



Università
Ca' Foscari
Venezia

**Corso di Laurea Magistrale
in Economia e Finanza**

Tesi di Laurea

**Formazione e consulenza finanziaria nell'ambito della
rivoluzione digitale e sostenibile: nuovi scenari ed
analisi della Mercury Partners Academy**

Relatore

Ch. Prof. Marcello Zanardo

Laureando

Alessandro Lanfredi

Matricola 989731

Anno Accademico

2022/2023

*A chi c'è sempre stato.
A chi se n'è andato.
A chi ha creduto in me fin dall'inizio.
A te che più di chiunque altro avresti voluto esserci.*

A mio padre Marco.

INDICE

INTRODUZIONE	9
CAPITOLO I - LA CONSULENZA FINANZIARIA	13
1.1 DIRETTIVA MIFID.....	13
1.2 LA CONSULENZA FINANZIARIA: UNA STORIA TRAVAGLIATA.....	16
1.3 GLI ATTORI DELLA CONSULENZA FINANZIARIA	18
1.4 L'ALBO DEI CONSULENTI FINANZIARI.....	20
CAPITOLO II - LA CONSULENZA FINANZIARIA TRA PRESENTE E FUTURO.....	25
2.1 L'EVOLUZIONE DELLA CONSULENZA IN RELAZIONE AGLI SVILUPPI TECNOLOGICI.....	25
2.2 L'INTELLIGENZA ARTIFICIALE	26
2.3 IL PROBLEMA DEL RICAMBIO GENERAZIONALE: IL CASO DEI CONSULENTI E DEI CLIENTI	28
2.4 LA NUOVA FRONTIERA DELLA CONSULENZA FINANZIARIA.....	31
CAPITOLO III - STATO DELL'ARTE: CONSULENTI FINANZIARI E CLIENTI/INVESTITORI	33
3.1 IL BISOGNO DI FORMAZIONE DEI NUOVI CONSULENTI	33
3.2 L'EDUCAZIONE FINANZIARIA DELLA POPOLAZIONE.....	35
3.3 COSA CI DICE LA FINANZA COMPORTAMENTALE?	41
3.4 LE TEORIE COMPORTAMENTALI.....	44
3.5 RAPPORTO SULLE SCELTE DI INVESTIMENTO DELLE FAMIGLIE ITALIANE	47
CAPITOLO IV - FONDAMENTI DELL'ASSET MANAGEMENT E PRODOTTI DI RISPARMIO GESTITO.....	57
4.1 I FONDAMENTI DELL'ASSET MANAGEMENT	57
4.2 STRUMENTI DI RISPARMIO GESTITO.....	61
4.3 TASSAZIONE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI	64
4.4 INDICATORI PER UNA VALUTAZIONE COMPARATIVA TRA PRODOTTI	68
CAPITOLO V - DALLA TEORIA ALLA PRATICA: GESTIONE ATTIVA, PASSIVA E ROBO-ADVISORY.....	71
5.1 PASSIVE OR ACTIVE?	71
5.2 UN RAPIDO CONFRONTO TRA STRUMENTI A GESTIONE ATTIVA E PASSIVA	74
5.3 ANALISI DI BRAVURA DEI GESTORI DI PORTAFOGLI.....	76
5.4 LA CONCORRENZA AUTOMATIZZATA	80
5.5 IL MERCATO DEI ROBO-ADVISOR	83
5.6 PUNTI DI FORZA E DI DEBOLEZZA DEI <i>ROBO-ADVISORS</i>	85
5.7 I ROBO-ADVISOR: IL CASO MONEYFARM	87
CAPITOLO VI - ESG: ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE ..	93
6.1 DALLO SVILUPPO SOSTENIBILE ALLA FINANZA SOSTENIBILE	93
6.2 I FATTORI ESG E LA LORO VALUTAZIONE	101
6.3 INVESTIMENTI ESG TRA PRESENTE E FUTURO	105
CAPITOLO VII - L'EVOLUZIONE DELLA RELAZIONE CLIENTE-INTERMEDIARIO ALLA LUCE DELL'ATTUALE CONTESTO.....	111
7.1 UNA QUESTIONE DI FIDUCIA	111

7.2 I CONFLITTI DI INTERESSE	113
7.3 IL RITORNO DELL'INFLAZIONE E DELLE POLITICHE RESTRITTIVE	114
7.4 LE CONSEGUENZE ATTUALI E FUTURE	118
CAPITOLO VIII - CASE STUDY: LA MERCURY PARTNERS ACADEMY	121
8.1 INTRODUZIONE AL CASE STUDY	121
8.2 LA MERCURY PARTNERS ACADEMY	122
8.3 IDEA DI FONDO E ANALISI DEL SURVEY	123
8.4 UNA POSSIBILE SOLUZIONE FORMATIVA: LA MASTERCLASS IN INVESTMENT MANAGEMENT	126
8.5 CONSIDERAZIONI FINALI	130
CONCLUSIONE	133
BIBLIOGRAFIA	137
SITOGRAFIA.....	143

INTRODUZIONE

La consulenza finanziaria sta attraversando una fase di trasformazione senza precedenti come, d'altro canto, il contesto economico globale.

Reduci da un contesto di tassi zero, gli investitori si trovano dinanzi ad una situazione incerta caratterizzata da repentini rialzi dei tassi di interesse resi necessari dalle Banche Centrali per combattere un'inflazione sfuggita di mano.

Come se ciò non bastasse, segnati da una situazione pandemica mondiale che ha caratterizzato il 2020, le dinamiche vengono ulteriormente appesantite dal continuo scoppio di conflitti armati con forti ripercussioni economiche.

Il popolo italiano si contraddistingue per essere un grande risparmiatore, difatti si registra un'ingente quantità di denaro ferma nei conti correnti. In fasi come quelle che stiamo vivendo, la gestione della liquidità è diventata un punto cardine ponendo gli investitori di fronte a nuove sfide per tutelare il proprio potere d'acquisto.

Alla luce di questa evidenza, il ruolo del consulente finanziario sta cambiando radicalmente. L'automazione dei processi, la nascita di strumenti di investimento differenti dai tradizionali e l'affermarsi dell'intelligenza artificiale stanno creando sempre più competizione all'interno del mondo della consulenza finanziaria e, come nella maggior parte dei casi, la differenza la fanno la relazione, la qualità del servizio offerto e la competenza del consulente stesso. I risparmiatori che possiedono ingenti quantità di patrimonio, quelli che nel gergo vengono definiti come HNWI (High Net Worth Individual) e UHNWI (Ultra High Net Worth Individual), i quali hanno a disposizione rispettivamente patrimoni superiori ai 5 milioni di dollari e ai 30 milioni di dollari, necessitano di un esperto che possa andare oltre l'ordinario accompagnandoli e fornendogli soluzioni che tengano conto di diversi aspetti: consulenza aziendale, consulenza fiscale e legale, consulenza in materia d'arte, arrivando a definire anche una corretta pianificazione successoria.

L'obiettivo del presente elaborato consiste nell'affrontare il tema della consulenza finanziaria dal lato del soggetto erogatore di tale servizio e dal lato del soggetto fruitore di tale servizio, mettendo in luce eventuali esigenze, problematiche e peculiarità tipiche del contesto attuale. La disamina segue un filo conduttore partendo dal primo capitolo, dove viene fornita una panoramica generale della normativa che governa il mondo della consulenza finanziaria, passando per una breve cronistoria delle tappe che l'hanno portata alla definizione attuale, fino ad arrivare all'identificazione delle varie tipologie di consulenti.

Il secondo capitolo si configura come un ponte tra passato e presente, mettendo in evidenza l'evoluzione della consulenza finanziaria, fortemente influenzata dai recenti sviluppi tecnologici e dall'avvento dell'intelligenza artificiale. Non ci soffermeremo solo su come viene prestata la consulenza finanziaria, ma anche su chi la presta. Allo stato attuale l'età media dei consulenti finanziari è di 56 anni. Se da un lato questo dato può rappresentare un'opportunità per i giovani aspiranti consulenti, dall'altro costituisce sicuramente una sfida per quest'ultimi, chiamati a dimostrarsi pronti e affidabili per il passaggio del testimone. Proprio in relazione alla loro preparazione, il terzo capitolo introduce il tema della formazione per i consulenti finanziari, cercando di analizzare quali sono le necessità di quest'ultimi. Una volta formati, i consulenti finanziari devono essere consci che, specialmente per coloro che operano in Italia, si troveranno di fronte a una popolazione che possiede uno scarso livello di cultura finanziaria. Dati alla mano, vedremo come si colloca il nostro Paese e quali sono i *bias* e gli errori cognitivi che affliggono la maggior parte degli investitori portandoli a effettuare delle scelte di investimento errate o alla negazione del bisogno di consulenza da parte di un esperto.

Il quarto capitolo entra maggiormente sul piano tecnico fornendo le basi dell'*asset management*, senza voler rappresentare alcun segno di esaustività sulla materia, e indica quali strumenti possono essere utilizzati dai consulenti finanziari. Oggi fare consulenza significa avere una preparazione ad ampio raggio e, dunque, il tema fiscale non può esimersi dal bagaglio culturale del consulente.

Alla luce dell'identificazione dei principali indicatori necessari per una corretta comparazione dei prodotti trattata nell'ultimo paragrafo del quarto capitolo e tenuto conto dell'evoluzione degli strumenti a gestione passiva, il quinto capitolo pone in essere una disamina fortemente dibattuta nella letteratura, ovvero il confronto tra la gestione attiva e la gestione passiva. A titolo esemplificativo, senza voler supportare una tesi piuttosto dell'altra, riteniamo utile un rapido confronto in termini di performance allo scopo di intuire quali possano essere le problematiche, a lungo termine, di una gestione meramente di tipo attivo. Questa tesi ci conduce direttamente all'analisi del nascente mercato dei *robo-advisors*, sempre più frequenti e aggressivi in termini di commissioni di gestione. A titolo di citazione e analisi, abbiamo preso in considerazione il caso di Moneyfarm, osservando come avviene il servizio di consulenza offerto.

Il sesto capitolo introduce un tema sempre più attuale nelle nostre vite, ovvero quello della sostenibilità. Partendo dalla definizione di sviluppo sostenibile e di finanza sostenibile, cercheremo di riassumere brevemente gli interventi normativi posti in essere dalle varie autorità. Parlare di finanza sostenibile implica che il concetto stesso di sostenibilità riguardi anche gli investimenti e dunque non possiamo più considerare tali entità come due elementi separati.

La chiusura del capitolo cerca di cogliere alcuni spunti interessanti in relazione al tema degli investimenti sostenibili, i quali possono rappresentare un vantaggio tanto per le aziende quanto per gli stessi investitori.

Il penultimo capitolo tratta il tema della fiducia che lega un consulente finanziario e il cliente stesso e di come sia fondamentale per entrambi gli attori coinvolti alla luce del sempre più presente tema dei conflitti di interesse. In chiusura di capitolo si presenta un'analisi della situazione di questi ultimi anni, in cui stiamo sperimentando un'inversione di tendenza sui mercati finanziari, con il reddito fisso quale tema principale.

Il ritorno a una politica restrittiva ha sicuramente delle ripercussioni sulla costruzione e sull'efficiamento dei portafogli finanziari, dunque, in forza di quanto detto, verranno vagliate quali sono le principali cause e i possibili scenari futuri.

A conclusione del presente elaborato si è voluto dare spazio, mediante la stesura del capitolo otto, al *case study* della Mercury Partners Academy con l'obiettivo di creare una connessione con l'analisi condotta nei capitoli precedenti attraverso uno studio empirico, condotto dall'Academy, riguardante le problematiche che affliggono la nostra società proponendo nuove soluzioni.

Il *case study* è stato condotto su un campione di oltre 600 studenti universitari provenienti da diversi Paesi del mondo. L'obiettivo è, dopo aver introdotto la società fautrice del progetto, quello di osservare come un tale campione, che dovrebbe possedere un livello formativo maggiore, non si trovi ancora pronto ad affrontare con serenità il mondo circostante poiché l'offerta formativa risulta attualmente troppo teorica e focalizzata su argomenti non pienamente in linea con il mercato.

L'analisi dei risultati verrà poi declinata nel nostro contesto in cui si colloca una popolazione completamente diversa dagli studenti intervistati ed analizzati, ma che comunque necessita, seppur con forme e modalità diverse, di un'adeguata formazione in campo finanziario.

CAPITOLO I

LA CONSULENZA FINANZIARIA

1.1 Direttiva MIFID

Quando si parla di mercati finanziari e di consulenza finanziaria non si può non menzionare la direttiva europea più importante dell'ultimo ventennio, denominata MIFID (Markets In Financial Instruments Directive) recepita mediante la legge n. 13 del 17 febbraio 2007, nata con l'obiettivo di creare un mercato finanziario unico all'interno dell'Unione Europea.

Tra le altre, la direttiva si pone come scopo quello di salvaguardare «il grado di armonizzazione necessario per poter offrire agli investitori un livello elevato di protezione e consentire alle imprese di investimento di prestare servizi in tutta la comunità [...] sulla base della vigilanza dello stato membro di origine»¹. Da tale accezione si intuisce la volontà di vigilare sul corretto funzionamento del mercato finanziario e altresì di tutelare e salvaguardare gli investitori.

Più nello specifico possiamo declinare gli obiettivi in quattro evidenze:

- tutela degli investitori;
- integrità dei mercati;
- efficienza dei mercati;
- rafforzamento dei sistemi di governance e controllo dei conflitti di interesse.

La tutela degli investitori viene posta al centro dell'attenzione da parte del legislatore europeo, poiché un'apertura dei mercati dovrebbe comportare l'accesso a una gamma di servizi a minor costo e maggior valore. Con riferimento alla tutela di tali soggetti, il legislatore impone alle banche di effettuare una classificazione della propria clientela, riconducendola a tre categorie:

- A. clienti al dettaglio: soggetti privi o limitati in termini di conoscenza, esperienza e competenza in ambito finanziario. Tali clienti necessitano, come da rigor di logica, di un elevato livello di protezione e accompagnamento;
- B. clienti professionali: vengono definiti come soggetti con un livello di conoscenza, esperienza e competenza finanziaria a livello intermedio, ovvero soggetti che sono in grado di effettuare una oculata analisi dei rischi e adottare le migliori soluzioni;

¹ Considerando il n. 2 della Direttiva 2004/39/CE.

- C. controparti qualificate: marcate come clienti con un elevato livello di conoscenza, esperienza e competenza in ambito finanziario. In forza di ciò, non necessitano di un elevato livello di protezione.

La classificazione degli investitori non è l'unica forma di protezione prevista dalla normativa in relazione alla loro tutela. Senza entrare troppo nel dettaglio, si possono annoverare altre forme di responsabilità in capo agli intermediari. L'obbligo di *act in clients' best interest* è uno di questi. Tale vincolo impone agli intermediari di effettuare una valutazione in relazione alla natura del servizio/prodotto offerto e/o richiesto dal cliente. Valutazione che ricade in un duplice campo:

- A. *suitability* (adeguatezza): la valutazione di adeguatezza ricade nell'ambito della consulenza in materia di investimenti o gestione di portafoglio. Con tale test, l'obiettivo è di verificare che la raccomandazione coincida con gli obiettivi di investimento del cliente e sia compatibile con il profilo dello stesso;
- B. *appropriateness* (appropriatezza): da condurre quando l'intermediario procede alla mera esecuzione di ordini per conto del cliente e alla raccolta ordini. Nonostante esuli dal servizio di consulenza, l'intermediario deve comunque verificare la congruità del servizio richiesto dal cliente con il proprio profilo.

Tra gli altri obiettivi, oltre alla tutela degli investitori, a cui la direttiva MIFID si prefigge, possiamo evidenziare il tema degli *inducements*, approfondito dall'art. 26 della direttiva di secondo livello 2006/73/CE «gli Stati membri assicurano che si consideri che le imprese di investimento non agiscono in modo onesto, equo e professionale, per servire al meglio gli interessi del cliente, se, in relazione alla prestazione di un servizio di investimento o accessorio ad un cliente, versano o percepiscono competenze o commissioni oppure forniscono o ricevono prestazioni non monetarie»².

Di chiara interpretazione, l'obiettivo del legislatore, prima con MIFID I e successivamente con MIFID II, è di rendere più limpide le condizioni praticate ai soggetti che usufruiscono di tali servizi, sempre nell'ottica di una maggior tutela.

La Direttiva MIFID II nasce con l'obiettivo di aumentare la tutela nei confronti degli investitori mediante un approccio più trasparente ed efficiente da parte dei soggetti coinvolti nella prestazione di servizi di investimento. A tal proposito, MIFID II intensifica le regole a tutela dei clienti nell'ambito della percezione di *inducements*, con particolare riguardo alla consulenza in materia di investimento e al servizio di gestione di portafogli.

² Art. 26 direttiva di secondo livello 2006/73/CE.

Tali incentivi possono essere scissi in due sottoinsiemi attinenti alla diversità della natura economica, distinguendo tra benefici monetari e benefici non monetari.

La normativa effettua un distinguo non solo in relazione alla tipologia di *inducements* previsti, ma anche in relazione alla fattispecie di servizi di investimento prestati rispetto ai quali sono percepiti tali benefici.

In linea di massima, quando si parla di consulenza prestata su base non indipendente, MIFID II e la relativa Direttiva delegata n. 359/2017, si accetta la possibilità che le imprese di investimento paghino/percepiscano una commissione o forniscano/ricevano benefici non monetari correlati alla prestazione di un servizio di investimento o accessorio da parte di qualsiasi soggetto diverso dal cliente, a condizione che tali pagamenti/benefici accrescano la qualità del servizio finale fornito al cliente e non pregiudichino la professionalità e l'agire con diligenza nei confronti degli interessi del cliente, da parte della stessa impresa di investimento.³

Mentre, quando si parla di consulenza su base indipendente «gli Stati membri assicurano che le imprese di investimento che prestano consulenza in materia di investimenti su base indipendente o servizi di gestione del portafoglio restituiscano al cliente eventuali onorari, commissioni o benefici monetari pagati o forniti da terzi o da un soggetto che agisce per conto di terzi in relazione ai servizi prestati a tale cliente non appena ragionevolmente possibile dopo il ricevimento. Qualsiasi onorario, commissione o beneficio monetario ricevuto da terzi in relazione alla prestazione di consulenza indipendente in materia di investimenti e di gestione del portafoglio è trasferito in toto al cliente»⁴.

In deroga a quanto sopra espresso, la Direttiva ammette i soli benefici non monetari di entità minima che consentano di migliorare la qualità del servizio offerto, fermo restando l'impegno, da parte delle imprese di investimento, di agire nel miglior interesse del cliente.

Un ultimo aspetto di notevole importanza riguarda la platea di soggetti tenuti al rispetto delle regole derivanti dalla Direttiva MIFID, ove la stessa, in ragion della sua entrata in vigore, ha esteso i soggetti coinvolti. A titolo esemplificativo, possiamo raggrupparli in tre aggregati:

- intermediari: ovvero le banche, SIM e SGR;
- *trading venues*: dove vengono comprese le MTF (*Multilateral Trading Facilities*) e le imprese di investimento che si qualificano come internalizzatori sistematici;
- tutti i soggetti che forniscono attività di consulenza finanziaria.

³ Direttiva delegata n. 359/2017, art. 11.

⁴ Direttiva delegata n. 359/2017, art. 12.

1.2 La consulenza finanziaria: una storia travagliata

La consulenza in materia di investimenti consiste nella «prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento, riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari»⁵. Tale definizione viene menzionata per la prima volta dalla Direttiva europea n. 2004/39/UE, meglio conosciuta come MIFID I.

Per quanto semplice e diretta, la consulenza finanziaria come la intendiamo oggi ha subito un passato travagliato e alquanto complesso. Fino agli anni '80 del secolo scorso l'attività di intermediazione finanziaria spettava in via esclusiva alle imprese operanti nel settore bancario. A partire dagli anni successivi, il monopolio del settore bancario venne meno grazie alla creazione di altri istituti giuridici non bancari operanti nel settore dell'intermediazione finanziaria; a titolo esemplificativo si pensi ai fondi comuni d'investimento, alle società di intermediazione mobiliare e alle società d'investimento a capitale variabile.

A seguito della nascita delle Società d'Intermediazione Mobiliare, comunemente note come SIM, e a seguito dell'introduzione della legge n. 1 del 2 gennaio 1991, si stabilì che «l'esercizio professionale nei confronti del pubblico delle attività di cui all'articolo 1 è riservato alle società di intermediazione mobiliare»⁶. Con tale evidenza, la consulenza in materia di valori mobiliari, citata dall'art. 1, legge n. 1 del 2 gennaio 1991, entrò tra le attività di intermediazione mobiliare e venne definita come un'attività riservata alle SIM.

Gioco forza, le banche, previa autorizzazione di Banca d'Italia, potevano comunque continuare ad esercitare l'attività di intermediazione, eccezion fatta per la negoziazione di titoli diversi dai titoli di Stato, purché separassero tale attività dall'attività di raccolta del risparmio ed esercizio del credito.

A seguito del varo della Direttiva ISD (Investment Services Directive) nel 1993, l'attività di consulenza in materia di servizi finanziari, non venne più considerata come riservata, ma entrò a far parte dei cosiddetti servizi accessori. In forza di questa nuova classificazione, qualunque soggetto fisico o giuridico poteva esercitare tale attività, senza alcuna restrizione. La Direttiva ISD fu recepita in Italia mediante il decreto EuroSIM e mediante i decreti attuativi della CONSOB. In relazione all'attività degli intermediari, tale decreto, insieme al Testo Unico della Finanza (TUF) riportò l'elenco dei servizi di investimento e dei servizi accessori e stabilirono che le società abilitate dovevano avvalersi di promotori finanziari per l'espletamento dei propri servizi. Da tale accezione è possibile notare come venga richiamata la figura

⁵ Art. 4, paragrafo 2, punto 2, Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014.

⁶ Art. 2, legge n. 1 del 2 gennaio 1991.

del promotore finanziario, già introdotta mediante la Legge SIM, e definita come «la persona fisica, in qualità di dipendente, agente o monomandatario» che «esercita professionalmente l'offerta fuori sede di strumenti finanziari e di strumenti di investimento esclusivamente per conto di un unico intermediario finanziario»⁷. Figura successivamente abolita e sostituita dal consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede.⁸

Anche grazie alla definizione introdotta dalla Legge SIM, si fa richiamo a un concetto fino a ora non correttamente catalogato, nonché l'offerta fuori sede, dove con tale locuzione si intende la promozione e il collocamento presso il pubblico di:⁹

- strumenti finanziari in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze dell'emittente, del proponente l'investimento o del soggetto incaricato della promozione o del collocamento;
- servizi e attività di investimento in luogo diverso dalla sede legale o dalle dipendenze di chi presta, promuove o colloca il servizio.¹⁰

Se da un lato la Direttiva ISD ha catalogato la consulenza in materia di servizi finanziari come un servizio accessorio, la MIFID ha reinserito il servizio di consulenza in materia di investimenti tra i servizi e le attività che necessitano di specifica autorizzazione.

La valenza della direttiva MIFID in termini di consulenza in materia di investimenti è notevole. Innanzitutto, viene superata la netta distinzione esistente tra consulenza generica e strumentale. A oggi si parla di consulenza specifica (parte dei servizi di investimento) e consulenza generale (rilevabile tra i servizi accessori).

Se vogliamo analizzare più nel dettaglio il distinguo dettato dalla normativa, per definirsi come tale la consulenza specifica dev'essere costituita da due requisiti:¹¹

- requisito oggettivo: una raccomandazione personalizzata verso un determinato cliente;
- requisito soggettivo: il riferimento a una o più operazioni in relazione a uno strumento finanziario.

Come si evince dalla Direttiva 2006/73/CE, si parla di raccomandazione personalizzata se «viene fatta ad una persona nella sua qualità di investitore o potenziale investitore o nella sua qualità di agente di un investitore o potenziale investitore»¹².

⁷ Art. 31 del Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria.

⁸ Legge n. 208 del 28 dicembre 2015 art. 1

⁹ https://it.wikipedia.org/wiki/Offerta_fuori_sede

¹⁰ Art. 30, comma 1 del TUF.

¹¹ Art. 4, paragrafo 1, punto 4 della Direttiva 2004/39/CE.

¹² Art. 52, comma 1 della Direttiva 2006/73/CE.

Se da un lato la consulenza specifica deve possedere ambedue i requisiti visti poc'anzi, la consulenza generica possiede solo il requisito oggettivo. A tale conclusione possiamo giungere interpretando la definizione di consulenza generale ricavata dal considerando n. 79 e dalla Direttiva MIFID di secondo livello, art. 52, comma 3: «la consulenza in merito a strumenti finanziari fornita in un quotidiano, giornale, rivista o in qualsiasi altra pubblicazione destinata al pubblico in generale (incluso tramite Internet) o trasmissione televisiva o radiofonica non deve essere considerata come una raccomandazione personalizzata ai fini della definizione di consulenza in materia di investimenti [...] ed inoltre, una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa esclusivamente tramite canali di distribuzione o se è destinata al pubblico».

La netta separazione tra queste due tipologie di consulenza riguarda la valenza delle regole che debbono essere applicate, poiché quando si parla di consulenza generale, tali raccomandazioni possono essere rese da qualunque soggetto senza alcuna autorizzazione, mentre se si parla di consulenza specifica, tali raccomandazioni devono essere rese da un soggetto autorizzato e che rispetti le relative norme in materia di servizi di investimento.

1.3 Gli attori della consulenza finanziaria

Rimarcando quanto definito dall'art. 18 del TUF, ovvero che «l'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi e delle attività di investimento è riservato alle Sim, alle imprese di investimento UE, alle banche italiane, alle banche UE e alle imprese di paesi terzi», è lecito attendersi che quest'ultime possano avvalersi dei propri dipendenti e/o dei propri consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede.

Questa possibilità fa sì che gli attori coinvolti nel panorama della consulenza finanziaria siano molteplici, ognuno dei quali deve possedere dei requisiti e sottostare a diverse norme di comportamento.

Se ci riferiamo ai dipendenti delle banche e/o alle imprese di investimento, questi soggetti possono esercitare l'attività solo presso la filiale dell'impresa interessata.

Se da un lato tali soggetti non hanno l'obbligo di iscrizione all'albo dei consulenti finanziari, dall'altro devono comunque possedere un livello di conoscenza, competenza ed esperienza congrua.

Quando si parla di consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede si fa riferimento a dipendenti, agenti, mandatari di imprese di investimento e banche che necessitano obbligatoriamente dell'iscrizione all'albo dei consulenti finanziari per prestare la propria attività. Una

volta ottenuta l'abilitazione, tali soggetti, possono esercitare la propria attività anche al di fuori della filiale dell'impresa interessata.

Come già menzionato nei paragrafi precedenti, il consulente finanziario ha l'obbligo di operare per una sola impresa di investimento, ovvero deve definirsi monomandatario.

Per quanto concerne il livello di conoscenza, competenza ed esperienza, a seguito della Direttiva MIFID II, la CONSOB prevede una nuova disciplina che stabilisce da un lato i requisiti minimi necessari e dall'altro lato affida agli intermediari il compito di vigilare sull'effettivo grado di preparazione del personale.

In particolar modo, il personale dipendente, al fine di fornire informazioni e/o prestare la consulenza, deve possedere almeno uno tra i seguenti requisiti:¹³

- iscrizione all'albo dei consulenti finanziari congiuntamente a sei mesi di esperienza professionale nel caso in cui forniscano informazioni oppure almeno nove mesi di esperienza professionale nel caso in cui prestino la consulenza;
- laurea triennale in discipline economiche, giuridiche, bancarie, assicurative o finanziarie, congiuntamente a sei mesi di esperienza professionale nel caso in cui forniscano informazioni oppure almeno nove mesi di esperienza professionale nel caso in cui prestino la consulenza;
- laurea di tipo diverso a cui si associa un master in una delle discipline sopramenzionate congiuntamente a sei mesi di esperienza professionale nel caso in cui forniscano informazioni oppure almeno nove mesi di esperienza professionale nel caso in cui prestino la consulenza;
- laurea di tipo diverso congiuntamente a nove mesi di esperienza professionale nel caso in cui forniscano informazioni oppure almeno quindici mesi di esperienza professionale nel caso in cui prestino la consulenza;
- diploma di scuola secondaria congiuntamente ad un anno di esperienza professionale nel caso in cui forniscano informazione oppure almeno due anni di esperienza professionale nel caso in cui prestano la consulenza;

Inoltre, la CONSOB stabilisce che il dipendente che non possiede ancora i requisiti sopra menzionati può operare solo sotto la supervisione di un altro collega esperto.

¹³ Art. 78, comma 2 delle Modifiche al Regolamento Intermediari in materia di requisiti di conoscenza e competenza del personale degli intermediari.

Accanto alla figura del dipendente e del consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede, è necessario menzionare la figura del consulente autonomo, *ergo* quel soggetto che può svolgere unicamente l'attività di consulenza in materia di investimenti e dunque non può svolgere il servizio di ricezione e trasmissione ordini.

Il distinguo, in termini di caratteristiche, tra un consulente finanziario e un consulente autonomo, riguarda il fatto che quest'ultimo, oltre a possedere i requisiti di onorabilità e professionalità, deve avere anche il requisito di indipendenza. Tale fattispecie viene declinata dal Decreto n. 206 del 24 dicembre 2008 secondo cui «non possono essere iscritti all'Albo i soggetti che intrattengono, direttamente, indirettamente o per conto di terzi, rapporti di natura patrimoniale o professionale o di altra natura, compresa quella familiare, con emittenti e intermediari, con società loro controllate, controllanti o sottoposte a comune controllo, con l'azionista o il gruppo di azionisti che controllano tali società, o con amministratori o dirigenti di tali società, se tali rapporti possono condizionare l'indipendenza di giudizio nella prestazione della consulenza in materia di investimenti»¹⁴.

Oltre al menzionato requisito aggiuntivo, i consulenti finanziari autonomi «per la prestazione di consulenza in materia di investimenti [...] non possono percepire alcuna forma di beneficio da soggetti diversi dal cliente al quale è reso il servizio»¹⁵. Dunque, l'unica forma di compenso che tali soggetti possono ricevere è costituita dalla parcella emessa nei confronti del cliente a seguito di un servizio di consulenza in materia di investimenti. Successivamente, se il cliente intende dar corso alle raccomandazioni prestate dal consulente, dovrà provvedere in autonomia mediante la propria banca o mediante il proprio servizio di *online-banking*.

1.4 L'albo dei Consulenti Finanziari

L'albo unico dei Promotori Finanziari, ora definito albo unico dei Consulenti Finanziari, fu istituito nel 1991 con il primario obiettivo di raggruppare tutti i soggetti abilitati alla prestazione di servizi di investimento visti nella sezione precedente (consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, consulenti finanziari autonomi e società di consulenza finanziaria).

A partire dal 1° gennaio 2009 i compiti di aggiornamento e gestione dell'albo, inizialmente tenuto presso la CONSOB, furono affidati all'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei Consulenti Finanziari, contraddistinto dall'acronimo OCF.

¹⁴ Art. 5, comma 1 del Decreto n. 206 del 24 dicembre 2008.

¹⁵ Art. 5, comma 3 del Decreto n. 206 del 24 dicembre 2008.

L'OCF «ha personalità giuridica ed è ordinato in forma di associazione, con autonomia organizzativa e statutaria, nel rispetto del principio di articolazione territoriale delle proprie strutture e attività».¹⁶ A oggi, l'OCF è costituito dall'ABI (Associazione Bancaria Italiana), ANASF (Associazione Nazionale Consulenti Finanziari), ASCOFIND (Associazione per la Consulenza Finanziaria Indipendente), ASSONOVA (Associazione consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede), ASSORETI (Associazione delle Società per la Consulenza agli Investimenti), ASSOSCF (Associazione italiana delle Società di Consulenza Finanziaria Indipendente) e NAFOP (National Association Fee Only Planners).

Solo a partire dal 1° dicembre 2018 la CONSOB ha trasferito *in toto* le relative funzioni all'OCF, dove, prima di tale data, poteva operare limitatamente alle attività propedeutiche all'iscrizione dei consulenti finanziari autonomi e delle società di consulenza finanziaria e alle funzioni istruttorie per i procedimenti di vigilanza nei confronti dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede. A oggi, quindi, l'OCF ha piena autonomia in materia ed è lo stesso organo che indice la prova valutativa per l'iscrizione all'albo unico dei consulenti finanziari. Con riferimento all'aspirante consulente abilitato all'offerta fuori sede, quest'ultimo deve essere in possesso dei seguenti requisiti:

- requisiti di onorabilità e assenza di situazioni impeditive o di incompatibilità con l'attività;
- requisiti professionali: necessità di aver conseguito quantomeno un titolo di studio pari al diploma di istruzione secondaria superiore e aver superato la prova valutativa indetta dall'OCF.

In relazione a quest'ultimo requisito vi sono dei soggetti esonerati dal superamento della prova valutativa, in particolar modo coloro che sono in possesso dei requisiti di professionalità accertati dall'OCF. «L'accesso all'Albo dei promotori finanziari è consentito a coloro che hanno acquistato una specifica esperienza professionale avendo svolto una delle sottoindicate attività:

- a) agente di cambio [...];
- b) negoziatore [...];
- c) funzionario di banca addetto ad uno dei servizi e attività di investimento [...], o al settore della commercializzazione di prodotti finanziari della banca [...];

¹⁶ Art. 31, comma 4, decreto legislativo, 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo Unico della Finanza)

- d) funzionario di impresa di investimento o di società di gestione del risparmio addetto ad uno dei servizi e attività di investimento [...] o all'attività di gestione collettiva del risparmio»¹⁷.

Le attività di cui alle lettere c) e d) devono essere state svolte per uno o più periodi di tempo complessivamente pari ad almeno tre anni.¹⁸

Per quanto riguarda il consulente finanziario autonomo, quest'ultimo, oltre ai due requisiti necessari evidenziati per il consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede, deve essere in possesso di:

- requisiti di indipendenza;
- requisiti patrimoniali: ovvero, tale soggetto, deve sottoscrivere un'assicurazione a copertura della responsabilità civile per i danni derivanti da negligenza professionale per almeno 1.000.000 di euro per ciascun indennizzo e di 1.500.000 di euro all'anno per l'importo totale delle richieste di indennizzo;
- requisiti organizzativi: in tal senso, il consulente deve fornire un programma di attività specificando i contenuti del servizio prestato e la struttura organizzativa e le procedure adottate per l'adempimento degli obblighi normativi.

In tal senso, l'OCF precisa che i consulenti che intendono svolgere l'attività per conto di società di consulenza sono esonerati dal possesso dei requisiti patrimoniali e organizzativi.

Infine, per quanto concerne le società di consulenza finanziaria, quest'ultime devono rispettare i medesimi requisiti previsti per il consulente finanziario autonomo, con la differenza che l'assicurazione da sottoscrivere deve prevedere una copertura di almeno 1.000.000 di euro per ciascuna richiesta di indennizzo e di 5.000.000 di euro all'anno per l'importo totale delle richieste di indennizzo.

Un ultimo aspetto da non trascurare riguarda il fatto che, a decorrere dal 1° dicembre 2018, la CONSOB è l'autorità di vigilanza di secondo livello e l'attività dell'OCF è sottoposta alla sua supervisione. In pratica, l'OCF interscambia informazioni con la CONSOB tanto in senso conoscitivo, *ergo* questa può richiedere la comunicazione periodica di dati e notizie, quanto in senso informativo, ovvero l'OCF deve informare l'autorità di vigilanza qualora ravvisi situazioni rilevanti sui consulenti abilitati all'offerta fuori sede.¹⁹

¹⁷ Art. 4, comma 1, decreto del MEF dell'11 novembre 1998, n. 472.

¹⁸ Art. 4, comma 2, decreto del MEF dell'11 novembre 1998, n. 472.

¹⁹ Cfr. art. 94 del Regolamento concernente gli intermediari.

Mentre, per quanto riguarda le società di consulenza e i consulenti autonomi, l'OCF deve trasmettere ogni anno una relazione dettagliata sull'attività svolta e informare, senza indugi, la CONSOB in relazione agli atti e agli eventi di maggior rilievo.²⁰

²⁰ Cfr. art. 3 del Regolamento Consulenti.

CAPITOLO II

LA CONSULENZA FINANZIARIA TRA PRESENTE E FUTURO

2.1 L'evoluzione della consulenza in relazione agli sviluppi tecnologici

Con l'inizio del nuovo millennio, il mondo ha conosciuto un repentino progresso delle tecnologie informatiche, permettendo agli individui di entrare in contatto tra di loro, d'informarsi in maniera continuativa e di formarsi in altrettanti modi. Tale processo di evoluzione si è scontrato, successivamente, con la pandemia causata dal COVID-19, che ha consentito, a tali sistemi, di evolvere in maniera esponenziale, da un lato esortando le aziende a ricavare nuovi metodi organizzativi del lavoro e dall'altro permettendo il collegamento sempre più immediato con persone a migliaia di chilometri di distanza, in un momento in cui i viaggi risultavano limitati e in alcuni casi sospesi.

È nato dunque quello che oggi viene definito come *smart working*, nonché una «modalità di esecuzione del rapporto di lavoro subordinato caratterizzato dall'assenza di vincoli orari o spaziali e un'organizzazione per fasi, cicli e obiettivi, stabilita mediante accordo tra dipendente e datore di lavoro; una modalità che aiuta il lavoratore a conciliare i tempi di vita e lavoro e, al contempo, favorire la crescita della sua produttività»²¹.

Tale strumento è stato adottato dalle aziende per permettere ai lavoratori di svolgere la propria attività nonostante le limitazioni sanitarie presenti. Ecco, dunque, come migliaia di aziende si sono trovate di fronte alla necessità di effettuare numerosi investimenti per adeguarsi a queste nuove tecnologie/metodi di lavoro. A oggi, questo progresso, dev'essere metabolizzato e inserito all'interno delle realtà in maniera parallela alle modalità di lavoro ordinarie, cercando di non vanificare gli ingenti esborsi effettuati dalle aziende e permettendo loro di sfruttare il digitale per poter avere un vantaggio competitivo non indifferente, consci che il progresso che stiamo vivendo rappresenta un qualcosa di irreversibile.

Possiamo pertanto affermare che l'evoluzione tecnologica passata e quella in atto stanno certamente cambiando il modo di fare consulenza.

Se da un lato la pandemia ha provocato un'interruzione nella crescita dei consulenti finanziari, principalmente dovuta alle iniziali restrizioni, nel 2021 la crescita di tali figure è ripresa. I consulenti con mandato attivo a inizio 2022 ammontano infatti a 34.417.²²

²¹ Legge 22 maggio 2017, n. 81.

²² Relazione Annuale OCF 2012-2021.



Figura 1 - Relazione Annuale OCF 2012-2021

Nonostante la temporanea riduzione della crescita del numero dei consulenti finanziari, quelli attivi hanno saputo affermarsi con maggior forza. L'elemento peculiare è stato sicuramente la reattività delle strutture adibite a tale tipologia di consulenza ad aprirsi alle innovazioni tecnologiche che via via si stavano affermando (basti pensare al fatto che il consulente finanziario poteva gestire tranquillamente la relazione con il cliente e la consulenza stessa a distanza, cosa che le normali banche ancora oggi difficilmente riescono a fare). Il dato viene confermato analizzando un campione rappresentativo di bancarizzati con età compresa tra i 18 anni e i 74 anni, dove il numero di clienti che hanno contattato un consulente finanziario, mediante la consulenza a distanza, è raddoppiato dal 2020 al 2021. Dato che sicuramente pone le basi per una crescita costante e continua nel tempo (un fattore ulteriore che ha permesso tale crescita è la maggior disponibilità del consulente finanziario rispetto all'impiegato bancario, in termini di maggior flessibilità oraria e maggior attenzione ai bisogni).

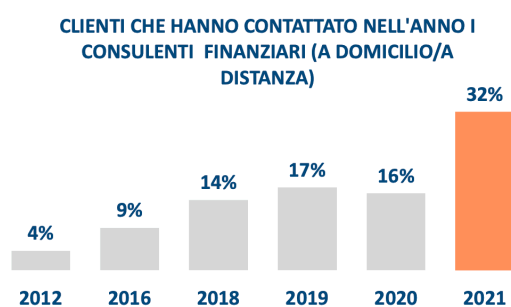


Figura 2 - Osservatorio ABI Banche Clienti, dati dicembre 2021, Interviste telefoniche – campione rappresentativo di bancarizzati 18-74 anni.

2.2 L'intelligenza artificiale

Se da un lato la situazione pandemica ci ha permesso di fare numerosi passi in avanti nel campo della consulenza finanziaria, una ulteriore spinta potrebbe arrivare dallo sviluppo dell'intelligenza artificiale.

Fornire una definizione univoca di tale espressione risulta assai complesso, ma possiamo leggerla come «l'abilità di una macchina di mostrare capacità umane quali il ragionamento, l'apprendimento, la pianificazione e la creatività. L'intelligenza artificiale permette ai sistemi di capire il proprio ambiente, mettersi in relazione con quello che percepisce e risolvere problemi, e agire verso un obiettivo specifico. Il computer riceve i dati (già preparati o raccolti tramite sensori, come una videocamera), li processa e risponde. I sistemi di IA sono capaci di adattare il proprio comportamento analizzando gli effetti delle azioni precedenti e lavorando in autonomia»²³.

Parlare oggi di intelligenza artificiale può sembrare un qualcosa di alquanto ignoto, ma basti ricordare che tale fattispecie non è di recente costituzione. Già a partire dagli anni '50 si parlò di intelligenza, intesa nell'accezione sopra menzionata. In quegli anni Alan Turing pubblicò il paper *Computing Machinery and Intelligence* con l'obiettivo di stabilire quando una macchina potesse essere definita intelligente, cd. Test di Turing.

La versione originaria del Test di Turing consta di due fasi:

- 1) nella prima fase osserviamo la presenza di tre persone: un uomo, una donna e un intervistatore. I tre soggetti sono dislocati in stanze separate e comunicano tramite un telescrivente. Mediante tale oggetto, l'intervistatore formula delle domande all'uomo e alla donna (ovviamente non conscio di sapere con chi dei due sta comunicando) con l'obiettivo di capire a quale sesso appartengono l'uno e l'altro. Il nodo cruciale è che uno dei due partecipanti non è sincero e chiaramente l'intervistatore non sa di chi si tratta;
- 2) nella seconda fase, uno dei due soggetti viene sostituito da un computer e viene ripetuto il processo descritto nella prima fase.

Il Test di Turing si considera superato, *ergo* la macchina può essere definita intelligente, se la percentuale di errore della seconda fase è inferiore o simile a quella della prima fase.

Fu proprio grazie al lavoro di tale matematico che il tema dell'AI attirò una forte attenzione da parte della comunità scientifica e iniziarono a nascere diverse correnti di pensiero:

- teoria dell'IA forte: sistemi che sviluppano una propria intelligenza senza emulare processi di pensiero simili a quelli dell'uomo;
- teoria dell'IA debole: si tratta di sistemi che emulano alcune funzioni cognitive dell'uomo ma non raggiungono le reali capacità intellettuali dell'essere umano.²⁴

²³ <https://www.europarl.europa.eu/news/it/headlines/society/20200827STO85804/che-cos-e-l-intelligenza-artificiale-e-come-viene-usata>

²⁴ <https://www.ai4business.it/intelligenza-artificiale/intelligenza-artificiale-cose/>

Arrivati a questo punto, è facile comprendere come il modello di consulenza pre-nuovo millennio sia alquanto obsoleto e debba adeguarsi al continuo progresso tecnologico in atto. Tanto il consulente quanto il cliente si trovano di fronte a nuove opportunità e nuove sfide che, se opportunamente colte, possono portare numerosi benefici a entrambe le parti.

2.3 Il problema del ricambio generazionale: il caso dei consulenti e dei clienti

L'Italia non è un Paese per giovani, menzionano alcuni. Se visto dal lato del consulente finanziario, possiamo in effetti aderire a tale affermazione. A oggi, l'identikit del consulente finanziario, emersa dalla prima edizione semestrale dell'indagine di ANASF, evidenzia un'età media di 56 anni, di cui l'88% è composto da uomini, di cui il 51% ha un patrimonio superiore ai 30 milioni di euro e buona parte possiede un diploma di scuola superiore. Un dato ancora più spaventoso se consideriamo la quota di mercato posseduta dai consulenti under 41 anni che si attese a un misero 3%.

Da tale ricerca emerge un problema enorme dato dal ricambio generazionale e dalla poca presenza del settore femminile: solo un 12%.

Sebbene siano stati fatti passi in avanti in tal senso, con molte realtà che già attuano dei piani di ricambio generazionale facendo subentrare giovani consulenti e affiancandoli a consulenti prossimi alla pensione, ancora oggi la tendenza è di assumere consulenti con masse consolidate e/o bancari con potenzialità di sviluppo di portafoglio elevata. Se nel breve periodo questa strategia può sembrare giustificata, di certo non lo sarà nel lungo periodo, ove l'esclusione di nuove leve, quali laureandi privi di esperienza e portafoglio, porterà a una lenta e inesorabile diminuzione del numero di consulenti operativi.

Quanto appena detto rappresenta qualcosa di contorto se visto dalla prospettiva dell'investitore alla ricerca di un consulente finanziario. In questo caso il consulente non verrà giudicato per la dimensione del suo portafoglio, anzi saranno ben altre le caratteristiche desiderate, quali correttezza, prontezza, prossimità, chiarezza e sostenibilità.

A muoversi non sono solo le varie società di consulenza con i relativi programmi a supporto delle nuove generazioni di consulenti, ma anche ANASF la quale, a titolo di menzione, ha proposto di avvicinare i giovani a tale professione mediante il cosiddetto tirocinio curricolare, inserito all'interno del piano di studi, a prescindere dal livello di laurea da conseguire. Secondo ANASF, ciò permetterebbe ai giovani di approcciarsi al mondo della consulenza senza

dover sostenere l'esame di abilitazione e, soprattutto, senza dover effettuare una scelta lavorativa non sapendo cosa ciò possa significare.²⁵

La prospettiva del consulente e quella dell'investitore non debbono essere interpretate come due binari che non si incrociano mai, ma vanno lette in sinergia, poiché l'una può aiutare l'altra. Secondo l'Istat la natalità in Italia è ai minimi storici, con un tasso di mortalità comunque elevato: meno di 7 neonati e più di 12 decessi ogni 1000 abitanti. Inoltre, nel 2022 i nati sono scesi sotto la soglia delle 400.000 unità. Ciò nonostante, nel prossimo futuro si verificherà un importante passaggio generazionale, che non riguarda solo i consulenti finanziari come sopra menzionato, ma anche i clienti.

A oggi, possiamo classificare la popolazione in quattro fasce:

- Baby Boomers: generazione nata tra il 1946 e il 1964;
- Generazione X: popolazione nata tra il 1965 e il 1980;
- Older Millenials: coloro che sono nati tra il 1981 e il 1987;
- Younger Millenials: coloro che sono nati tra il 1988 e il 1996;
- Generazione Z: individui nati tra il 1997 e il 2021.

Tale distinguo ci permette di comprendere meglio il problema menzionato. In Italia vi sono circa 15 milioni di soggetti appartenenti alla Generazione X, 10 milioni appartenenti alla successiva generazione e infine oltre 5 milioni di italiani appartenenti alla Generazione Z attualmente maggiorenni. Se la matematica non è un'opinione, nell'arco di qualche anno, avremo all'incirca 30 milioni di italiani protagonisti di un epocale trasferimento di ricchezza.

Da questa breve analisi possiamo intuire come il passaggio generazionale sia oggi un elemento imprescindibile a cui un consulente deve prestare la massima attenzione onde evitare di perdere opportunità future. Di contro, come lecito attendersi, considerando anche il risicato *turnover* dei consulenti finanziari, tale sfida non sarà affatto facile. Le nuove generazioni sono inclini ad abitudini, comportamenti e interessi completamente differenti rispetto alle precedenti.

Basti pensare alla questione del digitale. Esso rappresenta e rappresenterà un elemento discriminatorio per la gestione delle finanze e degli investimenti delle nuove generazioni. Dal World Retail Banking Report 2022 di CapGemini ed EFMA emerge come il 75% degli intervistati mostri interesse verso i servizi FinTech, e grazie soprattutto allo sviluppo di tali servizi, le nuove generazioni tendono a intraprendere dei percorsi di formazione per poter operare in autonomia, senza l'ausilio di un consulente finanziario (anche se tale fattispecie

²⁵ Proposta di legge n. 1063 – istituzione e disciplina del tirocinio curricolare per l'orientamento e la formazione dei giovani.

rimane comunque molto poco diffusa, soprattutto nel nostro Paese, dove l'ignoranza finanziaria regna sovrana).

Un altro aspetto fondamentale, meglio trattato nel sesto capitolo della presente tesi, riguarda la sostenibilità degli investimenti. Secondo un report di Morgan Stanley l'86% della generazione beneficiaria del futuro passaggio patrimoniale – generazione dei Millennials – è interessata agli investimenti socialmente responsabili, credendo che i comportamenti “green” delle società possano influenzare i livelli di rischio-rendimento dei portafogli.

Prendendo in esame il report The Generation Project, possiamo innanzitutto osservare come vi sia una divergenza di vedute tra quello che si aspettano gli investitori dai loro consulenti e ciò che i consulenti pensano si aspettino da loro gli investitori. In particolar modo, la generazione dei Millennials si aspetta *in primis* un buon ritorno dai propri investimenti e inoltre una chiara comprensione dei piani e degli obiettivi finanziari. La trasparenza, i cui consulenti classificano al primo posto, e le *fee* competitive, che catalogano al secondo posto, invece, sono prettamente secondarie per gli investitori stessi.²⁶

Top qualities advisors think HNW Millennial investors seek:	Top qualities HNW Millennial investors actually seek:
<ol style="list-style-type: none"> 1. Transparency 2. Competitive fees / commissions 3. Personalized solutions / good communication 4. Clear understanding of their financial goals and plans 5. Access to digital services 6. Good investment performance 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Good investment performance 2. Clear understanding of my financial goals and plans 3. Advisor's experience 4. Reputation of the firm 5. Transparency 6. Good communication

Figura 3 - Aspettative dell'investitore - percezione vs realtà.

Questo ci fa capire come le nuove generazioni non si sentano comprese dai consulenti finanziari e quanto sia difficile per quest'ultimi penetrare una fetta di mercato quale quella dei Millennials.

Come se ciò non bastasse a complicare il quadro generale, si aggiunge anche il fatto che le diverse generazioni hanno obiettivi, in termini di sostenibilità di investimento, differenti. Dal report emerge che la Generazione X è più propensa verso settori come farmaceutico, educazione, agricoltura, energia e tecnologie green. La generazione degli Older Millennials è propensa alle tecnologie green, all'educazione a un'agricoltura più sostenibile. Di contro, gli

²⁶ Report The Generation Project di Oppenheimer Funds.

Younger Millennials sono individui più propensi all'investimento sostenibile in settori quali il *banking and finance* e alla conservazione e protezione dell'acqua quale elemento essenziale.²⁷ Dall'analisi congiunta delle due esigenze, lato consulenti e lato clienti, emergono necessità tra loro conciliabili. I consulenti necessitano di nuovi colleghi ai quali poter lasciare il testimone, magari sempre più giovani, in quanto più propensi ad avvicinarsi e carpire le esigenze delle nuove generazioni. Dal canto loro, i consulenti *senior* possiedono una molteplicità di esperienza e informazioni da poter trasmettere loro al fine di colmare un eventuale futuro *gap*. Per quanto riguarda i clienti, soprattutto le nuove generazioni, necessitano di figure sempre più pronte a rispondere alle proprie esigenze. Questi ricercano qualcuno che li guidi nella comprensione e acquisizione delle giuste competenze, nella protezione e distribuzione della loro crescente ricchezza.

2.4 La nuova frontiera della consulenza finanziaria

La digitalizzazione, il passaggio del testimone, il FinTech e la capillare diffusione degli investimenti sostenibili rappresentano un movimento inarrestabile e ormai scontato, che porta con sé tutti quei valori e quelle caratteristiche che le nuove generazioni cercano. Di contro gli operatori si trovano costretti a modificare la propria strategia in relazione alle tematiche attuali. Basti pensare al concetto di consulenza. Mentre fino a qualche anno fa il consulente finanziario era l'esperto di finanza e di prodotti, oggi viene identificato nella figura di colui che riesce a offrire una consulenza a 360 gradi al cliente. L'attenzione, dunque, si sta spostando verso un servizio di consulenza più evoluta che va sotto il nome di *wealth management*. Tale approccio ha lo scopo di implementare una gestione del patrimonio del cliente centrata sulle sue esigenze personali e familiari in un'ottica intergenerazionale e focalizzata su più aspetti (fiscale, legale, immobiliare, successorio, assicurativo), (Di Mascio, 2018; Loconte, 2018).

²⁷ P. 36 report *The Generation Project* di Oppenheimer Funds.

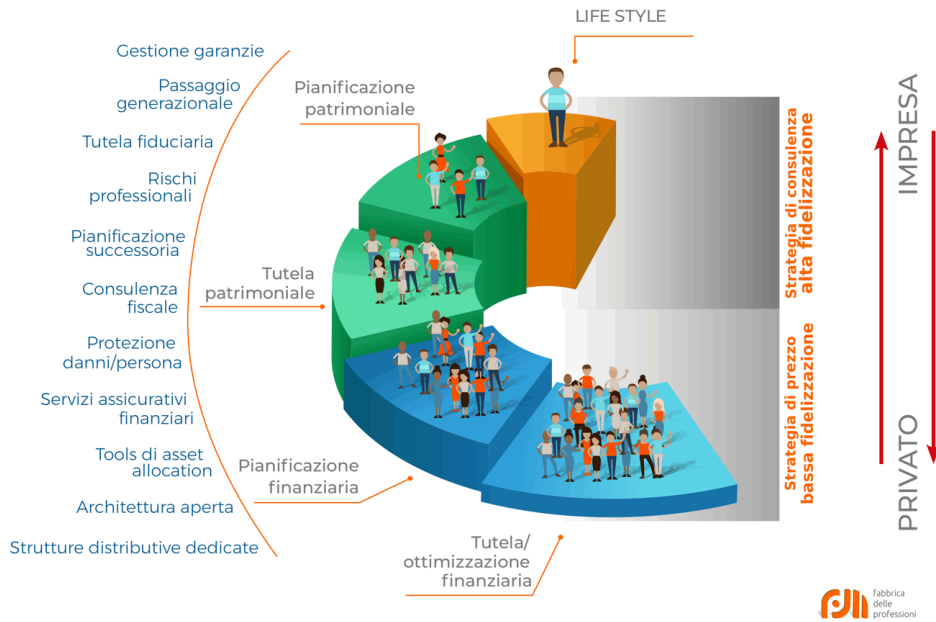


Figura 4 – Ripartizione dei servizi di consulenza - Fabbrica delle professioni.

La discriminante non potrà risiedere solo nell'essere in grado di offrire un ottimo prodotto a un costo contenuto, ma in un valore aggiunto integrato con quest'ultimo, nonché una strategia di pianificazione patrimoniale basata su una valutazione a tutto tondo del cliente.

Come facilmente intuibile, un servizio di consulenza standard diverrà obsoleto con il decorere degli anni. Ogni individuo è diverso e possiede esigenze proprie, ciò implica una soluzione *ad hoc* per ogni cliente e in tal senso la differenza la farà il consulente inteso come professionista e persona. Se da un lato la figura del nuovo consulente finanziario necessita di una diversa formazione – come già menzionato, la mera formazione sui prodotti e sul loro funzionamento non basta più – dall'altro permangono alcuni caratteri che solo con il tempo si potranno costruire, quale la fiducia, l'empatia e la capacità relazionale.

Un ultimo aspetto da considerare riguarda la tecnologia. Se abbiamo detto che quest'ultima rappresenta un elemento fondamentale per le nuove generazioni, altrettanto lo rappresenta per i consulenti finanziari, soprattutto quelli nuovi. Infatti, ritrovarsi in un ambiente di lavoro contraddistinto da strumenti tecnologici adeguati permette di ottimizzare il tempo e di offrire un valore aggiunto.

Dunque, a mano a mano che la tecnologia diventa sempre più pervasiva, a fare la differenza sarà quello che viene definito *human touch*. La nuova figura del consulente finanziario, oltre a gestire il patrimonio delle famiglie, dovrà prendersi cura di tali famiglie.

CAPITOLO III

STATO DELL'ARTE: CONSULENTI FINANZIARI E CLIENTI/INVESTITORI

3.1 Il bisogno di formazione dei nuovi consulenti

Nel corso degli ultimi anni il tema della formazione dei consulenti finanziari ha assunto e sta assumendo un ruolo sempre più importante, anche grazie all'introduzione di MIFID 2, con l'obiettivo di avere a disposizione sempre più persone che possano, oltre ad accompagnare i clienti verso obiettivi di pianificazione finanziaria, formare i clienti e renderli più edotti e consapevoli delle proprie scelte di investimento.

Altresì, il continuo mutamento del contesto in cui i consulenti finanziari si trovano a operare, impone loro nuove esigenze in termini di formazione e aggiornamento.

L'interesse deve focalizzarsi sul processo di formazione, poiché la valorizzazione di un consulente finanziario passa attraverso la cultura, la dimensione valoriale e lo spessore umano (Rinaldi et al., 2014, p. 14).

Come già menzionato nei capitoli precedenti, a oggi il consulente finanziario rappresenta la persona di riferimento per il cliente/famiglia. Una persona che deve saper cogliere tutti i loro bisogni ed essere pronto ad accompagnarli verso la corretta pianificazione, ove quest'ultima può non essere solo finanziaria. A tal proposito, la formazione rivolta ai consulenti finanziari di oggi ha come obiettivo quello di plasmare degli esperti in molteplici discipline. Il processo di formazione può essere scomposto in quattro fasi (Costa et al., 2015):

- 1) analisi dei fabbisogni di formazione;
- 2) progettazione del percorso formativo;
- 3) somministrazione del programma di formazione;
- 4) misurazione dei risultati ottenuti.

La prima fase consta nell'identificazione delle conoscenze e delle lacune del potenziale consulente finanziario. Trattasi di una fase di primaria importanza per il settore della consulenza finanziaria, chiamato a definire l'insieme delle competenze del consulente finanziario "moderno". Possiamo suddividere le competenze in:

- conoscenze, nonché la conoscenza teorica di un determinato argomento;
- *skills*, ovvero l'abilità di saper fare qualcosa e di applicarla per il raggiungimento di un determinato obiettivo;

- comportamenti, *ergo* un insieme di atteggiamenti e valori posti in essere per gestire la propria professione e la propria sfera familiare (Bellavista et al., 2016; Costa et al., 2015).

La definizione dell'analisi dei fabbisogni di formazione dev'essere delineata con l'ausilio della realtà aziendale presso cui si lavora, ma ciò non può precludere dalle aspettative dei clienti, quando quest'ultimi richiedono una figura dotata di esperienza, trasparenza, riservatezza, capacità di pianificazione ed empatia che li possa guidare verso una corretta pianificazione.

Un secondo elemento da considerare, alla luce del contesto generazionale futuro, riguarda la formazione in ambito *digital* dei consulenti finanziari. Se a oggi quest'ultimi possono ancora esimersi dallo sviluppo del *personal branding* sui social, di certo non lo potranno fare in futuro, quando le nuove generazioni, quelle nate *digital*, sostituiranno le attuali.

A testimonianza di quanto appena affermato, possiamo osservare come i *new investor* si affidano a fonti di informazione e ispirazione assai differenti dagli *old investor*. Per esempio, su 5530 americani adulti intervistati, il 35% di coloro che ha iniziato a investire dopo il 2020 menziona i social come fonte di ispirazione. Mentre la percentuale degli investitori che si fa ispirare dal proprio consulente/broker è crollata dal 29% al 9%, sempre considerando il confronto tra *new investor* e *old investor*.²⁸

Dunque, presidiare i canali social, facendone un uso corretto e consapevole, assumerà sempre più importanza tra i consulenti finanziari.

La seconda fase riguarda la progettazione del percorso formativo. Come l'analisi del fabbisogno di formazione dev'essere condotta tra consulente e azienda, allo stesso modo anche la progettazione del percorso formativo dev'essere ampiamente condivisa. Un'iterazione tra protagonista e azienda permetterà al primo di cogliere i motivi e i vantaggi competitivi legati alla formazione e di avanzare delle potenziali richieste/migliorie che potrebbero essere apportate.

La terza fase del processo di formazione riguarda la somministrazione del programma precedentemente delineato. Il modo e i mezzi attraverso cui tale formazione viene erogata sono cruciali. L'avvento della pandemia non ha condizionato solo il modo di lavorare, ma anche il modo di fare formazione, fornendo un impulso notevole all'uso delle tecnologie anche per tali finalità. Si pensi al sistema di formazione e-learning, dove con tale termine si intende l'utilizzo delle tecnologie e di Internet per migliorare la qualità dell'apprendimento, facili-

²⁸ CNBC/Momentive Invest in You.

tando l'accesso a risorse e servizi, nonché lo scambio in remoto e la collaborazione a distanza.²⁹ Se da un lato questa metodologia di formazione permette ai consulenti un notevole risparmio di tempo e costi e la possibilità di una formazione continua, dall'altro non vanno precluse le realtà formative in aula quali elemento distintivo che permette la creazione di un sistema relazionale completamente diverso dalla formazione a distanza.

L'ultima fase riguarda la misurazione dei risultati ottenuti a fronte della formazione erogata al fine di comprendere eventuali difficoltà e campi di miglioramento. L'ipotesi di valutare la formazione mediante la somministrazione di *survey* lascia il tempo che trova, in quanto, la maggior parte delle volte, quest'ultimi vengono svolti con superficialità e senza cognizione di causa. Come identificato da diversi autori, un'alternativa ai *survey* potrebbe essere rappresentata dalla soddisfazione dei clienti al fine di identificare se le abilità e le competenze acquisite dal consulente siano successivamente tradotte in un miglioramento del servizio di consulenza offerto (Costa et al., 2015).

3.2 L'educazione finanziaria della popolazione

Per educazione finanziaria si intende «quel processo attraverso il quale i risparmiatori, gli investitori, e in generale, la più ampia platea dei consumatori dei servizi finanziari migliorano la propria comprensione di prodotti e nozioni finanziari»³⁰.

L'obiettivo di un'accurata educazione finanziaria è di sviluppare le capacità e la fiducia affinché gli stessi investitori possano divenire maggiormente consapevoli delle insidie e delle opportunità presenti nei mercati finanziari. Rendere più edotti gli investitori permette loro di effettuare delle scelte consapevoli, di comprendere e valutare i rischi connessi a determinate scelte e di porre in essere una corretta pianificazione finanziaria, chiaramente accompagnati da un consulente finanziario.

Molte volte si sente parlare tanto di educazione finanziaria quanto di alfabetizzazione finanziaria, pensando erroneamente che abbiano lo stesso significato. L'educazione finanziaria fa riferimento al fornire elementi di valutazione e strumenti per permettere alle persone di prendere delle decisioni consapevoli. Per alfabetizzazione finanziaria si intende «un insieme di conoscenze e cognizioni di concetti e rischi di carattere finanziario, unito alle abilità, alla motivazione e alla fiducia nei propri mezzi, che consentono di utilizzare queste conoscenze

²⁹ Definizione dell'OCSE tratta dal documento COM (2001) 172 della Commissione delle Comunità Europee del 28 marzo 2001.

³⁰ Definizione dell'OCSE.

e cognizioni per prendere decisioni efficaci in molteplici e diversi contesti di carattere finanziario, per migliorare il benessere degli individui e delle società e per consentire una partecipazione consapevole alla vita economica»³¹.

Da questo primo distinguo possiamo notare come l'alfabetizzazione finanziaria sia qualcosa di più teorico, necessario a porre le basi per una miglior comprensione del contesto economico. L'educazione finanziaria la possiamo vedere come un processo, articolato in più fasi, che può durare una vita intera.

Concentrando l'attenzione sul livello di alfabetizzazione finanziaria, la Banca d'Italia, prima nel 2017 e successivamente nel 2020, ha condotto la cosiddetta IACOFI (Indagine sull'Alfabetizzazione e le Competenze Finanziarie degli Italiani). Tale indagine aveva come obiettivo quello di definire un punteggio complessivo (compreso tra un minimo di uno e un massimo di ventuno) analizzando tre sottocampioni:

- conoscenze: i quesiti posti riguardavano l'inflazione, la differenza tra tasso di interesse semplice e composto, la diversificazione, il tasso di interesse. Il punteggio variava da zero a sette;
- comportamenti: l'attenzione si focalizzava sul modo in cui gli individui gestiscono e programmano le proprie risorse: fissazione degli obiettivi finanziari, ripartizione delle risorse da destinare alle varie categorie di spesa, risparmi. Il punteggio variava da zero a nove;
- attitudini: in tal caso ci si focalizzava sulla concezione di risparmio in ottica di lungo termine. Il punteggio variava da uno a cinque.

Il risultato complessivo mostrò un lieve incremento, seppur risicato, da 11 rilevato nel 2017 a 11,2 rilevato nel 2020. Se andiamo ad analizzare i sottocampioni, come mostrato dal grafico sottostante, possiamo constatare un leggero miglioramento nell'ambito della conoscenza, probabilmente dovuto alle maggiori campagne di sensibilizzazione apportate in questo differenziale temporale, ma un peggioramento, più o meno marcato, nell'ambito del comportamento e dell'attitudine.

³¹ <https://www.oecd.org/daf/fin/financial-education/35108560.pdf>

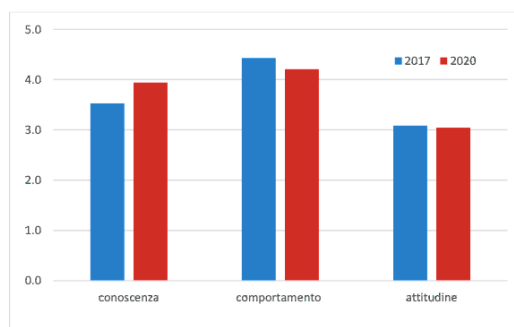


Figura 5 - Alfabetizzazione in Italia: le componenti.

Attraverso l'analisi possiamo facilmente osservare come le caratteristiche sociodemografiche incidano sui punteggi ottenuti. Com'è lecito attendersi, esiste una correlazione positiva tra il livello di istruzione e il punteggio ottenuto, ma questa non è l'unica variabile che influenza il punteggio totale.

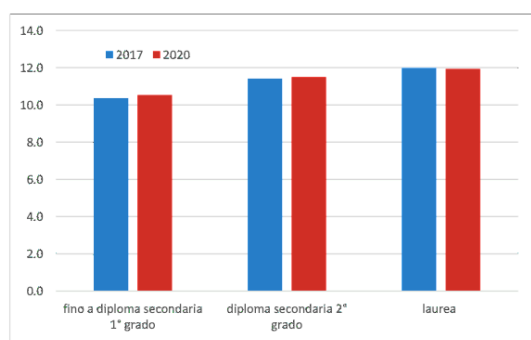


Figura 6 - Alfabetizzazione finanziaria in Italia per titoli di studio, 2017-2020.

Se poniamo l'attenzione sulla componente età, anche quest'ultima gioca un ruolo diverso. Il livello di alfabetizzazione finanziario è più elevato nella fascia di età 35-44, con un netto miglioramento rispetto alla precedente rilevazione. Come evidenziato dalla IACOFI, tali di-vari sono dovuti alle diverse caratteristiche della popolazione nelle relative fasce d'età.

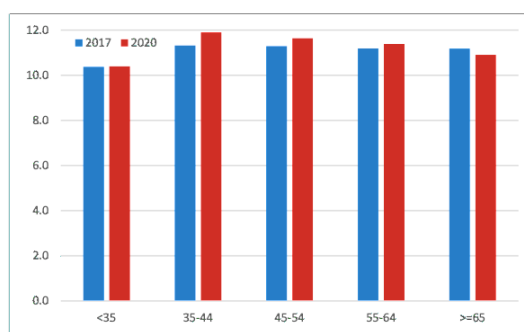


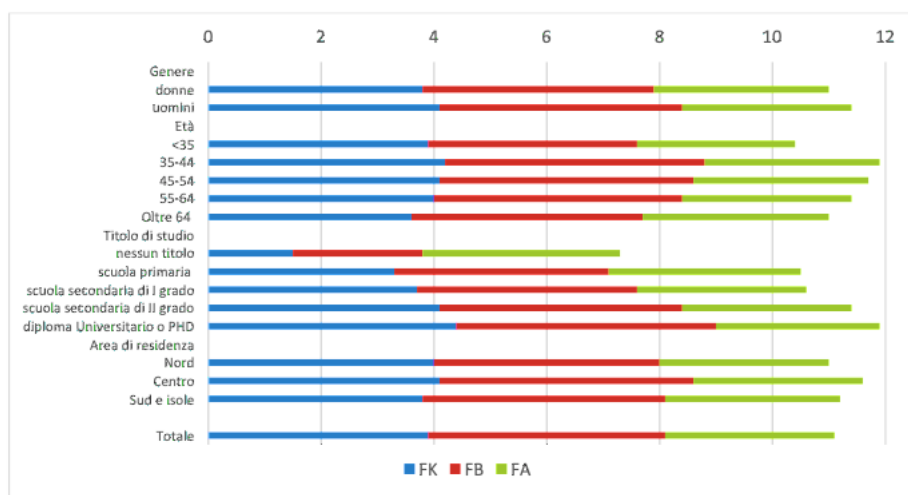
Figura 7 - Alfabetizzazione finanziaria in Italia per classi di età, 2017-2020.

In ultima istanza, analizzando la componente genere, il quadro generale non evidenzia particolari differenze tra uomini e donne. Si registra un lieve miglioramento della classe uomini nell'ultima rilevazione. Ciò che merita particolare attenzione in tal senso riguarda l'analisi del punteggio medio analizzando il divario di genere in base alla condizione lavorativa. L'IACOFI evidenzia una relazione positiva tra reddito personale da gestire e conoscenze finanziarie. In particolar modo, le casalinghe e le pensionate contribuiscono in maniera negativa, amplificando la distanza nei livelli di conoscenza, mentre le lavoratrici autonome possiedono maggiori conoscenze rispetto agli omologhi uomini.



Figura 8 - Conoscenze finanziarie in Italia per genere e tipologia di lavoro, 2020.

Al fine di comprendere meglio l'incidenza dei singoli fattori sui punteggi medi, prendiamo in considerazione l'analisi di regressione effettuata nell'ambito della IACOFI, che considera tanto la rilevazione del 2017 quanto quella del 2020. In tale analisi, le variabili indipendenti sono il genere l'età, il titolo di studio e l'area geografica di residenza, mentre le variabili dipendenti sono rappresentate dai sottocampioni (conoscenza, comportamenti e attitudini) e dall'indicatore totale.



Legenda: FK = Conoscenze finanziarie; FB = Comportamenti finanziari; FA = Attitudini finanziarie.

Figura 9 – Regressione.

L'output grafico dell'analisi di regressione mostra come le componenti che influenzano maggiormente il grado di alfabetizzazione finanziaria sono rappresentate dal livello di studio e dalla fascia di età. Il genere e l'area geografica di residenza mostrano un'influenza minoritaria. Tali risultati possono essere messi a confronto con quelli internazionali, al fine di carpire la situazione attuale del nostro Paese. Dall'analisi condotta dall'OECD International Network on Financial Education, tanto nella rilevazione del 2017 quanto in quella del 2020, l'Italia si posiziona come fanalino di coda in termini di alfabetizzazione finanziaria, collocandosi ben al di sotto della media del G20. Il punteggio medio per l'Italia è di 11,20 contro un punteggio medio dei partecipanti all'indagine di 12,70.³² Il risultato è alquanto sconcertante, anche se deve essere interpretato con prudenza, poiché l'indagine condotta dai Paesi presi in considerazione non è omogenea.

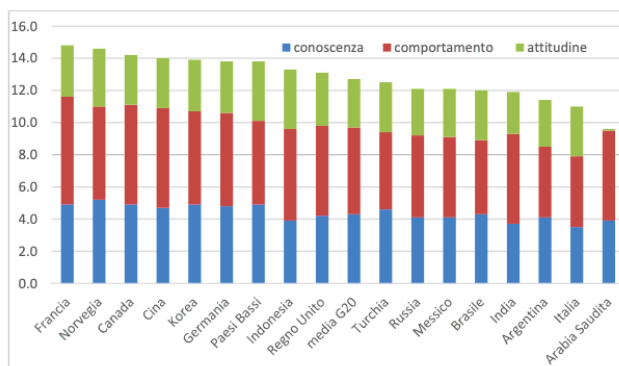


Figura 10 - Confronto internazionale: l'alfabetizzazione finanziaria nel 2017.

³² Report on adult financial literacy in G20 countries.

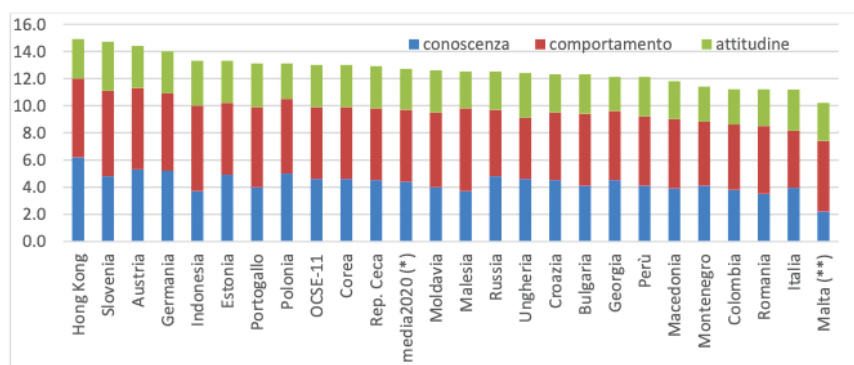


Figura 11 - Confronto internazionale: l'alfabetizzazione finanziaria nel 2020.

La situazione di Alfabetizzazione finanziaria del nostro Paese evidenziata nel 2017 si protrae e viene rilevata anche dall'analisi condotta nel 2020. L'unica nota positiva è un leggero miglioramento delle conoscenze in ambito finanziario e la consapevolezza della popolazione italiana dei propri limiti in termini di cultura finanziaria.

Anche l'Osservatorio Internazionale EduFin ha rilevato come il nostro Paese stia viaggiando con il freno a mano tirato, ma nel tempo è cresciuto notevolmente l'interesse per i temi economici-finanziari. Se da un lato è lecito attendersi che la crescita dell'interesse sia correlata con la crescita del patrimonio, ciò che sorprende positivamente è la crescita dell'interesse nei non investitori (passata dal 20% del 2020 al 70% del 2021), negli studenti maggiorenni e negli studenti delle scuole medie. Pictet Asset Management e FINER Finance Explorer sostengono che questo incremento sia dovuto al mutamento del contesto geopolitico a cui si sommano gli effetti di un'inflazione elevata e di un'instabilità economica. Questi *driver* che spingono gli individui verso la ricerca di una maggior alfabetizzazione finanziaria potrebbe farci pensare che la finalità primaria sia aumentare il risparmio per fronteggiare spese/situazioni impreviste. Fino al 2021 il risparmio rappresentava il motore che alimentava l'interesse verso l'economia e la finanza. A partire dal 2022, come evidenziato dall'indagine, il motore è passato dal risparmio alla realizzazione dei propri progetti di vita.³³

A questo punto ci si interroga sui soggetti che dovrebbero alimentare l'interesse e provvedere a una formazione adeguata. L'indagine evidenzia come le parti attive differiscano a seconda della fascia di clienti cui viene sottoposta la domanda: nei giovani la scuola assume un peso rilevante, mentre le persone anziane rivestono fiducia nelle istituzioni, amici e conoscenti. Chiaramente conciliare gli interessi e le preferenze di individui differenti risulta assai complesso, oltre che dispendioso. Ciò non esime dal fatto che le istituzioni *in primis* dovrebbero

³³ Osservatorio Internazionale EduFin Pictet: la finanza secondo le nuove generazioni.

farsi carico di questo onere. Soggetti maggiormente educati, non solo in termini economico-finanziari, non possono far altro che apportare valore aggiunto alla società in cui vivono.

3.3 Cosa ci dice la finanza comportamentale?

Quando si parla di finanza comportamentale ci si riferisce a quella branca dell'economia che indaga i comportamenti dei mercati finanziari includendo, nei propri modelli, principi di psicologia legati al comportamento individuale e sociale.³⁴

L'anno in cui la finanza comportamentale prese piede in maniera decisiva fu il 1979, quando Daniel Kahneman e Amos Tversky redassero un lavoro che, utilizzando tecniche di psicologia cognitiva, spiegava le anomalie nel processo decisionale economico razionale.

La loro ricerca li condusse a comprendere come in una situazione di incertezza, la razionalità degli individui si scontra con le distorsioni cognitive portando a errori sistematici.

Il filone della finanza comportamentale trova origine sulla base del fatto che gli investitori non si comportano in maniera coerente con la teoria della finanza classica, la quale presuppone che gli investitori siano razionali, ovvero operino per massimizzare la funzione di utilità derivante dalla ricchezza, e i mercati siano efficienti, ovvero quest'ultimi riflettono le informazioni nei prezzi in maniera tempestiva e completa.

Un tema che costituisce parte delle fondamenta della finanza comportamentale riguarda le distorsioni comportamentali, meglio note come *bias*, collegate all'utilizzo di regole euristiche decisionali.

Quando si parla di *bias* si vuole identificare una distorsione comportamentale (cognitiva o emozionale) che induce a commettere un errore (Cervellati, 2021). Un primo distinguo riguarda i *bias* cognitivi da quelli emozionali. I primi riguardano il modo con cui gli individui reperiscono ed elaborano le informazioni, mentre i secondi riguardano come le persone si sentono mentre registrano mentalmente le informazioni raccolte.

In relazione ai *bias* cognitivi passiamo in rassegna quelli più noti e più utilizzati in letteratura:

- iperottimismo: tale distorsione comporta una sovrastima della probabilità di esiti favorevoli e una sottostima di esiti sfavorevoli (Weinstein, 1980; Kahneman, Lovallo, 1993);

³⁴ Definizione di Borsa Italiana.

- *overconfidence*: gli individui tendono ad avere un eccesso di fiducia nei confronti delle loro credenze. L'*overconfidence* porta alla fissazione di intervalli di confidenza relativamente stretti, sottostimando la probabilità di risultati inferiori e sovrastimando la probabilità di risultati superiori a quelli previsti;
- *hindsight bias*: trattasi di un qualcosa ex-post, *ergo* gli individui credono che avrebbero potuto prevedere gli avvenimenti che si sono poi verificati. Tale credenza li pone nella situazione di cadere nuovamente in questa trappola anche per il futuro;
- *bias* di conferma: i soggetti tendono a sovrappesare le informazioni che supportano le loro idee e a sottopesare o ignorare quelle che le contraddicono;
- *status quo*: rappresenta la tendenza a permanere nella situazione corrente poiché si è avversi alle perdite o non si vuole provare rammarico;
- *home bias*: tale distorsione assume una particolare rilevanza in ambito finanziario, poiché ha come principale conseguenza una ridotta diversificazione degli investimenti di un cliente esponendosi a un elevato rischio idiosincratico. Come si evince dal nome stesso, a causa di questo bias, gli investitori tendono a preferire titoli di aziende nazionali o locali, poiché affetti dall'illusione di conoscenza.

Quando si parla di *bias* non si può non menzionare le euristiche, nonché scorciatoie di pensiero utili al fine di arrivare a una conclusione in maniera rapida senza ricorrere al ragionamento logico.

Il legame logico tra *bias* ed euristiche è sottile ma di fondamentale importanza: gli individui hanno un'innata predisposizione (*bias*) a commettere un particolare errore e tendono a usare una regola (euristica) per semplificare il problema decisionale.

A livello di euristiche possiamo evidenziare le più importanti:

- euristica della rappresentatività: gli individui per elaborare le informazioni e formulare giudizi di probabilità si basano su stereotipi (esempio: determinate caratteristiche di un individuo possono far pensare che svolga un'occupazione anziché l'altra) e situazioni familiari. Tale euristica ha delle conseguenze. Una tra tutte riguarda l'idea che quando si osserva una realizzazione empirica di un fenomeno aleatorio si pensa che sia rappresentativa, ovvero riproduca esattamente le caratteristiche fondamentali del fenomeno.

In ambito finanziario, l'erronea considerazione dei processi casuali ha numerose implicazioni, poiché induce gli investitori a individuare dei *trend* anche quando potrebbero non esistere;

- euristica della disponibilità: gli individui sono condizionati dalla facilità con cui le informazioni possono essere richiamate. Ciò è dovuto alla semplicità con cui gli eventi verosimili e frequenti sono più facili da ricordare;
- euristica dell'ancoraggio: secondo tale euristica si osserva come la maggior parte delle volte gli individui formulano previsioni o stime partendo da un punto iniziale e successivamente procedono per aggiustamenti. Molte volte, però, il punto di riferimento funge da ancora trattenendo a sé gli aggiustamenti successivi e rendendo quest'ultimi insufficienti.

Se da un lato gli investitori, per loro natura, sono avversi alle perdite, ovvero accusano un dolore maggiore quando incorrono in una perdita rispetto al piacere che potrebbe derivare da un guadagno di pari ammontare monetario, dall'altro tendono ad assumersi maggior rischi a fronte di una perdita pregressa, con la speranza di poterla recuperare (avversione alla perdita certa).

Cercare di correggere gli effetti negativi dei *bias* e riportare gli investitori sulla retta via è possibile, ma è necessaria una piena fiducia nei confronti del consulente finanziario e occorre la volontà stessa dell'investitore di mettersi in gioco. Un compito arduo, poiché tipicamente gli errori comportamentali sono insiti nel cervello umano e di conseguenza sono predisposti per non affrontare cambiamenti radicali.

Tutte queste evidenze ci permettono di riflettere e capire come il ruolo del consulente finanziario necessiti sempre più di un'adeguata preparazione sotto una logica di *behavioral finance* e debba assumere sempre più il ruolo di «medico di famiglia finanziario»³⁵. Infatti, il consulente non deve confondersi con il gestore, ma dovrebbe conoscere a fondo il proprio cliente, la sua storia clinica, la sua personalità con l'obiettivo di somministrare le migliori cure. Altresì, il consulente dovrebbe conoscere il pregresso, in termini di investimenti, del cliente, la sua tolleranza al rischio, i suoi obiettivi finanziari, per comprendere al meglio come lo stesso reagirà alle fluttuazioni di mercato e se sarà in grado di attenersi al percorso di investimento delineato.³⁶

³⁵ Definizione proposta in Statman, 2011.

³⁶ Finanza comportamentale e investimenti, Enrico Maria Cervellati.

3.4 Le teorie comportamentali

La finanza neoclassica è costruita per affrontare il problema delle scelte in condizioni di incertezza di soggetti avversi al rischio. L'evidenza empirica mostra che non è corretto distinguere tra soggetti avversi al rischio e propensi al rischio, poiché questi sono contemporaneamente avversi e propensi al rischio a seconda del tipo di problema e dei relativi esiti possibili. Il concetto di avversione alle perdite rappresenta uno degli scogli più ardui che un consulente finanziario si trova ad affrontare in ottica di pianificazione finanziaria con il cliente.

Tale concetto fu introdotto da Kahneman e Tversky in relazione alla Teoria dei prospetti.

La Teoria dei prospetti suddivide il processo di scelta in condizioni di incertezza in due fasi:

1. *editing phase*: si tratta di un'analisi delle diverse prospettive la quale, molte volte, porta a una rappresentazione più semplice dei prospetti;
2. valutazione dei prospetti: i prospetti semplificati vengono analizzati e valutati con l'obiettivo di scegliere quello che ha un maggior valore.

Il valore di un gioco (V) dipende da un valore che esprime il valore attribuito agli esiti (v) e la ponderazione delle relative probabilità (π):

$$V = \sum_{i=1}^N \pi(p_i) v(x_i)$$

In relazione a tale valore è doveroso effettuare alcune precisazioni:

- le probabilità p_i e gli esiti x_i sono il risultato del processo di editing che può, a volte, modificarli sostanzialmente;
- gli esiti x_i sono valutati come differenza rispetto a un punto di riferimento e non come stati finali di ricchezza;
- le probabilità vengono ponderate in modo non lineare mediante la funzione di ponderazione.

La funzione di valore conferisce agli esiti di un gioco un valore per l'individuo. Come possiamo osservare dal grafico successivo, nella zona dei guadagni la funzione di valore è positiva e ha una forma concava, mentre nella zona delle perdite la funzione di valore è negativa e convessa e la funzione risulta più inclinata. Una maggiore inclinazione della funzione implica che l'individuo, in tale area, è più propenso al rischio rispetto a colui che si trova nell'area dei guadagni. Questo perché colui che si trova nell'area dei guadagni vuole proteggere i propri guadagni (mutevole atteggiamento verso il rischio). Colui che si trova nell'area delle perdite, innanzitutto vuole compensare le perdite (*loss aversion*).

Sempre osservando il grafico, notiamo come il valore marginale dei guadagni e delle perdite decresce all'aumentare della loro dimensione. Da tale evidenza, possiamo trarre una conclusione importante: non si può affermare che gli individui siano sempre avversi o propensi al rischio, anzi manifestano entrambe le attitudini a seconda delle circostanze.

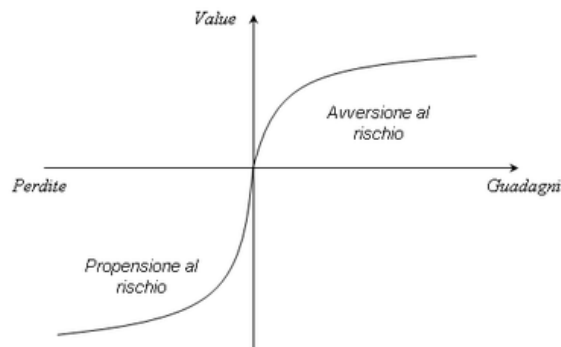


Figura 12 - Funzione di valore.

La funzione di ponderazione rappresenta il peso attribuito al valore di ciascun esito: tale peso dipende dalla probabilità dell'esito, ma non coincide con essa.

Mentre nella teoria classica l'utilità attesa è lineare rispetto alle probabilità, nella teoria dei prospetti il valore di un gioco non lo è rispetto alle probabilità.

Tale funzione è crescente e gli esiti impossibili vengono ignorati. La funzione stessa possiede alcune importanti proprietà:

- se la probabilità è piccola \rightarrow iperponderazione della probabilità, ovvero il peso della probabilità è superiore alla probabilità $\pi(p) > p$;
- se la probabilità è elevata \rightarrow ipoponderazione della probabilità, ovvero il peso della probabilità è inferiore alla probabilità $\pi(p) < p$;
- per $0 < p < 1$ si verifica che $\pi(p) + \pi(1 - p) < 1 \rightarrow$ effetto - certezza. L'idea fondamentale sottostante l'effetto - certezza è che le modifiche che intervengono sui prospetti di scelta hanno impatti diversi se trasformano un'alternativa da certa a rischiosa o viceversa, anziché se agiscono su prospetti che sia prima che dopo la modifica sono comunque rischiosi.

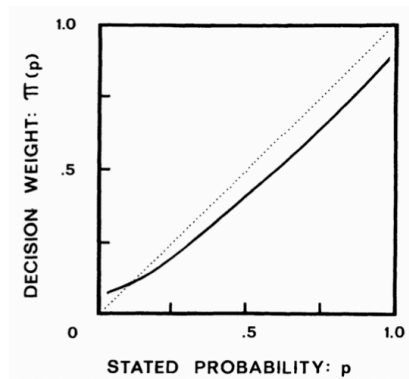


Figura 13 - Funzione di ponderazione.

Dunque, secondo la Teoria dei prospetti gli individui sono propensi al rischio nel dominio delle perdite e avversi nel dominio dei guadagni.

Successivamente, è stata sviluppata un'ulteriore teoria, definita come Teoria dei Prospetti Cumulativa (TPC). Essa rappresenta un'evoluzione della precedente in cui si registra una diversa derivazione dei pesi decisionali da applicare agli esiti aleatori.

Le conclusioni a cui arriva questa rivisitazione della teoria dei prospetti sono le seguenti:

- gli individui sono avversi al rischio quando affrontano situazioni i cui i guadagni sono abbastanza probabili e di ammontare non elevato. Quando si tratta di guadagni poco probabili e di elevato importo, gli individui sono propensi al rischio;
- gli individui sono avversi al rischio quando devono affrontare delle perdite elevate ma poco probabili. Quando si tratta di affrontare perdite più basse ma più probabili, gli individui sono propensi al rischio (ciò è coerente con la tendenza ad assicurarsi per proteggersi da eventi molto gravi ma rari e lasciare scoperti rischi meno gravi ma più frequenti).

Accanto alla Teoria dei prospetti, un altro pilastro della finanza comportamentale è la Teoria motivazionista SP/A, secondo cui le emozioni giocano un ruolo sostanziale nel processo decisionale ed esiste una relazione tra obiettivi da realizzare (sicurezza e potenziale) e scelte effettuate, che dipendono dalle aspirazioni (Lopes, 1987).

Secondo questa teoria, gli individui mirano a due obiettivi: la ricerca della sicurezza da un lato e il conseguimento di un guadagno potenziale dall'altro. Chiaramente la ricerca di quest'ultimo fa subentrare lo stato d'animo della paura, che porta l'individuo a sovrastimare la probabilità di esiti negativi e sottostimare la probabilità di eventi positivi.

Le aspirazioni, invece, riguardano la fissazione di obiettivi. In questo caso interviene lo stato d'animo della speranza che spinge le persone a credere che la probabilità di raggiungere il livello di ricchezza desiderato sia più alta della realtà. A supporto della teoria motivazionista,

possiamo facilmente intuire come la propensione al rischio possa variare se l'individuo sta valutando una situazione che lo possa portare al raggiungimento di un maggior livello di aspirazione.

La teoria calza a pennello con il binomio rischio-rendimento, per cui la sfida, nella mente dell'individuo/investitore, è tra il desiderio di sicurezza che si paga con un minor rendimento e quello di potenziale guadagno che comporta un'assunzione di rischio maggiore.

L'analisi appena condotta risulta di fondamentale importanza per capire come gli individui non siano capaci di compiere delle scelte razionali, soprattutto quando quest'ultime devono essere prese in condizioni di incertezza. A tal proposito, la figura del consulente finanziario moderno, conscio ed edotto di queste problematiche, non dovrebbe esimersi dall'educare il cliente in tal senso. Il cliente, assieme al suo consulente, dovrebbe sempre ragionare in termini di orizzonte temporale, obiettivi e propensione al rischio, lasciandosi guidare dai consigli del proprio fidato con l'obiettivo di non incorrere nelle problematiche analizzate in precedenza.

3.5 Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane

Il rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane è stato condotto facendo riferimento a un campione di 1436 individui che dichiarano di detenere quantomeno un'attività finanziaria. Lo stesso riguarda soggetti che percepiscono il reddito più elevato all'interno della famiglia con età compresa tra i 18 e i 74 anni.

La nostra analisi del rapporto si concentra su quattro delle sette sezioni:

- 1) caratteristiche sociodemografiche e tratti della personalità;
- 2) conoscenze finanziarie;
- 3) pianificazione finanziaria e risparmio;
- 4) scelte e abitudini di investimento.

Partendo dall'analisi dell'avversione al rischio e dell'avversione alle perdite, l'indagine rileva come vi sia una stabile, seppur elevata, avversione al rischio. Infatti, il 70% degli intervistati adotta una logica di governo del rischio e solo successivamente di ricerca del rendimento, ovvero preferisce investimenti con rendimenti moderati a fronte di rischi contenuti (nel 2019 la percentuale si attestava al 65%). Anche per quanto riguarda l'avversione alle perdite, la percentuale di soggetti che dichiarano di non tollerare una minima perdita del capitale investito si attesta al 69% (anche se il 65% di questi è propenso ad accettare una piccola perdita nel breve periodo con l'obiettivo di un maggior guadagno nel lungo periodo).

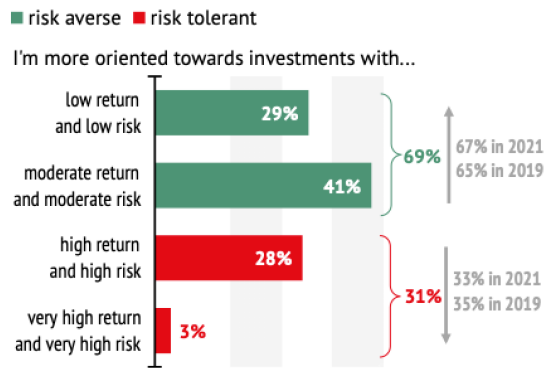


Figura 14 - Risk aversion and loss aversion.

Dall'indagine emerge che l'avversione al rischio e l'avversione alle perdite sono correlate negativamente con il reddito, la ricchezza finanziaria, l'essere single e la soddisfazione finanziaria. Evidenza più che coerente con le analisi fin qui condotte.

Dal punto di vista del risparmio, il 63% del campione presenta delle difficoltà nel risparmiare per obiettivi che abbiano un orizzonte temporale troppo distante. Infatti, solo il 28% di questi ultimi dichiara un *holding period* superiore ai 5 anni.

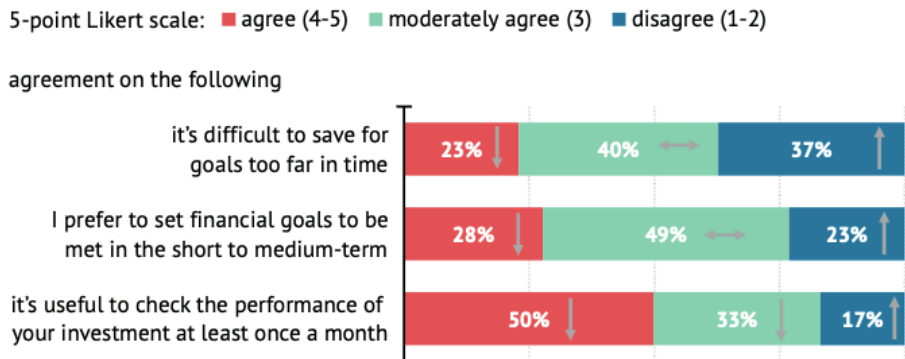


Figura 15 - Attitude towards financial myopia.

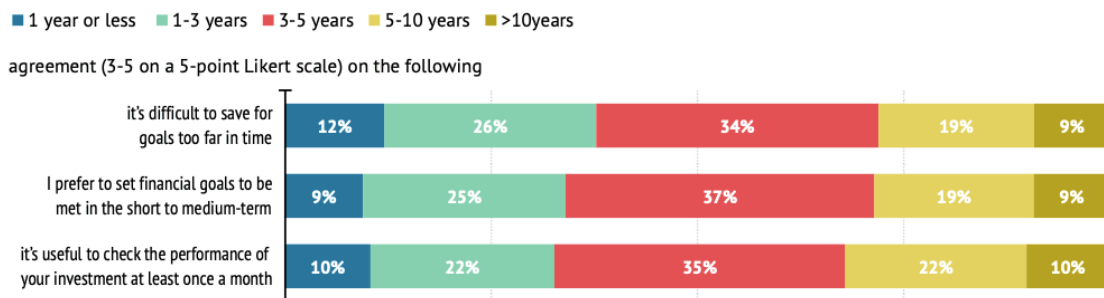


Figura 16 - Attitude towards financial myopia by investment holding period.

La pandemia di COVID-19 nel 2019, lo scoppio della guerra Russia-Ucraina nel 2022 e l'elevata inflazione hanno contribuito, e tutt'ora contribuiscono, a rendere difficile la vita per gli investitori/risparmiatori. L'evidenza emerge anche dal report, il quale mostra che l'80% degli investitori menziona quattro comuni denominatori in relazione alla percezione di complessità nella gestione delle finanze personali: il contesto economico/finanziario incerto, l'inflazione, in particolar modo il crescente aumento dei prezzi energetici e alimentari, il basso livello di alfabetizzazione finanziaria e il rischio di incorrere in truffe finanziarie.

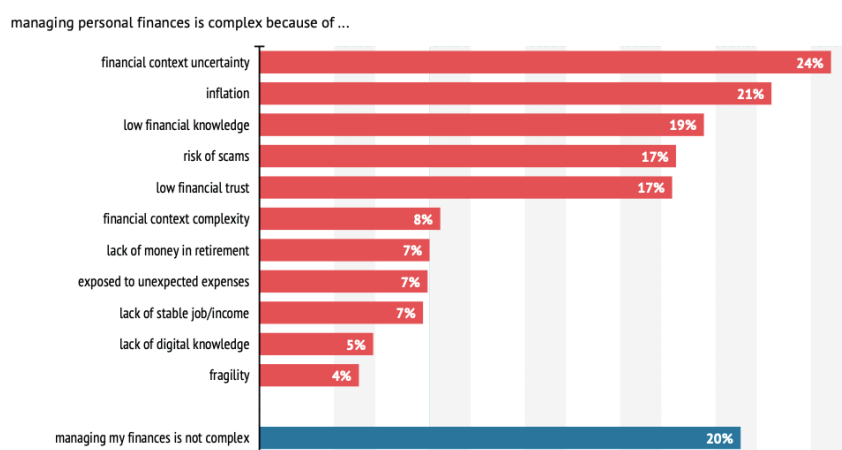


Figura 17 - *Perceived complexity in managing personal finances.*

Come già evidenziato nei paragrafi precedenti, dove abbiamo analizzato il posizionamento del nostro Paese in termini di educazione finanziaria, le conoscenze finanziarie sono tutt'altro che diffuse presso la popolazione italiana. Prendendo in considerazione il campione di 1436 soggetti, è stato somministrato loro un test che riguardava cinque nozioni di base (diversificazione del rischio, binomio rischio-rendimento, inflazione, mutuo e interesse composto). Del campione menzionato, escludendo le risposte potenzialmente fornite in maniera casuale, ovvero quelle per cui l'individuo non è in grado di valutare il numero di possibili risposte corrette *ex-post*, solo il 56% dichiara di conoscere le nozioni citate.

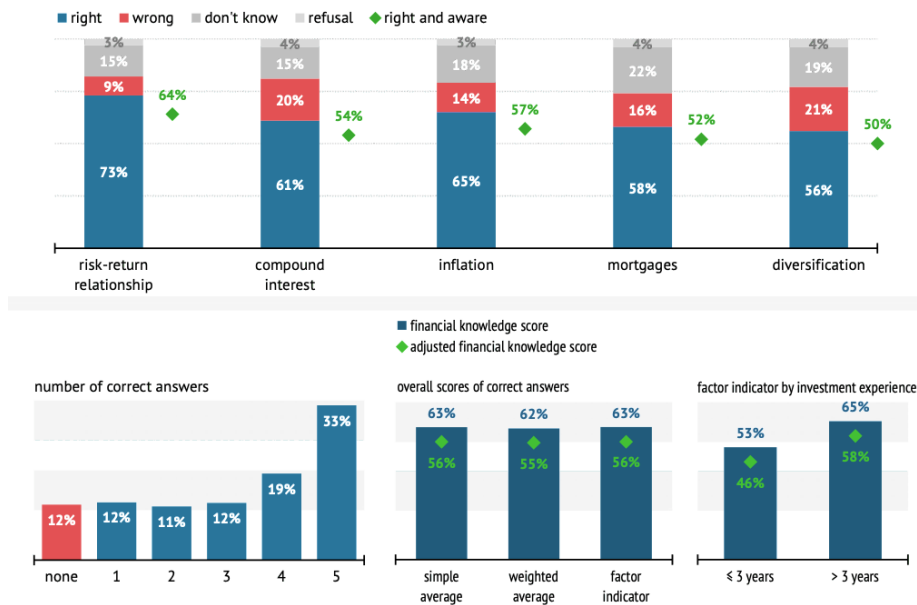


Figura 18 - Actual basic financial knowledge.

Soffermandoci sul concetto di diversificazione del rischio, il dato dei soggetti intervistati che ne conosce il corretto significato è preoccupante; infatti, solo il 32% è consapevole di cosa voglia dire effettuare una corretta diversificazione, a livello di *asset class*, all'interno di un portafoglio. Una diretta conseguenza riguarda anche il concetto di rischio-rendimento. Non conoscendo la base della diversificazione, i soggetti tendono ad assumersi un rischio maggiore rispetto a quello realmente da loro assumibile, finendo per creare dei portafogli fai da te con un'eccessiva concentrazione in determinate *asset class*. Un maggior rischio inconsapevolmente assunto e un portafoglio non diversificato correttamente creano ansia nell'investitore, qualora si trovi di fronte a situazioni di elevata volatilità nei mercati finanziari.

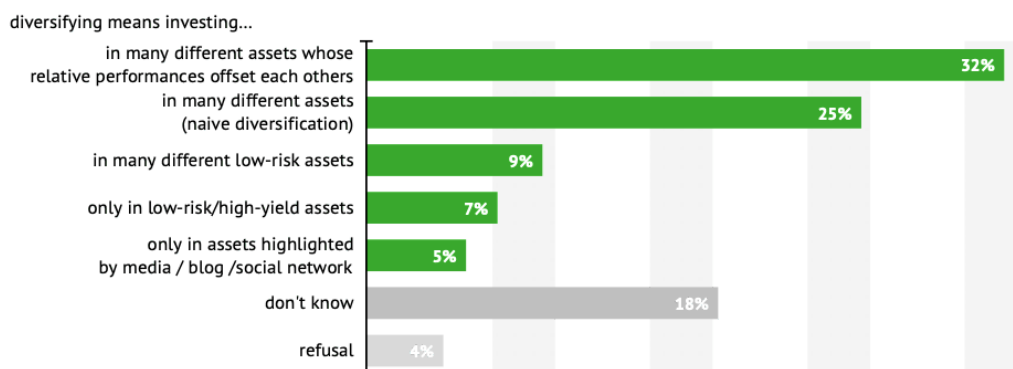


Figura 19 - Understanding portfolio diversification.

In relazione alle tipologie di investimento, l'indagine rileva come le preferenze degli investitori cambiano a seconda dell'*holding period*.

Nel caso di un orizzonte temporale pari a due anni, gli investitori tendono a prediligere forme di investimento quali fondi comuni obbligazionari (dato in diminuzione rispetto al 2019, a fronte di un incremento verso i fondi comuni azionari). Di contro, se passiamo da un orizzonte di breve periodo a uno di lungo periodo, ovvero nel caso in questione quindici anni, le preferenze virano verso fondi comuni azionari.

In ambedue le situazioni, possiamo registrare una costante presenza degli investimenti immobiliari, i quali si avvicinano molto, in termini di preferenze, agli investimenti in fondi azionari a mano a mano che l'orizzonte temporale cresce.

Anche da tale evidenza, si può pensare come la maggior parte degli investitori ragioni correttamente per obiettivi tralasciando il concetto di diversificazione a prescindere dall'*holding period*.

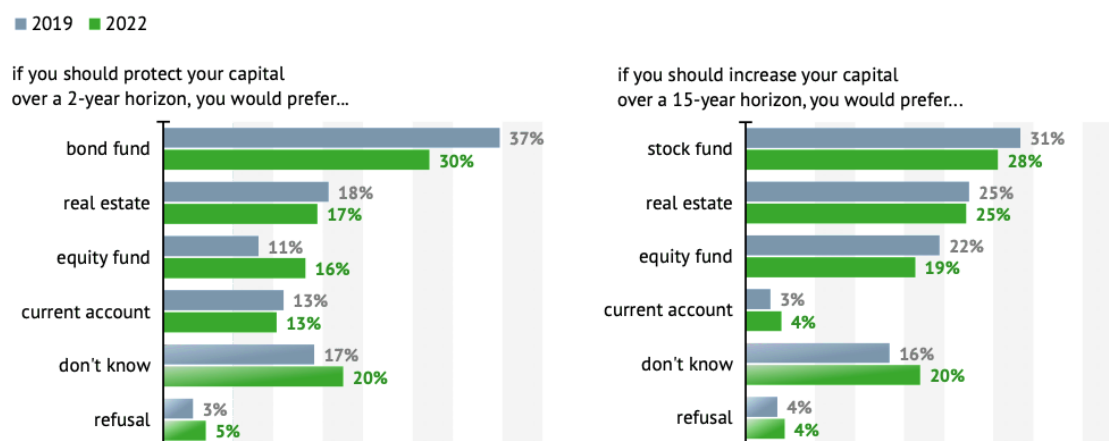


Figura 20 - Financial competences: investment goals and asset choices.

Per quanto riguarda la pianificazione finanziaria, il *survey* evidenzia un incremento della percentuale di investitori che ha constatato una riduzione delle proprie entrate (si è passati dal 17% del 2021 al 23% del 2022). La causa principale è rilevabile nell'incremento dell'inflazione e nel conseguente aumento dei tassi di interesse, che hanno gravato maggiormente nelle famiglie titolari di un mutuo. Altresì, è cresciuto il numero di famiglie definite fragili, ovvero quei nuclei che faticano a fronteggiare spese fisse e ricorrenti, passando da un 33% del 2021 a un 37% del 2022.

Osserviamo, invece, una certa costanza nella quota di soggetti che non sono in grado di affrontare una spesa imprevista di 1000 euro.

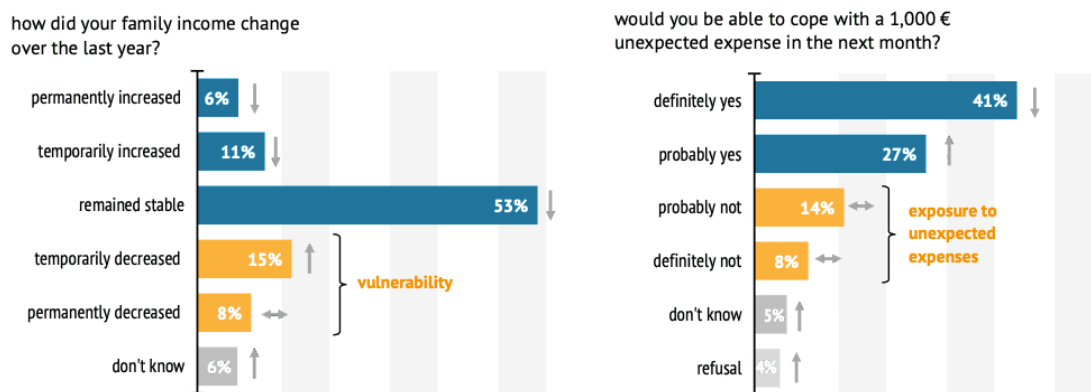


Figura 21 - Financial vulnerability and exposure to unexpected expenses.

Per quanto concerne il risparmio si rilevano dati contraddittori. Se da un lato più dell'80% dei soggetti dichiara di risparmiare, dall'altro possiamo osservare come solo il 44% pone in essere comportamenti e attitudini che si plasmano nel concetto di risparmio. A monte della concezione di risparmio vi è la necessità di far fronte a spese improvvise e accantonare somme modeste per potersi acquistare un'abitazione di proprietà.

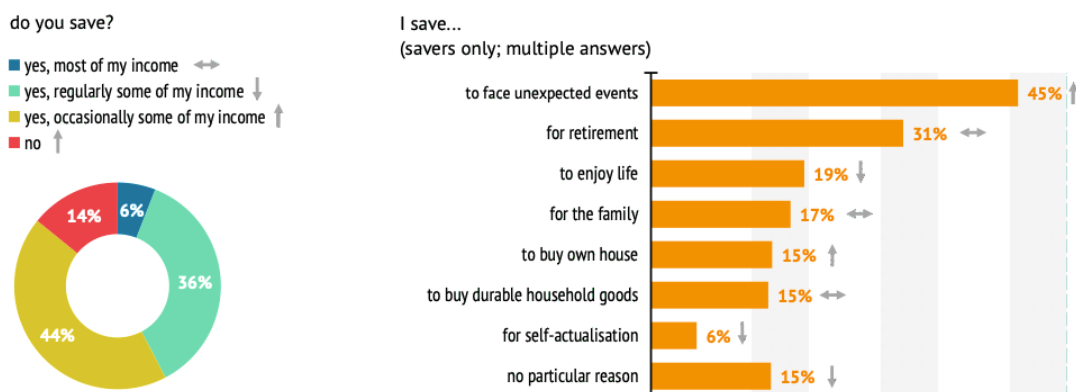


Figura 22 - Saving habits.

Ciò nonostante, è storicamente provato che gli italiani sono un popolo di risparmiatori. La quota di ricchezza finanziaria a fine 2021 è cresciuta sfiorando i 5256 miliardi di euro. Se da un lato l'anno di pandemia vissuto ha contribuito a incrementare i risparmi e ridurre i consumi, il 2022 si è caratterizzato per un incremento dei prezzi di tutte le principali attività, a partire da quelle essenziali, contribuendo a erodere quota parte dei risparmi accumulati. Questa dinamica, come normalmente avviene, colpisce principalmente le famiglie a basso reddito, le quali si trovano maggiormente in difficoltà in periodi di elevata inflazione. Ritornando all'analisi del risparmio inteso in senso lato, dal *survey* emerge che il 23% del campione investe in *real estate* e il 21% tiene i primi risparmi liquidi sul conto corrente. In

crescita la percentuale di soggetti che tende a investire i propri risparmi in *cripto currency* e la percentuale di intervistati che non ha nessuna idea di come impiegare le proprie disponibilità. Quest'ultimi sono tipicamente soggetti i quali sono stati vittime di innumerevoli perdite finanziarie e/o soggetti che provano stress finanziario nell'investire i propri risparmi.

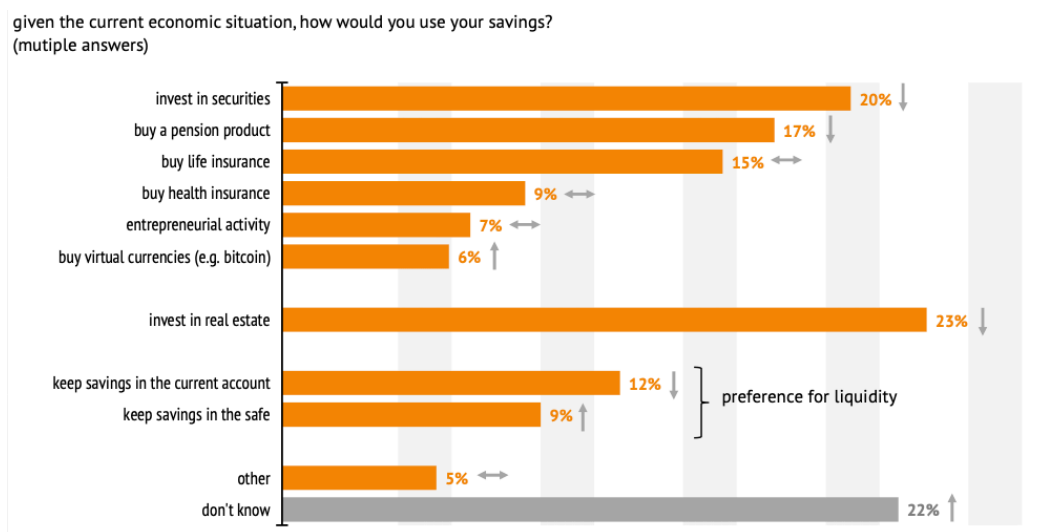


Figura 23 - Use of savings in times of crisis.

In conclusione, analizziamo il tema delle scelte e delle abitudini di investimento degli italiani. Il rapporto evidenzia come meno della metà degli intervistati (circa il 40%) è attivo sui mercati finanziari da oltre 10 anni, mentre la percentuale di nuovi investitori, considerando il triennio 2020-2022, si attesta al 23%. Tendenzialmente gli investitori possiedono un *holding period* inferiore ai 10 anni; infatti, il 35% di loro dichiara un orizzonte temporale tra 3-5 anni, il 22% un orizzonte temporale tra 5-10 anni e solo il 10% si spinge oltre i 10 anni.

A livello di obiettivi finanziari, al primo posto ritroviamo la protezione del capitale e la ricerca di protezione da un livello di inflazione crescente, circa il 39% degli intervistati. Molte volte, la ricerca di un adeguato livello di protezione dall'inflazione pone l'investitore nella condizione di acquistare *asset class* che conferiscano dei flussi periodici, per esempio cedole. Ciò è confermato dal rapporto, che lo pone come terzo obiettivo, dichiarato da circa il 18% degli intervistati. Altresì, i certificati di deposito e i buoni fruttiferi postali, congiuntamente ai titoli di Stato italiani, rappresentano il 58% degli *asset* scelti dagli investitori. Discreta la percentuale di soggetti che investono per veder crescere il loro capitale in maniera significativa, circa il 27%, ma ancor più preoccupante la percentuale di individui che investe senza un obiettivo.

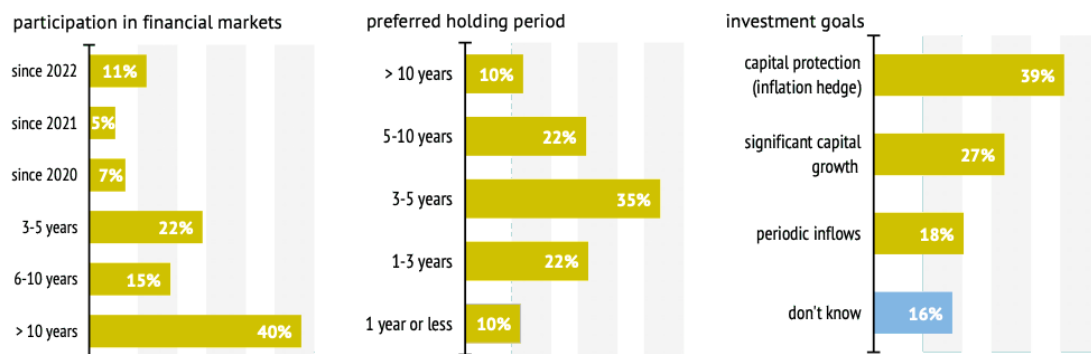


Figura 24 - Experience, preferred holding period and investment goals.

La scarsa conoscenza del concetto di diversificazione, probabilmente a causa di un carente livello di educazione finanziaria, trova conferma non solo quando viene chiesto loro di definire il concetto di diversificazione, ma anche analizzando i portafogli degli stessi, infatti, quest'ultimi mostrano la tendenza a non diversificare i loro investimenti: l'84% detiene al massimo due *asset* finanziari. Questo dato migliora con l'incremento del livello di educazione finanziaria, dove il concetto di diversificazione è più presente tra i soggetti benestanti e dotati di conoscenze finanziarie elevate.

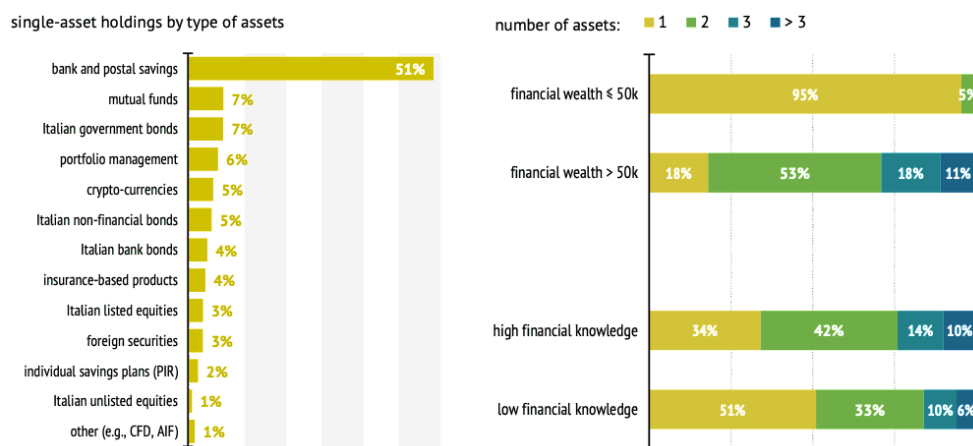


Figura 25 - Portfolios diversification.

Focalizzando l'attenzione sull'uso del servizio di consulenza, possiamo notare come il ricorso a quest'ultimo sia poco diffuso: solo il 26% degli investitori ricorre a tale tipologia di servizio (in calo di 2 punti percentuali rispetto al 2021). I motivi rilevati alla base di questa decisione risiedono principalmente nella percezione di non esigenza di tale servizio dato che l'investimento riguarda piccole somme e strumenti semplici. Altresì, la consulenza finanziaria è percepita come un servizio troppo costoso e questo rappresenta un deterrente allo sviluppo di

tale tipologia di servizio. Di contro, però, l'analisi dei costi dovrebbe essere accostata a un'analisi dei benefici che ne possono derivare, cosa che l'investitore non effettua.

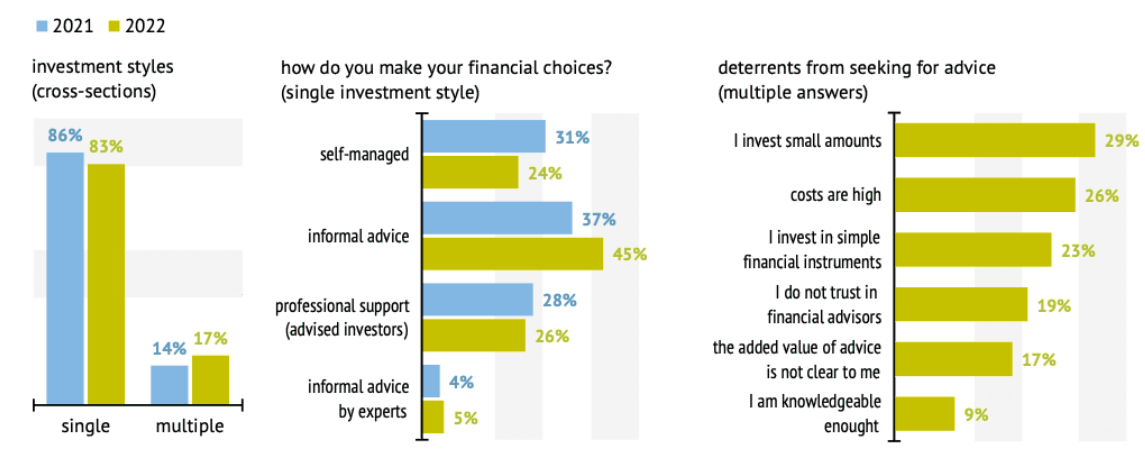


Figura 26 - *Investment habits and deterrents from seeking for advice.*

Oltre al fattore costi e all'ammontare delle somme investite, il servizio di consulenza è poco diffuso anche in relazione al basso livello di conoscenza del servizio stesso: solo il 39% del campione è consapevole che tale servizio è riservato a soggetti iscritti a un apposito Albo, ma di contro il 51% degli intervistati è a conoscenza nella nozione di consulenza finanziaria. Parallelamente, la nozione di adeguatezza non è conosciuta affatto dagli investitori, ma a fronte della richiesta di definire tale servizio, il 68% degli intervistati riesce ad attribuirne una definizione corretta.

Se il fattore costi rappresenta un deterrente per il ricorso al servizio di consulenza finanziaria, gli stessi investitori non dichiarano quest'ultimo come uno dei *driver* principali per la scelta dell'eventuale consulente finanziario. Come menzionato in precedenza, oggi il consulente finanziario dev'essere un "medico di famiglia", attento alle esigenze del cliente, affidabile e chiaro. Infatti, sono questi i tre *driver* che guidano gli investitori verso la scelta della figura che dovrà curare i propri interessi. Inoltre, soprattutto in presenza di questi requisiti, la relazione consulente-cliente si rafforza con l'avanzare del tempo: il 63% del campione dichiara di affidarsi allo stesso consulente da almeno 6 anni.

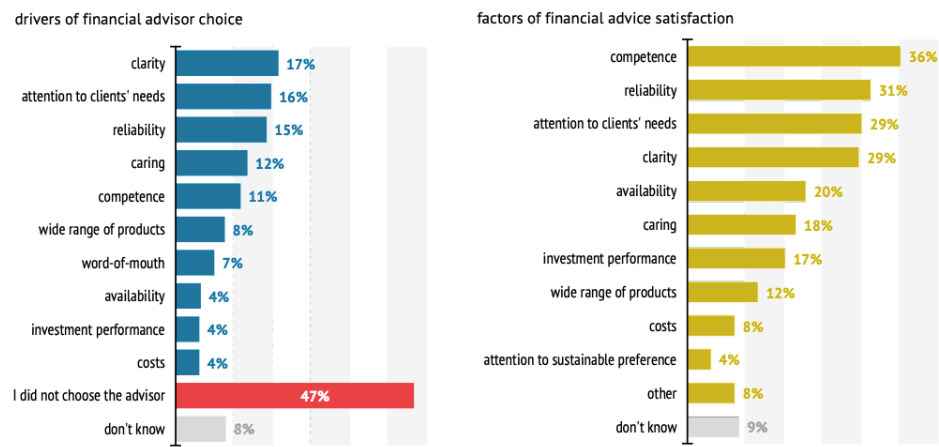


Figura 27 - Drivers of financial advisor choice and factors of financial advice satisfaction.

I dati rilevati dal rapporto 2022 sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, il quale analizza conoscenze, attitudini e comportamenti di un campione di riferimento, mettono in luce alcune riflessioni.

In primo luogo, il risparmiatore/investitore medio non possiede le conoscenze e competenze necessarie per approcciare in maniera corretta i mercati finanziari. La conseguenza principale è ritraibile nello scarso livello di alfabetizzazione finanziaria, accompagnato a un'educazione finanziaria praticamente assente.

A rigor di logica, un soggetto privo di tali fondamenta dovrebbe concentrare i suoi sforzi per incrementare, per esempio mediante corsi di formazione, la sua cultura finanziaria. L'innalzamento del proprio livello di alfabetizzazione finanziaria permetterà di adottare delle scelte più consapevoli, che possono essere condotte mediante l'ausilio di uno specialista oppure in autonomia (anche se quest'ultima strada si rileva spesso la più inefficiente). Negli ultimi anni sono aumentati i soggetti certificati che rilasciano corsi di formazione in tale ambito e soprattutto si sta cercando di introdurre il concetto di alfabetizzazione finanziaria nelle scuole, con l'obiettivo di colmare il *gap* nei confronti degli altri Paesi europei e non.

In secondo luogo, è possibile osservare come i consulenti finanziari abbiano una marginalità per crescere molto elevata, seppur la strada sia in salita, abbiamo infatti osservato che gli investitori difficilmente si affidano ai consulenti finanziari, e si tratta di un dato sicuramente in crescita ma ancora molto basso.

CAPITOLO IV

FONDAMENTI DELL'ASSET MANAGEMENT E PRODOTTI DI RISPARMIO GESTITO

4.1 I fondamenti dell'asset management

I servizi ad alto valore aggiunto rappresentano una delle due tipologie di servizi di investimento, affiancati dai servizi a basso valore aggiunto (ovvero ricezione e trasmissione di ordini, esecuzione di ordini per conto dei clienti e negoziazione per conto proprio). In relazione ai servizi ad alto valore aggiunto, possiamo distinguere:

- gestione di portafoglio: definita come la gestione su base discrezionale e individualizzata di portafogli che includono uno o più strumenti nell'ambito di un mandato conferito dal cliente;
- consulenza in materia di investimenti: prestazioni di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento, con riguardo a una o più operazioni relative a strumenti finanziari.³⁷

Sia che l'investitore conferisca un mandato a una società di gestione per amministrare e gestire il proprio patrimonio sia che affidi il proprio patrimonio in gestione a un consulente finanziario, il denaro in questione non verrà investito in un unico strumento finanziario. Il team di *asset management* della società di gestione o il consulente finanziario si troverà di fronte alla fase definita come Asset Allocation Strategica (AAS). Con questa fase si fa riferimento a un processo orientato alla determinazione della composizione, espressa in termini di *asset class*, ovvero di mercati, di portafogli ammissibili nel medio-lungo periodo. Tale attività è la rappresentazione con cui si definiscono le strutture portanti dei portafogli e con cui si cerca di catturare il beneficio della diversificazione.

L'*asset allocation* strategica, trattandosi di un processo di determinazione di *asset class*, si basa sulla relazione rischio-rendimento con l'obiettivo finale di definire un portafoglio quanto più diversificato possibile.

Quando si parla di rendimento, ovvero di redditività di un *asset class*, possiamo distinguere tra:

³⁷ Definizione CONSOB.

- performance cumulata: definita come il rapporto tra montante finale e il capitale iniziale a cui sottraiamo l'unità.

In tale ottica, la performance cumulata può essere letta come il tasso d'incremento complessivo che ha caratterizzato il capitale investito per l'intero periodo di analisi:

$$\text{Perf. cumulata} = \frac{\text{montante finale}}{\text{capitale iniziale}} - 1$$

- rendimento medio aritmetico: esprime qual è la tendenza centrale dei dati analizzati. Esso tratta i rendimenti mensili come se fossero scenari alternativi, indipendenti ed equiprobabili. Il rendimento medio aritmetico è utile quando si è interessati a stimare una performance futura, poiché considerando il *track* record storico, esso evidenzia i diversi rendimenti passati come manifestazioni di possibili scenari futuri:

$$\bar{R} = \frac{\sum_{t=1}^T R_t}{T}$$

- rendimento medio geometrico: evidenzia il tasso di crescita costante che spiega la trasformazione di un determinato capitale in un montante finale nell'orizzonte temporale considerato:

$$R^{(G)} = \left(\frac{\text{montante finale}}{\text{capitale iniziale}} \right)^{1/T} - 1$$

Quando si parla di rischio, invece, dobbiamo effettuare una distinzione tra:

- misure di rischio simmetriche: connotano il rischio come qualcosa di incerto e inatteso. Tra tali misure si collocano la varianza e la deviazione standard;
- misure di rischio asimmetriche: accolgono una concezione di rischio come un qualcosa di penalizzante; infatti, viene preso in considerazione solo il rischio negativo. Le principali sono:

- *downside risk*: misura che evidenzia il rischio di non salvaguardare il livello di Rendimento Minimo Accettabile (MAR) definito dall'investitore:

$$\text{Downside risk} = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^T (\text{se } R_t < \text{MAR}) (R_{\text{Portafoglio},t} - \text{MAR})^2}{T}}$$

- *drawdown*: caduta evidenziata mediante il confronto tra l'attuale valore del montante di un portafoglio con il suo precedente valore massimo fino a quel momento raggiunto:

$$\text{Drawdown}_t = \min \left[\frac{\text{Montante}_t}{\max(\text{Montante}_{0..t})} - 1; 0 \right]$$

- *maximun drawdown*: massimo *drawdown* registrato nell'arco temporale preso in considerazione.

Le misure di rischio simmetriche e asimmetriche vengono anche definite come misure di rischio assoluto, in quanto la loro determinazione non richiede la misurazione di deviazioni da un dato *target return*. Accanto a tali misure si denotano quelle di rischio relativo, ovvero quelle che considerano anche i rendimenti del *benchmark* (quali il beta e la Tracking Error Volatility). Le misure di rischio-rendimento sopra riportate sono state introdotte in quanto strettamente collegate al concetto di *asset allocation* strategica, poiché l'analisi del comportamento di un'*asset class* può essere meglio analizzata usando congiuntamente la media e la deviazione standard.

Il ragionamento a livello di singole *asset class* non può esimersi dal concetto di portafoglio e di analisi dello stesso. Le singole *asset class* vengono inserite all'interno di un portafoglio con l'obiettivo di generare un rendimento, dato un determinato livello di rischio. L'inserimento di diverse tipologie di *asset class* permette di diversificare il portafoglio e quindi di minimizzare i *drawdown* di portafoglio.

Se da un lato il rendimento medio di portafoglio può essere calcolato come prodotto tra i pesi delle singole *asset class* e il rendimento medio di ciascuna di esse, il rischio ha una connotazione più complessa, infatti non possiamo determinare il rischio di portafoglio utilizzando esclusivamente pesi e rischi delle singole *asset class*. Questo perché dobbiamo tenere in considerazione il legame che sussiste tra le varie *asset class*, ovvero il sincronismo o la discrasia nei loro movimenti. Questo concetto viene definito come covarianza o correlazione. La covarianza rappresenta una misura di come i rendimenti di due attività si muovono l'una in relazione all'altra:

$$\text{COV}_{A,B} = \frac{\sum_{t=1}^T (R_t^A - \bar{R}^A) \times (R_t^B - \bar{R}^B)}{T - 1}$$

Siccome la covarianza tende ad assumere un valore di non facile lettura, solitamente si usa la correlazione che rappresenta una versione standardizzata della covarianza:

$$\rho = \text{CORR}_{A,B} = \frac{\text{COV}_{A,B}}{\sigma_A \times \sigma_B}$$

L'indice di correlazione è limitato inferiormente e superiormente, vale a dire che tale valore è compreso tra $[-1; +1]$. In linea di principio, possiamo interpretare i valori assunti dalla correlazione come segue:

- $\rho = +1$ correlazione perfettamente positiva, le *asset class* si muovono nella stessa direzione e sono caratterizzate da un legame stabile;
- $\rho > 0$ correlazione positiva, le due *asset class* si muovono nella stessa direzione con un legame instabile;
- $\rho = 0$ correlazione nulla, ovvero le due *asset class* si muovono l'una in modo indipendente dall'altra;
- $\rho < 0$ correlazione negativa, ovvero le *asset class* si muovono in direzione opposta e sono caratterizzate da un legame instabile;
- $\rho = -1$ correlazione perfettamente negativa, le *asset class* si muovono nella stessa direzione con un legame stabile.

In relazione ai valori che può assumere la correlazione, possiamo evincere come al ridursi della correlazione si ottenga un maggior beneficio in termini di riduzione del rischio al di sotto della media ponderata dei rischi delle singole *asset class*, ovvero un valore basso e/o negativo implica che la combinazione delle *asset class* prese in considerazione porta a un beneficio derivante dalla diversificazione. Solitamente, per analizzare le correlazioni tra le varie coppie di *asset class* si usa una matrice, la quale riunisce i valori dei coefficienti di correlazione di tutte le *asset class*.

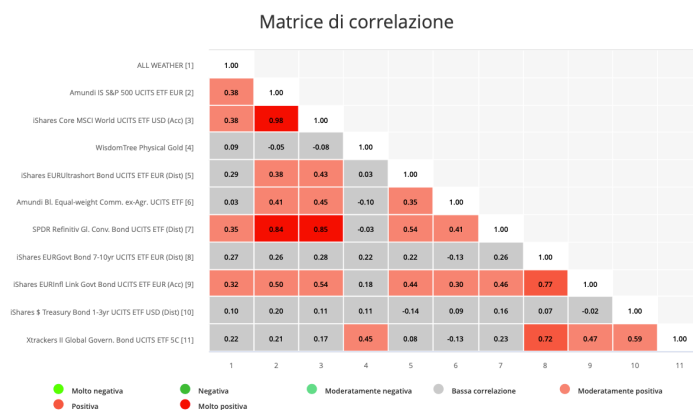


Figura 28 - Elaborazione propria mediante FIDAworkstation - Matrice di correlazione tra ETF.

Definito l'universo di *asset class* investibili, è necessario usare un modello che tenga conto di tutti i parametri menzionati, con l'obiettivo di arrivare a definire i pesi più appropriati per il raggiungimento di un risultato considerabile razionale per un investitore. La finanza classica parte con l'applicazione del Modello di Markowitz, o meglio noto come *mean-variance optimization*. Tale modello, che si basa sulle congetture di mercati efficienti e investitori razionali e avversi al rischio, cerca di determinare i portafogli ottimi/efficienti basandosi sul criterio di media-varianza, ovvero quei portafogli che massimizzano il rendimento considerando un livello di rischio. Senza scendere troppo nel dettaglio, il Modello di Markowitz si articola in due passaggi:

- 1) individuazione dei portafogli che dominano gli altri in termini di media-varianza e costruzione della frontiera efficiente;
- 2) individuazione del portafoglio che massimizza l'utilità per l'investitore e si colloca sulla frontiera efficiente.

Il Modello di Markowitz è stato per anni largamente impiegato per adottare scelte in ambito finanziario. Nonostante ciò, tale teoria presenta diverse criticità. Innanzitutto, l'indicatore di rischio scelto da Markowitz, ovvero la varianza, è inadeguato, poiché è una misura di rischio simmetrica. Nell'ottica dell'investitore si dovrebbero considerare solo le variazioni negative, usando una misura di rischio asimmetrica. In secondo luogo, è dimostrato che portafogli a bassa volatilità possono essere accompagnati da rendimenti più alti rispetto a portafogli con elevata volatilità (il tempo di recupero e il *drawdown* rappresentano elementi non trascurabili). Le criticità del modello classico hanno portato, nel corso del tempo, allo sviluppo di altre teorie di selezione di portafoglio, alcune delle quali adottano misure di *downside risk*.

4.2 Strumenti di risparmio gestito

La nozione di risparmio gestito evidenzia un insieme di strumenti di investimento e prodotti di risparmio mediante cui un investitore affida le proprie disponibilità a soggetti quali banche, società di gestione del risparmio, consulenti finanziari o assicurazioni con l'obiettivo di investire.³⁸

I principali prodotti di risparmio gestito sono i seguenti:

- fondi comuni di investimento: «patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito in monte, cioè gestito non in maniera

³⁸ https://it.wikipedia.org/wiki/Risparmio_gestito#:~:text=Il%20risparmio%20gestito%20racchiude%20tutti,o%20assicurazioni%20per%20essere%20investiti.

individuale»³⁹. I fondi comuni sono OICR (Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio), istituiti per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio. Il patrimonio del fondo viene raccolto tra il pubblico mediante il meccanismo delle quote e investito in una pluralità di strumenti, coerenti con la categoria a cui appartiene il fondo.

A loro volta, i fondi comuni di investimento vengono divisi in:

- fondi chiusi: caratterizzati da un capitale determinato e da un limite massimo di quote sottoscrivibili (solitamente si tratta di fondi immobiliari, creditizi e di società non quotate);
- fondi aperti: definiti come tali poiché la possibilità di entrata e/o uscita non è legata a vincoli temporali. In virtù di questa possibilità, i fondi aperti sono dotati di un capitale variabile. I fondi aperti che rivestono maggior rilievo sono quelli che vengono definiti “armonizzati”, ovvero quelli «costituiti nei paesi dell'Unione europea, che investono prevalentemente in titoli quotati (azioni, obbligazioni, ecc.). Il termine “armonizzati” deriva dal fatto che seguono regole e criteri comuni volti a tutelare gli interessi dei risparmiatori, limitando e frazionando i rischi assumibili dai fondi»⁴⁰. Tali fondi, in relazione alle loro politiche di investimento, possono distinguersi in cinque macrocategorie:
 - liquidità: l'investimento riguarda solo obbligazioni a breve termine (durata massima 6 mesi) e liquidità. Possono investire solo in titoli che siano dotati di un *rating*, oltretutto non inferiore ad A2 (Moody's), e non è ammessa la copertura del rischio di cambio;
 - obbligazionari: non possono investire in azioni, con l'eccezione dei fondi obbligazionari misti con una percentuale dallo 0% al 20%;
 - bilanciati: investono in azioni per importi che variano dal 10% al 90% del totale delle *asset class*;
 - azionari: investono almeno il 70% in titoli azionari;
 - flessibili: non possiedono alcun vincolo di *asset allocation* azionaria, ovvero possono spaziare dallo 0% al 100%.

³⁹ Art. 1 TUF.

⁴⁰ <https://www.consob.it/web/investor-education/i-fondi-comuni>

Riepilogo delle categorie Assogestioni dei fondi comuni	
AZIONARI	OBBLIGAZIONARI
Azionari Italia	Obbligazionari euro governativi breve termine
Azionari area euro	Obbligazionari euro governativi medio/lungo termine
Azionari Europa	Obbligazionari euro corporate investment grade
Azionari America	Obbligazionari euro high yield
Azionari Pacifico	Obbligazionari dollaro governativi breve termine
Azionari paesi emergenti	Obbligazionari dollaro governativi medio/lungo termine
Azionari paese	Obbligazionari dollaro corporate investment grade
Azionari internazionali	Obbligazionari dollaro high yield
Azionari energia e materie prime	Obbligazionari internazionali governativi
Azionari industria	Obbligazionari internazionali corporate investment grade
Azionari beni di consumo	Obbligazionari internazionali high yield
Azionari salute	Obbligazionari yen
Azionari finanza	Obbligazionari paesi emergenti
Azionari informatica	Obbligazionari altre specializzazioni
Azionari servizi di telecomunicazione	Obbligazionari misti
Azionari servizi di pubblica utilità	Obbligazionari flessibili
Azionari altri settori	
Azionari altre specializzazioni	FONDI DI LIQUIDITÀ
	Fondi di liquidità area euro
	Fondi di liquidità area dollaro
BILANCIATI	Fondi di liquidità area yen
Bilanciati azionari	Fondi di liquidità altre valute
Bilanciati	
Bilanciati obbligazionari	FLESSIBILI

Figura 29 - Classificazione Assogestioni dei fondi comuni.

I fondi comuni di investimento possono distinguersi anche sulla base dell'adozione di un *benchmark* rappresentativo dell'ambito di un investimento il cui fondo è interessato, in tal caso si parla di *market fund*. Se, di contro, il fondo non adotta alcun *benchmark*, si parla di *non-market fund*;

- ETF (Exchange Trade Fund): gli ETF appartengono alla grande famiglia degli ETP (Exchange Trade Product) e sono a tutti gli effetti prodotti OICR, ma differiscono rispetto ai fondi comuni di investimento poiché sono a replica passiva, ovvero tendono a replicare fedelmente il *benchmark* di riferimento. Accanto agli ETF troviamo gli ETN (Exchange Trade Note), i quali non sono OICR, ma strumenti finanziari senza scadenza emessi da una società veicolo a fronte dell'investimento diretto dell'emittente nel sottostante (Belelli, 2020). A loro volta, gli ETN, possono dividersi in ETC (Exchange Trade Commodities), ovvero strumenti che replicano l'andamento di una o più materie prime;

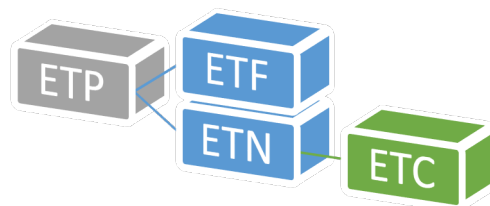


Figura 30 - Famiglia di ETP.

- gestioni patrimoniali: si tratta di una forma di investimento in cui il risparmiatore affida a un intermediario finanziario – una banca o una SGR – il suo capitale affinché lo gestisca.⁴¹ Rispetto ai fondi comuni, la gestione patrimoniale disegna l'investimento sulla base delle specifiche esigenze del cliente e dunque si tratta di un approccio individuale;
- fondi pensione: strumenti di previdenza complementare i cui obiettivi sono quelli di fornire all'investitore un'integrazione, sotto forma di rendita o capitale, alla pensione obbligatoria;
- SICAV (Società di Investimento a Capitale Variabile): hanno per oggetto l'esclusivo investimento del proprio patrimonio raccolto mediante il collocamento presso il pubblico delle proprie azioni.⁴² Rispetto ai fondi comuni, in questo caso l'investitore diventa azionista della società;
- polizze vita a contenuto finanziario: in queste polizze la componente finanziaria e di investimento è preponderante se messe a confronto con le polizze vita tradizionali, dove prevale invece la componente demografico-previdenziale.

4.3 Tassazione degli strumenti finanziari

Avanzata una disamina delle varie tipologie di prodotti di risparmio gestito, in un'ottica di consulenza a tutto tondo nei confronti del cliente, riveste importanza anche il tema fiscale, ovvero il modo in cui sono tassate le attività finanziarie.

La normativa di riferimento è contenuta nel D.Lgs. 461/1997 e successive modifiche e integrazioni, quali gli artt. 3 e 4 del D.L. del 24 aprile 2014, n. 66.

Come sottolineato dalla normativa vigente, i destinatari del decreto 461/1997 sono solo gli investitori privati, poiché le persone giuridiche scontano l'IRES (Imposta sui Redditi delle Società) anche sui redditi finanziari.

A livello di investitore privato dobbiamo effettuare una netta separazione tra:

- soggetti residenti fiscalmente nello Stato italiano: in questo caso vige il principio definito *worldwide taxation*, ovvero lo Stato tassa tutti i redditi prodotti in Italia e all'estero;

⁴¹ <https://am.pictet/it/blog/articoli/guida-alla-finanza/gestione-patrimoniale-cos-e-e-come-funziona>

⁴² <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/societa--di-investimento-a-capitale-variabile.html>

- soggetti non residenti fiscalmente nello Stato italiano: lo Stato tassa solo i redditi prodotti all'interno del territorio italiano, poiché quelli prodotti in Paesi esteri si presuppone siano già tassati.

Un soggetto viene definito non residente fiscalmente nello Stato italiano quando è iscritto all'AIRE (Associazione Italiana Residenti all'Estero) e quando risiede per 6 mesi più 1 giorno all'estero.⁴³ Questi due requisiti devono essere rispettati entrambi per consentire al soggetto di essere catalogato come residente fiscalmente all'estero.

A completezza di quanto sopra espresso, molto spesso si sente parlare di Paesi *White List* e Paesi *Black List*. Con tali locuzioni si fa riferimento meramente a una lista predisposta dall'Agenzia delle Entrate in relazione agli Stati che consentono lo scambio di informazioni con il nostro Paese (*White List*) e gli Stati che beneficiano di un regime fiscale privilegiato (*Black List*). Tale distinzione risulta fondamentale anche a seguito della variazione intervenuta sull'onere della prova di residenza. A seguito della legge finanziaria del 1999 è stato invertito l'onere della prova per i soggetti che cercano di eludere le imposte trasferendo la residenza in un paradiso fiscale. A oggi i soggetti residenti in un Paese a regime fiscale privilegiato (*Black List*), per il fisco sono residenti in Italia, salvo che non siano in grado di fornire una prova contraria.⁴⁴

Altresì, come vedremo successivamente, la distinzione tra paesi *White List* e *Black List* gioca un ruolo fondamentale anche in relazione alla tassazione dei titoli di Stato; infatti, gli unici titoli di Stato che scontano una tassazione del 12,50% sono quelli appartenenti alla *White List*, mentre i titoli esenti dalle imposte di successione sono tutti quelli appartenenti all'Unione Europea.

Proseguendo con l'analisi del Decreto 461/1997, prima di passare in rassegna le varie aliquote di tassazione, dobbiamo focalizzare la nostra attenzione sull'esistenza di due diverse tipologie di redditi finanziari:

- redditi da capitale: provengono dal soggetto che emette il titolo e remunerano il soggetto che lo acquista. Essi rappresentano il frutto naturale di un'attività finanziaria;
- redditi diversi: in questo caso si fa riferimento a differenze positive e negative derivanti all'acquisto e/o vendita di prodotti finanziari. Nel gergo tecnico, queste differenze vengono definite plusvalenze qualora si realizzi un reddito diverso positivo e minusvalenze nel caso contrario.

⁴³ Art. 2, Testo Unico delle Imposte sui Redditi, Titolo I, Capo I, Disposizioni Generali.

⁴⁴ Art. 2, comma 2 bis del Testo Unico delle Imposte sui Redditi.

A oggi, nonostante siano diverse le proposte avanzate da diversi partiti politici per eliminare questa distinzione, essa sussiste ancora e conoscerla risulta di primaria importanza ai fini di una consulenza finanziaria, poiché le due tipologie di redditi non sono tra loro compensabili. A titolo esemplificativo, riportiamo una tabella in cui vengono catalogati i diversi redditi prodotti per le varie tipologie di prodotti.

	Redditi da capitale	Redditi diversi
Titoli a reddito fisso	cedole e scarti di emissione	plusvalenze/minusvalenze
Azioni	dividendi	plusvalenze/minusvalenze
OICR	proventi	perdite
Valute	nessuno	plusvalenze/minusvalenze
Derivati	nessuno	plusvalenze/minusvalenze

Figura 31 - Elaborazione propria - distinzione tra redditi da capitale e redditi diversi.

Le minusvalenze possono essere prodotte da tutti gli strumenti finanziari, ma possono essere compensate solo con quei prodotti finanziari che generano proventi catalogati come redditi diversi. La generazione di una minusvalenza, ovvero la vendita di un prodotto finanziario a un prezzo inferiore al prezzo di acquisto, genera un credito di imposta recuperabile entro 4 anni successivi a partire dal momento in cui tale minusvalenza è stata realizzata. Recuperare queste minusvalenze risulta un'operazione complessa, non comprensibile da un qualsiasi investitore, ma che un consulente finanziario dovrebbe certamente conoscere. In particolare, le minusvalenze possono essere recuperate mediante plusvalenze di prezzo sulle obbligazioni, azioni, ETC, opzioni e futures. A completare la lista mancano i proventi derivanti dai certificati di investimento, tanto plusvalenze quanto cedole, poiché entrambe rientrano nel regime dei redditi diversi.

I certificati di investimento, o meglio noti come *certificates*, sono strumenti finanziari passivi, negoziati nei mercati regolamentati, strutturati e derivati posti in essere mediante strategie composte con le opzioni che permettono di investire in un'attività finanziaria definita come sottostante, replicando l'andamento con o senza leva (Bellelli, Fossatelli, 2021).

Senza scendere nella disamina di tale tipologia di prodotti, è facilmente intuibile come i *certificates* rappresentino lo strumento a maggior efficienza fiscale per recuperare le minusvalenze presenti nello zainetto fiscale dell'investitore (eccezion fatta per i *certificates* a capitale protetto che generano cedole incondizionate poiché quest'ultime sono considerate redditi da capitale). La tabella sottostante riepiloga il trattamento fiscale dei principali prodotti finanziari.

	Natura della plusvalenza	Natura della minusvalenza	Compensazione minusvalenze
Plusvalenza titoli di Stato	reddito diverso	reddito diverso	sì
Cedola titoli di Stato	reddito da capitale		no
Plusvalenza obbligazioni corporate	reddito diverso	reddito diverso	sì
Cedola obbligazioni corporate	reddito da capitale		no
Plusvalenza fondo di investimento	reddito da capitale	reddito diverso	no
Cedola fondo di investimento	reddito da capitale		no
Plusvalenza ETF	reddito da capitale	reddito diverso	no
Cedola ETF	reddito da capitale		no
Plusvalenza azione	reddito diverso	reddito diverso	sì
Cedola azione	reddito da capitale		no
Plusvalenza ETC	reddito diverso	reddito diverso	sì
Plusvalenza certificates	reddito diverso	reddito diverso	sì
Cedola certificates	reddito diverso		sì
Plusvalenza derivati (opzioni e futures)	reddito diverso	reddito diverso	sì

Figura 32 - Il trattamento fiscale dei prodotti finanziari, (Bellelli, Fossatelli, 2021).

Arrivati a questo punto, dobbiamo chiederci quale sia il livello di tassazione per i rispettivi strumenti finanziari. Il testo di riferimento è sempre il Decreto 461/1997 a cui sono state apportate modifiche in corso d'opera per variare le aliquote di riferimento. In origine le aliquote erano del 12,50% e del 27%, successivamente furono unificate al 20% a partire dal 1° gennaio 2012 e sono state nuovamente divise in 12,50% e 26% a partire dal 1° luglio 2014. A oggi, quindi, si applica la tassazione del 26% sui redditi da capitale e redditi diversi ad eccezione di⁴⁵:

- redditi da capitale e redditi diversi su titoli di Stato italiani, titoli emessi da enti territoriali italiani, buoni fruttiferi postali, titoli obbligazionari emessi da organismi sovranazionali riconosciuti con trattati resi esecutivi in Italia;
- redditi da capitale e redditi diversi su obbligazioni sovrane emesse da Stati della *White List* e su obbligazioni emesse dagli enti territoriali a essi riferibili;
- redditi di capitale sui titoli di risparmio per l'economia meridionale (quest'ultimi sono tassati al 5%);

⁴⁵ Art. 3, comma 2, Decreto Legge 24 aprile 2014, n. 66.

- proventi derivanti da OICR esteri extra-UE (tassati ad aliquota IRPEF);
- risultati derivanti da forme di previdenza complementare (tassati al 20%);
- PIR e ELTIF (esenti da tassazione se si rispettano i requisiti di detenzione previsti dalla normativa).

L'ultimo elemento da prendere in considerazione per completare la disamina della tassazione degli strumenti finanziari riguarda la metodologia con cui quest'ultimi vengono tassati.

La normativa, e in particolare il Decreto 461/1997, prevede tre tipologie diverse di tassazione:

- regime del risparmio amministrato: optando per tale modalità, vengono tassati i redditi diversi realizzati di volta in volta. La tassazione viene determinata e versata direttamente da parte dell'intermediario presso cui si opera;
- regime del risparmio gestito: in questo caso la tassazione colpisce redditi diversi e redditi da capitale e viene determinata sulla base del principio della maturazione del risultato di gestione;
- regime della dichiarazione: con questa opzione vengono tassati i redditi diversi realizzati. La determinazione e il versamento dell'imposta vengono fatti in sede di Modello Unico.

Se da un lato, per quanto riguarda i redditi diversi, l'adesione al regime del risparmio amministrato dev'essere esercitata con dichiarazione sottoscritta in sede di apertura del dossier titoli e/o anteriormente all'inizio del periodo di imposta, per quanto riguarda i redditi da capitale l'adesione dell'investitore al regime dichiarativo o amministrato non sortisce alcun effetto, poiché l'applicazione delle rispettive ritenute avviene alla fonte a titolo di imposta oppure di imposte sostitutive a cura degli intermediari.

4.4 Indicatori per una valutazione comparativa tra prodotti

Il rendimento e il rischio rappresentano due lati della stessa medaglia. Quando si lavora con prodotti quali, per esempio, i fondi comuni di investimento, potrebbe risultare interessante avere a disposizione delle metriche per il confronto tra quest'ultimi. Gli indicatori che pongono in relazione il rischio e il rendimento di un prodotto vengono definiti misure di *risk adjusted performance* e assumono la formulazione analitica di un rapporto il cui risultato ci fornisce la remunerazione per unità di rischio:

$$\frac{\text{rendimento}}{\text{rischio}} = \text{remunerazione per unità di rischio}$$

Focalizzando l'analisi sui maggiori indicatori di *risk adjusted performance*, necessari non tanto in fase di consulenza quanto in fase di costruzione dell'architettura di portafoglio, troviamo:

- l'indice di Sharpe: definito come rapporto tra il rendimento differenziale del fondo rispetto all'attività *risk free* e la deviazione standard dei rendimenti del fondo:

$$\text{Indice di Sharpe} = \frac{\bar{R}_{\text{Fondo}} - \bar{R}_{\text{Free Risk}}}{\sigma_{\text{Fondo}}}$$

Esso rappresenta il premio al rischio medio per unità di rischio assunto. A livello grafico, invece, rappresenta il coefficiente angolare della retta che congiunge il rendimento del *free risk asset* con il rendimento del fondo, il tutto posto nello spazio deviazione standard-rendimento.

Il segno derivante da tale rapporto esprime la capacità di creare/distruggere valore rispetto all'attività priva di rischio; quindi è da preferire un fondo con un indice di Sharpe elevato. Altresì, poiché l'indice di Sharpe non incorpora informazioni sulla correlazione di un fondo con altri fondi, dev'essere utilizzato in una logica di valutazione *stand alone* ai fini comparativi;

- l'indice di Sortino: esprime il rapporto tra l'extra-rendimento del fondo rispetto al rendimento minimo accettabile per l'investitore e il suo *downside risk*:

$$\text{Indice di Sortino} = \frac{\bar{R}_{\text{Fondo}} - \text{MAR}}{\text{Downside risk}_{\text{Fondo}}}$$

L'utilizzo di questo indice permette di non penalizzare la volatilità dei rendimenti quando questi sono superiori al MAR;

- l'indice Omega Ratio: esprime il rapporto tra la sommatoria dei casi in cui il rendimento del fondo supera il MAR e la sommatoria dei casi in cui il rendimento del fondo si trova al di sotto del MAR:

$$\Omega - \text{ratio} = \frac{\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \max(R_{t,k} - \text{MAR}; 0)}{\frac{1}{T} \sum_{t=1}^T |\min(R_{t,k} - \text{MAR}; 0)|}$$

- l'Information Ratio (IR): esprime l'extra-rendimento del fondo rispetto al *benchmark* (definito come Tracking Error – TE) e la Tracking Error Volatility (TEV), dove

quest'ultima rappresenta il grado di dispersione che caratterizza la serie storica dei rendimenti differenziali tra fondo e *benchmark*:

$$IR = \frac{\bar{R}_{\text{Fondo}} - \bar{R}_{\text{Benchmark}}}{TEV} = \frac{TE}{TEV}$$

Un esame congiunto di TE e TEV permette di comprendere la bontà o meno dell'attività del fondo preso in esame. Dunque, l'analisi dell'IR permette di verificare se il gestore ha prodotto un'extraperformance positiva o negativa rispetto al mercato e con quale livello di incertezza.

Come già detto, l'utilizzo di tali indicatori consente un rapido confronto tra fondi in un'ottica di ottimizzazione e gestione del portafoglio. A titolo esemplificativo riportiamo l'analisi degli indicatori appena analizzati in relazione a due fondi.



Figura 33 - Confronto tra due FCI - Analisi tratta da Quantalys.

Sono stati selezionati due fondi comuni di investimento di due case diverse, ma entrambi appartenenti alla categoria Assogestioni “azionari internazionali” ai fini di una corretta comparazione. Come possiamo osservare, l'utilizzo degli indicatori di *risk adjusted performance* ci permette un rapido, ma non esaustivo, confronto mettendo in luce come il primo fondo abbia sicuramente avuto performance corrette per il rischio a 3 anni migliori rispetto al competitor. L'utilizzo di questo schema potrebbe risultare di fondamentale importanza per selezionare i migliori prodotti al fine di una efficace costruzione di portafoglio. Ciò non toglie che debbano essere analizzati anche altri fattori, quali i costi che potrebbero, se eccessivamente elevati, compromettere il rendimento nel lungo termine.

CAPITOLO V

DALLA TEORIA ALLA PRATICA: GESTIONE ATTIVA, PASSIVA E ROBO-ADVISORY

5.1 Passive or active?

Il breve accenno presentato in relazione ai fondamenti dell'*asset management* non vuole rappresentare qualcosa di esaustivo, ma semplicemente porre le basi per una miglior comprensione di quanto segue.

Quando si parla di gestione di portafoglio generalmente si nominano due tipologie: attiva e passiva.

Si parla di gestione passiva, o meglio nota come gestione indicizzata, quanto ci si riferisce a una strategia finalizzata a replicare fedelmente un *benchmark*.⁴⁶ Tale gestione si basa sul presupposto che i mercati siano efficienti e in relazione a ciò l'investitore non dovrebbe detenere strumenti attivi che cerchino di battere il mercato stesso.

Quando si parla di gestione attiva si fa riferimento a una strategia che ha come obiettivo quello di generare un rendimento superiore rispetto al *benchmark* dichiarato dallo stesso gestore.⁴⁷ Questa tipologia di gestione si basa sul fatto che il gestore, partendo dal *benchmark* di riferimento dichiarato, vari la sua *asset allocation* con l'obiettivo di battere il mercato.

La gestione attiva, in quanto tale, presuppone la presenza di un differenziale, si spera positivo, tra il rendimento del fondo e il rendimento del *benchmark* dichiarato, noto come Information Ratio, volto a evidenziare la bravura del gestore nel generare un rendimento superiore rispetto a quello del mercato di riferimento. Se da un lato la gestione passiva trova fondamento sull'efficienza dei mercati, lo stile di gestione attivo cavalca l'idea di mercati inefficienti. Da tale presupposto, quindi, i gestori di portafoglio dovrebbero essere in grado di battere il mercato grazie a diverse variabili e le più rilevanti sono ravvisabili in:

- studio e analisi dei mercati di riferimento;
- conoscenza delle variabili di mercato;
- previsioni basate su analisi dei fondamentali e analisi tecnica.

⁴⁶ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/gestione-passiva.html>

⁴⁷ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/gestione-attiva.html>

Di norma la gestione attiva di portafoglio viene condotta mediante il ricorso a due tipologie di strumenti:

- *stock picking*: strategia con cui si selezionano le aziende sottostimate dal mercato. Volgarmente parlando si fa riferimento alle aziende che hanno un prezzo di mercato inferiore al valore intrinseco basato sui fondamentali dell'azienda stessa;
- *market timing*: questa pratica può essere sintetizzata nella ricerca spasmodica del gestore di anticipare i ribassi di mercato, con l'obiettivo di trarre profitto da operazioni in vendita, e i rialzi di mercato, al fine di cogliere il trend rialzista fin dalla sua nascita.

Se da un lato i gestori hanno a disposizione gli strumenti sopra menzionati per cercare di battere il mercato, dall'altro devono sottostare a numerosi vincoli in relazione al mandato fornitogli. Vincoli che per la maggior parte trovano origine nella natura del mercato di riferimento, nella tipologia di titoli e nella tipologia di *asset class*.

In relazione alla pratica di *market timing*, cogliere il giusto momento per entrare nei mercati rappresenta un'impresa molto difficile e sconsigliata se non si è investitori esperti e dotati di strumenti giusti. La ricerca *Time in the market, not timing the market, is what builds wealth* di Stephen Rogers (2017) mette in luce come uno dei maggiori rischi del *market timing* sia ravvisabile nel costo derivante dal rimanere fuori dal mercato, anche per brevi archi temporali. Nella sua ricerca, Stephen Rogers risalta il differenziale tra un investitore «*buy and hold*», ovvero un investitore che ha comprato e tenuto il fondo nel periodo preso in considerazione, e un investitore *market timing*.

La Figura 34 mette in comparazione il rendimento annuale composto dello S&P 500, per un arco temporale di 20 anni fino al 31 dicembre 2016, con i rendimenti teorici conseguiti se gli investitori avessero adottato una politica di *market timing*, ovvero escludendo, per esempio, i 10, 20, 30 e 40 migliori giorni nell'arco temporale preso in considerazione. Quello che possiamo notare è che un investitore «*buy and hold*» avrebbe conseguito un rendimento annualizzato del 7,68%, mentre un investitore propenso al *market timing* che si fosse perso i 10 giorni migliori nel periodo preso in esame, avrebbe conseguito un rendimento di appena il 4% (Rogers, 2017).

Annualized price returns S&P 500 1996-2016

SOURCE: BLOOMBERG, IGM

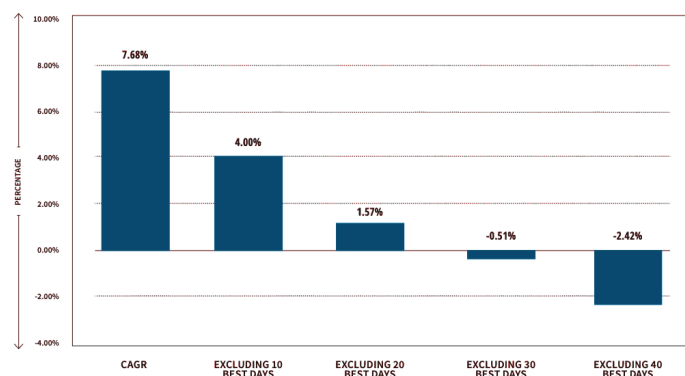


Figura 34 - Rendimento annualizzato S&P 500 per il periodo 1996 – 2016.

A supporto di quanto sopra osservato, la ricerca di Stephen Rogers fornisce un ulteriore contributo interessante: «*the power of staying invested*».

Analizzando la Figura 35 possiamo notare come in fasi di elevata volatilità (vedi il 2008) la miglior cosa da fare sia non vendere quote di portafoglio soprattutto se quest'ultimo è strutturato su solide fondamenta. Un investitore che avesse investito 100.000 \$ nello S&P 500 nel 2006 e avesse mantenuto l'investimento fino al 2016 avrebbe visto crescere il suo capitale a 195.719 \$. Se, di contro, lo stesso investitore preso dal panico avesse venduto in perdita e non avesse investito per un anno, rientrando nel mercato quando lo stesso si stava riprendendo, avrebbe un capitale finale di 113.608 \$. Una differenza di performance negativa pari all'82,11% che sottolinea l'importanza di rimanere investiti anche in situazioni di elevata volatilità ed evidenzia ulteriormente come il *market timing* sia una pratica alquanto difficile da condurre (Rogers, 2017).

The power of staying invested

SOURCE: BLOOMBERG, IGM

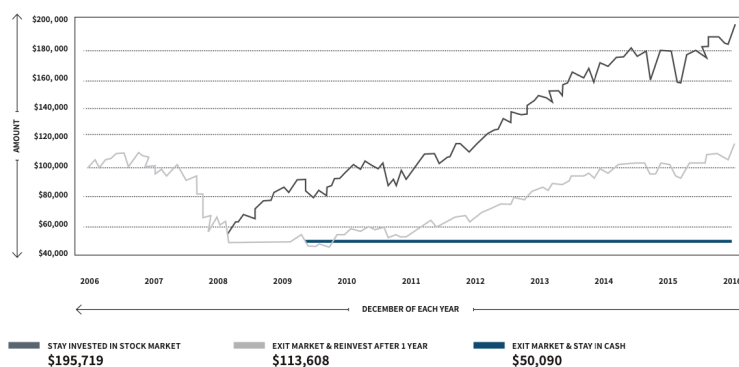


Figura 35 - Valore dell'investimento nei vari scenari ipotizzati.

«Molti più soldi sono stati persi dagli investitori che si aspettavano correzioni di mercato, o che hanno cercato di anticiparle, di quelli persi nelle correzioni stesse» (Lynch, 2020).

La definizione di “gestione passiva” fu coniata da John Bogle nel 1975, quando creò i cosiddetti fondi indicizzati sulla logica che replicare il *benchmark* di riferimento potesse portare benefici maggiori rispetto allo scommettere sulla bravura di un gestore. Solitamente chi vuole evitare elevati costi di gestione e replicare un mercato di riferimento tende a prediligere strumenti a gestione passiva quali ETF (Exchange Trade Fund).

La diatriba tra chi predilige strumenti a gestione attiva e chi punta su strumenti a gestione passiva vige da diversi secoli. Come facilmente ipotizzabile, uno strumento non preclude l'altro ed è lo stesso William Sharpe, durante un discorso presso l'Istituto Monterey di Studi Internazionali nel 2002, a ricordarcelo «*Should everyone index everything? The answer is resoundingly no. In fact, if everyone indexed, capital markets would cease to provide the relatively efficient security prices that make indexing an attractive strategy for some investors. All the research undertaken by active managers keeps prices closer to values, enabling indexed investors to catch a free ride without paying the costs. Thus there is a fragile equilibrium in which some investors choose to index some or all of their money, while the rest continue to search for mispriced securities.*».

Una corretta pianificazione finanziaria deve tener conto di tutti gli strumenti disponibili sul mercato. La scelta dev'essere condotta in relazione agli obiettivi del cliente e all'efficienza degli strumenti a disposizione, senza tralasciare l'aspetto commissionale che nel lungo termine può erodere parte del rendimento realizzato.

5.2 Un rapido confronto tra strumenti a gestione attiva e passiva

Come prima disamina poniamo a confronto l'Amundi Funds - Global Equity Sustainable Income E2 (ISIN: LU1883321884) quale fondo a gestione attiva e l'ETF iShares Core MSCI World UCITS ETF USD (ISIN: IE00B4L5Y983) quale strumento a gestione passiva.

Entrambi gli strumenti appartengono alla categoria Azionari Internazionali e dichiarano come *benchmark* di riferimento l'MSCI World NR. A livello di costi osserviamo un divario notevole: il fondo attivo presenta spese di sottoscrizione massime pari al 4%, spese correnti pari all'1,78% e spese di gestione massime pari all'1,50%, mentre l'ETF ha un TER (indice di spesa totale) dello 0,20%.

Già da questa prima analisi possiamo intuire come sia difficile che il fondo a gestione attiva possa battere l'ETF poiché, come menzionato più volte, i costi incidono notevolmente nel lungo termine (disamina rappresentata in Figura 36).



Figura 36 - Raffronto di rendimento tra iShares Core MSCI World ETF USD e Amundi Global Eq. Sust. Inc. E2.

Analizzando nel dettaglio il fondo, possiamo notare come quest'ultimo abbia un Information Ratio a 5 anni negativo, pari a -0,40 evidenziando come quest'ultimo non abbia conseguito un extra-performance rispetto al *benchmark* di riferimento.

Analizziamo ora il fondo JPMorgan Funds - EU Government Bond Fund D (acc) - EUR (ISIN: LU0355584037) quale fondo obbligazionario a gestione attiva e lo poniamo a confronto con l'ETF Lyxor Euro Government Bond (DR) UCITS ETF – (Acc) EUR (ISIN: LU1650490474). Il *focus* di entrambi gli strumenti riguarda l'investimento nel comparto obbligazionario governativo dell'area euro (tra i due vi è qualche piccola differenza percentuale in termini di *maturity* delle obbligazioni). Da una prima disamina della scheda informativa del fondo JPM possiamo notare come quest'ultimo evidenzi spese di sottoscrizione massime pari al 3% e spese di gestione massime dello 0,40%. L'ETF presenta delle spese di sottoscrizione e rimborso massime dello 0,10% e un TER pari allo 0,14%.

Ponendo a livello grafico il rendimento dei due prodotti possiamo notare come il fondo non abbia sottoperformato ma nemmeno sovraperformato rispetto all'ETF di pari categoria.



Figura 37 - Raffronto di rendimento tra JPMorgan Funds - EU Government Bond Fund D (acc) - EUR e Lyxor Euro Government Bond (DR) UCITS ETF – (Acc).

Quest'analisi, che non ambisce a entrare nei particolari tecnici, potrebbe far pensare che il *fund manager* dichiarato come fondo a gestione attiva qualcosa che in realtà tende a replicare fedelmente qualcosa di passivo. Prendendo in esame le misure di rischio del fondo JPM, possiamo notare come presenti un Alpha a 3 anni negativo pari a -0,65 (performance negative in relazione al rischio assunto) e un Information Ratio a 5 anni negativo, pari a -0,36.

La disamina appena presentata tra fondi a gestione attiva ed ETF quali strumenti a gestione passiva non vuole inserirsi nella diatriba di preferenza poc'anzi menzionata, ma intende rendere edotto il lettore di come molto spesso si criticano i gestori attivi di portafoglio attribuendo la colpa meramente all'incapacità degli stessi senza considerare l'incidenza dei costi che tali strumenti prevedono e che ciascun *fund manager* deve coprire con le loro performance.

5.3 Analisi di bravura dei gestori di portafogli

L'obiettivo di questo paragrafo è di concretizzare i dati e le ricerche in relazione al lungo conflitto tra fondi a gestione attiva e fondi a gestione passiva.

Prendendo in esame l'articolo pubblicato il 23 febbraio 2022 da Ben Johnson sul sito Morningstar, possiamo osservare che lo stesso esordisce evidenziando come i gestori attivi, ai quali viene concessa maggior flessibilità, dovrebbero essere in grado di gestire meglio la volatilità di mercato rispetto ai loro omologhi passivi.

Per verificare se questa affermazione è corretta analizziamo il Morningstar's U.S. Active/Passive Barometer, ovvero un rapporto semestrale che misura la performance dei fondi attivi

rispetto a quelli passivi nelle rispettive categorie Morningstar (in questo caso consideriamo il mercato americano) e che comprende circa 8300 fondi.

Nel 2022 i fondi attivi non si sono dimostrati capaci di supportare l'affermazione di Ben Johnson, poiché solo il 43% di essi, relativi alle 20 categorie Morningstar incluse nell'analisi, è sopravvissuto e ha superato la media dei fondi passivi. Il dato è in diminuzione rispetto all'anno precedente di quattro punti percentuali.

Analizzando la tabella sotto riportata, possiamo osservare come i fondi a gestione attiva non siano riusciti a sopravvivere e sovraperformare il mercato. Tale dato si fa sempre più marcato con l'allungarsi dell'orizzonte temporale: solo un fondo attivo su quattro ha superato la media dei rivali fondi passivi nel periodo di 10 anni conclusosi a dicembre 2022.

Un altro elemento che possiamo trarre dalla tabella riguarda le categorie che hanno performato meglio: i tassi di successo, a 10 anni, sono più elevati per i fondi immobiliari e obbligazionari rispetto ai fondi a grande capitalizzazione.

Category	1-Year	3-Year	5-Year	10-Year	15-Year	20-Year
U.S. Large Blend	54.1	38.1	30.1	13.1	9.3	8.7
U.S. Large Value	47.2	41.5	30.9	11.4	10.9	19.5
U.S. Large Growth	37.5	23.4	21.6	7.0	3.0	4.7
U.S. Mid Blend	50.5	46.5	31.6	18.1	10.6	12.7
U.S. Mid Value	39.6	50.5	31.5	4.6	17.2	—
U.S. Mid Growth	46.5	47.7	60.1	39.8	23.3	—
U.S. Small Blend	52.9	52.6	34.7	27.2	23.5	19.8
U.S. Small Value	61.0	44.2	43.8	32.7	15.8	22.1
U.S. Small Growth	56.9	50.3	57.6	46.4	26.6	—
Foreign Large Blend	36.8	43.6	31.5	29.9	24.1	18.9
Foreign Large Value	29.4	46.6	14.6	17.2	17.9	—
Foreign Small-Mid Blend	44.0	37.5	36.4	41.7	—	—
World Large-Blend	56.0	31.8	22.1	22.8	—	—
Diversified Emerging Markets	23.4	32.9	26.2	32.7	38.4	—
Europe Stock	25.0	47.1	25.0	38.1	40.9	15.7
U.S. Real Estate	42.9	74.2	62.7	52.3	25.7	23.6
Global Real Estate	20.0	69.8	63.8	56.9	—	—
Intermediate Core Bond	37.9	57.1	38.7	35.8	23.0	16.1
Corporate Bond	22.6	32.1	25.0	53.5	—	—
High-Yield Bond	27.2	42.6	47.4	49.4	—	—

Figura 38 - Tasso di successo dei fondi attivi per categoria (%).

Se da un lato abbiamo detto che i fondi immobiliari e obbligazionari hanno tassi di successo a 10 anni maggiori rispetto alle altre categorie, dall'altro lato possiamo notare come il 2022 abbia penalizzato maggiormente queste categorie.

Osservando la tabella sottostante, che riporta la variazione annuale del tasso di successo a un anno dei fondi attivi in relazione alla categoria di appartenenza, possiamo notare come vi sia stato un tasso di insuccesso molto elevato tanto per i fondi immobiliari quanto per i fondi obbligazionari, soprattutto per gli High-Yield Bond. Hanno mantenuto invece un buon tasso

di successo i fondi attivi a grande capitalizzazione e hanno spiccato i fondi *value* a bassa capitalizzazione.

	2022	2021	Year-Over-Year Change
U.S. Large Blend	54.1	45.5	8.7
U.S. Large Value	47.2	38.4	8.8
U.S. Large Growth	37.5	32.2	5.3
U.S. Mid Blend	50.5	66.0	-15.6
U.S. Mid Value	39.6	30.8	8.8
U.S. Mid Growth	46.5	46.9	-0.4
U.S. Small Blend	52.9	59.2	-6.3
U.S. Small Value	61.0	38.8	22.2
U.S. Small Growth	56.9	47.4	9.5
Foreign Large Blend	36.8	44.0	-7.1
Foreign Large Value	29.4	31.2	-1.8
Foreign Small-Mid Blend	44.0	48.1	-4.1
World Large-Blend	56.0	38.5	17.5
Diversified Emerging Markets	23.4	30.9	-7.5
Europe Stock	25.0	46.7	-21.7
U.S. Real Estate	42.9	82.5	-39.6
Global Real Estate	20.0	83.3	-63.3
Intermediate Core Bond	37.9	70.1	-32.2
Corporate Bond	22.6	66.7	-44.0
High-Yield Bond	27.2	75.8	-48.6

Figura 39 - Variazione annuale del tasso di successo a un anno dei fondi attivi per categoria (%).

Se le percentuali di successo rappresentano una faccia della medaglia, l'altra è costituita dalla scommessa nello scegliere correttamente il fondo attivo vincente. A titolo di citazione, senza scendere nella disamina di tutte le categorie, dal Morningstar's U.S. Active/Passive Barometer possiamo osservare come nel caso di fondi a grande capitalizzazione le distribuzioni degli extra rendimenti a 10 anni per i fondi attivi sopravvissuti rispetto alla media dei loro fondi passivi sia negativa. Ciò implica che la probabilità e la penalizzazione della performance per la scelta di un gestore non bravo tendono a essere maggiori rispetto alla probabilità e alla ricompensa per la ricerca di un bravo gestore. Tale relazione vale in senso opposto per le categorie a reddito fisso.

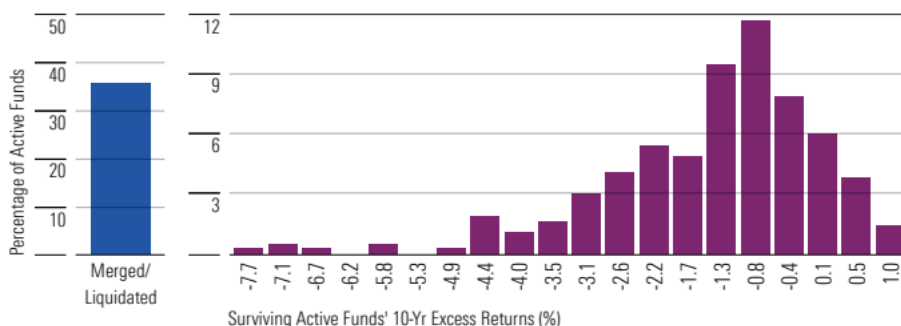


Figura 40 - Mortalità e distribuzione dei rendimenti in eccesso annualizzati a 10 anni per i fondi attivi U.S. Large Blend.

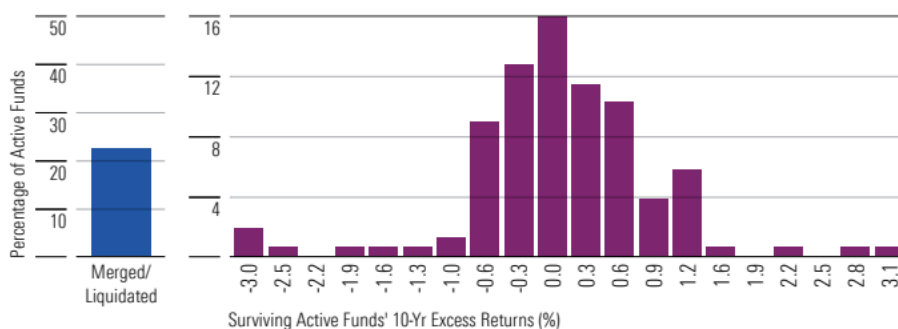


Figura 41 - Mortalità e distribuzione dei rendimenti in eccesso annualizzati a 10 anni per i fondi attivi High-Yield Bond.

In ultima istanza, il Morningstar's U.S. Active/Passive Barometer prende in esame anche la fattispecie relativa ai costi, mettendo in luce che le commissioni contano. Da questo emerge che i fondi più economici hanno avuto un successo maggiore rispetto a quelli più costosi (colonna verde Figura 42) nel periodo di 10 anni fino a giugno 2022.

Category	1-Year	3-Year	5-Year	10-Year	15-Year	20-Year	10-Year (Lowest Cost) *	10-Year (Highest Cost)
U.S. Large Blend	54.1	38.1	30.1	13.1	9.3	8.7	25.7	6.7
U.S. Large Value	47.2	41.5	30.9	11.4	10.9	19.5	20.3	3.3
U.S. Large Growth	37.5	23.4	21.6	7.0	3.0	4.7	15.3	1.1
U.S. Mid Blend	50.5	46.5	31.6	18.1	10.6	12.7	31.8	0.0
U.S. Mid Value	39.6	50.5	31.5	4.6	17.2	—	4.8	0.0
U.S. Mid Growth	46.5	47.7	60.1	39.8	23.3	—	47.7	25.0
U.S. Small Blend	52.9	52.6	34.7	27.2	23.5	19.8	47.2	21.1
U.S. Small Value	61.0	44.2	43.8	32.7	15.8	22.1	40.0	19.0
U.S. Small Growth	56.9	50.3	57.6	46.4	26.6	—	48.7	43.9
Foreign Large Blend	36.8	43.6	31.5	29.9	24.1	18.9	42.4	27.8
Foreign Large Value	29.4	46.6	14.6	17.2	17.9	—	26.3	0.0
Foreign Small-Mid Blend	44.0	37.5	36.4	41.7	—	—	60.0	33.3
World Large-Blend	56.0	31.8	22.1	22.8	—	—	16.7	16.7
Diversified Emerging Markets	23.4	32.9	26.2	32.7	38.4	—	55.2	35.5
Europe Stock	25.0	47.1	25.0	38.1	40.9	15.7	75.0	20.0
U.S. Real Estate	42.9	74.2	62.7	52.3	25.7	23.6	58.3	35.7
Global Real Estate	20.0	69.8	63.8	56.9	—	—	62.5	45.5
Intermediate Core Bond	37.9	57.1	38.7	35.8	23.0	16.1	60.0	19.4
Corporate Bond	22.6	32.1	25.0	53.5	—	—	50.0	44.4
High-Yield Bond	27.2	42.6	47.4	49.4	—	—	70.4	16.7

Figura 42 - Tasso di successo dei fondi attivi per categoria (%) e per costi.

A questo punto possiamo riassumere le motivazioni per cui i fondi attivi difficilmente riescono a battere i fondi passivi in:

- presenza di costi elevati: come abbiamo già avuto modo di evidenziare, i fondi attivi hanno dei costi maggiori rispetto ai fondi a gestione passiva, come gli ETF. Divario che si amplifica maggiormente se prendiamo in esame il caso del nostro Paese. Dal Global Investor Experience, ovvero lo studio annuale, del 30 marzo 2022, di Morningstar sui costi dei fondi attivi nel mondo, ricaviamo che il costo medio di un fondo attivo azionario in Italia è del 2,13% (senza considerare i costi di ingresso e uscita, se presenti), (Global Investor Experience, 2022, p. 36);

- perdita di efficacia dell'interesse composto: correlato al concetto di costi vi è il concetto di interesse composto. Un minor rendimento oggi, penalizzato da elevati costi, si traduce in un minor montante finale. Ipotizzando un investimento di 100.000 euro per 30 anni con un rendimento annuo del 6% genererebbe un montante finale di 602.257,73 euro. Se tale rendimento fosse penalizzato da un costo dell'1,5% annuo e quindi avessimo un rendimento del 4,5% il montante finale sarebbe di 384.769,78 euro;

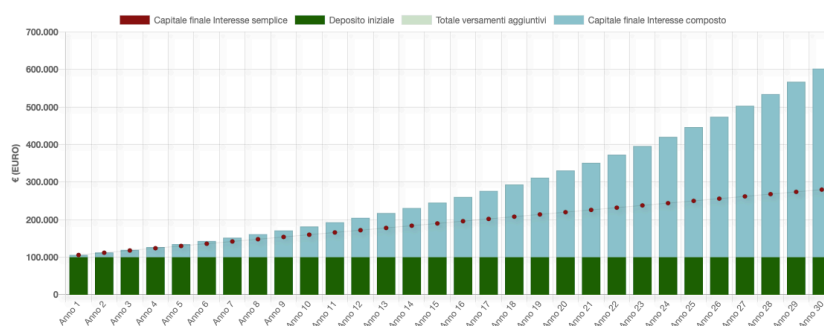


Figura 43 - Evoluzione del montante finale con un rendimento annuo del 6%.

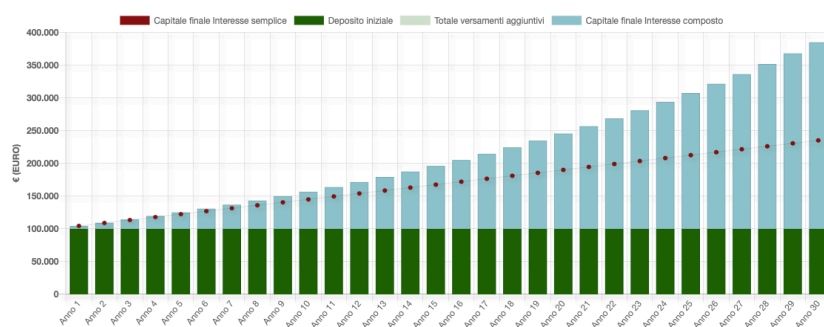


Figura 44 - Evoluzione del montante finale con un rendimento annuo del 4,5%.

- *market timing*: molti fondi attivi tendono ad avere una quantità di liquidità maggiore rispetto al loro reale bisogno con l'obiettivo di investirla nei momenti da loro ritenuti migliori per sfruttare i vari momenti di mercato. Ciò può comportare un errato *market timing*, ovvero rischiare di rimanere più liquidi del previsto in periodi ribassisti entrando sulla coda del rialzo.

5.4 La concorrenza automatizzata

La concorrenza automatizzata nasce per la prima volta nel 2008 all'interno del mercato americano grazie alla società indipendente denominata Betterment. L'intuizione di quest'ultima

fu di offrire direttamente al consumatore finale una soluzione finalizzata a semplificare la riallocazione di portafoglio mediante l'uso di strumenti passivi e l'ausilio di una piattaforma online.

L'obiettivo dichiarato dalla società era quello di offrire un servizio sempre disponibile e accessibile a costi contenuti e con limitate barriere all'entrata in termini di capitale, con possibilità di integrazione e personalizzazione del servizio da parte dell'utente finale in relazione ai propri obiettivi.

A partire dal 2014 il settore FinTech, e in particolar modo il settore relativo alla consulenza automatizzata, ha subito diversi cambiamenti. *In primis* vi è stato un ingresso crescente nel mercato dei *robo-advisory* da parte di banche e broker (per esempio Black Rock, Goldman Sachs, WellFargo), (Di Mascio, Oriani, 2018). In secondo luogo, il modello di *robo-advisory*, inizialmente limitato al segmento B2C, tende a espandersi comprendendo anche il modello B2B con l'obiettivo di arrivare a un modello B2B2C.

L'approdo verso il mondo B2B e B2B2C è ravvisabile soprattutto nella necessità, da parte delle società FinTech, di raggiungere volumi di raccolta molto elevati per una corretta sostenibilità del business. Questa necessità è dipesa fortemente dalla politica di prezzi che i *robo-advisor* adottano, essendo più contenuti rispetto alle realtà di consulenza finanziaria *human-touch*. Se da un lato la continua ricerca di collaborazione delle FinTech con il mondo tradizionale rappresenta un vantaggio per le prime, non si può dire che non lo rappresenti anche per le seconde, le quali godono della possibilità di rafforzare il proprio modello sfruttando la leva dell'innovazione.

Il termine *robo-advisor* è stato impiegato per la prima volta nell'articolo del "Financial Planner Magazine" intitolato *Robo-Advisor*, e può essere definito come un insieme di «piattaforme digitali capaci di offrire servizi di consulenza in materia di investimento in maniera automatizzata, senza alcun intervento umano, coerentemente con le caratteristiche e gli obiettivi dell'investitore» (Grassi, 2019).

L'uso del prefisso "robo" non indica necessariamente la presenza di un vero e proprio robot alla base del servizio, ma piuttosto identifica un servizio basato su algoritmi utili a profilare i clienti e offrire loro dei portafogli di investimento personalizzati.

Inizialmente l'entrata di questi *player* nel mercato del *wealth management* è stata vista come una minaccia per gli operatori presenti in tale settore, poiché quelli che definiamo come *robo-advisor* nascono con l'obiettivo di offrire soluzioni ottimali di consulenza finanziaria *digital* andando a cogliere soprattutto quella fascia di popolazione il cui servizio di consulenza finanziaria tradizionale non è accessibile.

Con l'evolversi del tempo, questi *player* sono passati dall'essere considerati minacce all'essere identificati come vere e proprie opportunità per gli stessi consulenti finanziari.

A titolo di citazione, nel 2019, Poste Italiane ha siglato una *partnership* con Moneyfarm (società specializzata nel fornire servizi digitali di gestione del risparmio) per il collocamento di un servizio di gestione patrimoniale in ETF con sette linee di investimento, due delle quali in esclusiva.⁴⁸

A supporto di quanto appena affermato, l'indagine FinTech nel sistema finanziario italiano condotta da Banca d'Italia nella prima metà del 2021, evidenzia che il 46% degli intermediari ha stretto almeno un rapporto di collaborazione in ambito FinTech e nel 71% dei casi le collaborazioni sono strette per realizzare uno specifico progetto di investimento.⁴⁹

Partendo dal concetto che i *robo-advisors* offrono un servizio di consulenza automatizzato, possiamo declinare tre livelli di automatizzazione del servizio:

- *robo-for-human-advisor*: non si tratta di un vero e proprio approccio alla consulenza automatizzata, poiché la tecnologia presente in tale servizio viene utilizzata dal consulente finanziario *human* per migliorare la gestione della propria clientela in termini di *asset allocation* e di rischio del cliente. Solitamente questa tipologia di servizio viene concessa verso soggetti B2B;
- *hybrid-robo-advisor*: in questa tipologia vi è la presenza di un grado di automatizzazione del servizio moderato, dove viene implementato il canale *digital*, che permette ai potenziali clienti di fornire le informazioni necessarie, le quali verranno successivamente elaborate da un algoritmo e predisposte al consulente *human*. La presenza del consulente, oltre ad avvenire come poc'anzi menzionato, può ricondursi anche alla sola disponibilità qualora il cliente avesse bisogno di chiarimenti e/o informazioni più approfondite. Solitamente questa tipologia di servizio è dedicata ai soggetti B2C;
- *pure-robo-advisor*: in questa tipologia la presenza umana non è contemplata e le comunicazioni avvengono mediante la presenza di un *chatbot* (algoritmi atti a simulare conversazioni reali tra macchina e persone). La differenza rispetto all'*hybrid-robo-advisor*, oltre alla mancanza dell'interazione consulente-cliente, riguarda l'aspetto costi. Non dovendo avere a disposizione dei veri e propri consulenti, l'investimento iniziale risulta limitato e anche i successivi costi che verranno applicati ai clienti stessi.

⁴⁸ <https://www.ilsole24ore.com/art/poste-italiane-accordo-moneyfarm-gestione-digitale-risparmio-con-ingresso-capitale-ACr9i1m>

⁴⁹ Indagine FinTech nel sistema finanziario italiano, Banca d'Italia, novembre 2021.

È chiaro, dunque, come il servizio di consulenza stia cambiando velocemente, integrando la figura umana all'interno di processi automatizzati con l'obiettivo di fornire un differente servizio all'investitore e/o con lo scopo di offrire un miglior servizio di consulenza.

5.5 Il mercato dei robo-advisor

Se da un lato MIFID II porta con sé un obbligo verso gli intermediari in relazione alla maggior trasparenza sui costi e sui rendimenti per i clienti finali, dall'altro la crescita delle generazioni *digital* e la bassa fiducia di quest'ultime verso le banche tradizionali permette l'inserimento dei *robo-advisor* in un contesto di mercato molto favorevole, in quanto per loro natura sono molto più trasparenti e meno onerosi.

Le previsioni di crescita avanzate nel 2015 in relazione all'incremento dell'AUM (Assets Under Management) a 4-5 anni si sono rilevate ben al di sopra di quello che realmente è accaduto. Nel 2015 si stimava che i *robo-advisor* acquisissero una quota di mercato a 4-5 anni di circa 4 trilioni di dollari nel 2019 e 8 trilioni di dollari nel 2020. Il dato effettivamente raggiunto è ravvisabile dalla figura successiva: a ottobre 2022 l'AUM mondiale dei *robo-advisor* ha raggiunto la quota di 1,66 trilioni di dollari con l'obiettivo di arrivare a sfiorare i 2,64 trilioni di dollari entro il 2025.⁵⁰

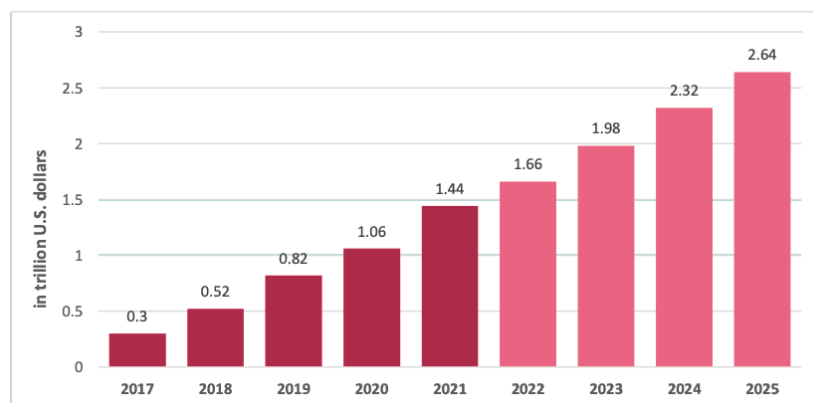


Figura 45 - AUM Robo-Advisors.

A eccezione di un rallentamento della crescita prevista, in relazione all'AUM a livello mondiale, la tendenza è ancora in forte crescita e il fenomeno sembra agli inizi grazie al continuo e crescente numero di adesioni ai servizi di *robo-advisory*. Nel 2021 il numero di clienti dei *robo-*

⁵⁰ BETTER FINANCE Robo Advice 2021 Report: «Are Robo-advisors sufficiently intelligent to provide suitable advice to individual investors?».

advisor ha raggiunto i 292 milioni a livello mondiale e le previsioni sono per un incremento di 181 milioni di unità, arrivando a sfondare la quota di 473 milioni di clienti nel 2025, ovvero una crescita del numero di clienti pari al 63%.

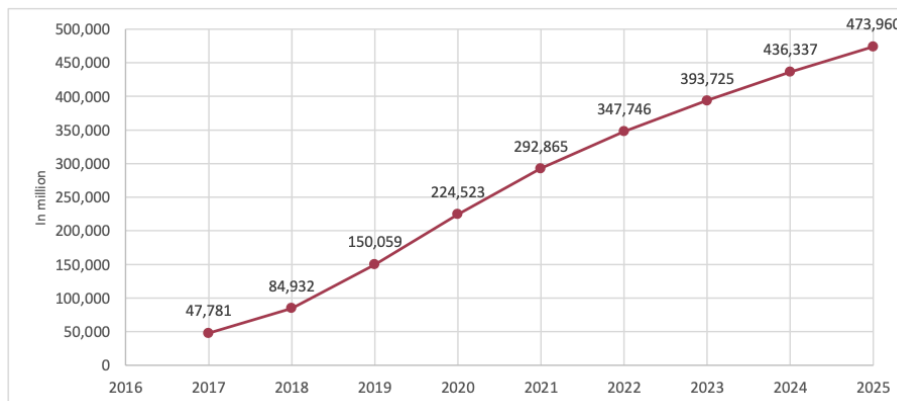


Figura 46 - Numero di utenti dei *robo-advisor* a livello mondiale.

Il mercato europeo, rapportato al mercato mondiale, rappresenta una piccola parte di quest'ultimo, seppur in continua crescita: a ottobre 2022 l'AUM europeo si attestava a 589,50 miliardi di dollari con una crescita prevista per il 2023 pari al 34,75%, arrivando a toccare i 794,40 miliardi di dollari.

Se andiamo a osservare la suddivisione a livello di Paesi, possiamo notare come l'Italia sia al secondo posto con 23,58 miliardi di euro in gestione a *robo-advisor*.⁵¹ Una quota considerevole la cui motivazione, a nostro avviso, può trovare riscontro in una bassa educazione finanziaria della popolazione, in un elevato livello di costi dei prodotti di risparmio gestito e in una bassa diffusione del servizio di consulenza su base indipendente.

⁵¹ <https://www.statista.com/outlook/dmo/fintech/digital-investment/Robo-advisors/world-wide?currency=eur#key-market-indicators>

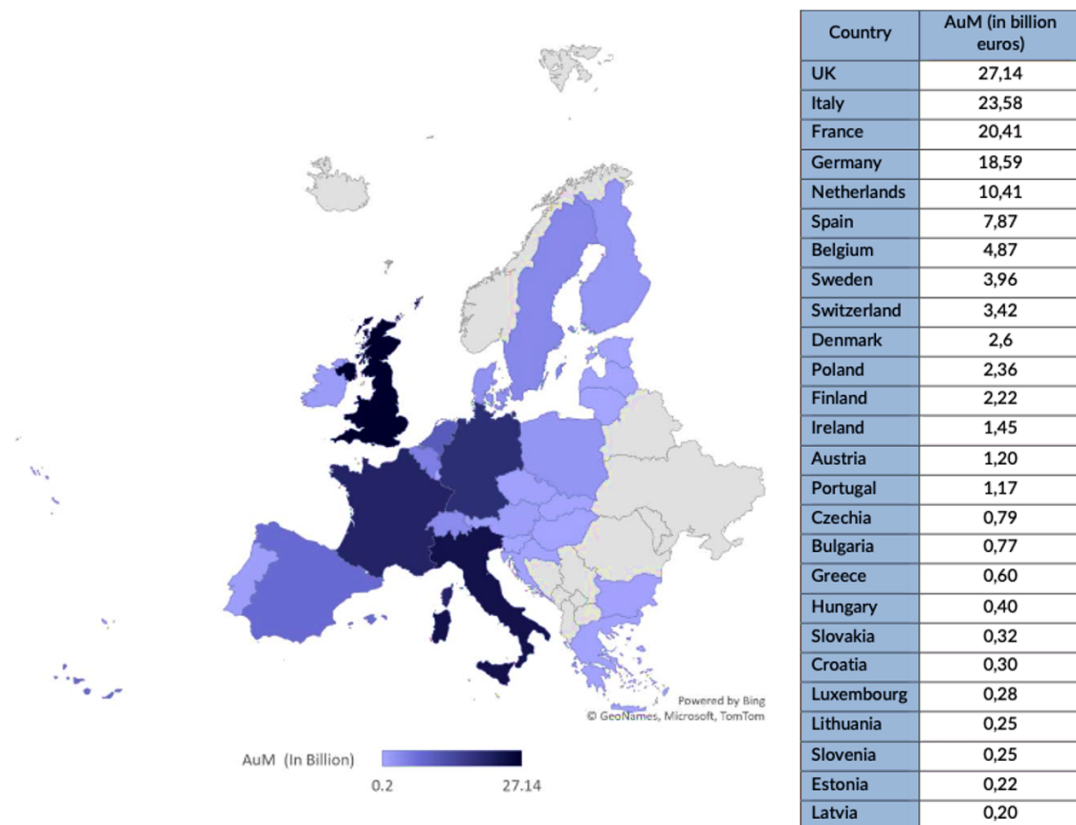


Figura 47 - AUM Robo-Advisors a livello europeo con suddivisione per singolo Paese.

5.6 Punti di forza e di debolezza dei *robo-advisors*

Prima di occuparci della trattazione di un caso concreto di *robo-advisor*, è fondamentale passare in rassegna i punti di forza e debolezza di quest'ultimi, osservando quali potrebbero essere le potenzialità future e le relative minacce (Glaser, Jung, 2019).

Come abbiamo già avuto modo di evidenziare più volte, la peculiarità, ovvero uno dei punti di forza di questi sistemi, riguarda le commissioni. I *robo-advisor* riescono ad applicare delle commissioni di gestione molto più basse rispetto a quelle adottate dalla consulenza *human touch* e ciò è dovuto, in particolar modo, all'integrazione di diversi passaggi e alla dematerializzazione del servizio stesso, che conducono all'automatizzazione di numerosi processi.

Rimanendo sul lato commissionale, come vedremo successivamente nel caso presentato, i soggetti coinvolti nella consulenza automatizzata tendono a offrire una commissione regressiva e inversamente correlata all'importo investito. Questo incentiva l'ingresso di patrimoni rilevanti e/o l'incremento, in corso d'opera, del capitale inizialmente investito.

Se da un lato i *robo-advisor* riescono ad attirare ingenti capitali con questo sistema di commissioni regressive, dall'altro non trascurano i piccoli investitori, poiché gli stessi permettono di

iniziare l'investimento con cifre relativamente contenute. Solitamente, questi piccoli investitori sono giovani e l'avere a disposizione un servizio che, oltre a consentirgli di iniziare gradualmente, sia fortemente *digital* rappresenta un plauso e un motivo di apprezzamento.

Un ultimo aspetto da considerare tra i punti di forza di questi sistemi riguarda la possibilità di non incorrere in perdite economiche dovute alla presenza di consulenti *human* che adottano delle scelte dettate da impulsi psicologici irrazionali, poiché i servizi di *robo-advisor* si basano sull'implementazione di algoritmi razionali. L'esclusione di quanto poc'anzi menzionato elide anche la possibilità di extra guadagni dovuti all'abilità del consulente *human*, per esempio nel selezionare determinate *asset class* in specifici contesti.

Per quanto riguarda le lacune, la più importante e non trascurabile riguarda la standardizzazione dei portafogli di investimento. Una volta completato il questionario proposto dal *robo-advisor*, il cliente viene catalogato in una determinata fascia di rischio a cui è associato un determinato portafoglio. Ciò che ne deriva è un portafoglio creato dalla selezione di alcuni panieri di titoli preimpostati sulla base di un determinato criterio di rischio. Se da un lato alcuni *player*, per esempio Moneyfarm, stanno cercando di colmare questo *gap* introducendo la possibilità di inserire, all'interno del portafoglio *core*, una serie di strumenti atti a sfruttare determinate tematiche di investimento, il divario rispetto alla consulenza *face to face*, che permette di carpire le reali esigenze e tarare gli investimenti sulla base degli obiettivi e dell'orizzonte temporale, permane ancora forte.

In relazione alle opportunità offerte da questo settore, abbiamo visto che la presenza limitata di soglie minime di investimento permette di catturare una quota di mercato che in precedenza non era servita dal servizio di consulenza finanziaria. Da un lato questo consente una rapida diffusione dei *robo-advisory*, ma al contempo genera una crescita di questi ultimi, in termini di AUM, minore. Un punto di svolta potrebbe essere quello di riuscire a catturare parte dei grossi patrimoni gestiti dalla consulenza tradizionale, magari andando a creare un servizio che si avvalga delle due fattispecie, quella *human* e quella *robo*. Questo risolverebbe anche il problema relativo alla limitata capacità dei servizi automatizzati di carpire le reali esigenze dei clienti riuscendo a offrire un servizio più in linea con le specificità di ciascun investitore.

Solitamente l'analisi delle opportunità di un determinato business viaggia di pari passo con l'analisi delle relative minacce che potrebbero minare lo sviluppo di quest'ultimo. Essendo il fenomeno un servizio online, qualsiasi investitore potrebbe operare con qualsiasi *robo-advisor* eliminando di fatto le frontiere. Questo rappresenta un potenziale pericolo per l'investitore, il quale potrebbe incorrere in un *player* internazionale che offre basse tutele e garanzie. Motivo

per cui le grandi banche centrali e gli organi deputati alla vigilanza delle stesse stanno ponendo maggior attenzione all'entrata nel mercato di questi *player*. Per esempio, la SEC (Securities and Exchange Commission) e la FINRA (Financial Industry Regulatory Authority) hanno identificato delle lacune in relazione ai servizi posti in essere dai *robo-advisor*, che vanno dalla *disclosure*, alla *compliance*, passando per la raccolta delle informazioni e le relative valutazioni di adeguatezza.

Nonostante le lacune e le criticità che le diverse piattaforme stanno incontrando, il fenomeno dei *robo-advisor* rappresenta qualcosa di ormai inserito e in rapida evoluzione su larga scala. Complice il progresso tecnologico e l'avvento di generazioni sempre più *digital*, il servizio offerto da questi *player* è destinato a crescere.

5.7 I robo-advisor: il caso Moneyfarm

Moneyfarm nasce in Italia nel 2011 da un'idea di Paolo Galvani e Giovanni Daprà con l'obiettivo di fornire servizi finanziari di qualità a costi contenuti. Dal 2011 a oggi, Moneyfarm ha raccolto 166 milioni di euro di finanziamenti attraverso 6 round (oggi i principali investitori vanno sotto i nomi di M&G plc, società internazionale di risparmio e investimenti con oltre 440 miliardi di euro in gestione e amministrazione; Cabot Square Capital, fondo di investimento inglese focalizzato sui servizi finanziari; Allianz, compagnia europea leader mondiale nel campo delle assicurazioni e tra le *top five* del risparmio gestito; Poste Italiane e United Ventures).

Il servizio di gestione patrimoniale di Moneyfarm si articola in tre *step*⁵²:

- 1) identificazione del profilo dell'investitore: mediante apposito questionario viene identificato il profilo del cliente al fine di accertarne gli obiettivi, la situazione patrimoniale e il profilo di rischio;
- 2) creazione del portafoglio: sulla base del profilo e degli obiettivi rilevati al punto precedente viene composto un portafoglio diversificato su misura;
- 3) gestione dell'investimento: la successiva gestione viene supportata dal comitato investimenti, che delinea le strategie di investimento e di ribilanciamento.

Per quanto riguarda la creazione del portafoglio, Moneyfarm mette a disposizione sette tipologie di portafogli, ognuna delle quali correlata da una diversa esposizione al rischio (classe 1, rischio più basso, fino ad arrivare alla classe 7, rischio più alto).

⁵² <https://www.moneyfarm.com/it/come-funziona/>

A titolo esemplificativo prendiamo in esame il portafoglio con un rischio moderato (rischio 5). Dal sito è possibile verificare la performance di ciascuna tipologia di portafoglio considerando l'ammontare monetario dedicato all'investimento, la presenza di prodotti ESG e la data di inizio della gestione.

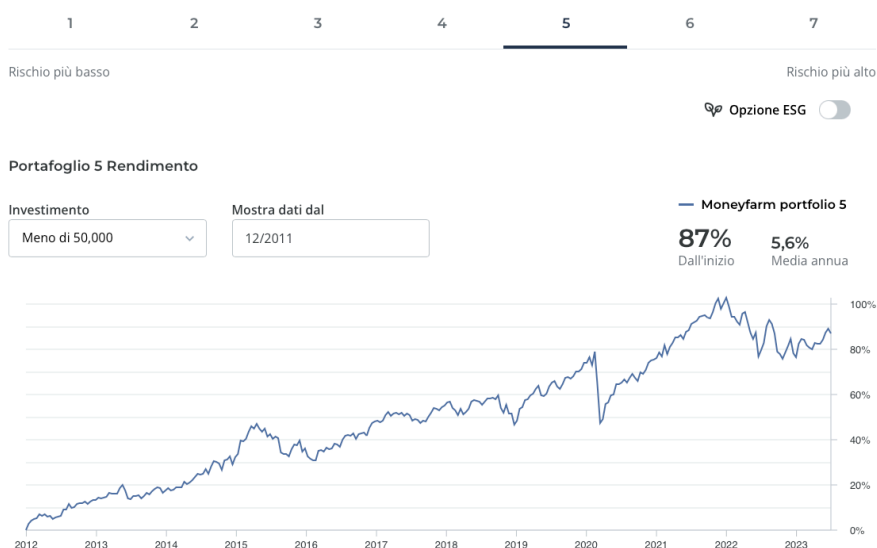


Figura 48 – Rendimento storico – PF5 Moneyfarm.

Oltre al rendimento dei vari portafogli è possibile estrapolare la composizione di ciascuno di essi tanto a livello di tipologia di *asset class* presenti, quanto a livello di settori in cui ciascun portafoglio investe e infine a livello di esposizione geografica degli stessi.

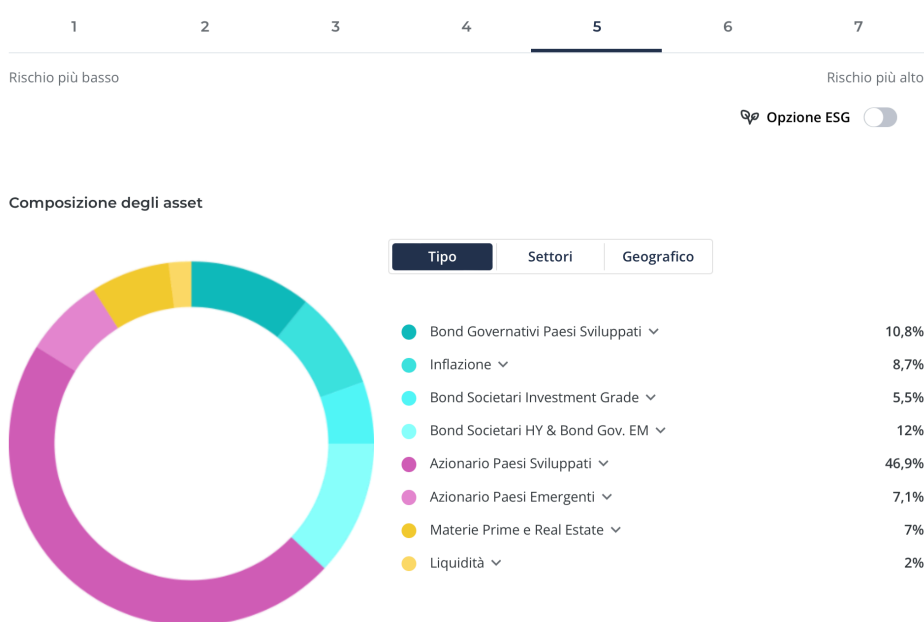


Figura 49 - Composizione per tipologia di asset class - PF5 Moneyfarm.

Chiaramente, la simulazione che viene prodotta non tiene conto di successive contribuzioni o eventuali disinvestimenti e inoltre la performance è considerata al lordo delle commissioni di gestione, al lordo dell'imposizione fiscale e al netto del costo degli strumenti.

In ultima istanza, all'interno della pagina dove si possono ravvisare i rendimenti dei vari portafogli e le composizioni di quest'ultimi, Moneyfarm mette a disposizione un *tool* con cui il cliente può simulare l'evoluzione probabilistica del suo investimento in relazione a un PIC (Piano di Investimento del Capitale), a un contributo mensile definito come PAC (Piano di Accumulo del Capitale), al suo orizzonte temporale e al livello di rischio scelto.



Figura 50 - Simulazione di crescita del capitale - PF5 Moneyfarm.

Nella nostra simulazione ravvisiamo un capitale versato di 60.000 euro in 15 anni che, secondo una stima del valore futuro del portafoglio, considerando il 95% dei casi possibili, potrebbe condurre a un valore atteso di 109.126 euro.

Dopo aver osservato come funziona il processo di investimento mediante l'utilizzo di Moneyfarm, la domanda che potrebbe sorgere spontanea è: su cosa si basa l'attività di consulenza e l'approccio agli investimenti?

Per rispondere prendiamo in esame il *whitepaper* sul processo di investimento disponibile presso il loro sito. Da tale documento si ravvisano cinque convinzioni in risposta alla domanda sorta in precedenza⁵³:

- 1) *asset allocation*: la scelta delle *asset class* e il loro peso rappresenta la parte più importante nella costruzione di un portafoglio poiché il 90% del rendimento e del rischio di medio/lungo termine è spiegato dalla sua *asset allocation*;

⁵³ Whitepaper sul processo di investimento di Moneyfarm.

- 2) scelta di strumenti a basso costo gestionale: Moneyfarm usa strumenti passivi quotati in borsa, ovvero ETF al fine di minimizzare i costi per l'investitore, dato che quest'ultimi sono l'unica componente certa;
- 3) approccio *global macro*: l'analisi delle relazioni tra mercati e *trend* economici e sociali permette di costruire una strategia di investimento sostenibile nel tempo;
- 4) importanza di un adeguato orizzonte temporale: la definizione di un corretto orizzonte temporale e il suo mantenimento, allontanandosi dalle distorsioni di breve periodo, premia l'investitore paziente;
- 5) continuo sforzo di apprendimento e innovazione nel modo di gestire.

In aggiunta a quanto sopra evidenziato, Moneyfarm dichiara che i propri portafogli non fanno uso della leva finanziaria e non presentano posizioni *short*. Altresì, i portafogli sono sempre investiti al 100% in un numero di almeno 6 ETF che varia a seconda del capitale investito.

Proprio l'aspetto costi rappresenta per Moneyfarm un cavallo di battaglia, poiché la stessa è nata per offrire servizi finanziari a costi ragionevolmente contenuti.

Se prendiamo in analisi quest'ultimo aspetto, possiamo notare come la società adotti una politica commissionale regressiva e inversamente correlata all'ammontare del patrimonio in gestione, come si evince dalla Figura 51.

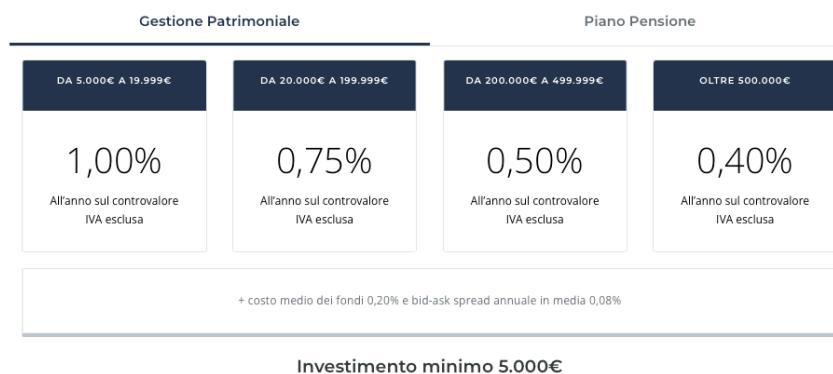


Figura 51 - Costi gestione patrimoniale Moneyfarm.

Mentre per quanto riguarda l'investimento in previdenza complementare, Moneyfarm, a oggi, opta per un costo di gestione annuo fisso dell'1,25% indipendentemente dal capitale investito e un costo amministrativo di 10 euro all'anno.⁵⁴

⁵⁴ <https://www.moneyfarm.com/it/costi/>

Altresì, la commissione di gestione può essere ridotta presentando un amico e consigliando il servizio stesso (a oggi sia il presentatore che il soggetto presentato ricevono uno sconto dello 0,1% per sei mesi sulle commissioni di gestione).

Il cavallo di battaglia della società non si ferma sulla commissione di gestione annua applicata, ma anche sulla non applicazione di commissioni di ingresso, uscita e commissioni di performance. Come si può evincere, la stessa società punta molto sul risparmio in termini di costi di cui gli investitori possono godere. Nella sezione del loro sito riferita ai costi è possibile trovare una comparazione tra i fondi e il servizio di Moneyfarm in relazione al capitale investito e distinti per categoria di rischio.

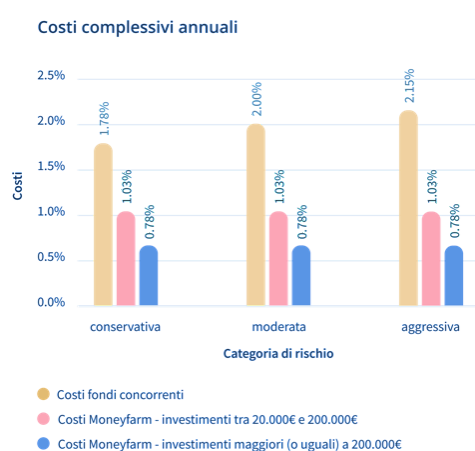


Figura 52 - Confronto costi complessivi annuali tra fondi e servizio Moneyfarm.

Analizzando la Figura 52 balza all'occhio il costo medio dei fondi catalogati nella categoria aggressiva, tipicamente fondi azionari, pari al 2,15%, ovvero in linea con lo studio annuale Global Investor Experience condotto da Morningstar e declinato nei capitoli precedenti.

L'obiettivo di Moneyfarm è di riuscire a racchiudere il maggior numero di servizi finanziari al proprio interno. Con tale intento, nel 2020 ha lanciato sul mercato italiano il Piano Pensione Moneyfarm, ovvero una soluzione di previdenza complementare digitale sotto forma di PIP (Piano Individuale Pensionistico) e nel 2022 ha acquisito, sempre in ambito previdenziale, Profile Pensions (consulente digitale previdenziale leader nel Regno Unito).

Inoltre, con circa 90.000 risparmiatori, Moneyfarm gestisce un patrimonio di circa 2,8 miliardi di euro e non a caso ha ricevuto, per l'ottavo anno consecutivo, il Sigillo d'Oro "Miglior Servizio di Consulenza Finanziaria Indipendente" dall'Istituto tedesco di qualità e finanza.

In conclusione, possiamo affermare che il servizio offerto da Moneyfarm rappresenta sicuramente qualcosa di appetibile per l'investitore finale che si avvicina al mondo degli investimenti. La presenza di costi moderati, l'anima fortemente digitale del servizio, la limitata

soglia di ingresso e la presenza di un consulente dedicato in caso di necessità rappresentano dei punti di forza su cui la società fonda il proprio business.

CAPITOLO VI

ESG: ENVIRONMENTAL, SOCIAL AND GOVERNANCE

6.1 Dallo sviluppo sostenibile alla finanza sostenibile

Prima di passare alla definizione di finanza sostenibile dobbiamo inquadrare il contesto circostante.

Quando si parla di sviluppo sostenibile in relazione all'apprensione dei bisogni delle generazioni future, le origini risalgono a molto lontano. Già le tribù Irokoses del Nord America menzionavano il concetto di sviluppo sostenibile inteso come atto di prendere delle decisioni che tenessero in considerazione i bisogni dei loro successori.

Facendo qualche passo in avanti, arrivando a tempi più recenti, l'attenzione a livello internazionale verso l'ambiente si consacrò negli anni '70, quando i capi delle 110 delegazioni ONU approvarono la Dichiarazione di Stoccolma sull'ambiente umano il cui obiettivo era quello di tracciare le linee guida per i Governi degli Stati aderenti in relazione alla tutela dell'essere umano e dell'ambiente.

A oggi, quando si parla di sviluppo sostenibile si fa riferimento a «uno sviluppo in grado di assicurare il soddisfacimento dei bisogni della generazione presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di realizzare i propri»⁵⁵.

Da tale definizione si intuisce come lo sviluppo sostenibile sia qualcosa di collegato alla salvaguardia dell'ambiente. Con il proseguo del tempo, tale concetto divenne un principio di diritto internazionale contribuendo alla creazione di diversi accordi e trattati tra cui l'Accordo di Parigi del 2015 e l'Agenda 2030.

L'Accordo di Parigi, meglio noto come Paris Climate Agreement, è il primo accordo giuridicamente vincolante sul cambiamento climatico ratificato da 196 Paesi con l'obiettivo di porre in essere un piano d'azione per limitare il riscaldamento globale. Tale accordo si fonda su cinque principi cardine:

- obiettivo a lungo termine: il nodo principale è di mantenere l'aumento della temperatura media globale ben al di sotto dei 2°C, cercando di arrivare a 1,5°C in più rispetto ai livelli preindustriali;

⁵⁵ Definizione tratta dall'Our Common Future pubblicato nel 1987.

- contributi: ove con tale termine si intendono i piani d'azione avanzati da ciascun Paese per raggiungere l'obiettivo sopra menzionato;
- ambizione: i precedenti contributi vengono comunicati ogni cinque anni con l'obiettivo di fissare obiettivi ancor più ambiziosi;
- trasparenza: al fine di rendere pubblici i risultati, i Paesi in questione si impegnano a comunicare i traguardi conseguiti;
- solidarietà: con l'obiettivo che anche i Paesi in via di sviluppo possano contribuire alla riduzione del riscaldamento globale, i Paesi sviluppati si impegnano a fornire finanziamenti per il clima ai Paesi in via di sviluppo.

L'Agenda 2030, sottoscritta qualche mese prima dell'Accordo di Parigi, nel settembre del 2015, dai 193 Paesi membri dell'ONU (Organizzazione delle Nazioni Unite) rappresenta un programma d'azione per le persone, il pianeta e la prosperità.⁵⁶

Inoltre, l'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile «persegue [...] il rafforzamento della pace universale in una maggiore libertà. Riconosciamo che sradicare la povertà in tutte le sue forme e dimensioni, inclusa la povertà estrema, è la più grande sfida globale ed un requisito indispensabile per lo sviluppo sostenibile»⁵⁷. Nel preambolo di apertura della versione integrale si legge «siamo decisi a liberare la razza umana dalla tirannia della povertà e vogliamo curare e salvaguardare il nostro pianeta. Siamo determinati a fare i passi audaci e trasformativi che sono urgentemente necessari per portare il mondo sulla strada della sostenibilità e della resilienza»⁵⁸.

Analizzando brevemente l'Agenda 2030, possiamo notare come trova fondamento su 17 obiettivi (definiti come SDGs – Sustainable Development Goals) e 169 traguardi da realizzarsi nei 15 anni successivi al 2015, arrivando a completamento dei lavori nel 2030.

⁵⁶ <https://unric.org/it/agenda-2030/>

⁵⁷ Versione integrale dell'Agenda 2030.

⁵⁸ *Ibidem*.



Figura 53 – Sustainable Development Goals.

Gli SDGs hanno come obiettivo quello di affrontare le sfide globali e ultimare quanto non ancora realizzato con i precedenti 8 Obiettivi di Sviluppo del Millennio. Per quanto riguarda gli SDGs, rappresentati in Figura 53, possono essere raggruppati nelle Cinque P:

- persone: eliminare la fame e la povertà in tutte le loro forme e dimensioni con l'obiettivo di permettere a ciascuna persona di realizzare il proprio potenziale in egual modo in un ambiente vigoroso (obiettivi 1-7);
- prosperità: permettere a ciascun essere umano di godere di una vita prospera e soddisfacente (obiettivi 8-12);
- pianeta: protezione dello stesso da una produzione e un utilizzo eccessivo di risorse cercando di gestirle in maniera sostenibile (obiettivi 13-15);
- pace (obiettivi 16-17);
- *partnership*: attraverso una cooperazione tra tutti i Paesi chiamati in causa al fine di raggiungere gli obiettivi di sviluppo sostenibile (obiettivi 16-17).



Figura 54 - Le Cinque P dello Sviluppo Sostenibile.

Nonostante inizialmente il concetto di sostenibilità rappresentasse qualcosa di poco definito per permettere una definizione univoca e una rapida realizzazione di azioni concrete, con il decorrere del tempo, in particolar modo a partire dalla Commissione Brundtland, si diffuse l'idea che la nozione di sviluppo sostenibile fosse compatibile con il paradigma economico classico. Inoltre, nel corso del tempo, è maturata l'idea che la trattazione di problemi ambientali e sociali non possa essere separata dal concetto di governance dei soggetti atti a prendere delle decisioni. Si arrivò così al riconoscimento dell'interdipendenza tra fattori ESG (Environmental, Social e Governance) e sviluppo sostenibile.

La definizione del paradigma di finanza sostenibile non ha viaggiato di pari passo con quella di sviluppo sostenibile. Basti pensare che l'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile non assegna alcuna rilevanza al sistema finanziario, ammettendo comunque che gli investimenti rappresentano il volano per lo sviluppo sostenibile.

Una più precisa formulazione di finanza sostenibile viene elaborata dalla Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), a cui fanno seguito anche Eurosif e il Forum Italiano per la Finanza Sostenibile, che afferma: «la finanza sostenibile è quell'insieme di strategie di investimento che considerano i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nella composizione e gestione di portafoglio»⁵⁹.

Rappresenta quindi l'applicazione del concetto di sviluppo sostenibile all'attività finanziaria, con l'obiettivo di generare valore nel lungo periodo, facendo in modo che i capitali investiti vengano convogliati in modo tale da essere utili per la società senza arrecare danno all'ambiente.

⁵⁹ GSIA report, 2019.

Effettuare investimenti sostenibili implica adottare un comportamento proattivo nel finanziamento di società virtuose che integrino, nella loro strategia aziendale, criteri ecologici e sociali mediante un approccio responsabile con l'obiettivo finale di favorire uno sviluppo sostenibile dell'economia stessa. Il crescente interesse verso questa materia trova radici nelle continue trasformazioni climatiche e nel progressivo deterioramento ambientale, che rappresentano una minaccia per l'intera popolazione.

A partire dall'Accordo di Parigi e dall'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile, il legislatore europeo si è messo in gioco ripensando al ruolo della finanza nel suo complesso.

La Figura 55 ripercorre il *framework* degli interventi regolamentari che sono stati effettuati negli ultimi 7 anni.

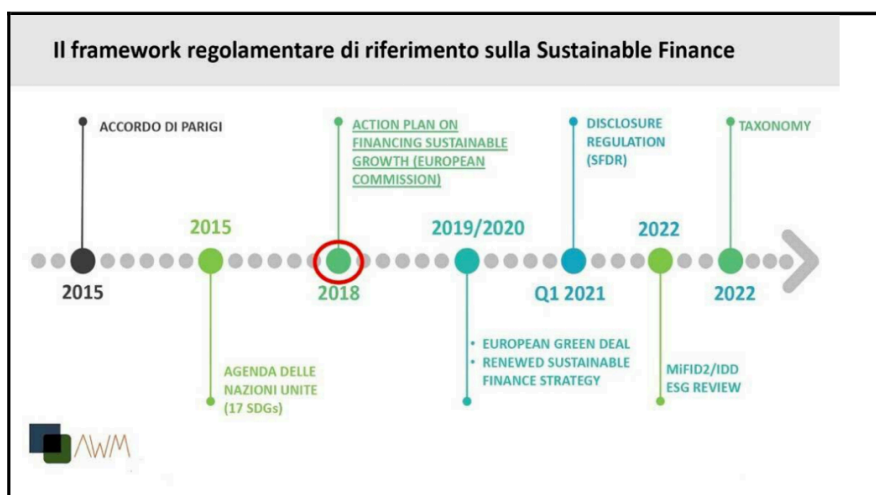


Figura 55 - PWC: The growth opportunity of the century.

L'8 marzo 2018 la Commissione Europea ha elaborato l'Action Plan on Financing Sustainable Growth, ovvero un piano di 10 azioni volto a indirizzare il mercato dei capitali verso un modello di sviluppo inclusivo e sostenibile sotto il profilo sociale, economico e ambientale coerentemente con l'Accordo di Parigi e l'Agenda 2030.

L'11 dicembre 2019 le istituzioni europee hanno predisposto quello che viene definito Green Deal, ovvero un piano realizzato con l'obiettivo di promuovere l'uso efficiente delle risorse passando a un'economia pulita e circolare nonché a ripristinare la biodiversità e ridurre l'inquinamento.⁶⁰

Come si può intuire dal piano di azione concordato, il Green Deal pone al centro dell'attenzione il concetto di energia pulita, la quale deve passare, ovviamente, per un adeguamento

⁶⁰ https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal_it

delle infrastrutture e delle imprese produttrici accompagnata da una graduale riduzione dell'utilizzo dei combustibili fossili. L'obiettivo finale è di raggiungere la tanto ambita neutralità climatica entro il 2050.

Fermo restando il concetto di Green Deal, la Commissione Europea ha recentemente introdotto un concetto relativo alla strategia di finanza sostenibile, il cosiddetto Renewed Sustainable Finance Strategy, il cui obiettivo è di fornire strumenti politici affinché le imprese possano transitare verso un'economia più sostenibile mediante il supporto del sistema finanziario.

Uno degli ultimi interventi in materia di sostenibilità trova fondamento nella Disclosure Regulation, ovvero la trasparenza degli strumenti finanziari e l'integrazione dei rischi ESG all'interno di essi. La Disclosure Regulation fa riferimento al regolamento europeo 2019/2088 denominato Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) mediante cui, i soggetti emittenti di prodotti finanziari, devono indicare le loro politiche sull'integrazione dei rischi di sostenibilità nei processi di investimento e i Principal Adverse Sustainability Impacts. Con il termine rischio di sostenibilità si fa riferimento «ad un evento o condizione di tipo ambientale, sociale o di governance che, se si verifica, potrebbe provocare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore dell'investimento»⁶¹. Quando invece si parla di Principal Adverse Sustainability Impacts, ci si riferisce agli effetti negativi che la consulenza o le decisioni di investimento possono arrecare sui fattori di sostenibilità.

La Disclosure Regulation intende perseguire tali obiettivi innanzitutto predisponendo un *framework* comune di rendicontazione chiaro e trasparente in maniera che ciascun investitore possa confrontare le proposte di investimento in relazione ai criteri ESG e in secondo luogo cercando di limitare il fenomeno del *greenwashing* finanziario. Con tale locuzione si fa riferimento a «quelle pratiche commerciali che descrivono un prodotto finanziario come 'verde' oppure 'sostenibile', al solo fine di migliorarne l'immagine e renderlo più attraente per gli investitori, anche laddove non rispetti standard ambientali di base» («Quaderno CONSOB», giugno 2021).

Tale fenomeno sta attirando sempre di più l'attenzione delle istituzioni, quali la CONSOB. Da un'analisi condotta nel 2021 su 723 fondi azionari ESG, i quali coprono un patrimonio netto totale di oltre 330 miliardi di dollari, è emerso che il 71% di questi fondi in realtà non è in linea con gli obiettivi previsti dall'Accordo di Parigi. Ciò che spaventa è che la maggior parte delle aziende legate ai combustibili fossili detiene la maggior parte degli *asset* (*Climate Funds: are they Paris aligned?*, agosto 2021).

⁶¹ <https://bnl.it/it/Footer/Trasparenza/Regolamento-europeo-2019-2088-SFDR>

Il Sustainable Finance Disclosure Regulation viene applicato ai *financial advisor* e a tutti i *financial markets participants* (coloro che creano strumenti finanziari o, più in generale, le società di investimento) con sede nell'Unione Europea o che commercializzano i propri prodotti a soggetti interni all'Unione Europea.

Di particolare menzione sono gli articoli 6, 8 e 9 del Regolamento poiché suddividono i prodotti finanziari in diversi gruppi:

- Articolo 6 – Trasparenza dell'integrazione dei rischi di sostenibilità: in questo caso i soggetti coinvolti devono indicare come i rischi di sostenibilità sono integrati nelle loro decisioni di investimento e sottoporre al pubblico i risultati delle valutazioni dei probabili impatti di tali rischi sul rendimento degli strumenti finanziari che mettono a disposizione. Inoltre, se gli emittenti non ritengono rilevanti i rischi di sostenibilità, devono fornire una spiegazione chiara e dettagliata a riguardo.⁶² In sostanza, i prodotti Art. 6 non possono utilizzare la locuzione ESG o sostenibilità e tantomeno essere pubblicizzati come sostenibili;
- Articolo 8 – Trasparenza della promozione delle caratteristiche ambientali o sociali nell'informativa precontrattuale: impone che se un prodotto finanziario promuove anche caratteristiche ambientali e sociali, le informazioni da comunicare riguardano come tali caratteristiche sono rispettate e il modo in cui l'eventuale indice di riferimento è coerente con esse.⁶³ In questo caso siamo di fronte ai cosiddetti prodotti *light green*, ovvero strumenti che possono in parte includere investimenti sostenibili ma si focalizzano principalmente su altre attività;
- Articolo 9 – Trasparenza degli investimenti sostenibili nelle informazioni precontrattuali: se un prodotto finanziario ha come obiettivo investimenti sostenibili ed è stato identificato un indice di riferimento, le informazioni da comunicare devono essere accompagnate da lumi che dichiarino in che modo l'indice designato è in linea con detto obiettivo e dare una spiegazione che spieghi perché e in che modo l'indice designato in linea con detto obiettivo differisce da un indice generale di mercato.⁶⁴ Se invece non è stato designato nessun indice di riferimento, le informazioni devono includere una spiegazione sul modo in cui tale obiettivo viene raggiunto.⁶⁵ Altresì, se lo strumento finanziario ha come finalità la riduzione delle emissioni di carbonio, le

⁶² Art. 6, paragrafo 1, Regolamento SFDR.

⁶³ Art. 8, paragrafo 1, Regolamento SFDR.

⁶⁴ Art. 9, paragrafo 1, Regolamento SFDR.

⁶⁵ Art. 9, paragrafo 2, Regolamento SFDR.

informazioni da comunicare devono includere l'obiettivo di un'esposizione a basse emissioni di carbonio.⁶⁶ In tal caso si parla di prodotti *dark green*.



Figura 56 - Morningstar - Level of detail in disclosure.

Un ulteriore intervento a livello europeo in tema ESG riguarda la proposta di integrare la valutazione dei fattori ESG all'interno della direttiva MIFID II, al fine di ampliare la valutazione degli obiettivi finanziari, in fase di profilatura del soggetto coinvolto, anche ad aspetti di natura qualitativa che riguardino la sostenibilità ambientale, sociale e di governo.

Le modifiche apportate mediante tale proposta riguardano *in primis* l'introduzione della definizione di preferenze ESG, ovvero quelle preferenze di un cliente o potenziale a favore di investimenti sostenibili dal punto di vista ESG. In secondo luogo, la modifica di taluni articoli della direttiva MIFID II mira a garantire che gli investitori siano maggiormente edotti prima di prendere qualsiasi decisione di investimento. Al fine di garantire ciò, le imprese devono informare gli investitori relativamente al contenuto ESG incorporato nei loro prodotti finanziari.

È chiaro, dunque, come le preferenze ESG non debbano più essere viste come un qualcosa di separato dagli investimenti, ma devono rappresentare sempre più una componente fondamentale da analizzare e rispettare anche all'interno del mondo finanziario.

Al fine di agevolare gli investitori, le imprese e gli stessi consulenti finanziari, con l'obiettivo di creare un linguaggio comune, il 12 luglio 2020 è entrato in vigore il regolamento 2020/852 sulla Taxonomy europea con la quale viene creata, per la prima volta, una lista di investimenti ecosostenibili. Il regolamento stabilisce che un'attività economica possa essere definita come ecosostenibile se contribuisce al raggiungimento di almeno uno dei seguenti obiettivi, senza ledere gli altri:

- 1) mitigazione del cambiamento climatico;
- 2) adattamento al cambiamento climatico;

⁶⁶ Art. 9, paragrafo 3, Regolamento SFDR.

- 3) utilizzo sostenibile e protezione delle risorse idriche e marine;
- 4) transizione verso un'economia circolare;
- 5) prevenzione e controllo dell'inquinamento;
- 6) protezione della biodiversità e della salute degli eco-sistemi.

È lecito attendersi come le aziende che adottino delle politiche ecosostenibili possano avere maggiori potenzialità di crescita nel lungo termine.

Da un recente studio condotto da PWC, si ravvisa come il totale degli *asset* ESG peserà almeno il 41% delle masse complessive dei fondi commercializzati nell'Unione Europea.

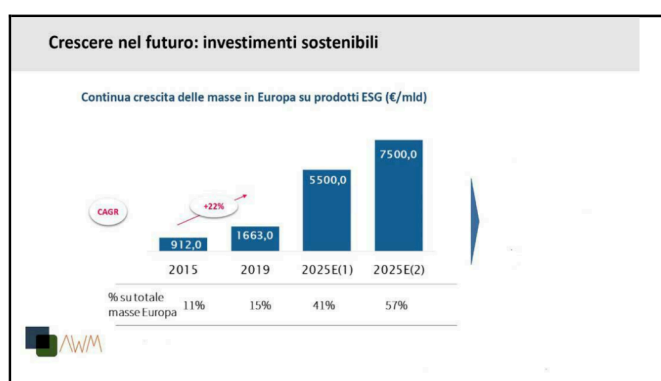


Figura 57 - PWC: the growth opportunity of the century.

A conclusione del processo di analisi in relazione allo sviluppo e alla finanza sostenibile, possiamo definire concretamente che cosa si intende per investimento sostenibile e responsabile (SRI – Sustainable and Responsible Investment). Con tale accezione si identifica un tipo di investimento caratterizzato da un orientamento di lungo termine che convoglia fattori ESG nel processo di ricerca, analisi e selezione dei titoli che compongono il portafoglio di investimento.⁶⁷

6.2 I fattori ESG e la loro valutazione

La disamina condotta nel paragrafo precedente ha messo in evidenza come il concetto di sostenibilità sia sempre più presente nelle nostre vite. La precedente trattazione ha volutamente tralasciato di definire la dinamica ESG e la sua valutazione mediante opportune metriche al fine di dedicarne una sezione assestante.

⁶⁷ European Sustainable Investment Formu, EUROSIF.

La locuzione ESG, acronimo di Environmental, Social and Governance, fu citata per la prima volta nella pubblicazione denominata *Who Care Wins – Connecting Financial Markets to a Changing World* nel 2004 con l'obiettivo di sviluppare linee guida e raccomandazioni su come integrare le questioni ESG nei servizi di consulenza, di gestione degli *asset* e nell'intermediazione di quest'ultimi.

L'acronimo ESG fa riferimento a tre pilastri:

- *environmental*: mette in luce il rapporto con l'ambiente cercando di convogliare operazioni mirate con l'obiettivo di ridurre l'impatto ambientale delle aziende operanti in determinati settori monitorando, nel continuo, i rischi correlati ai cambiamenti climatici. Il fulcro di questa categoria riguarda la misurazione e la conseguente riduzione delle emissioni di CO₂;
- *social*: fa riferimento alle decisioni aziendali e organizzative che producono un impatto diretto in ambito sociale. A titolo esemplificativo, tale categoria fa riferimento al rispetto dei diritti civili e lavorativi, al benessere e miglioramento della qualità di vita delle persone, alla parità di genere;
- *governance*: il concetto di governance in relazione agli investimenti ESG riguarda elementi quali le retribuzioni dei manager, la diversità etnica e culturale, il modo in cui il management interagisce con gli azionisti.

Quando si parla di investimenti ESG il filo conduttore dovrebbe essere il modo con cui un'azienda si mette a disposizione di tutte le parti chiamate in causa, a partire dall'ambiente per arrivare ai lavoratori, azionisti e clienti.

La locuzione investimenti ESG fa riferimento a investimenti che hanno ottenuto un *rating* elevato, ovvero investimenti che producono un impatto positivo sul pianeta, per esempio investendo in aziende attive nella lotta al cambiamento climatico.

L'adozione del sistema di *rating* anche per quanto riguarda questa tipologia di strumenti, permette una migliore trasparenza nei confronti degli investitori. Il *rating* ESG rappresenta una valutazione alfanumerica in relazione al rispetto dei fattori sociali, ambientali e di governo da parte di taluni soggetti. A oggi, però, non esiste uno standard univoco per la definizione di un *rating* ESG e di conseguenza ogni agenzia utilizza un proprio meccanismo per la redazione di tale indicatore.

Tra le agenzie più importanti possiamo citare:

- MSCI – Morgan Stanley Capital International: il calcolo del rating ESG di MSCI prende in considerazione 37 ESG *key issues*, i quali fanno parte di 10 macro-temi appartenenti ai tre pilastri ESG.

3 Pillars	10 Themes	37 ESG Key Issues	
Environment	Climate Change	Carbon Emissions Product Carbon Footprint	Financing Environmental Impact Climate Change Vulnerability
	Natural Resources	Water Stress Biodiversity & Land Use	Raw Material Sourcing
	Pollution & Waste	Toxic Emissions & Waste Packaging Material & Waste	Electronic Waste
	Environmental Opportunities	Opportunities in Clean Tech Opportunities in Green Building	Opp's in Renewable Energy
Social	Human Capital	Labor Management Health & Safety	Human Capital Development Supply Chain Labor Standards
	Product Liability	Product Safety & Quality Chemical Safety Financial Product Safety	Privacy & Data Security Responsible Investment Health & Demographic Risk
	Stakeholder Opposition	Controversial Sourcing	
	Social Opportunities	Access to Communications Access to Finance	Access to Health Care Opp's in Nutrition & Health
Governance	Corporate Governance*	Board* Pay*	Ownership* Accounting*
	Corporate Behavior	Business Ethics Anti-Competitive Practices Tax Transparency	Corruption & Instability Financial System Instability

Figura 58 - Criteri per la definizione del MSCI rating ESG.

La determinazione del *rating* ESG da parte di MSCI focalizza l'attenzione sull'intersezione tra le problematiche del settore che possono condurre a rischi e opportunità per l'impresa e il *core business* della stessa con l'obiettivo di misurare la resilienza di una società ai rischi ambientali, sociali e di governo.

In sostanza la metodologia applicata da MSCI cerca di determinare quattro elementi chiave:

- quali sono i rischi e le opportunità ESG per l'impresa e il suo settore;
- l'esposizione dell'impresa ai rischi e alle opportunità;
- come l'impresa li gestisce;
- come la stessa si comporta rispetto ai competitor.

Tutto ciò viene condotto grazie ad oltre 200 specialisti e dall'intelligenza artificiale, arrivando alla determinazione della scala di *rating* rappresentata in Figura 59.

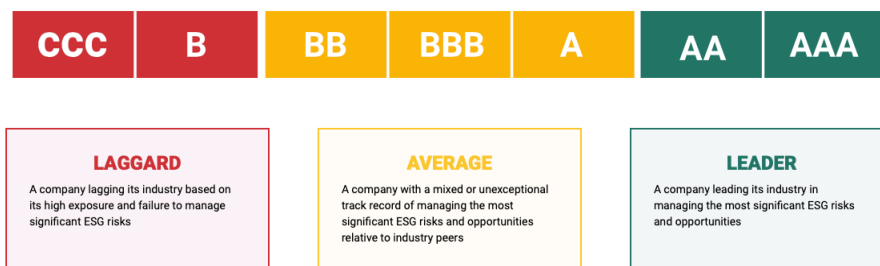


Figura 59 - Scala MSCI rating ESG.

Le aziende capaci di gestire in maniera oculata i rischi e di cogliere le relative opportunità in termini ESG vengono classificate come "leader" e viene loro assegnato un

rating AA o AAA. Di contro abbiamo le aziende definite come “*average*”, ovvero quelle aziende a cui viene assegnato un *rating* BB, BBB o A, che presentano ampi spazi di miglioramento. Infine, abbiamo le aziende denominate “*laggard*”, ovvero quelle aziende che sono in ritardo rispetto al settore di appartenenza e non sono in grado, allo stato attuale, di gestire i rischi ESG. A esse viene assegnato un *rating* CCC o B.

- Morningstar Sustainability Rating: nasce nel 2016 e successivamente viene rivisitato alla fine del 2021. Si tratta di uno strumento il cui obiettivo finale è di valutare il profilo di sostenibilità degli strumenti finanziari mediante un’analisi ESG. Tale *rating* si basa sul cosiddetto ESG *risk rating* per gli emittenti societari e sul concetto di ESG *country risk rating* per gli emittenti sovrani. Ad ogni fondo idoneo a poter ricevere il Morningstar Sustainability Rating viene assegnato da 1 a 5 globi, ove un maggior numero di globi implica una elevata sostenibilità dello strumento, ovvero un livello più basso di rischio ESG.

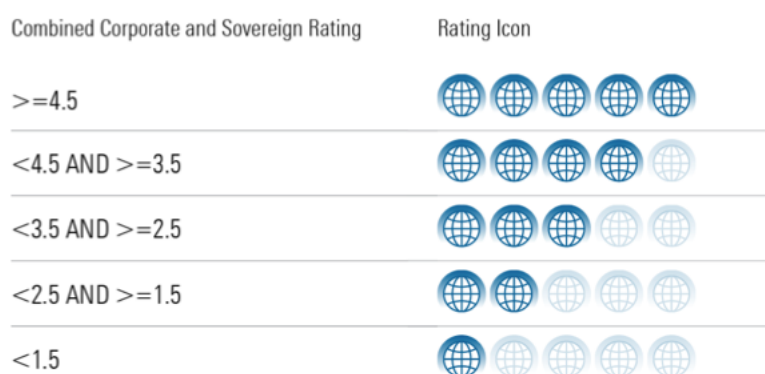


Figura 60 - Morningstar Sustainability Rating Categories.

Dopo aver presentato una panoramica generale sul concetto ESG e sulle relative metriche con cui viene misurata la sostenibilità di un investimento, ci pare utile rappresentare anche le modalità con cui questi *rating* ESG possono guidare gli investitori nelle scelte di investimento. Le strategie evidenziate da EUROSIF (European Social Investment Forum), che possono essere adottate per effettuare investimenti in ottica ESG, sono le seguenti:

- *best in class*: mediante tale strategia, l’investitore seleziona le aziende che possiedono un miglior *rating* ESG all’interno del settore di riferimento;
- *engagement and voting*: in tal caso vi è un coinvolgimento attivo nelle assemblee annuali che punta a ricercare un dialogo con il management per renderli edotti sul tema della sostenibilità;

- *ESG integration*: questa metodologia comporta l'inclusione dei rischi e delle opportunità ESG nelle tradizionali analisi finanziarie e nelle relative decisioni di investimento. Il processo di integrazione si concentra sul potenziale impatto delle metriche ESG sui dati finanziari dell'azienda;
- *exclusions*: in questo caso si escludono sistematicamente investimenti specifici in aziende, settori o Paesi se coinvolti in determinate attività sulla base di criteri specifici (a titolo esemplificativo, armi, pornografia, tabacco e test sugli animali);
- *impact investing*: quando si adotta una simile strategia, l'intento è di generare un impatto sociale e ambientale positivo, oltre ad avere un ritorno in termini economici. Da non confondere con la filantropia, poiché nell'*impact investing* l'investitore punta a un incremento del proprio capitale (a titolo esemplificativo, gli *impact investing*, ruotano attorno a investimenti in sistemi di efficientamento energetico, economia circolare, educazione e inserimento lavorativo);
- *norms based screening*: strategia che permette all'investitore di inserire in portafoglio società conformi agli standard e alle norme internazionali;
- *sustainability themed*: la strategia sottostante è di canalizzare le proprie risorse verso aziende che operano in un determinato ambito specifico (cd. fondi tematici).

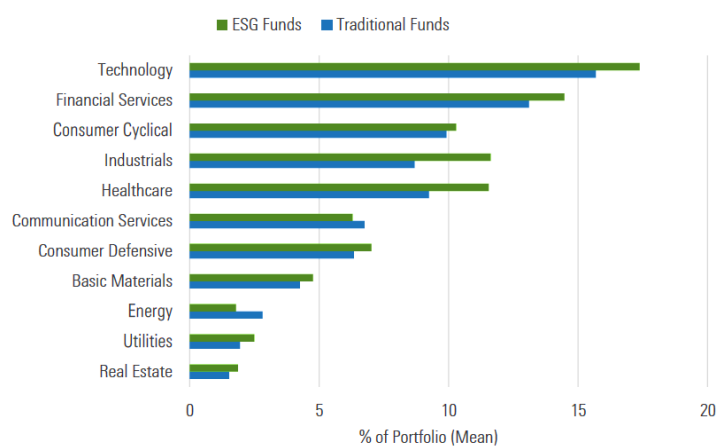
6.3 Investimenti ESG tra presente e futuro

Per cercare di capire quale strada potranno prendere gli investimenti ESG nel futuro, partiamo analizzando le cause della preoccupazione di molti investitori in relazione al *trade-off* di performance. Se da un lato numerose ricerche dimostrano che considerare i fattori ESG materiali conduce a un impatto positivo sulla performance, dall'altro vi sono alcune ricerche che evidenziano come non esista una relazione diretta e chiara tra gli attributi ESG e le performance delle stesse aziende.

Di seguito analizzeremo la ricerca condotta da Morningstar attraverso la quale vengono misurate le performance dei fondi ESG rispetto ai tradizionali *peer* nelle 17 categorie Morningstar riguardanti circa 8000 fondi domiciliati in Europa in diversi orizzonti temporali (*How do ESG Funds Perform? Morningstar Manager Research*, giugno 2023).

Il 2022 è stato sicuramente un anno caratterizzato da eventi eccezionali (aumento delle pressioni inflazionistiche, successivo incremento dei tassi di interesse con una forte magnitudo, crisi energetica). Se da un lato i fondi tradizionali hanno risentito di queste problematiche, anche i fondi ESG non sono rimasti immuni, infatti solo quattro fondi ESG su dieci hanno

battuto i rispettivi fondi tradizionali. Il motivo primario di questa sottoperformance può essere in parte spiegato dalla composizione settoriale dei fondi ESG. Da un lato sono sottopesati nel settore dell'energia (settore che nel 2022 ha registrato performance positive), mentre dall'altro risultano avere un peso maggiore nel settore tecnologico, industriale e della salute.



Source: Morningstar Direct, Morningstar Research. Data as of December 2022. Based on 1,388 ESG funds and 3,478 traditional funds from the most populated 12 categories. Each sectoral exposure is weighted by the respective numbers of ESG funds and traditional funds in individual categories.

Figura 61 - Esposizione settoriale dei fondi ESG rispetto ai fondi tradizionali.

Per quanto riguarda il comparto dei fondi obbligazionari, anch'essi hanno sofferto nel 2022 a causa del repentino aumento dei tassi di interesse. I fondi obbligazionari ESG hanno subito il contraccolpo in misura maggiore rispetto ai tradizionali e il motivo principale risiede nella *duration* maggiore dei primi rispetto ai secondi (in un contesto di inflazione crescente, l'aumento dei tassi di interesse impatta negativamente sui prezzi di quotazione dei titoli, facendo registrare perdite maggiori ai titoli con *duration* più elevata), (Morningstar Manager Research, giugno 2023).

Come possiamo notare dalla Figura 62, i fondi ESG adottano tipicamente una politica di sovrapponderazione delle obbligazioni *investment-grade*, le quali hanno generalmente rendimenti più bassi e *duration* maggiori.

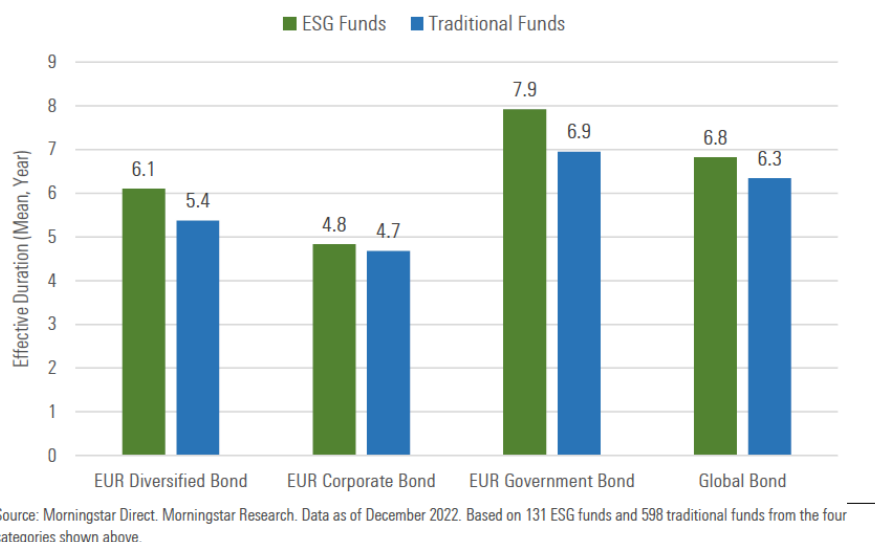


Figura 62 - Duration dei fondi ESG rispetto ai fondi tradizionali.

Fatto questo breve sunto relativamente al 2022, cerchiamo di allargare l'orizzonte temporale di analisi con l'obiettivo di capire se è stato un anno eccezionalmente negativo per i fondi ESG oppure se quest'ultimi sottoperformano costantemente i rispettivi fondi tradizionali. Dalle evidenze riportate in Figura 63, possiamo notare come più l'orizzonte temporale si allunga, più aumenta la percentuale di fondi ESG che hanno battuto le rispettive controparti tradizionali. A 10 anni quasi il 60% dei fondi ESG ha battuto, in termini di performance, i rispettivi fondi tradizionali.

Category	1 Year	3 Years	5 Years	10 Years
Global Large-Cap Blend Equity	45	67	68	68
Eurozone Large-Cap Equity	37	56	60	58
EUR Diversified Bond	32	31	23	46
Europe Large-Cap Blend Equity	46	59	58	55
EUR Cautious Allocation - Global	28	42	54	57
EUR Corporate Bond	21	28	50	63
US Large-Cap Blend Equity	39	67	66	65
France Equity	43	30	36	45
Global Emerging Markets Equity	62	60	58	63
Global Large-Cap Growth Equity	64	65	52	51
EUR Government Bond	42	42	69	75
Global Bond	24	48	53	57
Weighted Average	41	53	56	58
Japan Large-Cap Equity	35	33	46	42
Asia ex-Japan Equity	54	50	59	56
Global Large-Cap Value Equity	14	69	50	44
Europe Large-Cap Growth Equity	46	54	56	56
UK Large-Cap Equity	25	18	13	40

Source: Morningstar Direct, Morningstar Research. Data as of December 2022. Based on 2,052 ESG funds and 5,911 traditional funds from the 17 categories shown above.

Figura 63 - Tassi di successo dei fondi ESG entro il 4° trimestre 2022.

Un ulteriore aspetto da considerare riguarda il tasso di sopravvivenza dei fondi ESG rispetto ai loro pari; infatti, la scelta di un fondo che riesca a sopravvivere per un lungo periodo va di pari passo con la scelta del miglior fondo in ottica di rendimento.

Negli ultimi 10 anni è possibile osservare come i fondi ESG evidenziano tassi di sopravvivenza più elevati rispetto ai loro omologhi tradizionali (91% contro il 50%).

Category	1 Year				3 Year			
	ESG Funds		Traditional Funds		ESG Funds		Traditional Funds	
	Number	Survivorship Rate (%)	Number	Survivorship Rate (%)	Number	Survivorship Rate (%)	Number	Survivorship Rate (%)
Global Large-Cap Blend Equity	537	100	1279	99	379	94	1294	89
Eurozone Large-Cap Equity	195	99	284	99	191	91	316	87
EUR Diversified Bond	144	99	378	99	132	95	420	84
Europe Large-Cap Blend Equity	239	100	436	99	189	97	507	84
EUR Cautious Allocation - Global	180	99	890	99	156	94	887	86
EUR Corporate Bond	155	99	264	98	130	93	278	88
US Large-Cap Blend Equity	142	99	392	100	109	91	401	87
France Equity	48	100	75	100	46	91	78	91
Global Emerging Markets Equity	130	99	524	99	101	91	533	88
Global Large-Cap Growth Equity	120	99	335	99	99	98	280	95
EUR Government Bond	33	100	230	100	31	90	262	84
Global Bond	51	98	239	99	44	86	236	86
Weighted Average		99		99		94		87
Asia ex-Japan Equity	28	96	158	99	25	88	170	86
Global Large-Cap Value Equity	23	100	117	100	13	100	119	84
Japan Large-Cap Equity	51	98	228	98	37	95	250	87
Europe Large-Cap Growth Equity	27	100	69	99	28	96	56	89
UK Large-Cap Equity	26	100	179	99	17	88	193	87

Category	5 Year				10 Year			
	ESG Funds		Traditional Funds		ESG Funds		Traditional Funds	
	Number	Survivorship Rate (%)	Number	Survivorship Rate (%)	Number	Survivorship Rate (%)	Number	Survivorship Rate (%)
Global Large-Cap Blend Equity	300	92	1374	76	159	91	1335	51
Eurozone Large-Cap Equity	165	90	318	79	132	93	422	47
EUR Diversified Bond	120	93	466	71	105	91	660	46
Europe Large-Cap Blend Equity	158	91	536	70	103	91	562	48
EUR Cautious Allocation - Global	125	90	879	74	72	90	710	51
EUR Corporate Bond	102	89	283	75	65	92	330	53
US Large-Cap Blend Equity	82	84	417	72	51	88	421	50
France Equity	45	87	87	77	44	89	129	43
Global Emerging Markets Equity	75	87	553	75	41	90	519	56
Global Large-Cap Growth Equity	55	91	193	86	36	89	211	58
EUR Government Bond	29	90	286	69	24	88	346	45
Global Bond	32	81	259	75	22	82	257	55
Weighted Average		90		74		91		50
Asia ex-Japan Equity	23	87	173	76	18	94	190	51
Global Large-Cap Value Equity	15	87	172	72	18	89	192	51
Japan Large-Cap Equity	28	93	265	74	18	100	303	49
Europe Large-Cap Growth Equity	25	92	58	79	16	88	63	54
UK Large-Cap Equity	17	82	203	71	15	87	241	53

Source: Morningstar Direct, Manager Research. Data as of December 2022. Based on 2,052 ESG Funds and 5,911 traditional funds from the 17 categories shown above.

Figura 64 - Tassi di sopravvivenza dei fondi ESG e dei fondi tradizionali.

La Figura 64 mette in evidenza come vi sia un graduale incremento dei tassi di sopravvivenza dei fondi ESG rispetto ai loro pari in tutte le classi oggetto della presente analisi. Sarà interessante osservare se questo incremento proseguirà anche in futuro, ma ci si aspetta che tale divario possa ridursi con il decorso del tempo a causa della rapida proliferazione dei fondi ESG avvenuta negli ultimi anni.

Infine, l'accezione secondo cui i fondi ESG tendono a sovraperformare i fondi tradizionali risulta veritiera. La fattispecie si accentua con l'allungarsi dell'orizzonte temporale e con il ridursi dell'impatto commissionale (in quest'ultimo caso, come per i fondi tradizionali, anche i fondi ESG con commissioni minori hanno una probabilità di successo maggiore rispetto a fondi ESG con commissioni elevate), (Morningstar Manager Research, giugno 2023).

Prendendo in esame la Figura 65, relativamente alla categoria Global Large-Cap Blend Equity, possiamo osservare come la percentuale di fondi ESG che offre rendimenti in eccesso positivi tenda ad aumentare con il crescere dell'orizzonte temporale.

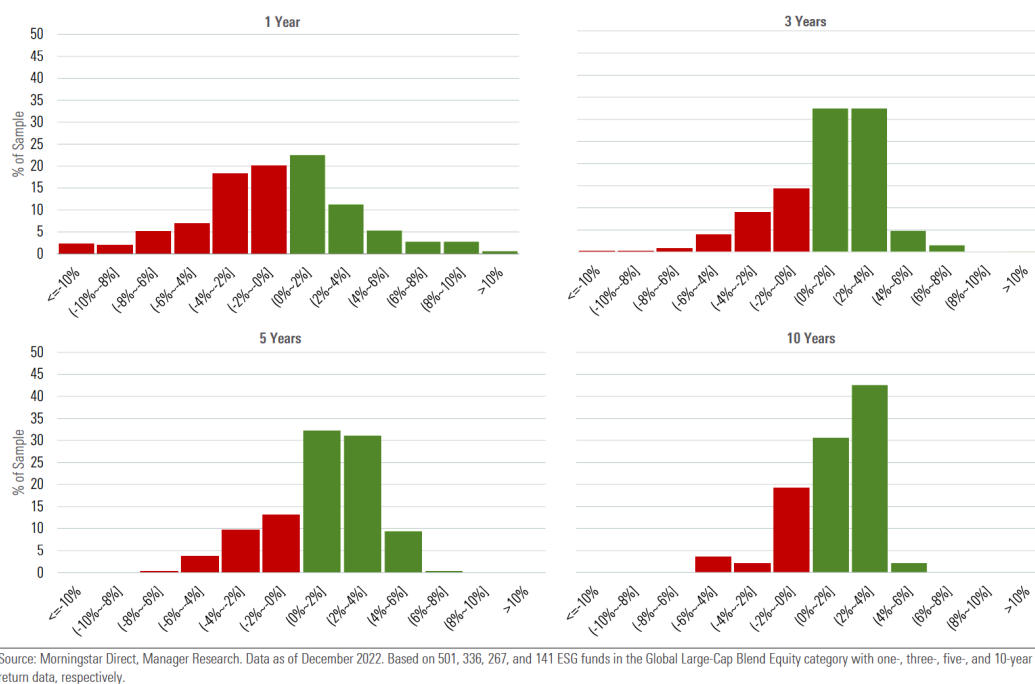


Figura 65 - Distribuzione del rendimento in eccesso dei fondi ESG Global Large-Cap Blend Equity.

Prima di concludere questo breve accenno alla tematica ESG, risulta interessante osservare quanto successo nel 2023.

Prendendo in considerazione il report *SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q2 2023 in Review*, e analizzando il primo semestre del 2023, possiamo osservare come vi sia stata una generale frenata nella raccolta in termini di investimenti sostenibili. Prendendo in disamina i fondi Art. 6, Art. 8 e Art. 9 osserviamo una crescita dei fondi Art. 8 nel primo trimestre del 2023 e un successivo deflusso nel secondo trimestre dello stesso anno.

La crescita per il primo semestre del 2023 è comunque positiva, in particolar modo grazie al lancio di nuovi fondi sostenibili, alla riclassificazione di prodotti ex Art. 6 in Art. 8 e all'apprezzamento da parte del mercato.⁶⁸

Fino a ora, il 2023 rappresenta un anno positivo tanto per i fondi Art. 9 quanto per i fondi Art. 6, i quali crescono entrambi, seppure a ritmi notevolmente più bassi rispetto al 2021.

⁶⁸ SFDR Article 8 and Article 9 Funds: Q2 2023 in Review.

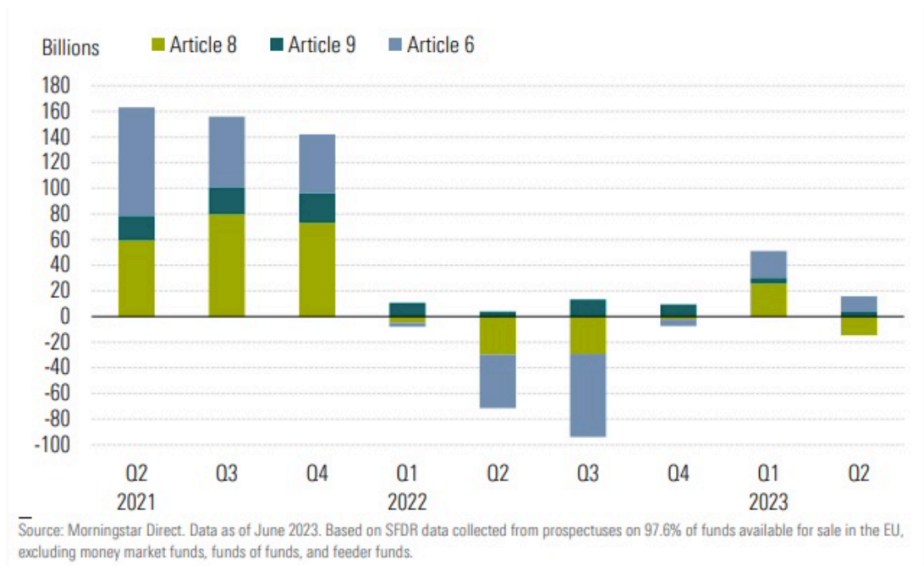


Figura 66 - Crescita dei fondi Art. 6, Art. 8 e Art. 9.

Nonostante un graduale rallentamento fisiologico, il tema degli investimenti sostenibili continua a essere un filone in evoluzione in grado di attirare sempre più ingenti capitali.

Al giorno d'oggi il tema degli investimenti sostenibili rappresenta un vantaggio tanto per le aziende quanto per gli stessi investitori. Le prime possono ridurre notevolmente determinate categorie di rischio e creare valore aggiuntivo. I secondi, invece, hanno la possibilità di contribuire direttamente al cambiamento in atto investendo in aziende e/o business sostenibili contando su una remunerazione maggiore rispetto a quella in investimenti tradizionali.

CAPITOLO VII

L'EVOLUZIONE DELLA RELAZIONE CLIENTE-INTERMEDIARIO ALLA LUCE DELL'ATTUALE CONTESTO

7.1 Una questione di fiducia

La decisione di allocare il proprio capitale verso un determinato investimento, ove quest'ultimo può essere tanto reale quanto finanziario, obbliga indubbiamente l'investitore nel ricercare e analizzare i dati presenti nel mercato con l'obiettivo di valutare l'effettiva convenienza delle varie alternative di investimento.

Come abbiamo visto nei paragrafi precedenti, l'investitore possiede uno scarso livello di alfabetizzazione finanziaria e uno scarso livello di cultura finanziaria. Queste problematiche possono influire negativamente sulla buona riuscita del processo di selezione e investimento. Per quanto riguarda l'investimento nei mercati finanziari, il supporto può derivare dalla figura del consulente finanziario, sia che si tratti di un consulente abilitato all'offerta fuori sede sia di un consulente finanziario dipendente.

In relazione a quest'ultimo bisogna prestare attenzione, poiché il fatto di essere alle dipendenze di un intermediario bancario, molte volte, pone lo stesso consulente in una situazione di conflitto di interessi (fattispecie opportunamente trattata nel paragrafo successivo).

A ogni modo, il consulente finanziario dovrebbe lavorare in maniera attiva costruendo un rapporto di fiducia con l'investitore, poiché è dalla creazione di un rapporto di stima reciproca che possono nascere diverse opportunità per entrambi gli attori coinvolti (a titolo esemplificativo basti pensare che se l'investitore ha grande fiducia del proprio consulente finanziario le situazioni di mercati negativi possono tramutarsi in opportunità di guadagni maggiori).

Nei precedenti paragrafi, abbiamo osservato come mediamente gli strumenti a gestione attiva sottoperformano rispetto agli strumenti a gestione passiva per una molteplicità di fattori, tra cui gli elevati costi di gestione presenti in capo ai primi.

Altresì, la letteratura conferma che nonostante il supporto di un consulente finanziario possa permettere al cliente di ottenere maggiori rendimenti rispetto a quelli che potrebbe raggiungere mediante una gestione razionale e oculata del patrimonio, questi ultimi sono comunque

inferiori se l'investitore fosse in grado di investire in maniera autonoma, razionale e in assenza di errori cognitivi.

Dall'analisi del rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, analizzato nel Capitolo III, paragrafo 3.5, abbiamo osservato che solo il 26% degli investitori ricorre al servizio di consulenza finanziaria, oltretutto il dato del 2022 è in leggero ribasso rispetto a quello dell'anno precedente. Ciò nonostante, seppur con un certo grado di ritardo nel nostro Paese, il servizio di consulenza si sta facendo sempre più strada all'interno delle famiglie. Gennaioli, Shleifer e Vishny (2015) mettono in evidenza che i consulenti finanziari non offrono soltanto la prospettiva di rendimenti migliori ma anche affidabilità, esperienza e tranquillità. Il tema della fiducia ricade nuovamente in primo piano e a tal proposito, gli studiosi evidenziano l'esistenza di una duplice fiducia nella relazione consulente-investitore.

In primo luogo si parla di fiducia in senso stretto, ovvero quella fiducia che permette all'investitore di superare la paura di essere imbrogliati e, in secondo luogo, si fa riferimento alla fiducia atta a eliminare l'ansia che deriva dal processo di investimento.

Soffermandoci sulla prima tipologia di fiducia, essa viene definita come la soggettiva probabilità che gli individui assegnano alla possibilità di essere imbrogliati (Guiso, Sapienza, Zingales, 2008).

Ecco, dunque, che per supplire a questa paura, gli investitori tendono a rivolgersi a un esperto che li possa aiutare a superare le incertezze derivanti dal mondo circostante.

Osservando chi sono i soggetti, i quali percepiscono questo elemento di timore, possiamo notare come il consiglio di un professionista venga maggiormente ricercato da quei soggetti che non possiedono un discreto bagaglio culturale in ambito finanziario, né un livello adeguato di sofisticatezza con il mercato. D'altro canto, invece, i soggetti con maggior esperienza e istruzione, riuscendo a comprendere in maniera autonoma i meccanismi che regolano i mercati finanziari, dimostrano un bisogno minore di affidarsi a un professionista per ottenere dei consigli. Chiaramente, ciò non implica una correlazione perfettamente positiva tra istruzione/cultura finanziaria e ricerca di un professionista.

La seconda tipologia di fiducia che lega il consulente e l'investitore riguarda l'obiettivo di creare una gestione più serena e proficua del patrimonio al fine di ridurre l'ansia da investimento. A tal proposito, il consulente svolge un ruolo diverso dall'accompagnamento dell'investitore verso il mercato finanziario, ovvero il risparmiatore che in tal caso si affida al consulente cerca di ridurre il rischio di creazione e gestione del portafoglio di investimento.

Da queste ultime considerazioni è possibile intuire come la consulenza, per tali soggetti, sia intesa come una sorta di servizio di medicina. Se da un lato i pazienti si riferiscono al medico

poiché non possiedono le dovute conoscenze per diagnosticare una malattia e la relativa cura, dall'altro molti investitori vedono nel consulente finanziario quello che abbiamo già definito come “medico di famiglia finanziario”, ovvero un professionista a cui affidare la propria ricchezza.

Dunque, anche il lavoro del professionista finanziario si basa su un rapporto di fiducia costruito nel tempo e una volta consolidato, il cliente preferisce essere accompagnato e seguito solo da quest'ultimo anche a costo di pagare delle commissioni più elevate per avvalersi delle proprie prestazioni.

7.2 I conflitti di interesse

Nel paragrafo precedente, abbiamo evidenziato come il consulente finanziario, soprattutto quello soggetto alle dipendenze di un intermediario bancario, possa essere affetto dal cosiddetto conflitto di interessi. Con tale locuzione si fa riferimento a quella situazione in cui, nell'ambito di rapporti caratterizzati da una separazione fra il centro di attribuzione di poteri gestionali e decisionali e la titolarità dell'interesse riferibile a quella attribuzione di potere, è insito il rischio che il soggetto chiamato a esercitare i suddetti poteri agisca non nel perseguimento dell'interesse altrui, bensì privilegiando un diverso e contrario interesse proprio o di terzi (Viti, 2021).

Secondo l'*agency theory*, il conflitto di interessi presuppone l'esistenza di una relazione di agenzia, ovvero una relazione in cui a un determinato soggetto, definito *agent*, venga affidata la tutela dell'interesse di un altro soggetto, definito *principal*, sulla cui situazione di benessere andrà a incidere l'azione del primo (Viti, 2021). In tal senso, la condizione di benessere viene intesa con una nota positiva, ovvero l'*agent* apporta un beneficio al *principal*, invece quando si registra una nota negativa significa che l'*agent* arreca un danno al *principal*.

A tal proposito, con l'obiettivo di limitare e gestire i conflitti di interesse, gli interventi normativi trovano riscontro in una duplice direzione.

Le tecniche operanti *ex ante* puntano a prevenire il danno intervenendo prima che il comportamento opportunistico dell'*agent* si verifichi, per esempio predisponendo stringenti obblighi informativi a favore del *principal*. Tali tecniche hanno come obiettivo quello di limitare la discrezionalità dell'*agent*, in quanto è proprio all'interno di quest'ultimo che sussistono i rischi di condotte abusive.

Di contro, le tecniche operanti *ex post*, puntano all'analisi del comportamento tenuto dall'*agent* favorendo un'adeguata risposta in caso di condotta non conforme. In questo caso, l'*agent*

manterrebbe comunque l'autonomia decisionale e sarebbe sottoposto solo successivamente a un'azione di verifica dell'inosservanza del criterio di buona fede e correttezza.

Come si può facilmente intuire, entrambe queste tecniche presentano delle criticità non trascurabili. Da un lato, un intervento *ex ante* potrebbe garantire sì una maggior sicurezza delle transazioni, ma limitando, al contempo, la tutela dell'interesse del *principal*, in quanto lo stesso *agent* viene limitato nelle proprie scelte decisionali. Altresì, l'esistenza di tecniche di prevenzione dei conflitti di interesse *ex ante* potrebbe deresponsabilizzare l'*agent*.

D'altro canto, invece, le forme tecniche di intervento *ex post* non riescono a scoraggiare eventuali comportamenti opportunistici posti in essere dall'*agent* ed eventualmente si potrebbe incorrere in alcune difficoltà nel quantificare il pregiudizio subito dal danneggiato.

Sintetizzando quanto sopra espresso e volendo trarre una conclusione, non si dovrebbe limitare l'adozione di una tecnica invece che l'altra, ma è solo un uso combinato dei due tipi di interventi che consente una maggior flessibilità delle scelte decisionali dell'*agent*, fermo restando la capacità del sistema di intervenire *ex post* a favore dei soggetti che pongono in essere condotte abusive.

7.3 Il ritorno dell'inflazione e delle politiche restrittive

Nel 2022 la temuta bestia nera, *ergo* l'inflazione, è tornata farci visita imponendo un rapido cambiamento di rotta delle due grandi banche centrali (FED e BCE).

Lo scenario internazionale, fortemente colpito dalla crisi innescata dalle conseguenze del Covid-19 nel corso del 2020, è stato condizionato in maniera pesante anche nel 2022 con lo scoppio del conflitto tra Russia e Ucraina, portando con sé un netto rialzo dei prezzi delle materie prime energetiche con una conseguente dinamica inflazionistica rialzista. Come possiamo osservare dal grafico sotto riportato, l'inflazione ha cominciato il percorso rialzista verso la fine del 2021 arrivando a toccare livelli record che non si vedevano dagli anni '80.

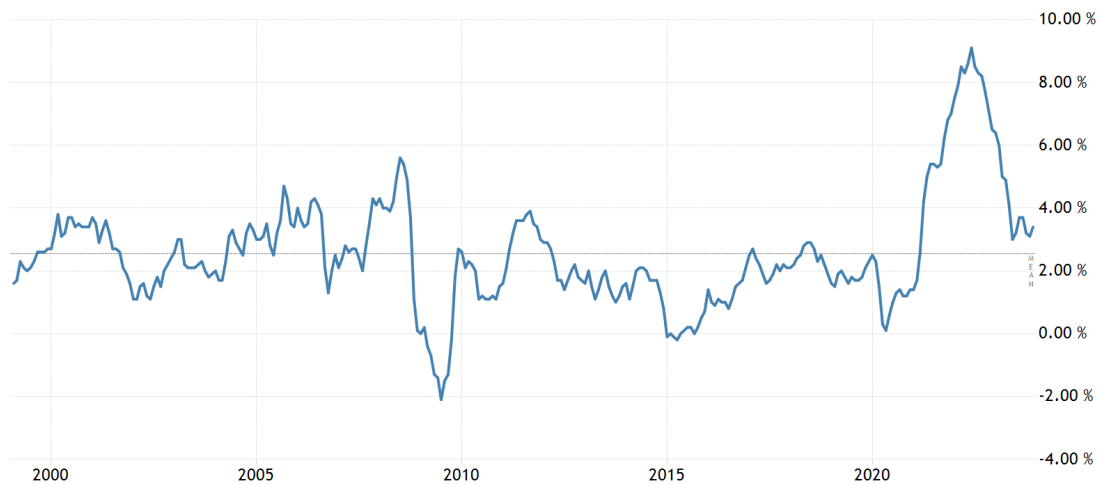


Figura 67 - Tasso di inflazione USA - Tradingeconomics.com | U.S. Bureau of Labor Statistics.

Questa rapida crescita dell'inflazione non trova spiegazione solo nello scoppio della guerra tra Russia e Ucraina, ma nel lungo periodo di pandemia. In particolar modo, possiamo sintetizzare le cause oggettive per cui l'inflazione ha cominciato ad aumentare in tre punti fondamentali:

- 1) rapida riapertura delle attività economiche post-pandemia con una crescente domanda di beni in contrapposizione a una scarsa offerta da parte delle imprese;
- 2) interruzione della catena di approvvigionamento industriale a livello globale;
- 3) rialzo dei prezzi delle materie prime e dei beni energetici.

Già da questa prima sintetica analisi, appare chiaro come lo scoppio del conflitto precedentemente menzionato non sia il *driver* principale che ha innescato un processo inflazionistico che era già in atto, ma certamente ha aggravato una situazione già complessa.

Quando l'inflazione rialza la testa, le banche centrali dovrebbero prestare attenzione.

Seppur con notevole ritardo, in quanto l'inflazione in atto era ritenuta transitoria per le stesse banche centrali, i tassi di interesse hanno iniziato ad aumentare con l'obiettivo di domare un virus ormai in circolo nel sistema.

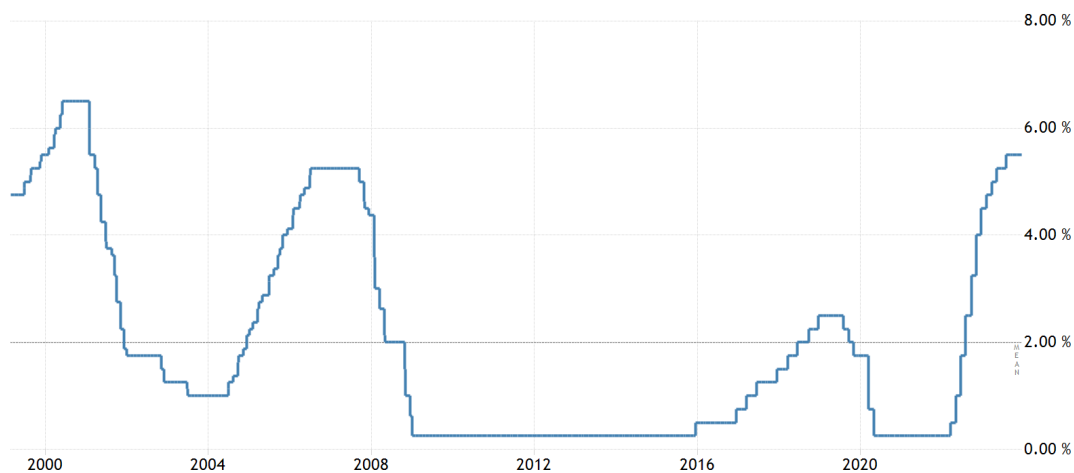


Figura 68 - Tasso di interesse USA - Tradingeconomics.com | Federal Reserve.

A oggi, la FED ha effettuato 11 rialzi dei tassi in meno di due anni arrivando a un tasso di interesse del 5,50% alla data di stesura del presente elaborato.

La situazione in Europa non è di certo migliore. L'espandersi del conflitto tra Russia e Ucraina ha pesato in misura maggiore sul vecchio continente sia per la vicinanza sia per la forte dipendenza delle materie prime da tali Paesi (soprattutto in relazione al gas importato dalla Russia).

Passando brevemente in rassegna la situazione europea, possiamo osservare come il trend rialzista era già in atto prima dello scoppio della guerra per le medesime motivazioni riportate in precedenza.



Figura 69 - Tasso d'inflazione Area Euro - Tradingeconomics.com | Eurostat.

Anche in questo caso la BCE, trovatasi costretta a intervenire per limitare un trend in continua crescita, a luglio 2022 ha iniziato il suo percorso di inversione di politica monetaria,

passando da una politica espansiva a una restrittiva, portando il tasso di interesse in area 4,50%.

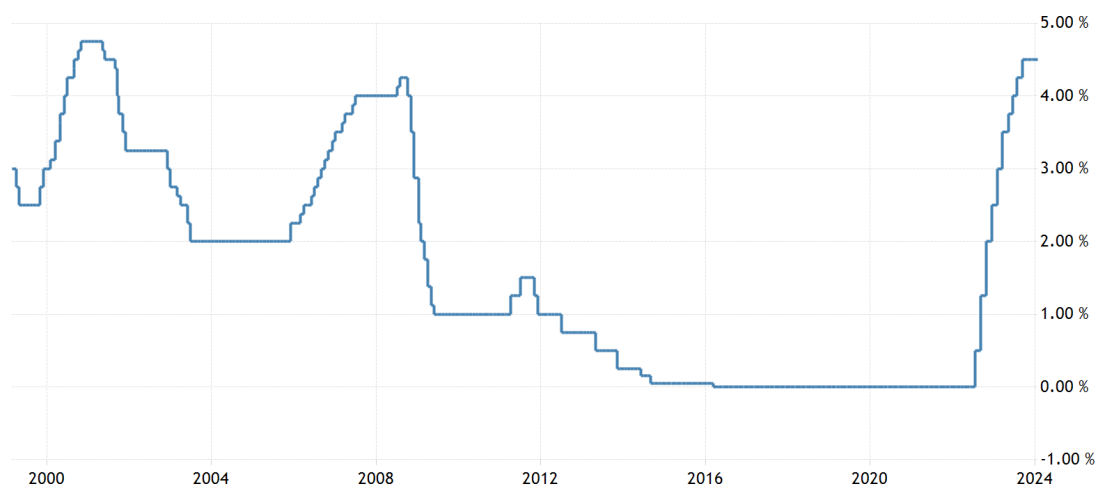


Figura 70 - Tasso di interesse Area Euro - Tradingeconomics.com | European Central Bank.

Tassi di interesse e inflazione sono due elementi strettamente correlati. Il recente incremento posto in essere dalle banche centrali ha come obiettivo quello di riportare il livello di inflazione verso il target di medio periodo, posto in area 2%.

Un inasprimento della politica monetaria comporta un maggior costo per i soggetti che si trovano a contrarre nuovi finanziamenti, una maggior remunerazione dei depositi bancari, invogliando quindi i soggetti a spendere meno e detenere più liquidità sui conti correnti. Questa contrazione dei consumi comporta una riduzione della moneta in circolazione che si traduce, nel medio/lungo periodo, in una contrazione dell'inflazione.

Essendo l'inflazione un aumento generalizzato e prolungato dei prezzi, ciò si traduce in una riduzione del potere d'acquisto. Se a questo aggiungiamo una dinamica monetaria restrittiva con tassi in crescita l'economia sicuramente non potrà beneficiarne nel breve periodo.

La combinazione di questi due elementi dovrebbe condurre un'economia verso una contrazione del PIL che di fatto si è verificata concretamente in Europa, ma non negli Stati Uniti (analisi evidenziata dai grafici sottostanti). Proprio in quest'ultimo Paese si sta assistendo a quello che viene definito come *soft landing*, ovvero una riduzione del tasso di crescita senza danneggiare i livelli occupazionali evitando, quindi, la discesa verso la recessione.

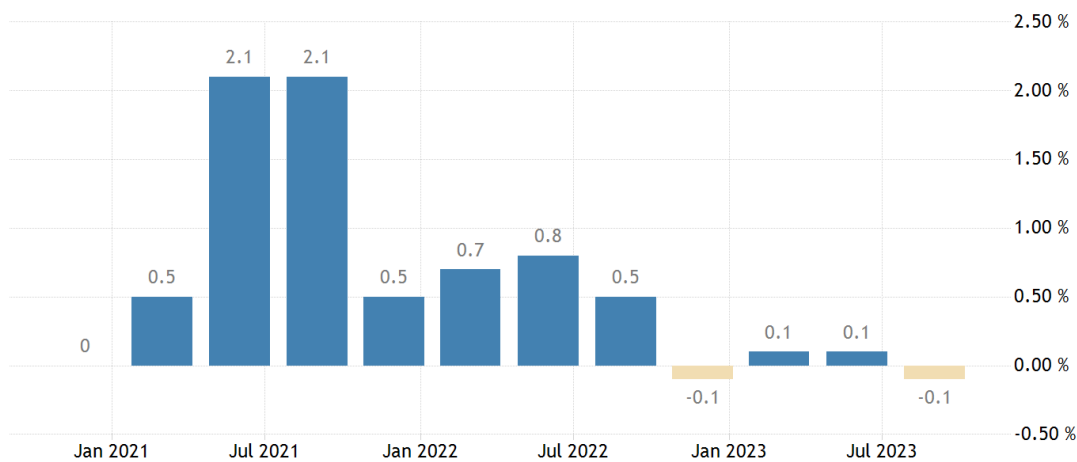


Figura 71 - Tasso di crescita del PIL Area Euro - Tradingeconomics.com | Eurostat.

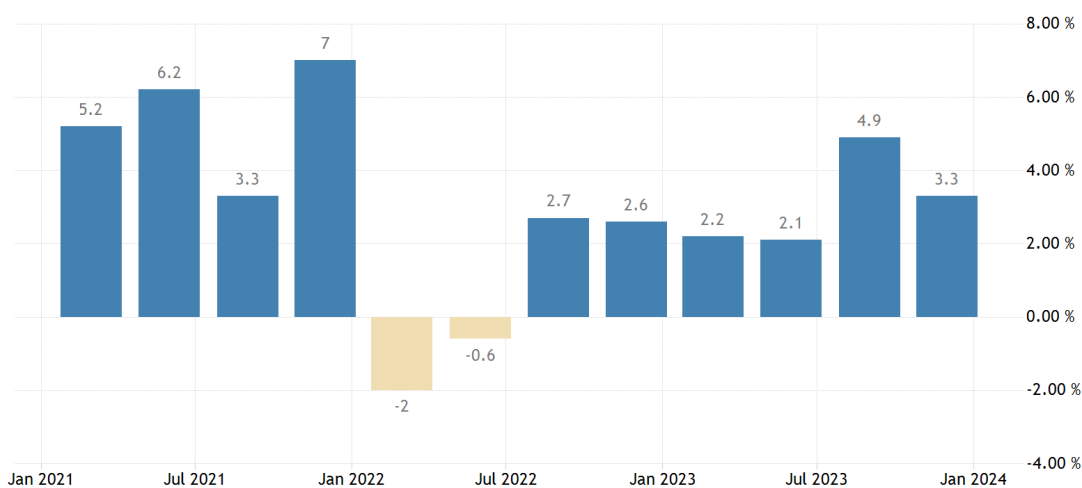


Figura 72 - Tasso di crescita del PIL USA - Tradingeconomics.com | U.S. Bureau of Economic Analysis.

7.4 Le conseguenze attuali e future

Il 2024 si preannuncia un anno ricco di incognite. Le due banche centrali saranno chiamate a rivedere le proprie politiche restrittive con un'Europa che fatica a crescere da oltre un anno e un'America che continua a crescere nonostante i tassi di interesse siano ai massimi livelli dagli ultimi vent'anni.

Come se ciò non bastasse, la situazione risulta appesantita dalle questioni geopolitiche, dapprima con il conflitto Russia-Ucraina, che continua imperterrita, e successivamente con la recente esplosione del conflitto in Medio Oriente, le quali continueranno ad attirare l'attenzione di molti investitori e delle stesse banche centrali.

Altresì, il 2024 si appresta a essere un anno ricco di elezioni in cui gli Stati Uniti saranno chiamati a confermare l'attuale Partito Democratico o virare verso un cambio di rotta a favore del Partito Repubblicano. Inoltre, anche l'Unione Europea sarà chiamata a rinnovare il Parlamento assieme ad altri Paesi quali Russia, Germania e India (in realtà le elezioni coinvolgono molti più Paesi di quelli citati).

Abbiamo citato solo alcuni dei passaggi fondamentali di quest'anno e, ciò nonostante, è possibile intuire come questo 2024 possa essere governato da un fattore di alta volatilità.

Il 2022 verrà ricordato come uno dei peggiori anni per gli investitori e per i mercati finanziari nel complesso. Reduci da una ripresa pandemica, sostenuta da politiche accomodanti delle banche centrali e da ingenti quantitativi di aumento della base monetaria, lo scoppio della guerra tra Putin e Zelens'kyj ha inferto il colpo di grazia all'economia, soprattutto a quella europea. I risultati dei mercati finanziari e delle varie *asset class* sono evidenziati nella tabella sottostante.

Quantalys HARVEST GROUP	2022												Perf.	Vol.
	gennaio	febbraio	marzo	aprile	maggio	giugno	luglio	agosto	settembre	ottobre	novembre	dicembre		
MSCI World	-3,85%	-2,90%	3,65%	-3,43%	-1,54%	-5,80%	9,94%	-2,28%	-6,95%	5,39%	2,19%	-6,85%	-13,08%	17,53%
MSCI USA	-4,25%	-3,34%	4,39%	-4,25%	-1,88%	-5,44%	11,32%	-2,06%	-6,97%	6,10%	0,69%	-8,48%	-14,89%	20,52%
MSCI Emerging Markets	-0,40%	-3,36%	-1,40%	-0,54%	-1,18%	-3,72%	1,60%	2,41%	-9,44%	-4,73%	9,72%	-4,09%	-15,15%	16,89%
MSCI Pacific	-3,81%	-0,18%	2,96%	2,85%	-0,75%	-5,17%	6,96%	-0,33%	8,14%	0,36%	6,49%	-2,40%	-7,65%	15,42%
MSCI Europe	-3,12%	-3,20%	0,78%	-0,73%	-0,88%	-7,12%	6,89%	-4,37%	-6,34%	5,37%	6,39%	-2,71%	-9,80%	17,54%
MSCI Italy	-1,10%	-5,21%	-2,11%	2,01%	1,71%	-11,70%	4,41%	-2,76%	-4,01%	9,45%	8,50%	-2,75%	-9,19%	23,00%
ICE BofA Euro Broad Market	-1,15%	-2,21%	-2,17%	-3,37%	-1,53%	-2,29%	4,09%	-4,86%	-3,77%	0,17%	2,40%	-3,30%	-16,90%	7,93%
ICE BofA Euro Government	-1,13%	-1,94%	-2,37%	-3,77%	-1,86%	-1,82%	4,09%	-5,19%	-3,89%	0,21%	2,38%	-4,22%	-18,20%	9,94%
ICE BofA Euro Corporate	-1,32%	-2,65%	-1,40%	2,70%	-1,29%	-3,43%	4,65%	-4,25%	-3,47%	0,19%	2,79%	-1,62%	-13,90%	6,70%
ICE BofA Global Broad Market	-0,84%	-1,48%	-2,27%	-0,25%	-1,31%	-0,69%	4,85%	-2,75%	-2,78%	-1,52%	0,55%	-3,30%	-11,40%	8,49%
ICE BofA Glb Cross Corp&Gov	-1,32%	-6,03%	-2,22%	-0,46%	-1,47%	-4,04%	4,65%	0,34%	-3,71%	-0,14%	3,11%	-2,37%	-13,26%	8,41%
ICE BofA Global High Yield	-1,34%	-2,26%	-0,42%	1,02%	-1,58%	-4,99%	7,09%	-0,60%	-2,36%	1,18%	-0,03%	2,91%	-7,42%	8,12%
Ester	-0,05%	-0,05%	-0,05%	-0,05%	-0,05%	-0,05%	-0,04%	-0,01%	0,03%	0,06%	0,11%	0,14%	-0,01%	0,11%
ICE BofA USD 3-Month Deposit Rate Const Mat	1,44%	-0,21%	0,91%	5,47%	-1,46%	2,46%	2,63%	1,58%	2,77%	-0,64%	-3,78%	-3,19%	7,89%	9,48%
S&P GSCI	13,33%	8,36%	10,60%	10,71%	4,10%	-5,41%	1,81%	-0,75%	-5,42%	4,92%	-6,08%	-4,06%	33,78%	35,28%

Source: Quantalys. © 2023. Quantalys. All rights reserved

Figura 73 - Rendimenti mensili del 2022.

I mercati obbligazionari europei rappresentano il tallone d'Achille con una performance negativa del 18,20%, seguiti dall'azionario Paesi emergenti con una performance negativa del 15,15%.

Quello che balza immediatamente all'occhio, analizzando la tavola dei rendimenti mensili sopra riportata, è la mancata decorrelazione tra *equity* e *bond*, solitamente presente. Nel 2022 la correlazione tra *equity* e *bond* è stata positiva. Un'inflazione più elevata comporta l'incremento dei tassi di interesse. Data la presenza di rendimenti più elevati, l'Equity Risk Premium (ovvero il maggior rendimento offerto dal mercato azionario) diminuisce. Di conseguenza, essendo l'*asset* obbligazionario a sconto con rendimenti interessanti, quest'ultimo eserciterà una pressione a ribasso sul prezzo delle azioni. Di conseguenza sia i prezzi delle azioni che

delle obbligazioni subiscono un calo. Questo è uno dei motivi per cui i portafogli bilanciati, in tale fattispecie ci riferiamo al classico portafoglio 60/40, hanno subito delle ingenti perdite. Il 2023 è stato l'anno della sorpresa, in cui buona parte delle *asset class*, seppur con diversi gradi di volatilità, ha stupito in positivo.

L'ETF sul MSCI World ha registrato un incremento del 19,55%, quello sul MSCI USA ha anch'esso registrato una performance positiva del 22,33%. In Europa stupisce l'Italia, dove l'ETF sul FTSE MIB ha ottenuto una performance positiva del 33,84% trainata principalmente dal settore bancario.

In positivo anche l'ETF sull'MSCI Emerging Markets con un modesto 5,75%.

Per quanto riguarda il mondo obbligazionario, se l'anno 2022 è stato l'*annus horribilis*, il 2023 ha permesso un parziale recupero delle perdite registrate in precedenza.

Le performance positive del mondo obbligazionario sono macchiate da una dinamica altalena, spesso accompagnata da prospettive macroeconomiche incerte e da aspettative di un'inversione delle politiche monetarie delle banche centrali. A ogni modo l'ETF Euro Government sul nodo 5-7 anni ottiene una performance positiva del 7,06% dopo una perdita del 14,91% nel 2022. Anche il mondo delle obbligazioni *corporate* recupera un 8,03% dopo le perdite del 2022 in area 13,90%.

Le performance positive del 2023 hanno permesso di riportare rendimenti positivi anche a quegli investitori che hanno visto il loro portafoglio bilanciato decimato nel 2022.

Come evidenziato in apertura del paragrafo, il 2024 sarà un anno caratterizzato da forte volatilità sui mercati. Proprio in tale ottica, «l'investitore avrà bisogno di soluzioni dinamiche per affrontare l'anno in corso. Le strategie attive per gli investimenti tradizionali e alternativi che possono contribuire a creare alpha saranno cruciali, insieme alla diversificazione e alla gestione del rischio»⁶⁹.

⁶⁹ Michael Brandmeyer, Global co-head e co-chief investment officer per l'External Investing Group di Goldman Sachs AM.

CAPITOLO VIII

CASE STUDY: LA MERCURY PARTNERS ACADEMY

8.1 Introduzione al case study

Nei capitoli precedenti abbiamo osservato, mediante l'analisi del livello di alfabetizzazione finanziaria, l'evidenza delle teorie comportamentali e in che modo avvengono le scelte di investimento delle famiglie italiane, come vi sia una forte incompatibilità tra gli effettivi comportamenti assunti dagli investitori e quanto la stessa letteratura ci descrive. Se da un lato l'investitore è continuamente alla ricerca di ottimizzare il proprio portafoglio con l'obiettivo di minimizzare il rischio e massimizzare il rendimento, dall'altro si scontra con i reali comportamenti che vengono posti in essere e con tutte le limitazioni assunte dalla concezione che gli individui non sono soggetti razionali.

La situazione risulta ulteriormente appesantita dalle continue crisi e diatribe internazionali, dalla complessità e dalla responsabilità che i mercati finanziari richiedono. A confermarlo nuovamente, oltre alle indagini esposte nel Capitolo III, si aggiunge l'indagine condotta dall'Eurobarometro, che evidenzia come vi sia una forte necessità di migliorare il livello di conoscenze finanziarie dei cittadini europei. I risultati di questa indagine sono alquanto preoccupanti: solo il 18% dei cittadini europei dimostra un elevato livello di alfabetizzazione finanziaria. Il 64% si attesta a un livello di conoscenza medio e il restante 18% possiede uno scarso livello di educazione finanziaria.

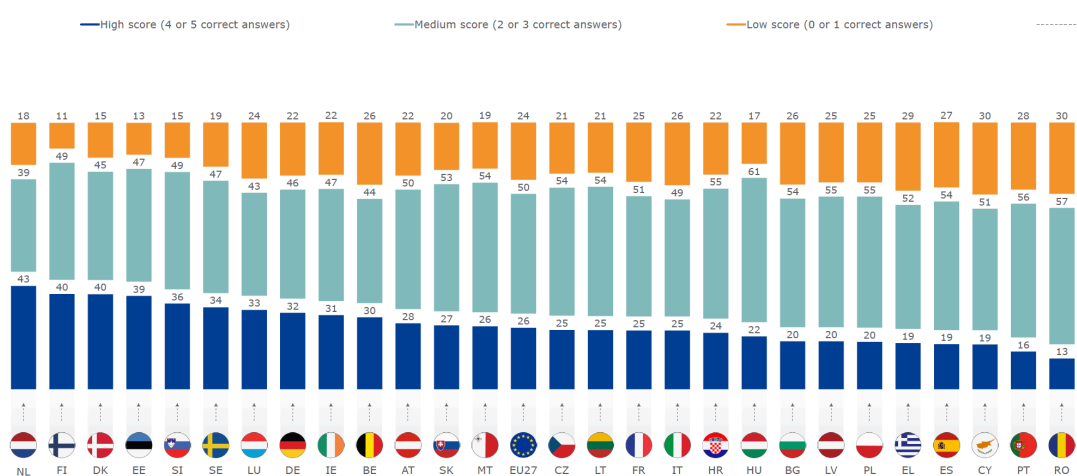


Figura 74 - Financial knowledge score - Monitoring the level of financial literacy in the EU.

Solo un quarto del campione intervistato ha risposto correttamente ad almeno quattro domande su cinque. La metà ha risposto ad appena due o tre domande e il restante quarto del campione ha risposto a una domanda su cinque e in alcuni casi a nessuna domanda.

L'indagine della Commissione europea ha evidenziato quattro Stati, ovvero Paesi Bassi, Danimarca, Finlandia ed Estonia, tra quelli in cui più di un quarto dei cittadini possiede conoscenze finanziarie elevate. Inoltre, come segnalato all'interno del Capitolo III, alcuni gruppi demografici, in particolar modo le donne, i giovani e le persone con un reddito basso, tendono ad avere un livello di alfabetizzazione finanziaria basso.

In forza di quanto sopra declinato, con l'obiettivo di colmare questa disparità, si necessita di un'azione urgente da parte dei Paesi in questione e delle relative autorità competenti.

Dopo aver esposto nuovamente le problematiche che affliggono la nostra società in coerenza con l'argomento oggetto del presente elaborato, abbiamo voluto portare all'attenzione del lettore un particolare *case study* condotto su un campione di oltre 600 studenti provenienti da diversi Paesi del mondo.

L'obiettivo è, dopo aver introdotto la società fautrice del progetto, di osservare come un campione di studenti universitari Italiani ed internazionali, che dovrebbero possedere un livello formativo maggiore, non si trovi ancora pronto ad affrontare con serenità il mondo circostante poiché l'offerta formativa risulta attualmente troppo teorica e focalizzata su argomenti non pienamente in linea con il mercato. A tali risultati si è arrivati mediante l'invio e l'analisi di questionari dettagliati, interviste mirate one to one, numerose esperienze di *internships* da parte di studenti universitari presso la società stessa attraverso una analisi statistica delle relative risposte fornite dagli studenti coinvolti.

Nel proseguo della trattazione, tale risultato verrà poi declinato nel nostro contesto in cui si colloca una popolazione completamente diversa dagli studenti intervistati ed analizzati, ma che comunque necessita, seppur con forme e modalità diverse, di un'adeguata formazione in campo finanziario.

8.2 La Mercury Partners Academy

La Mercury Partners Academy, parte di Mercury Partners UK Ltd, ovvero una società di consulenza specializzata nell'offrire servizi finanziari a clienti istituzionali, nasce con la missione di promuovere una educazione finanziaria pratica e connettere i giovani studenti e laureati al mondo della finanza, promuovendo anche opportunità lavorative per i giovani talenti. L'idea del suo fondatore, Marcello Zanardo, è di riuscire a ridurre il *gap* esistente tra il mondo

accademico e il mondo della finanza offrendo, altresì, un servizio di formazione in grado di connettere le istituzioni finanziarie con gli studenti stessi affinché possano essere selezionati per un ruolo lavorativo.

Laureato nell'anno accademico 1993-1994 in Economia Aziendale a indirizzo economico, Marcello Zanardo, oltre a essere il *founder* e CEO di Mercury Partners Academy, vanta un'esperienza quasi trentennale come analista finanziario e banchiere di investimento nella City (nel 2009 è stato eletto come miglior analista nell'Extel Survey), ritornando all'Università Ca' Foscari dapprima come membro del comitato tecnico scientifico della Challenge Business School nel 2017/2018 ed in seguito come Adjunct Professor del corso di Economia e tecnica dei mercati finanziari, che insegna dall'anno accademico 2021/2022.

Subito dopo la laurea, il professor Zanardo si trasferì a Londra, dove condusse un'esperienza lavorativa all'interno del team di *internal audit* di Esselte e successivamente presso l'agenzia di *rating* Thomson BankWatch (ora parte di Fitch Ratings). Dopo aver trascorso tre anni nella capitale, venne assunto come analista *equity* nel team di ricerca azionaria presso la banca di investimento Dresdner Kleinwort Benson permettendogli di acquisire esperienza nelle banche europee e nei titoli finanziari. L'esperienza durò sei anni poiché, al termine di tale periodo, venne assunto presso il team di ricerca azionaria della banca di investimento americana Keefe, Bruyette & Woods. L'esperienza di analista finanziario durò circa quindici anni. Dopo sedici anni in ricerca ed a seguito della crisi del debito sovrano, il professor Zanardo diventò Managing Director nel team di investment banking (FIG) responsabile per il Sud Europa presso la banca di investimento statunitense Keefe, Bruyette & Woods.

In tale ruolo, il professor Zanardo ha contribuito a ricapitalizzare gran parte del sistema bancario italiano organizzando e partecipando a numerosi aumenti di capitale di banche tra cui: Credito Valtellinese, Banca Monte dei Paschi di Siena, Unicredit e numerose altre.

Ha inoltre contribuito allo sviluppo del mercato di *assets distressed* (NPLs o NPEs), assistendo diverse istituzioni finanziarie nella dismissione di grosse posizioni singole acquistate da fondi internazionali.

8.3 Idea di fondo e analisi del survey

L'idea alla base della Mercury Partners Academy è quella di promuovere un'educazione finanziaria pratica attraverso una Masterclass in Investment Management e numerosi eventi con le primarie istituzioni finanziarie internazionali in grado di rispondere in primis (ma non solo) alle esigenze degli studenti universitari.

La genesi dell'Academy nasce diversi anni fa mediante le interazioni tra tirocinanti e analisti nella City con l'obiettivo di testare e sviluppare le loro competenze e conoscere le loro aspirazioni ed il loro *feedback* sulle prospettive di lavoro post-università.

Al fine di creare qualcosa di unico, in grado di rispondere in maniera pratica e professionale alle esigenze richieste dai singoli studenti, sono state realizzate delle interviste *one to one* in relazione alle esigenze e alle aspirazioni degli stessi in riferimento all'apprendimento dei principi fondamentali dell'*investment management*.

Successivamente, lo studio è stato condotto mediante un *online survey* denominato *Your choices for the Masterclass*, a cui hanno partecipato un campione di oltre 500 studenti universitari provenienti da diversi Paesi, tra cui USA, Regno Unito ed Italia.

Il contenuto del questionario sottoposto agli studenti si articola in diverse tematiche, tra cui: le ragioni per partecipare alla masterclass, gli argomenti da includere, il formato e le piattaforme preferite fino ai limiti delle offerte attuali presenti sul mercato e il loro prezzo.

L'obiettivo era di carpire le rispettive esigenze e aspirazioni per costruire qualcosa di unico nel panorama della formazione.

Di seguito riportiamo alcune delle domande sottoposte agli studenti e i loro risultati, con l'obiettivo di analizzare le reali esigenze e aspettative degli intervistati.

Quando si costruisce un qualcosa di *tailor made*, il primo obiettivo è chiedersi il motivo per cui è necessario questo servizio. In relazione alla domanda "*What are your main goals/reasons for attending the masterclass?*" il 77% degli studenti intervistati conferisce un peso maggiore alla volontà di apprendere un processo di investimento che permetta loro di gestire e accrescere il proprio patrimonio. Al secondo posto, per importanza conferitagli, si colloca la volontà di ampliare la conoscenza del mercato, che può essere resa anche grazie all'ascolto delle esperienze degli esperti del settore.

What are your main goals/reasons for attending the masterclass?

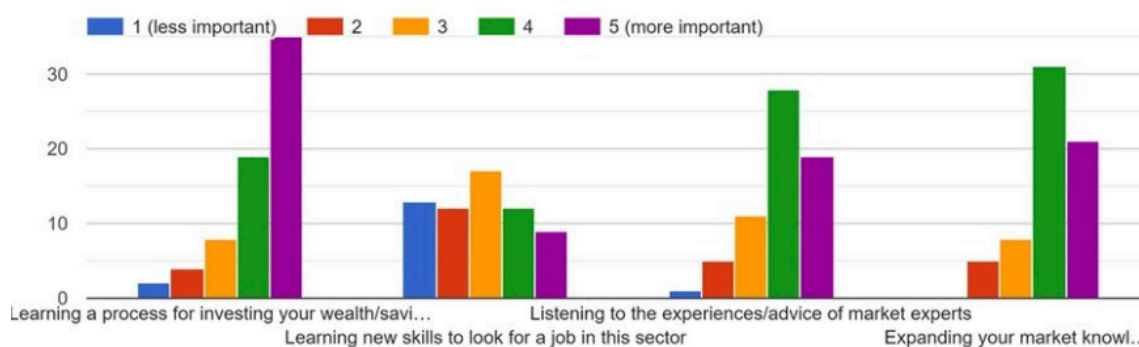


Figura 75 – MODULE 1 – *Why attend? 7 reasons to choose this unique Masterclass.*

Il secondo quesito preso in considerazione riguarda la preferenza in relazione agli argomenti oggetto della masterclass. In questo caso, **il 72% degli studenti intervistati ha nominato il concetto di *risk management* al primo posto** con l'obiettivo di ridurre al minimo gli errori più comuni nel processo di investimento. Altresì, **il 62% degli studenti vorrebbe che venissero trattati argomenti quali l'*asset allocation* e il modo con cui trovare delle migliori piattaforme e prodotti finanziari per la costruzione di un portafoglio efficiente.**

What main topics would you like to be included in the Masterclass?

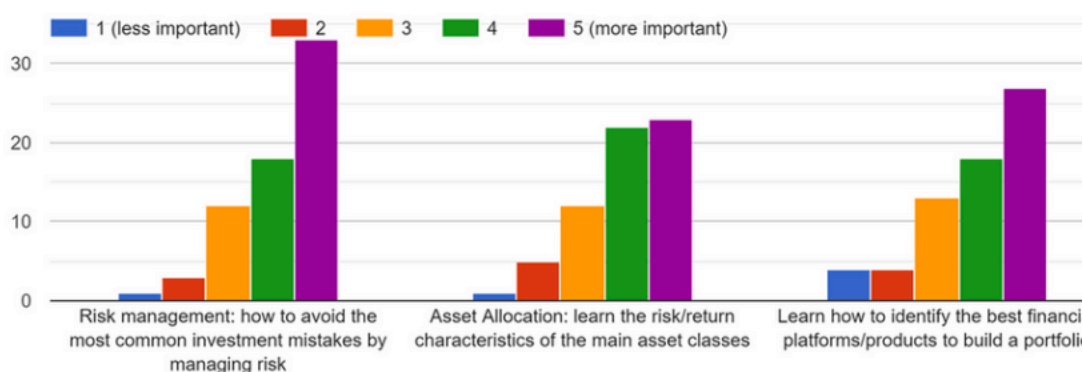


Figura 76 - MODULE 1 - *Why attend? 7 reasons to choose this unique Masterclass.*

Come poc'anzi citato, agli studenti è stato chiesto anche quali sono i limiti degli attuali corsi che affrontano tematiche similari.

Il 66% del campione ha ribadito che i corsi presenti sul mercato prestano troppa attenzione agli aspetti accademici tralasciando la praticità.

What are the limitations of existing courses on this or similar topics?

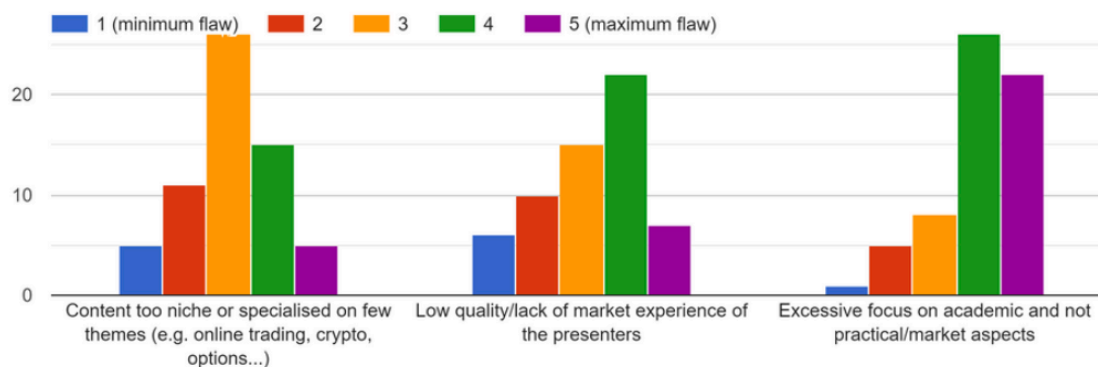


Figura 77 - MODULE 1 - *Why attend? 7 reasons to choose this unique Masterclass.*

Altresì, oltre **il 59% del campione intervistato considera fondamentale la possibilità di creare una *community* di investitori a conclusione della masterclass**, *ergo* necessita di qualcosa che abbia un futuro e che non si concluda con il conseguimento del titolo. Ciò è comprovato dalla necessita reale degli studenti di potersi confrontare su tematiche molto simili tra di esse, ma che possono avere un'interpretazione e un grado di personalizzazione assai differente.

In ultima istanza, ma non per importanza, anche la **credibilità e l'esperienza dei tutor e degli ospiti ha registrato un ottimo grado di interesse.**

8.4 Una possibile soluzione formativa: la masterclass in Investment Management

Alla luce delle considerazioni rinvenute dal questionario e dalle richieste pervenute dalle diverse realtà, la MPA ha creato una Masterclass in Investment Management in grado di soddisfare le aspettative dei partecipanti.

Le caratteristiche principali e distintive si ravvisano in⁷⁰:

- approccio pratico e orientato al mercato;
- credibilità ed esperienza: gli esperti del settore, partendo dal suo fondatore, vantano esperienze più che ventennali ai massimi vertici del mondo finanziario;

⁷⁰ <https://mercurypartners.net/2023/06/why-we-are-really-different/>

- innovazione nell' apprendimento (metodo ibrido in presenza ed online attraverso piattaforme digitali e canali social) e contenuti innovativi ed aggiornati attraverso eventi con esperti del mondo accademico e della finanza internazionale.

Prima di analizzare brevemente la composizione della stessa e il programma è doveroso focalizzare l'attenzione sull'unicità della masterclass, la quale, oltre a promuovere l'educazione finanziaria riducendo il *gap* tra il mondo accademico ed il mondo della finanza applicata, si prefigge di creare quel ponte richiesto dagli studenti tra il mondo universitario e l'industria, mettendo in relazione i migliori studenti con le relative realtà aziendali in ambito finanziario. Dunque, lo studente avrà la possibilità di presentare il proprio CV direttamente all'azienda per la quale esprime un certo grado di interesse.

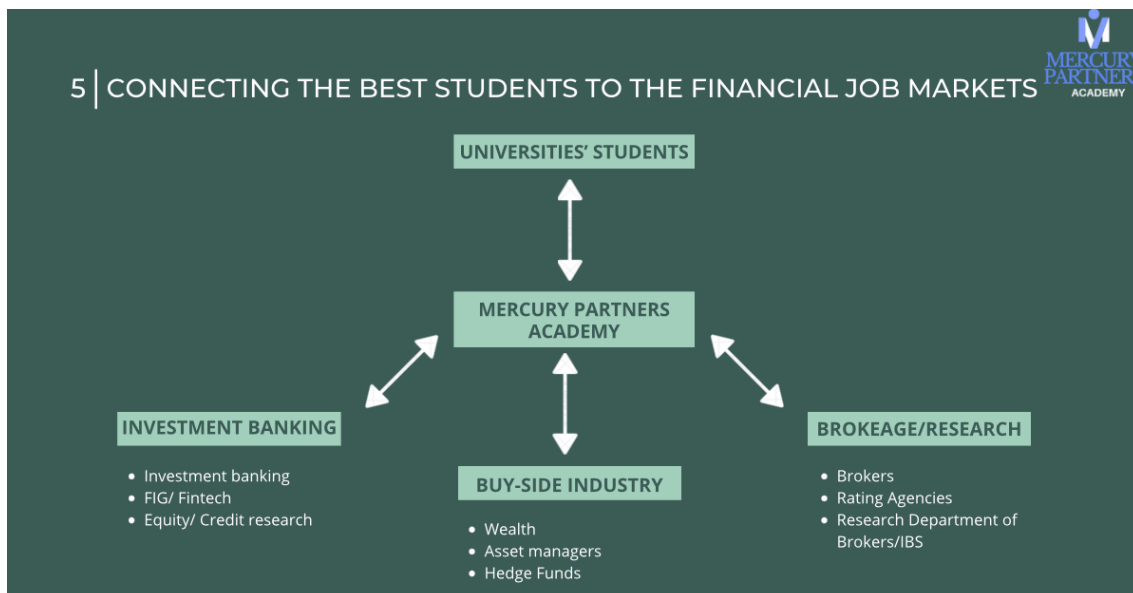


Figura 78 - MODULE 1 - *Why attend? 7 reasons to choose this unique Masterclass.*

La masterclass, completamente fruibile online si compone di 30 moduli di cui circa metà sono composti e registrati dal professor Zanardo ed i rimanenti assieme ad otto esperti del mondo della finanza relativamente alla materia di loro competenza.

I 30 moduli sono suddivisi in relativi macro argomenti che spaziano dalle basi della finanza (gestione della relazione rischio-rendimento, composizione delle *asset class*) toccando temi come il ciclo economico, l'analisi fondamentale e tecnica, gli investimenti ESG e gli investimenti tematici, osservando come effettuare una corretta assegnazione delle risorse disponibili, fino ad arrivare agli ultimi capitoli caratterizzati dalle conversazioni degli esperti del settore in relazione a ciascuna tematica affrontata nel corso della masterclass. Di seguito riportiamo l'elenco completo dei moduli presenti all'interno del corso:

- *Why attend this masterclass: a talk with the students;*
- *What you will learn: masterclass program;*
- *Understanding asset classes;*
- *Understanding real assets;*
- *Principles of fixed income;*
- *Managing risk & return;*
- *History of financial markets;*
- *The cyclical adjusting price earnings and the excess capex yield;*
- *Understanding factor investing;*
- *Factor investing: value vs growth;*
- *Principles of technical analyses;*
- *ESG & ITS impacts on the investment world;*
- *Thematic investing;*
- *Geopolitical & cyber warfare;*
- *The asset allocation process;*
- *A talk with the market experts: why invest?*
- *A talk with the market experts: managing risk & return;*
- *A talk with the market experts: ESG;*
- *A talk with the market experts: advice on investing.*

A livello di partecipazione evidenziamo i tutor, presenti nella masterclass oltre al professor Zanardo, e le prestigiose istituzioni finanziarie per cui lavorano:

- Elisabetta Leoni: responsabile della valutazione del rischio di investimento e della revisione del rischio di portafoglio delle attività del fondo AustralianSuper. Precedentemente ha lavorato come direttrice nel gruppo di gestione del rischio di Macquarie a Londra;
- Marina Marchand: *senior investment professional* all'interno del team di gestione globale, ramo gestioni patrimoniali, relativamente ad una banca di investimento statunitense di alto livello. Ha lavorato per diversi gestori istituzionali e privati a Londra come gestore di portafogli azionari fondamentali;
- Francesco Sedati: responsabile della ricerca azionaria e della gestione del portafoglio presso Eurizon Capital SGR. In precedenza, ha lavorato per JP Morgan Asset Management come gestore di portafoglio su fondi comuni di investimento europei e mandati istituzionali e come analista per diverse banche europee;

- Chad A. Morganlander: *senior portfolio manager* e *co-founder* di Washington Crossing Advisors. In passato ha ricoperto diverse posizioni di consulenza sugli investimenti e di analista per Stifel e per le società che l'hanno preceduta, tra cui Ryan, Beck & Company e Gruntal & Company;
- Stefano Nora: analista del settore finanziario Global Equity PM “Pictet Asset Management”. Prima di tale occupazione ha lavorato per tre anni come analista bancario europeo presso JP Morgan Asset Management e ancor prima come ha coperto il settore finanziario europeo presso Pioneer Investments;
- Silvio Olivero: responsabile del team di ricerca e membro del Comitato per gli investimenti di Giotto Cellino Sim S.p.A.. Altresì, in precedenza ha lavorato presso Unicredit Group come *relationship manager* per la clientela affidata e presso il dottor Franco Cellino come agente di cambio e analista finanziario;
- Filippo Ramigni: analista tecnico del Comitato investimenti presso “Giotto Cellino Sim S.p.A.”. La sua carriera è iniziata nel 1996 in Delta Forex sui mercati FX prima di trasferirsi a Londra come *senior technical analyst* per Tradermade Research.
- Brunello Rosa: CEO e responsabile della ricerca di Rosa & Roubini Associates. Prima di fondare questa società è stato capo della ricerca e direttore generale per i mercati sviluppati, i tassi e le valute del G10 presso Roubini Global Economics.

Riassumendo, possiamo identificare sette colonne portanti su cui si fonda l'*Academy*:

- 1) imparare a investire con confidenza e successo: comprendere, apprendere e applicare. Come in ogni settore, si parte dalle basi con l'obiettivo di maturare una conoscenza tale per fare la differenza nella società in cui viviamo. Coloro che si arricchiscono continuano a farlo grazie a una mentalità e a un approccio specifico;
- 2) accurata analisi delle esigenze degli studenti e costruzione della formazione attorno a loro: grazie all'indagine condotta direttamente intervistando centinaia di studenti universitari si è potuto costruire un qualcosa di sartoriale atto a soddisfare le sfide più comuni che gli studenti e i giovani professionisti del settore si trovano ad affrontare;
- 3) approccio pratico e *market oriented*: grazie alla combinazione di conoscenze accademiche e competenza nel settore, la masterclass è caratterizzata da un approccio formativo diverso dalle altre attività formative in circolazione;
- 4) possibilità di imparare dai migliori tutor con più di 20 anni di esperienza alle spalle: l'informazione a volte può essere deleteria se non correttamente canalizzata. Con una

frequenza preoccupante si affermano sempre più guru ed esperti che credono di conoscere la materia e, grazie ai canali social, acquisiscono ogni giorno più appeal traendo, molto spesso, in inganno gli investitori;

- 5) collegamento diretto tra studente e mondo del lavoro: una delle mission della MPA è quella riguardante l'occupabilità dei giovani talenti che frequentano la masterclass. L'obiettivo è di creare un ecosistema finanziario globale volto a promuovere l'educazione finanziaria in maniera pratica, creando un punto di congiunzione tra *academy* e mondo del lavoro;
- 6) creazione di una *community* affidabile e professionale, al fine di promuovere e condividere l'educazione finanziaria: come per i guru improvvisati, i canali di comunicazione permettono la rapida creazione di gruppi, podcast, pagine volte alla diffusione di tematiche in ambito finanziario. Uno degli obiettivi della MPA è di riuscire a creare una *community* in cui, gli studenti iscritti, possano beneficiare di aggiornamenti e approfondimenti derivanti da esperti del settore ed esprimere le loro idee;
- 7) possibilità di ottenere il certificato a seguito del completamento della masterclass con annesso superamento dell'esame finale: l'ottenimento di un certificato riconosciuto porrà lo studente in una situazione di vantaggio, in termini di credibilità, nei confronti dei potenziali datori di lavoro.

In relazione a quest'ultimo aspetto, l'esame finale è facoltativo ma altamente consigliato, poiché, oltre a permettere di testare quanto appreso, conferisce la possibilità di acquisire un attestato da poter inserire all'interno del proprio CV e consente di entrare a contatto con l'industria finanziaria.

8.5 Considerazioni finali

Nel corso del presente elaborato abbiamo osservato come la popolazione italiana sia affetta da un grave problema nell'ambito dell'educazione finanziaria, occupando gli ultimi posti in classifica. Molto spesso si parla di *aging population*, ma troppo poco si parla di *aging wealth*. Con tale locuzione si fa riferimento al tema della concentrazione della ricchezza nelle fasce d'età più avanzate. **Si pensi che circa il 50% della ricchezza degli italiani è nelle disponibilità di chi oggi ha un'età media di 77 anni.** Come se ciò non bastasse, le ultime indagini rivelano che tale patrimonio è attribuibile soprattutto agli imprenditori, i quali saranno presto chiamati a gestire, oltre a un passaggio patrimoniale, anche un passaggio di impresa in un contesto di mercati di capitali serrato.

Le sfide non si fermano di certo qui. Con un tasso di natalità in continua discesa, a oggi siamo arrivati a un numero medio di figli per donna di 1,24 (riferimenti al 2022) occupando il terzo ultimo posto tra i Paesi europei, il tema del supporto alle politiche sociali ricopre un ruolo fondamentale. A oggi, per esempio, solo il 35% della popolazione italiana possiede uno strumento previdenziale che fornirà un valido supporto una volta conclusa l'attività lavorativa. Tutte queste tematiche dovrebbero essere il pane quotidiano per un consulente finanziario, il quale dovrebbe fornire un supporto al cliente in sede di costruzione del portafoglio tale da coprire ogni ambito della propria vita privata e aziendale.

Detto questo è alquanto scontato che, affinché un consulente finanziario possa coprire interamente queste aree e fornire una consulenza che sia figlia del significato menzionato nel presente testo, necessita di una formazione che non preveda la mera preparazione teorica e nozionale. Allo stato attuale il mercato è affamato di formazione che sia quanto più orientata alla praticità, magari accompagnata dalla formazione sul campo congiuntamente a un consulente *senior*.

Abbiamo visto quali sono stati i risultati del *survey* condotto sul campione di studenti universitari. Se da questi ultimi è emersa la necessità di una nuova tipologia di formazione come meglio descritta in precedenza, non osiamo immaginare se la fattispecie fosse riferita al mercato italiano. Come riportato da Tofanelli al secondo appuntamento de *Il valore della consulenza*, «bisogna che i giovani possano aver fiducia in un comparto che, in qualche modo, interviene anche socialmente e cioè traducendo correttamente il risparmio in investimento. Dobbiamo riuscire a comunicare sempre meglio e sempre più anche ai giovani di avere fiducia in un sistema che permette di vedere con maggior tranquillità il futuro anche dal punto di vista quindi della crescita demografica».

La gestione del denaro oggi rappresenta qualcosa di quotidiano, chiunque generi un reddito deve sapere come gestire questa ricchezza. Il fatto di non essere interessati alla finanza e quindi non investire il proprio denaro non è un'opzione ma una scelta che, in quanto, tale porta con sé delle conseguenze inevitabili. Oggi scegliere di investire nei mercati significa scegliere di investire nel proprio futuro. La masterclass portata come *case study* nel presente elaborato può fornire le competenze necessarie per realizzare i propri obiettivi personali e può collocarsi come un valido strumento di formazione per i consulenti finanziari e/o per le giovani generazioni che si avvicinano a questo mondo.

CONCLUSIONE

L'obiettivo del presente elaborato è stato quello di evidenziare lo stato dell'arte della consulenza finanziaria mostrando le molteplici sfide in tale ambito proponendo degli strumenti innovativi per superarle. Fin dai primi capitoli abbiamo constatato come sia in atto un processo di evoluzione e digitalizzazione che sta coinvolgendo moltissimi settori, tra cui quello della consulenza finanziaria. L'avvento delle nuove tecnologie, soprattutto dell'intelligenza artificiale, sta contribuendo in maniera irreversibile a spostare gli equilibri di un mondo fin troppo pacato. Se da un lato i giovani risultano avvantaggiati e maggiormente preparati a questi cambiamenti, dall'altro non sono pienamente pronti per ricevere il passaggio del testimone, tanto dal lato consulenziale quanto dal lato del patrimoniale.

Analizzando il rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, abbiamo potuto constatare come il nostro Paese, per quanto decantato sia, è affetto da un grave problema di analfabetizzazione finanziaria. Questo problema non coinvolge solamente la popolazione, ma anche molti operatori di settore i quali, spesso, si trovano a operare senza aver ricevuto un'adeguata formazione.

Chiaramente, l'innalzamento del livello di cultura finanziaria del nostro Paese non dev'essere raggiunto con l'obiettivo di rendere ciascuno il consulente di se stesso, ma piuttosto per rendere edotto il risparmiatore del contesto circostante e delle professionalità che lo possono aiutare a raggiungere i propri obiettivi. Una maggiore sensibilizzazione sull'argomento e una marcata profondità di conoscenza permetterebbero infatti all'investitore di evitare di incorrere in trappole di investimento, le quali possono solo sviarlo dai suoi veri obiettivi.

Il processo evolutivo in atto si concretizza all'interno di un contesto in rapido mutamento, caratterizzato da nuove esigenze degli investitori, nuovi scenari internazionali e nuove opportunità da cogliere. Tutto ciò evidenzia due aspetti fondamentali. Da un lato l'avvento del fenomeno dei *robo-advisors* colpisce duramente il settore dell'asset management, in quanto vi è una forte pressione competitiva sulle commissioni applicate da quest'ultimi rispetto agli operatori tradizionali con una crescente migrazione verso strumenti a gestione passiva. Dall'altro lato, invece, le prospettive future per tale settore sono alquanto sfidanti: a oggi la ricchezza è detenuta da una generazione meno incline al *digital*, ma ben presto si concretizzerà il passaggio del testimone a favore di quelle generazioni che con il *digital* sono nate.

Alla luce di ciò, l'esperto di settore deve essere preparato e formato correttamente con l'obiettivo di riuscire a rispondere a nuove esigenze derivanti dal mutamento in atto.

A conclusione del presente elaborato, con l'obiettivo di creare un punto di congiuntura tra la teoria descritta e quello che effettivamente il mercato necessita, abbiamo preso in esame il *case study* legato alla società Mercury Partners Academy, la quale, sotto l'egida del professor Marcello Zanardo, ha creato un'*Academy* che spicca per innovazione, completezza, praticità, professionalità e collegamento interdisciplinare. Tutto ciò è stato reso possibile grazie a un'iterazione diretta tra l'ideatore e la platea di soggetti interessati da cui è emersa la necessità di una formazione in linea con le dinamiche evolutive in atto e più orientata alla pratica e meno alla teoria. Una formazione che possa loro permettere di cimentarsi nel campo senza timore creando, allo stesso tempo, un *network* di relazioni e persone che possano condividere informazioni e idee anche in un momento successivo.

In conclusione, alla luce delle analisi condotte e dei dati rilevati, possiamo affermare che l'evoluzione in atto rappresenta un processo irreversibile in cui prevarranno coloro che sapranno adattarsi meglio ai cambiamenti e coloro che riusciranno a cogliere le potenzialità che si celano dietro questo processo.

Questo va applicato sia alla consulenza, e quindi in relazione all'avvento di nuove metodologie di consulenza, nuovi strumenti e nuove tematiche da affrontare, sia all'investitore, il quale dovrà essere pronto all'avvento di un nuovo scenario economico e sociale.

"Money is not freedom but it provides optionality; this is freedom."

Marcello Zanardo CEO & Founder - Mercury Partners Academy

BIBLIOGRAFIA

Assogestioni, *Guida alla classificazione*, disponibile su <https://www.assogestioni.it/sites/default/files/docs/guida-alla-classificazione-2003-.pdf>

Banca CRS (2020), *MiFID - Policy di rilevazione e gestione degli incentivi e della ricerca in materia di investimenti*, disponibile su <https://bancacrs.it/wp-content/uploads/2021/07/Policy-di-rilevazione-e-gestione-degli-incentivi-e-della-ricerca-in-materia-di-investimenti.pdf>

BANCA D'ITALIA (2021), *Indagine FinTech nel sistema finanziario italiano*, disponibile su <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-fintech/2021/2021-FINTECH-INDAGINE.pdf>

BARBAGALLO, C. (2018), *L'industria del risparmio gestito: la crescita degli anni recenti e le sfide del futuro*, disponibile su <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2018/Audizione-Barbagallo-20181016.pdf>

BARR, C., DOMAN, D., (2021), *Sustainalytics Methodology & Portfolio Research*, disponibile su https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/research/methodology/744156_Morningstar_Sustainability_Rating_for_Funds_Methodology.pdf

BELLELLI, G., FOSSATELLI, F. (2021), *Investire con i certificati*, Hoepli, Milano.

BETTER FINANCE (2022), *Robo – Advisors: Breaking Barriers of Traditional Advice*.

CARATELLI, M., GIANNOTTI, C., LINCiano, N., SOCCORSO P. (2019), “Valore della consulenza finanziaria e robo advice nella percezione degli investitori. Evidenze da un’analisi qualitativa”, *Quaderni FinTech*, 8.

CERVELLATI, E.M. (2021), *Finanza comportamentale e investimenti*, McGraw-Hill Education, New York.

CONFINDUSTRIA CENTRO STUDI (2023), *L'economia italiana torna alla bassa crescita?*, disponibile su: <https://www.confindustria.it/home/centro-studi/prodotti/previsioni/rapporto/congiuntura+e+previsioni/rapporto-previsione-economia-italiana-autunno-2023>

CONSOB (2021), *Modifiche al regolamento intermediari in materia di requisiti di conoscenza e competenza del personale degli intermediari. Relazione illustrativa degli esiti della consultazione, delle conseguenze sulla regolamentazione, sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori*, disponibile su https://www.consob.it/o/PubblicazioniPortlet/DownloadFile?filename=/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/Rel_illustr_intermediari_20210311.pdf

CONSOB Survey (2022), *Report on financial investments of Italian households*, disponibile su https://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/abs-rf/-/asset_publisher/

D'ALESSIO, G., DE BONIS, R., NERI, A., RAMPAZZI, C. (2020), "L'alfabetizzazione finanziaria degli italiani: i risultati dell'indagine della Banca d'Italia del 2020", *Questioni di Economia e Finanza*, disponibile su <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2020-0588/index.html>

DANE, N. (2018), "The Generations Project". *Financial Advisor*, disponibile su <https://www.fa-mag.com/userfiles/stories/webcasts/2018/071818-Oppenheimer.pdf>

DI CIOMMO, F. (2017), "La consulenza finanziaria alla luce della MIFID 2: profili giuridici", *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 1, pp. 39-68.

DI MAIO, D., VIANELLI, A. (2018), *Ricerca in materia di investimenti e inducements nel regime MiFID II: una lettura critica delle novità regolamentari introdotte*, disponibile su <https://www.diritto bancario.it/art/ricerca-materia-di-investimenti-e-inducements-nel-regime-mifid-ii/>

DI MASCIO, A., ORIANI, M.E. (2018), *Wealth management e FinTech. Le nuove sfide tra private banker e robo advisor*, Egea, Milano.

Direttiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari.

Direttiva Delegata (UE) 2017/593 della commissione del 7 aprile 2016.

EUROPEAN COMMISSION (2023), *Monitoring the level of financial literacy in the EU*, disponibile su: <https://europa.eu/eurobarometer/surveys/detail/2953#:~:text=The%20results%20show%20that%2018,wide%20differences%20across%20Member%20States.>

FIDANI, M. (2021), “Consulenti finanziari: quanto è importante la formazione?”, *Wall Street Journal*, disponibile su <https://www.wallstreetitalia.com/voci-della-consulenza/quanto-e-importante-la-formazione-per-un-consulente-finanziario/>

G20/OECD INFE report on adult financial literacy in G20 countries.

GLASER, F., JUNG, D., 2019, “Robo-Advisory: opportunities and risks for the future of Financial Advisory: recent findings and practical cases”, in Nissen, V. (2020), *Advances in consulting research: recent findings and practical cases*, Springer, Berlino, pp. 405-427.

GRASSI, L. (2019), *Robo Advisor: cosa sono e che ruolo svolgono nel FinTech*, disponibile su https://blog.osservatori.net/it_it/robo-advisor-cosa-sono

Gruppo di lavoro ODCEC Torino sulla Consulenza finanziaria indipendente (2020), *Guida alla consulenza finanziaria indipendente per i Commercialisti*, disponibile su https://odcec.torino.it/public/elaborati/la_consulenza_finanziaria_indipendente.pdf.

GUAGLIANO C. (2022), “Digital Finance and retail investors: opportunities and risks”. *Banca d'Italia*, disponibile su <https://docplayer.net/234839819-Digital-finance-and-retail-investors-opportunities-and-risks-claudia-guagliano-banca-d-italia-18-november-2022.html>

GUISSO L., SAPIENZA P., ZINGALES L. (2008), “Trusting the stock market”, *Journal of Finance*, 63.

ISTAT (2022), *Natalità e fecondità della popolazione residente*, disponibile su <https://www.istat.it/it/archivio/289772#:~:text=Continua%20il%20calo%20delle%20nascite&text=Il%20numero%20medio%20di%20figli,1%2C22%20figli%20per%20donna.>

ISTAT (2023), *Rapporto sulla competitività dei settori produttivi – Il quadro macroeconomico: il ritorno dell'inflazione nel ciclo economico italiano e internazionale*, disponibile su:

<https://www.istat.it/it/archivio/282020>

LINCiano, N., CAIVANO, V., COSTA, D., SOCCORSO, P., POLI, T.N., TROVATORE, G. (2022), “L’intelligenza artificiale nell’asset e nel wealth”. *Quaderni FinTech*, 9.

LINCiano, N., SOCCORSO, P. (a cura di) (2017), “Le sfide dell'educazione finanziaria. La rilevazione di conoscenze e bisogni formativi, l'individuazione dei destinatari delle iniziative, la definizione di una comunicazione efficace”, *Quaderni di finanza*, 84.

Moneyfarm, *Il nostro processo d'investimento*, disponibile su <https://mfm-prod-site-assets.moneyfarm.com/it/2016/10/13111939/Investment-process-1.pdf>

Morningstar (2023), *Global Investor Experience*, disponibile su <https://www.morningstar.com/lp/global-fund-investor-experience>

MSCI ESG Ratings, *Providing institutional investors with a more robust ESG integration tool designed to support ESG risk mitigation and long term value creation*. Disponibile su <https://www.msci.com/documents/1296102/21901542/MSCI+ESG+Ratings+Brochure-cbr-en.pdf>

OECD (2005), *Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness*, disponibile su <https://www.oecd.org/daf/fin/financial-education/35108560.pdf>

Parlamento Europeo (2020), “Che cos’è l’intelligenza artificiale?”, *Attualità*, disponibile su <https://www.europarl.europa.eu/news/it/headlines/society/20200827STO85804/che-cos-e-l-intelligenza-artificiale-e-come-viene-usata>

Pictet Blog (2022), “Educazione finanziaria: Italia (e giovani) sempre più interessati”, disponibile su <https://am.pictet.it/blog/articoli/mondo-pictet/educazione-finanziaria-italia-e-giovani-sempre-piu-interessati>

Pictet Blog (2023), “Gestione patrimoniale: cos’è e come funziona?”, disponibile su <https://am.pictet.it/blog/articoli/guida-alla-finanza/gestione-patrimoniale-cos-e-come-funziona>

Rapporto ABI (2023), *Digitalizzazione e retail banking: ottimizzare i modelli di servizio per rafforzare la relazione banca – cliente*, disponibile su <https://www.abi.it/studi/innovazione-e-ricerca/banche-clienti-e-digitalizzazione/>

Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari (adottato con dalla Consob con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007).

ROGERS, S. (2020), *Time in the market, not timing the market, is what builds wealth*, disponibile su https://www.ig.ca/content/dam/investorsgroup/more/2021/03/AODA_1507404-IG-Time-in-the-Market-Whitepaper-Update_MA.pdf

ROGERS, S., *Investment Strategist, I.G. Investment Management, LTD, Time in the market, not timing the market, is what builds wealth*, disponibile su https://www.ig.ca/content/dam/investorsgroup/more/2021/03/AODA_1507404-IG-Time-in-the-Market-Whitepaper-Update_MA.pdf

SCOLARI, M. (2015), “Verso la MiFid2: la legittimità degli incentivi nei servizi di investimento”, *Bancaria*, 6, pp. 54-58.

SOLDAVINI, P. (2019), “Poste Italiane, accordo con Moneyfarm nella gestione digitale del risparmio (con ingresso nel capitale)”, *Il Sole 24 ore*, disponibile su https://www.ilsole24ore.com/art/poste-italiane-accordo-moneyfarm-gestione-digitale-risparmio-con-ingresso-capitale-ACr9i1m?refresh_ce=1

ULGARI, R. (2023), Scenario 2024, le previsioni dei gestori italiani sul nuovo anno, disponibile su: <https://fundspeople.com/it/scenario-2024-le-previsioni-dei-gestori-italiani-sul-nuovo-anno/1/>

VIII, V. (2021), “I conflitti di interesse degli intermediari finanziari. Agency Theory, tecniche preventive di gestione del conflitto e tutela dell’integrità ed efficienza dei mercati finanziari”, *Diritto all’economia*, 2.

SITOGRAFIA

AI4Business, <https://www.ai4business.it/intelligenza-artificiale/intelligenza-artificiale-cose/>

Borsa Italiana, <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/gestione-attiva.html>

Borsa Italiana, <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/gestione-passiva.html>

Borsa Italiana, <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/societa--di-investimento-a-capitale-variabile.html>

CONSOB, https://www.consob.it/it/web/area-pubblica/consultazioni/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_regolamento_BI_CONSOB_dir_2010-76.htm?hkeywords=&docid=44&page=0&hits=165&nav=true

CONSOB, https://www.consob.it/web/area-pubblica/abs-rf/-/asset_publisher/Ir0V5xvz7Z8K/content/report-famiglie-2022/11973

CONSOB, <https://www.consob.it/web/investor-education/i-fondi-comuni>

CONSOB, <https://www.consob.it/web/investor-education/i-servizi-di-investimento1#:~:text=Si%20ha%20conflitto%20di%20interessi,contrasto%20con%20quello%20del%20cliente>

Mercury Partners, <https://mercurypartners.net>

MoneyFarm, <https://www.moneyfarm.com/it>

Statista, Robo-Advisor Worldwide, <https://www.statista.com/outlook/dmo/fintech/digital-investment/robo-advisors/worldwide?currency=eur>