.com)

[www.animasgr.it](http://www.animasgr.it)

[www.arcaonline.it](http://www.arcaonline.it)

[www.assogestioni.it](http://www.assogestioni.it)

[www.azimut.it](http://www.azimut.it)

[www.bancopostafondi.it](http://www.bancopostafondi.it)

[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

[www.borse.it](http://www.borse.it)

[www.centroeinaudi.it](http://www.centroeinaudi.it)

[www.dbxtrackers.com](http://www.dbxtrackers.com)

[www.en.wikipedia.org](http://www.en.wikipedia.org)

[www.ersel.it](http://www.ersel.it)

[www.espresso.repubblica.it](http://www.espresso.repubblica.it)

[www.eurizoncapital.it](http://www.eurizoncapital.it)

[www.fideuramireland.ie.it](http://www.fideuramireland.ie.it)

[www.help.fineco.it](http://www.help.fineco.it)

[www.investing.com](http://www.investing.com)

[www.ishares.com](http://www.ishares.com)

[www.lyxoretf.it](http://www.lyxoretf.it)

[www.mbres.it](http://www.mbres.it)

[www.mediobanca.it](http://www.mediobanca.it)

[www.morningstar.it](http://www.morningstar.it)

[www.msci.com](http://www.msci.com)

[www.pioneerinvestments.it](http://www.pioneerinvestments.it)

[www.rgs.mef.gov.it](http://www.rgs.mef.gov.it)

[www.rpsychologist.com](http://www.rpsychologist.com)

www.sciencedirect.com

www.sellagezioni.it

www.sostrader.it

www.ubs.com

www.wallstreetitalia.com

www.wikipedia.it

www.yahoofinance.com

Link per fogli di calcolo Excel (Capitolo 4)

<http://tinyurl.com/zkd488e>