



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e commercio

**LA DEMOCRATIZZAZIONE
DELLA FINANZA: GLI ETF**

**DEMOCRATIZATION OF
FINANCE: ETFs**

Relatore:
Sergio Branciarì

Rapporto finale di:
Michele Meloni

Anno Accademico 2020/2021

RINGRAZIAMENTI

Non è un semplice pro forma, è un grazie di cuore a tutti coloro i quali hanno contribuito direttamente o indirettamente al raggiungimento di questo mio grande traguardo. Un percorso che si conclude con questo elaborato, che ho redatto, guidato da una profonda passione per il tema trattato. Un elaborato che racchiude tutto me stesso e la mia inclinazione al mondo della finanza. Guardando a ritroso non posso far altro che constatare che il raggiungimento di questa grande vittoria personale, è una vittoria di squadra. Una squadra formata dalla mia famiglia e da Martina, i quali hanno contribuito instancabilmente. Un ringraziamento speciale è doveroso nei confronti del mio relatore, Sergio Branciarì, che con una gentilezza disarmante ed una professionalità immensa mi ha seguito nella redazione della tesi. Un grazie di cuore a Mara, che stimo profondamente e ai miei colleghi di lavoro. Un grazie di cuore, infine, a tutti coloro i quali nutrono stima nei miei confronti, credendo in me e nelle mie capacità.

INTRODUZIONE

IE00BFMXXD54¹

Un codice qualunque per chi non si interessa di finanza, un semplice accostamento di lettere e numeri, niente più. L'investitore consapevole, invece, si starà già chiedendo di quale prodotto con domicilio irlandese si sta facendo menzione. Infatti, le prime due lettere del codice (il cui nome è ISIN), si riferiscono al domicilio del fondo. Un ETF, per essere precisi, che ricordo con particolare piacere perché è stato il mio primo acquisto sul mercato telematico azionario. Un ETF scelto con estrema cura, dopo aver valutato innumerevoli fattori e caratteristiche ad esso correlate. Dopo aver confrontato rendimenti e rischi di attività finanziarie alternative, proprio come Tobin ci insegna.

In questo breve lavoro condividerò le analisi che a suo tempo avevo condotto prima di avvicinarmi ad un mondo, quello della finanza e degli investimenti nei mercati finanziari, così vasto e in continua espansione. Ed è proprio in un'ottica di analisi, che nel primo capitolo l'ETF verrà esaminato tenendo in considerazione i suoi punti di forza e le sue caratteristiche salienti, i diversi metodi di replica e le diverse tipologie presenti sul mercato. Anche l'eventualità di un suo delisting non verrà tralasciata e verrà approfondita. Seguirà, nel capitolo secondo, una trattazione più analitica in cui la gestione passiva e la gestione attiva verranno messe a nudo, in uno scontro senza vincitori né vinti. Nel terzo capitolo, l'ETF che tutti conosciamo,

¹ Vanguard S&P 500 UCITS ETF (USD) Accumulating, replica i 500 titoli azionari statunitensi ad alta capitalizzazione.

lascerà il posto ad un ETF geneticamente modificato e le eventuali trasformazioni verranno messe a confronto. La quarta parte dell'elaborato riguarderà un tema che in ogni libro di finanza è presente, ovvero un tema onnipresente quando si parla di strumenti finanziari: il tema dei rischi. La rottura della monotonia però, avverrà con la presentazione della teoria sulla bolla degli ETF, una teoria ancora embrionale.

La scelta di non trattare esplicitamente il tema della democratizzazione della finanza e fornire un'analisi più tecnica e oggettiva è una decisione che ho preso deliberatamente. Ritengo che la piena comprensione di questi strumenti non possa far altro che guidare l'investitore ad una visione di democrazia. Una concezione di democrazia favorita anche dallo sviluppo tecnologico e normativo che hanno abbattuto barriere insormontabili, la cui caduta ha reso possibile la partecipazione di operatori altresì esclusi. Un'idea di democrazia, insita nella struttura degli ETF, prodotti finanziari particolarmente inclusivi.

INDICE

RINGRAZIAMENTI.....	
INTRODUZIONE	
1. L'EXCHANGE TRADED FUND	1
1.1. PREMESSA	1
1.2. CARATTERISTICHE E PUNTI DI FORZA.....	3
1.3. METODI DI REPLICA	5
1.4. DIVERSE TIPOLOGIE	7
1.5. II DELISTING	11
2. L'ETERNO CONFLITTO	13
2.1. PREMESSA	13
2.2. LA GESTIONE ATTIVA	14
2.3. UNA QUESTIONE DI COSTI E TASSE	19
3. L'EVOLUZIONE.....	25
3.1. PREMESSA	25
3.2. SMART BETA ETF	25
3.3. ETF SHORT.....	28
3.4. LEVERAGED ETF	30
4. I RISCHI.....	33
4.1. PREMESSA	33
4.2. LA BOLLA DI MICHAEL BURRY.....	35
CONCLUSIONI	39
BIBLIOGRAFIA & SITOGRAFIA	40

1. L'EXCHANGE TRADED FUND

1.1. PREMESSA

L'ETF (acronimo di Exchange Traded Fund) è un fondo o SICAV, appartenente alla più estesa famiglia degli ETP, la quale comprende anche ETN ed ETC. Di questi ultimi due prodotti finanziari, affini per caratteristiche all'ETF, verrà fatta menzione in seguito. Inoltre, è bene comprendere come l'ETF non sia equiparabile ad un fondo indicizzato. Nella pratica comune, ETF e fondo indicizzato sono erroneamente considerati sinonimi. Nonostante entrambi si propongano come strumenti per replicare passivamente un indice di mercato e siano entrambi fondi passivi con profili commissionali estremamente vantaggiosi, hanno delle dissimilarità che ci permettono di distinguerli. Partiamo dal presupposto che un ETF può essere scambiato giornalmente su un mercato regolamentato, proprio come un'azione.

Degno di menzione è il fatto che nel processo di acquisto e vendita degli ETF, viene applicato un costo Denaro-Lettera, aggiuntivo alle commissioni tradizionali. I fondi indicizzati, invece, hanno un prezzo giornaliero, il cosiddetto "cut off", calcolato con i prezzi di chiusura della borsa di riferimento. In secondo luogo, gli ETF possono risentire di problemi di liquidità, nei casi in cui il volume degli scambi di un determinato prodotto sia eccessivamente basso. Nonostante questo, la problematica sopramenzionata si verifica su una gamma di ETF residuale,

considerata la vasta offerta di prodotti che hanno inondato il mercato negli ultimi tempi e di conseguenza la copertura su una mole di asset class sempre maggiore.

La struttura meno flessibile dei fondi indicizzati, però, consente all'investitore di usufruire di commissioni leggermente più contenute. In un'ottica di performance, entrambi si possono dire equiparabili nel lungo periodo, a parità di condizioni, ovvero preso in considerazione uno stesso indice. Proprio per questo motivo nel continuo della trattazione verranno utilizzati grafici riguardanti fondi indicizzati, nonostante il focus sia dedicato all'ETF. I termini "fondo passivo" e "fondo gestito passivamente" indicheranno solo ed esclusivamente ETF. Come già ribadito precedentemente, gli ETF, sebbene affini agli ETC e agli ETN, non sono equiparabili tra loro: il sottostante replicato, il rischio intrinseco e il rischio emittente sono differenti a seconda che si prenda in considerazione l'uno o l'altro. Ad esempio, il proprietario di un ETN, non possiede direttamente il paniere di titoli replicato: in caso di fallimento dell'emittente del prodotto, l'investitore perderebbe tutto l'ammontare investito.

Come vedremo nel prosieguo, questo non potrebbe mai accadere nel caso degli ETF. Per quanto riguarda gli ETC, la principale differenza rispetto agli ETF risiede nel fatto che gli ETC sono prodotti aventi l'obiettivo di investire direttamente nelle materie prime fisiche o in contratti derivati ad esse correlati.

1.2. CARATTERISTICHE E PUNTI DI FORZA

Gli ETF sono a tutti gli effetti degli strumenti finanziari e come tali, celano dei rischi intrinseci, che potrebbero trarre in inganno l'investitore inconsapevole. Reperire informazioni, perciò, è una pratica che permette di eliminare buona parte di questi rischi o almeno contenerli. A tal proposito, il sito di Borsa Italiana o il sito dell'emittente del prodotto, forniscono informazioni molto importanti in merito, come dati, quotazioni, volumi e grafici ma anche schede sintetiche o elenchi dei dividendi distribuiti in passato. Una tabella informativa contiene:

- Tipo di strumento: ETF, ETC o ETN
- Codice alfanumerico: solitamente noto come "ticker", se inserito nella piattaforma di trading ci permette di trovare l'ETF desiderato.
- Codice ISIN: si tratta di un codice univoco internazionale che contraddistingue l'ETF; nonostante ogni titolo abbia il proprio ISIN, è bene notare che uno stesso ETF può essere quotato in borse diverse.
- Lotto minimo di negoziazione: normalmente è di 1 titolo.
- Commissioni totali annue: note con l'acronimo TER, riguardano la percentuale di commissione annua di gestione, prelevata giornalmente dal patrimonio del fondo.
- Emittente: è la società che mette in circolazione il prodotto; sul sito dell'emittente è possibile ottenere ulteriori informazioni sull'ETF desiderato. In particolare, il KIID è il prospetto che ci permette di conoscere gli obiettivi del fondo e riassume i dati essenziali.

- **Benchmark:** è il paniere di riferimento, che viene replicato passivamente dal fondo. Nel caso della gestione attiva, il benchmark o indice di riferimento, deve essere battuto per ottenere extra-rendimenti. Il benchmark può riguardare diverse aree o settori, nonché differenti classi di azioni. Citiamo, ad esempio, il MSCI China, acronimo di “Morgan Stanley Capital Index” China, indice che riguarda le società cinesi a maggior capitalizzazione e con alto grado di liquidità, scambiate sulla borsa valori di Hong Kong.

Prima di continuare con la trattazione tecnica, è opportuno sottolineare i punti di forza di questi prodotti finanziari che negli ultimi anni hanno riscosso un così ampio successo da far rabbrivire anche i più efferati gestori di Wall Street.

- **Semplicità:** l’obiettivo di fondo al quale fanno capo tutti gli ETF è quello di replicare la performance dell’indice Benchmark, consentendo agli investitori l’esposizione al mercato di interesse. Quest’ultimo potrebbe essere di tipo azionario, obbligazionario, immobiliare e potrebbe incorporare anche strategie tipiche della gestione attiva come lo short ed il leverage. Dal punto di vista operativo, inoltre, gli ETF possono essere acquistati e venduti proprio come azioni.
- **Trasparenza:** la lettura del KIID (prospetto informativo) permette all’investitore di conoscere il profilo rischio/rendimento, in aggiunta al portafoglio titoli del fondo. Il prezzo dell’ETF si aggiorna in tempo reale, dipendendo dalle componenti dell’indice di riferimento. La pubblicazione del NAV, su base giornaliera, contribuisce ad informare gli investitori sul valore effettivo degli asset del fondo.

- **Flessibilità:** gli ETF sono quotati in borsa in tempo reale e non hanno scadenza. Questo permette un approccio rivolto sia al brevissimo termine sia al lungo termine, sia ad un trading intraday sia ad investimenti per fini previdenziali. Il lotto minimo di negoziazione, generalmente pari a 1, consente l'esposizione al mercato anche con importi ridotti.
- **Economicità:** una notevole riduzione dei costi tipici della gestione attiva, come vedremo nei paragrafi che seguiranno, permette all'investitore di beneficiare della quasi totalità della ricchezza prodotta dalle aziende. Solo per citarne uno, il costo relativo al team degli analisti, incaricato di scovare opportunità sul mercato, al fine battere il benchmark di riferimento, grava sulla quota dell'investitore che si affida alla gestione attiva.
- **Rischio emittente:** trattandosi di fondi o Sicav, il patrimonio degli ETF è di proprietà dei possessori delle quote. Nell'eventualità del fallimento della società madre del prodotto ovvero dell'emittente, il patrimonio del fondo non verrebbe danneggiato.

1.3. METODI DI REPLICA

Nella scelta del giusto ETF, è bene contemplare e tenere in considerazione anche il metodo di replica che un determinato fondo si prefigge di avere. Optare per una tipologia piuttosto che per un'altra potrebbe avere conseguenze sia in termini di rendimento sia in termini di rischio associato all'investimento, oltre ad avere un

certo effetto sul tracking error. Quest'ultimo è lo scostamento del rendimento dell'ETF rispetto all'andamento reale del benchmark di riferimento. Di seguito, una breve trattazione con le annesse caratteristiche peculiari di ogni tipologia permetterà di guidare anche l'investitore meno esperto nella scelta del metodo di replica.

Vi sono due macro-classi: gli ETF a replica fisica e gli ETF a replica sintetica. A loro volta i primi si dividono in:

- **Replica fisica completa:** l'emittente acquista tutti i titoli del paniere da replicare, mantenendo inalterati i pesi e provvedendo al bilanciamento. Questa attività potrebbe causare tracking error. I titoli a loro volta sono di proprietà dell'ETF e sono detenuti presso una banca depositaria.
- **Replica fisica a campionamento:** in questo caso, l'emittente non acquista tutti i titoli del paniere ma solo una parte di essi, con minori costi di transazione ma un tracking error leggermente più elevato. Tranne nel caso in cui viene svolto prestito titoli per aumentare il rendimento, non c'è rischio controparte proprio come nel caso precedente.

Per quanto concerne gli ETF a replica sintetica, vi sono due tipologie principali:

- **Replica sintetica unfunded:** l'emittente acquista il paniere di titoli e scambia la performance di quest'ultimo, mediante swap con il rendimento del benchmark. Come nei casi prima esaminati, i titoli sono di proprietà del fondo, ma esiste il rischio controparte nel caso in cui non venga onorato lo swap. Inoltre, il tracking error è minimo. Per ridurre il rischio, il gestore può eventualmente servirsi di più controparti.

- **Replica sintetica funded:** l'emittente trasferisce il denaro dei sottoscrittori alla controparte, che a sua volta trasferisce il rendimento del benchmark da replicare mediante swap. In questa tipologia di replica non esiste il rischio controparte, perché questa ultima è obbligata a trasferire ad una banca depositaria un collaterale come garanzia. In caso di fallimento, l'ETF entra in possesso del collaterale. Come nel caso precedente, il tracking error è minimo.

In un'epoca di enorme espansione degli ETF, l'industria di emissione è giunta ad un livello di efficienza tale da poter garantire il minimo rischio ed una buona replica dei benchmark. Nonostante ciò, il rischio di credito nel mondo bancario, spinge gli investitori a prediligere le forme di replica fisica, con il reale acquisto dei titoli a discapito di un tracking error di entità maggiore.

1.4. DIVERSE TIPOLOGIE

Come già appurato in precedenza, vi sono molteplici tipologie di ETF: la prima distinzione che salta subito all'occhio riguarda la copertura e l'esposizione in termini puramente geografici. Precedentemente si era fatta menzione di un fondo passivo che replicava l'andamento di alcune società quotate sulla borsa valori di Hong Kong. La seconda categorizzazione avviene in base alla composizione del fondo ovvero cosa è replicato effettivamente: azioni, ma anche obbligazioni, strumenti derivati, titoli immobiliari e non solo. La trattazione che segue non si

pone come obiettivo quello di essere esaustiva², ma intende presentare i principali strumenti replicati.

Analizziamo i principali strumenti replicati:

- **ETF OBBLIGAZIONARI:** i seguenti fondi sono panieri di titoli obbligazionari. Le obbligazioni replicate possono provenire da diversi emittenti, quali ad esempio aziende. I titoli in questione sono differenziati sia in termini di valuta sia in termini di tasso di interesse che può essere sia fisso sia variabile. Inoltre, possono raggruppare le emissioni di aziende più o meno solide dal punto di vista finanziario, nonché diverse scadenze. Nella sezione degli ETF obbligazionari, possiamo trovare anche panieri di obbligazioni governative che possono riguardare titoli emessi sia dallo Stato italiano sia da paesi emergenti ma anche da paesi del resto del mondo. Come nel caso precedente, scadenze, tassi e valute possono cambiare a seconda del prodotto preso in considerazione. Citando le obbligazioni governative italiane, potremmo trovare panieri di BOT per le scadenze brevi: di volta in volta questi titoli verranno rinnovati, posto che gli ETF non hanno una scadenza prestabilita. Ovviamente, maggiore è il grado di indebitamento degli emittenti delle obbligazioni, maggiore sarà il rendimento correlato però, ad un rischio crescente. Lo standing creditizio ed il giudizio delle agenzie di rating, ove presente, sarà un ottimo indicatore nella scelta del

² Lawford Andrew, Belelli Gabriele, Mazziero Maurizio, 2016, *Manuale dell'investitore consapevole*, Hoepli, pp. 69-88

giusto fondo. Trattando questa particolare tipologia, è bene tenere in considerazione gli ETF contenenti titoli obbligazionari indicizzati all'inflazione, poco utili però negli anni in cui il valore dell'inflazione è prossimo allo zero. Infine, chiudono la lista i cosiddetti ETF "liquidità", basati su strumenti obbligazionari di brevissimo termine, i quali promettono bassi rendimenti e un rischio moderato. Questi ultimi prodotti sono un ottimo ripiego per la liquidità in eccesso, nonostante bisogna fare attenzione ai rendimenti che potrebbero essere negativi in determinati periodi.

- **ETF AZIONARI:** i seguenti titoli sono panieri di azioni, la cui provenienza varia a seconda del prodotto preso in considerazione. Allo stesso modo, il grado di diversificazione e il grado di rischio, cambia a seconda della composizione del paniere. Ad esempio, il colosso Blackrock propone svariati fondi composti da sole aziende con un rating elevato, in modo da minimizzare il rischio. Anche il FTSE MIB, che raggruppa le 40 aziende italiane quotate a maggiore capitalizzazione, viene replicato da svariati ETF. Analogo discorso può essere fatto per lo S&P500, il NASDAQ, il RUSSELL 2000, il DAX 30 e per moltissimi altri indici che seguono le varie borse mondiali. In aggiunta, vi sono fondi che sono composti da società operanti nei paesi emergenti, sia che si tratti di paesi del Centro/Sud America sia che si tratti di paesi dell'Est Europa o Asia o Africa. Per raggiungere un elevato livello di diversificazione, l'investitore si deve rivolgere ai cosiddetti ETF azionari "mondo", che consentono un'esposizione molto variegata, anche dal punto di vista geografico. È

consigliato, però, controllare il KIID e valutare pesi e scelte di portafoglio adottate dalla casa produttrice, dato che molti di questi prodotti hanno un'esposizione eccessiva alle società del Nord America. Non si tratta di una problematica vera e propria, dato il peso preponderante dell'economia statunitense a livello internazionale. Potrebbe essere penalizzante nel caso in cui Wall Street entrasse in una fase ribassista. Nel caso in cui, l'interesse dell'investitore sia focalizzato su un determinato tema, vi sono particolari fondi che replicano interi settori dell'economia, selezionando le migliori aziende. Aziende che operano nel settore della robotica, aziende che operano nella depurazione e distribuzione dell'acqua, solo per citarne alcune.

- **ETF IMMOBILIARI:** il mercato immobiliare è un pilastro, proprio come il mercato azionario e il mercato obbligazionario. L'investimento in immobili reali è una pratica riservata a pochi, i quali hanno a disposizione ingenti somme e un'alta propensione al rischio. L'investimento nell'immobiliare residenziale, che risente dell'andamento demografico di un paese, non permette inoltre di stabilizzare il rendimento del portafoglio. Una corretta diversificazione proviene dall'investimento in REIT (Real Estate Investment Trust) che acquistano immobili, perlopiù ad uso commerciale, che in seguito collocano in affitto, distribuendo agli investitori i proventi al netto delle spese sostenute. Fra gli ETF quotati in questa categoria, diversi panieri riguardano i paesi sviluppati, fra cui gli Stati Uniti e i paesi europei.

Un'altra importante distinzione che possiamo fare è quella tra gli ETF a distribuzione e quelli ad accumulazione. I primi, sono fondi che distribuiscono i proventi ottenuti dai vari investimenti sotto forma di dividendi. Questi ultimi possono avere cadenze più o meno ampie, partendo da una distribuzione mensile fino ad arrivare ad una annuale. I secondi, invece, reinvestono nel fondo i proventi ottenuti, aumentando il NAV (Net Asset Value), con la conseguente crescita del patrimonio. È bene sottolineare che la ricezione di dividendi è soggetta ad una tassazione che inevitabilmente si attesta al 26%, in Italia.

1.5. II DELISTING

L'industria degli ETF è in continua crescita: ogni mese vi sono nuove quotazioni di prodotti, provenienti dalle diverse case produttrici. La fisiologica evoluzione, inoltre, ha permesso il raggiungimento di un alto grado di efficienza. Nonostante questo, quando un ETF non riesce a catturare capitale sufficiente o nel caso in cui ci siano fusioni di prodotti o in alternativa, nel caso in cui vi siano prodotti di una stessa casa madre simili, avverrà il ritiro dalle quotazioni o meglio noto come "delisting". La data di cessazione verrà comunicata pubblicamente, attraverso il sito dell'emittente o il sito del broker. In aggiunta, anche la borsa di riferimento sarà tenuta ad un avviso tempestivo, indicando il prodotto e il codice di riferimento. In questo modo, l'investitore avrà sufficiente tempo per il disinvestimento della quota, in un momento a egli favorevole. Anche nel caso in cui l'investitore rimanesse investito nella posizione fino alla data di delisting, non vi sono problematiche da affrontare. Di fatto:

- In caso di delisting, la quota verrà liquidata. Quest'ultima varierà a seconda del NAV (Net Asset Value) del fondo dell'ultimo giorno di quotazione. In altre parole, non si perde quanto investito.
- Il delisting potrebbe riguardare solo il ritiro dalle quotazioni in una o più borse: il titolo continuerebbe a essere quotato nelle borse non interessate dal delisting. La posizione non verrebbe liquidata, ma l'investitore potrà negoziare solo nelle borse che quotano ancora il prodotto. È plausibile che i costi di transazione applicati dal broker varino.

In conclusione, il delisting è una pratica indispensabile, che non grava sugli investitori se non in misura marginale, come nel caso di un aumento di costi di transazione come nel punto precedente. In contropartita, però, permette di eliminare la quotazione di quei fondi altamente inefficienti perché caratterizzati da un basso grado di liquidità.

2. L'ETERNO CONFLITTO

2.1. PREMESSA

Quando si parla di eterno conflitto o di eterno dibattito, non possiamo far altro che pensare al confronto fra gestione attiva e gestione passiva di un patrimonio. Nonostante entrambe le gestioni abbiano a che fare con un benchmark di riferimento, la prima cerca di batterlo mentre la seconda ha lo scopo di tracciarlo ovvero eguagliarlo. Nei seguenti paragrafi, entrambe le gestioni verranno messe a nudo, evidenziando eventuali vantaggi e svantaggi dell'una e dell'altra.

Personalmente, a seguito di un attento studio e sulla scorta delle parole espresse a riguardo da John C. Bogle³, non posso far altro che constatare che la gestione attiva è altamente inefficiente sotto diversi aspetti. Il fondatore di Vanguard Group, attraverso un'analisi a 360 gradi sul tema, mette in risalto i notevoli punti deboli di quest'ultima. Nonostante questo, la gestione attiva permette all'investitore medio o all'investitore privo di competenze finanziarie di partecipare ai proventi o alle perdite che il mercato riserva ai suoi operatori. Gestione attiva e gestione passiva, sono complementari: il mercato non potrebbe

³ Bogle John C., 2007, *The little book of common sense investing*, John Wiley & Sons

Bogle John C., fu un investitore e filantropo americano. Creò il primo fondo indicizzato.

fare a meno dell'una o dell'altra ed è proprio per questo che il conflitto è eterno e non avrà mai un vincitore netto.

In un'ottica di guadagni futuri decrescenti, sia sull'azionario sia sull'obbligazionario, però, l'investitore consapevole non può far altro che rivolgere lo sguardo verso una gestione passiva a basso costo ed efficiente fiscalmente, caratteristica degli ETF. Solo quest'ultima, in uno scenario di margini contenuti, permetterà di contrastare una più o meno ampia inflazione.

2.2. LA GESTIONE ATTIVA

Prima di passare al confronto tra gestione passiva e attiva, è bene conoscere e integrare le peculiarità che caratterizzano questa ultima modalità. Innanzitutto, quando decidiamo di affidare capitale a un qualsiasi gestore, ciò che cerchiamo è il massimo rendimento dato un particolare profilo di rischio. Di fatto, sarà la bravura del fund manager a garantire una giusta remunerazione sulla liquidità versata. A tal proposito, una corretta asset allocation, un timing pressoché perfetto e uno stock picking eccellente permetteranno di raggiungere l'obiettivo principale del fondo: battere l'indice di riferimento.

Di fatto, la principale distinzione esistente fra un fondo attivo e un fondo passivo è proprio l'asset allocation: a differenza del fondo passivo che segue l'indice di riferimento, il gestore del fondo attivo persegue un asset allocation differente dal benchmark, proprio perché il fine ultimo è quello di sovraperformare ovvero ottenere un extra rendimento. Di conseguenza, il fund manager potrà privilegiare

determinate aree o titoli, assegnare determinati pesi all'interno del portafoglio al fine di ottenere risultati al di sopra della media.

Per quanto riguarda il market timing, è chiaro che l'apertura di una posizione long alla fine di un trend ribassista o viceversa di una posizione short alla fine di un mercato rialzista sia la migliore strategia praticabile, ma con notevole evidenza anche la più difficile da applicare. Un errore nel market timing potrebbe pregiudicare ampi guadagni e portare a notevoli perdite, per gli investitori. Lo stock picking, ovvero la scelta del miglior titolo a parità di rischio/prezzo, si basa su analisi di tipo fondamentale, ovvero su analisi contabili volte all'ottenimento di informazioni sullo stato di salute dell'azienda presa in considerazione e sulle prospettive di crescita.

Il rapporto prezzo/utili e il growth rate, sono dati imprescindibili ad una corretta valutazione. Nonostante il gestore del fondo abbia a suo fianco equipe di analisti e contabili e un arsenale di strategie, mirate a minimizzare eventuali errori, egli non può applicare formule matematiche: la sua esperienza e il suo istinto lo guidano nelle scelte, in un mercato che nei decenni si è mostrato più e più volte altamente inefficiente e irrazionale⁴. Un fondo gestito attivamente può beneficiare in alcuni casi delle inefficienze del mercato, ma è opportuno ribadire che tutto dipende dalla scaltrezza del fund manager, dal suo sangue freddo e dalla prontezza⁵.

⁴ Fisher Philip A., 1957, *Common stocks and uncommon profits*, John Wiley & Sons, pp. 267-270

⁵ Lynch Peter, 1989, *One up on Wall Street*, Simon & Schuster inc., pp. 55-66

Secondo John Bogle, le stelle nel firmamento della gestione attiva sono davvero una piccola parte e molte di esse, in realtà non sono niente altro che comete, capaci di brillare solo per poco tempo⁶. Attraverso questa allegoria, è possibile intendere come nella realtà dei fatti, durante i decenni scorsi, solo una piccola parte dei fondi comuni è riuscita a sovraperformare costantemente, realizzando performance migliori di qualsiasi fondo a gestione passiva. In altre parole, un fund manager in carica per svariati anni e un fondo che batte costantemente l'S&P 500 è un'eccezione. A conferma di ciò, dal grafico sottostante si evince come a partire dal 1970, dei 355 fondi esistenti, 223 non sono sopravvissuti; 60 di essi hanno sottoperformato costantemente il mercato, mentre 48 lo hanno eguagliato in termini di risultati. Solo 24 di essi hanno sovraperformato costantemente l'indice di riferimento, che in questo caso è proprio l'S&P 500.

⁶ Bogle John C., 2007, *The little book of common sense investing*, John Wiley & Sons, pp. 97-99

EXHIBIT 8.1 Winners, Losers, and Failures: Long-Term Returns of Mutual Funds, 1970–2005

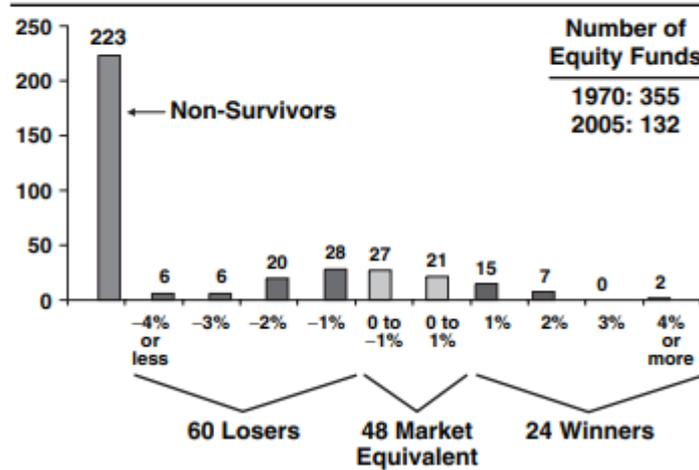


Grafico 2.1. Ritorno medio dei fondi a gestione attiva dal 1970 al 2005

Nel breve termine, in realtà, molti fondi comuni hanno eccellenti risultati che puntualmente non riescono a mantenere nel lungo periodo. John Bogle, applica la teoria del “mean reversion” per spiegare questo comportamento che solo apparentemente sembra anomalo.

Questa teoria viene usata normalmente in finanza per indicare il comportamento che ci si aspetta da un prezzo: quando il prezzo è sopravvalutato ci si aspetta che scenda fino a raggiungere la sua media nel tempo. Stesso discorso può essere fatto per un prezzo che sia sottovalutato. Nel lungo periodo, il prezzo tende quindi a rimanere ancorato alla sua media. Il fondatore di Vanguard usa la “reversion to the mean”, per articolare la tesi secondo la quale tutti i fondi comuni, nel lungo periodo

tendono a rimanere ancorati al benchmark che in realtà dovrebbero battere costantemente⁷.

Per quale motivo allora dovremmo privilegiare un fondo passivo anziché un fondo attivo, se basandoci sulla “reversion to the mean”, il rendimento sarà equivalente in entrambi i casi? Come già ribadito precedentemente, molti fondi non sono mai riusciti a battere l’indice di riferimento.

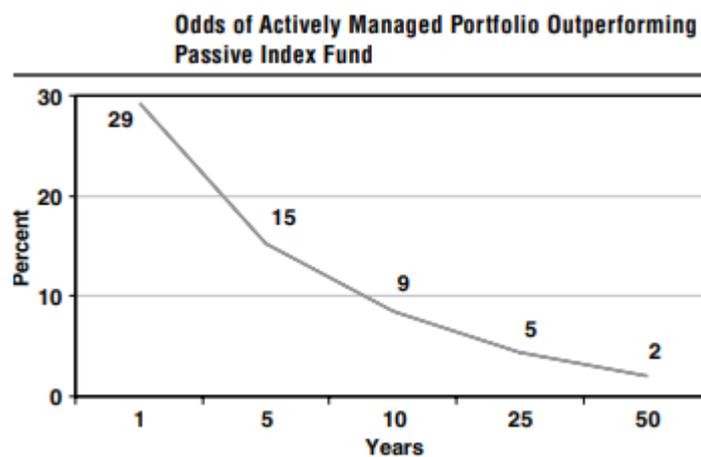


Grafico 2.2. Probabilità ponderata al tempo di battere un fondo indicizzato da parte di un fondo a gestione attiva

⁷ Bogle John C., 2007, *The little book of common sense investing*, John Wiley & Sons, pp. 89-95

2.3. UNA QUESTIONE DI COSTI E TASSE

Autori come John C. Bogle l'hanno soprannominata la “tirannia del costo composto” in antinomia alla “magia dell'interesse composto”. Prima di contestualizzare e integrare, ritengo opportuno esplicitare sommariamente come variano le diverse classi commissionali all'interno di un fondo comune di investimento gestito attivamente. Essenzialmente vi sono quattro classi:

- Classe A: una parte del capitale investito nel fondo è prelevata sotto forma di commissione di entrata. Questo tipo di classe commissionale è adatta all'investitore con un'ottica di lungo periodo e un investimento iniziale corposo. Solitamente la classe A prevede spese annuali relativamente contenute.
- Classe B: la commissione, in questo caso viene applicata all'uscita. In altre parole, al momento del disinvestimento della quota, una data percentuale è prelevata dal rimborso. Non ci sono commissioni di entrata come nel caso precedente, mentre le commissioni annuali sono più elevate. Questo profilo commissionale è rivolto all'investitore che decide di partecipare al fondo investendo una piccola somma ed ha un'ottica di lungo periodo.
- Classe C: il fondo non prevede commissioni in entrata o in uscita, ma solamente commissioni annuali. Profilo adatto all'investitore che opera nel breve periodo, nonostante il disinvestimento entro l'anno comporti una commissione d'uscita.
- Classe I: sono classi commissionali riservate solo ad investitori istituzionali con determinati requisiti.

In aggiunta alle suddette classi commissionali, il gestore del fondo potrebbe applicare, in seguito a prestazioni particolarmente eccellenti, le cosiddette “performance fees”. Questi costi che gravano sull’investitore sono spesso addebitati quando il fondo riesce a battere il benchmark di riferimento.

A questo punto basta applicare le implacabili regole della semplice matematica per capire come, considerato un gruppo di investitori, essi non riescano ad ottenere tutti i guadagni derivanti dall’incasso di dividendi e dalla crescita dei prezzi, valori la cui entità dipende dall’andamento delle stesse aziende su cui si investe. Il motivo risiede nel fatto che all’investitore vengono addebitate tutte quelle commissioni, di cui si è parlato brevemente in precedenza e che altro non fanno che aggredire il patrimonio, limitando i profitti o aggravando le perdite.

In aggiunta, è bene prendere in considerazione tutti quei costi, non di modesta entità ma invisibili, causati dal frenetico turnover che il portafoglio di un fondo attivo subisce annualmente. Si stima che la percentuale si attesti intorno al 100% o in altre parole, il gestore compra 1 miliardo di dollari di azioni e rivende 1 miliardo di dollari di azioni su base annuale. Questa pratica, causa elevati costi di negoziazione e costi derivanti dallo spread bid-ask. Solo confrontando il turnover di un fondo passivo, che si attesta intorno al 4%, capiamo come tutti quei costi di negoziazione non sono addebitati e di conseguenza rimangono in mano all’investitore sotto forma di profitti.

Capiamo ora il motivo di tale disattenzione da parte degli investitori, nei confronti di questi costi. In prima battuta, molti di questi costi non sono percepibili dal risparmiatore che per la prima volta si avvicina al mondo della finanza o più in

generale per i non addetti ai lavori. Alcuni costi, a volte non sono nemmeno esplicitati nei prospetti. In secondo luogo, un'eccessiva focalizzazione al breve periodo e un mercato che da decenni riserva agli investitori lauti guadagni, ha messo in secondo piano costi e commissioni che nel lungo periodo, divorano i profitti del risparmiatore.

Assumiamo che il mercato generi un ritorno totale medio dell'8% durante un periodo di 50 anni e che il costo medio annuale del fondo attivo sia del 2,5%, con un ritorno netto del 5,5%. A seconda dell'investimento scelto 10.000 dollari diverranno 469.000 o 145.400 dollari, rispettivamente per la gestione passiva e attiva al termine del periodo.

Questo semplice esempio mette in mostra la “magia dell'interesse composto”, derivante dal semplice investimento nel mercato e la “tirannia del costo composto” derivante da una gestione attiva del patrimonio, flagellato da costi e commissioni.

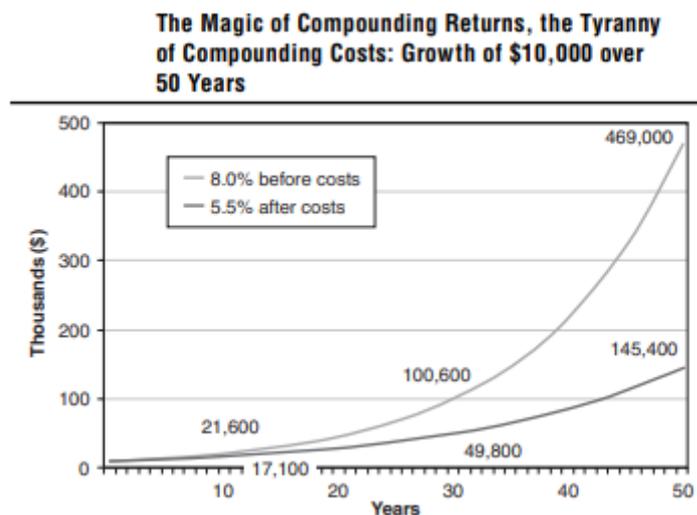


Grafico 2.3. La tirannia del costo composto: rendimento di 10.000 dollari su base 50 anni, sottratti costi

Come volevasi dimostrare nei paragrafi precedenti, una focalizzazione al breve periodo, non permette in nessuna maniera di percepire l'importanza che questi costi avranno in un futuro meno prossimo. Di fatto, nei primi anni entrambe le linee si muovono nella stessa maniera, con la linea del rendimento al 5,5% quasi sovrapposta alla linea del rendimento all'8%. Divergenza che poi diventa di entità notevole, a partire dal ventesimo anno.

Per concretizzare quanto appreso sino ad ora, prendiamo in considerazione il periodo di tempo che va dal 1980 al 2005 e assumiamo di aver investito una somma di 10.000 dollari. Al netto del prelievo fiscale, i profitti ottenuti da una gestione attiva sono prossimi alla metà rispetto alla gestione passiva.

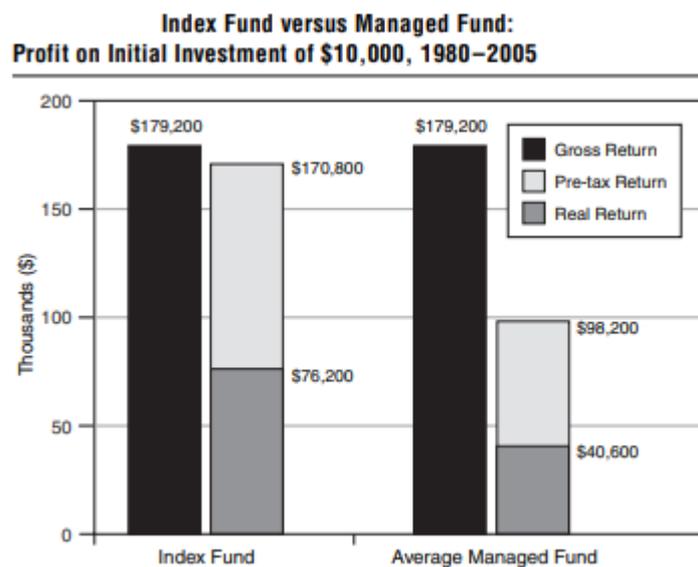


Grafico 2.4. Confronto rendimento tra gestione passiva e gestione attiva, considerato il reinvestimento dei dividendi

Come già anticipato dai grafici proposti in precedenza, anche l'imposizione fiscale gioca un ruolo fondamentale, perché proprio come le commissioni, anche le tasse sono costi da non sottovalutare.

È innegabile, sia che si tratti di un fondo attivo sia che si tratti di un ETF, la tassazione sulle plusvalenze provenienti da dividendi o guadagni in conto capitale, è presente e non è possibile, in nessun modo, uscirne indenni. È possibile però ridurre la frequenza con la quale questa tassazione viene imposta e nel caso di un turnover di portafoglio prossimo al 100%, come nel caso dei fondi attivi, ci troviamo di fronte a una gestione dei costi fiscali altamente inefficiente. Il fardello dell'imposizione fiscale, nel caso di un fondo indicizzato, come è noto, è sia in termini assoluti sia in termini relativi ben minore rispetto a quello sopportato dai titolari di un fondo attivo.

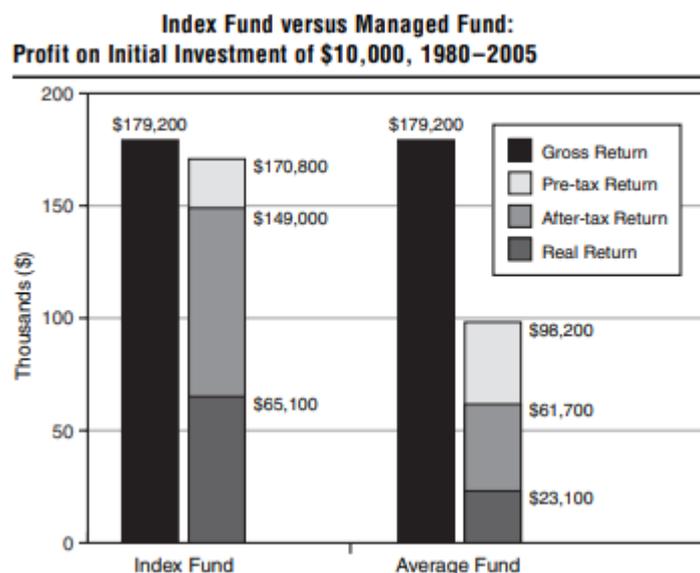


Grafico 2.5. Confronto rendimento tra gestione passiva e gestione attiva, considerato il reinvestimento dei dividendi e il prelievo fiscale

3. L'EVOLUZIONE

3.1. PREMESSA

Dalla quotazione del primo Spider (SPDRs, acronimo di Standard & Poor's Depositary Receipts) nel gennaio 1993, gli ETF anche noti come trackers, oltre ad aver avuto una crescita ed un successo esponenziali, si sono evoluti combinando elementi provenienti da diversi strumenti finanziari.

In generale, l'ottica che si cela dietro queste evoluzioni, più o meno drastiche, è rivolta al raggiungimento di un risultato che batta il benchmark di riferimento o meglio, il mercato. Dal primo lancio sull'Amex (American Stock Exchange) una vasta platea di investitori è entrata in contatto con gli ETF e ben presto con le sue evoluzioni. Tra le molteplici sembianze che un ETF può assumere, lo Smart Beta ETF è una di queste. Nella trattazione che seguirà, oltre a quest'ultima forma, verranno esaminati anche gli ETF Short e Leveraged.

3.2. SMART BETA ETF

Non si tratta solo di una semplice evoluzione, si tratta bensì di una vera e propria rivoluzione⁸. Nonostante questo, gli Smart Beta ETF hanno incontrato diverse

• ⁸<https://www.ishares.com/it/investitori-professionali/it/temi-d-investimento/smart-beta?switchLocale=y&siteEntryPassthrough=true>

critiche. Un prodotto teoricamente perfetto: bassi costi, fiscalmente efficiente, una replica passiva con a capo una strategia. In altre parole, il giusto compromesso tra gestione attiva e gestione passiva.

Prima di fare ulteriori considerazioni, è bene però specificare cosa sta ad indicare il “beta” che rende così magnifici questi strumenti sulla carta. Il “beta” è un coefficiente che lega l’andamento di un titolo al mercato di riferimento e nel caso degli ETF Smart Beta, è il fattore intelligente che inserisce altri fattori diversi dalla semplice capitalizzazione di mercato nella ponderazione degli indici benchmark. A titolo di esempio avremo:

- **Fattore Value:** vengono scelte solo azioni ritenute sottovalutate, sulla base di determinati indicatori di analisi fondamentale. Nel lungo periodo il mercato riporterà i prezzi di queste azioni alla corretta valutazione.
- **Fattore Quality:** come nel caso precedente, tramite l’utilizzo di specifici indicatori finanziari, vengono selezionate società con bilanci solidi e distribuzione di utili stabile nel tempo, minimizzando il rischio e aumentando il rendimento.
- **Fattore Momentum:** il paniere in questione, è composto da titoli che hanno avuto buone performance nel breve periodo, ritenendo che il trend possa proseguire anche nel lungo periodo.

Durante gli ultimi decenni, diversi premi Nobel sono stati assegnati alla ricerca riguardante il “factor investing”.

- **Fattore Size:** vengono acquistate azioni a bassa capitalizzazione, che hanno ampi margini di crescita. La relazione rischio-rendimento, anche in questo caso è confermata dal fatto che a rendimenti potenzialmente notevoli si associano rischi notevoli.
- **Fattore Minimum Volatility:** con questi particolari ETF si persegue la stabilità del prezzo, ottenuta con l'acquisto di titoli a crescita moderata ma stabile e caratterizzati da bassa volatilità.

La gamma di fattori, presente sul mercato o eventuali combinazioni di quelli già esistenti, è in continua espansione stante il notevole interesse. Ogni strategia sottende dei rischi, posto che la gestione dinamica potrebbe battere il benchmark e portare ad un guadagno maggiore rispetto alla semplice gestione passiva. La perdita potenziale, di conseguenza, risiede nel sottoperformare il benchmark di riferimento aggravando le perdite o limitando i profitti.

Diverse critiche vengono mosse per ciò che concerne la liquidità dello strumento. Nonostante questo, possiamo ritenere tale problematica residuale attualmente e inconsistente in un futuro alquanto prossimo. Di fatto, sempre più Market Makers stanno apportando liquidità e sempre più investitori si stanno avvicinando a questi particolari strumenti finanziari.

Sebbene questi prodotti offrano strategie tipiche della gestione attiva e rendimenti allettanti, proponendo una gestione “rule based” trasparente ed efficace sia fiscalmente sia in termini di costo, non sono strumenti adatti per l'investitore medio data l'importanza di una corretta comprensione della strategia perseguita.

3.3. ETF SHORT

Posizionarsi “long” quando l’indice di riferimento è in crescita può portare ad ampi guadagni. Ma come guadagnare quando il mercato, o più semplicemente il sottostante, si trova in una fase di stallo e si sta preannunciando una fase ribassista? La vendita allo scoperto o “short selling” è una pratica ampiamente diffusa: anche i non addetti ai lavori, ne avranno almeno una volta sentito parlare. Recentemente, proprio la Consob, ha trattato l’argomento in concomitanza del grande crollo avvenuto il 12 marzo, imponendo il divieto di assumere posizioni corte sul mercato telematico azionario.

Gli ETF short oltre a combinare la classica vendita allo scoperto di azioni e titoli, utilizzano anche strumenti derivati come futures e opzioni nell’intento di realizzare profitti anche nella circostanza di un mercato ribassista. Questi ultimi sono dei fondi “inversi”, che tracciano l’indice come un qualsiasi ETF ma in senso contrario. Non è tutto oro ciò che luccica: gli ETF short, sono strumenti particolarmente rischiosi e vanno maneggiati con estrema cura e competenza.

Attraverso un semplicissimo esempio, sarà chiaro in prima battuta come il guadagno potenziale è limitato, mentre la perdita è illimitata: se l’ETF in questione è quotato a 50 euro, il guadagno massimo che potrò ottenere saranno 50 euro nel caso l’ETF scenda a zero. Quantificare la perdita, d’altra parte invece, non è possibile: tutto dipenderà dal prezzo di chiusura della posizione nel caso in cui il benchmark di riferimento non sia sceso ma sia salito.

In secondo luogo, l'ETF short soffre, soprattutto nel lungo periodo, del cosiddetto effetto "compounding" negativo: affinché il valore dell'ETF si apprezzi considerevolmente, sarà opportuno incappare in una serie prolungata di chiusure negative del prezzo.

Una volatilità eccessiva e parimenti una situazione di movimento laterale del prezzo, non faranno altro che aumentare l'effetto compounding e l'investitore trarrà un profitto notevolmente minore delle aspettative. A riguardo è opportuno citare il padre della macroeconomia e uno dei più influenti economisti di tutti i tempi: John Maynard Keynes. "Il mercato può rimanere irrazionale più a lungo di quanto tu possa rimanere solvibile", è una delle citazioni più famose nonché inconfutabili, mai pronunciate.

Contestualizzando, neanche un'approfondita analisi tecnica o fondamentale, un chiaro deteriorarsi del sottostante o la peggiore delle prospettive possibili possono garantire all'investitore che apre una posizione short, un guadagno e un risultato soddisfacente almeno nel breve termine.

Come già ribadito, il movimento laterale del prezzo e lo scorrere del tempo, agiranno negativamente diminuendo i guadagni o aumentando le perdite. L'utilizzo di questa forma di investimento passivo inverso, pertanto, è consigliata solo all'investitore che consapevolmente lo adotta a seguito di un approfondito studio del contesto e a seguito di una chiara analisi prospettica del sottostante.

3.4. LEVERAGED ETF

Gli ETF leveraged attraggono per loro natura gli investitori più audaci, coloro i quali credono fermamente che il mercato salirà o scenderà nel breve termine. Come suggerisce la loro denominazione, sono strumenti finanziari che permettono di rendere 2 o più volte il sottostante, sia esso un indice, una commodity o semplicemente un gruppo di azioni.

Intuitivamente la promessa di una resa moltiplicata presuppone un rischio moltiplicato per la stessa cifra. Non solo: proprio come gli ETF short, anche gli ETF a leva sotto-performano nel lungo periodo. Tranne nel caso in cui il sottostante chiuda consecutivamente per diverse sedute in positivo o in negativo, l'ETF a leva risentirà dei movimenti laterali del prezzo. A titolo di esempio, supponiamo che il benchmark di riferimento apra a 100 e chiuda a 105 il primo giorno, che apra a 105 e chiuda a 100 il secondo e così via per i prossimi 10 giorni, al termine dei quali avrà mantenuto intatto il suo valore a 100. Questo movimento di breve periodo del prezzo, da considerarsi prettamente laterale, non ha intaccato minimamente il valore del benchmark. In realtà però il possessore di ETF a leva 3x diretta, avrà perso il 7% mentre il possessore di un ETF a leva 3x inverso, il 14%.

Come volevasi dimostrare, la reazione avversa degli ETF a leva nei confronti del tempo, li colloca in una fascia di rischio maggiore rispetto agli ETF short. Rispetto a questi ultimi, l'ETF a leva condivide sia un elevato grado di rischiosità sia una prestazione generalmente deludente nel lungo periodo.

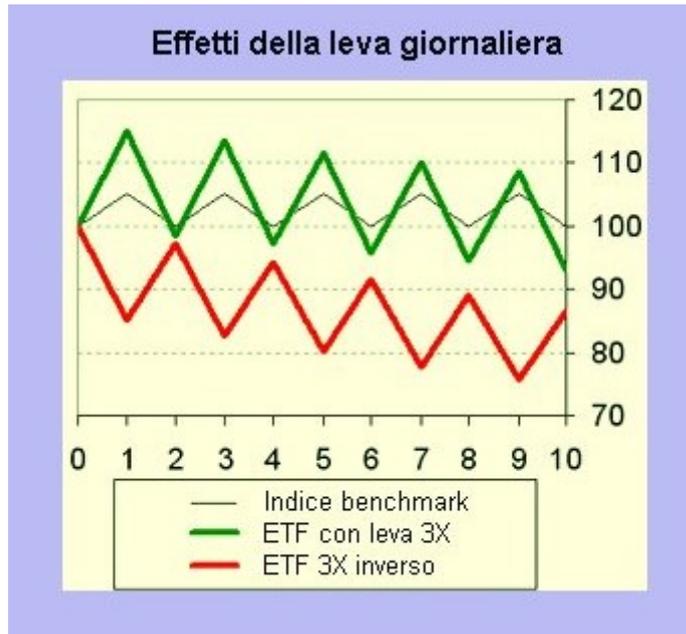


Grafico 3.1. Effetto leva su base giornaliera con investimento pari a 100

D'altronde un ETF a leva inverso, nient'altro è che un ETF short con una resa multipla. La società di risparmio gestito Lyxor, propone il Nasdaq 100 Daily (2x) Leveraged. Un fondo passivo, che a seguito di una attenta analisi dell'indice di riferimento e sulla base delle caratteristiche riguardanti gli ETF a leva prima enunciate, risulta alquanto rischioso e non adatto all'investitore medio.

L'indice Nasdaq 100, paniere delle 100 maggiori imprese non finanziarie quotate, è per sua natura un indice molto volatile. Non solo la recente bolla delle Dot-com, ma anche le più recenti crisi hanno influenzato l'indice, che ha reagito con profondi crolli e potenti risalite. L'elevata volatilità, inoltre, è da attribuire al segmento di mercato interessato: l'indirizzo prevalentemente tecnologico ed informatico, comporta che le aziende al suo interno siano altamente competitive, con elevati gradi di crescita annuale e in ultima istanza frequenti passaggi di dominance di mercato. Tutto ciò, non fa altro che attrarre grandi speculatori, il cui obiettivo

ultimo è quello di ottenere grandi performance in poco tempo, sfruttando l'enorme volatilità e di conseguenza alimentando proprio quest'ultima.

4. I RISCHI

4.1. PREMESSA

Nonostante l'elevata diversificazione che un ETF può offrire, con la conseguente minimizzazione dei rischi, proprio come ogni altro strumento finanziario anche i fondi passivi hanno dei rischi intrinseci che li contraddistinguono. Effettivamente, non sono prodotti risk-free: solo la moneta è per sua natura un'attiva finanziaria priva di rischio. Assenza di rischio controbilanciata dall'assenza di rendimento.

Il trade off rischio-rendimento perciò è presente, a prescindere dallo strumento replicato dall'ETF. In linea generale, comunque, è bene sottolineare che investire in fondi con un'elevata diversificazione, può portare alla perdita della somma investita solo se tutte le aziende o emittenti di obbligazioni, fallissero nell'arco di poco tempo. Uno scenario macabro che porterebbe a una crisi di fiducia tale da stravolgere il mondo che conosciamo, uno scenario solo teorico attualmente.

Questa paradossale situazione, non deve essere confusa con il "rischio sistemico", ovvero un'instabilità finanziaria così grave da innescare il fallimento di istituzioni bancarie, corse agli sportelli e gravi crisi di fiducia. Come la storia ci insegna, il rischio sistemico è un rischio ben più concreto: il fallimento di Lehman Brothers, la crisi del debito sovrano greco, sono solo due degli eventi più recenti che hanno scosso tutti i mercati finanziari e di conseguenza la quotazione di ogni strumento finanziario.

Nonostante questo, la perdita in conto capitale, nel caso di ETF ben diversificati, si è verificata solo per coloro che in preda al panico, hanno venduto. Di fatto, la propensione al rischio, la conoscenza dei mercati e l'esperienza sono strumenti utili nei casi in cui il mercato scenda e le prospettive di una risalita siano ancora ben lontane. La volatilità, inoltre, è una caratteristica propria di molti titoli, soprattutto nei casi in cui si scelga di investire in ETF a leva: come già ribadito nei paragrafi precedenti, una alta propensione al rischio e l'inesperienza, sono il mix perfetto per realizzare pesanti perdite in conto capitale.

I recenti studi di finanza comportamentale hanno condotto ricerche sempre più accurate su temi che riguardano la gestione del rischio e la reazione da parte degli investitori a discese dei prezzi particolarmente decise. Oltre ai rischi fin qui menzionati, gli ETF incorporano anche il “rischio valuta”, relativo ad esempio, all'acquisizione di panieri di azioni denominate in valuta estera. Esistono, sebbene in numero ancora contenuto, fondi con copertura valutaria.

A seconda del metodo di replica sintetica adottato, inoltre, si assiste anche al cosiddetto “rischio controparte”: nel caso della replica “funded”, la presenza di collaterale riduce tale rischio. Per concludere, rischi legati alla liquidità e al tracking error, sono marginali e di minore importanza: nel primo caso il market maker è tenuto a esporre in acquisto e in vendita un certo numero di quote, con un tetto massimo di spread. Nel secondo caso, il rischio deriva da una non perfetta corrispondenza tra la composizione del fondo e il paniere replicato.

4.2. LA BOLLA DI MICHAEL BURRY

La principale critica mossa dai detrattori degli ETF riguarda il fatto che questi particolari strumenti finanziari, investendo passivamente, possano neutralizzare la dinamica di scoperta del prezzo che è tipica dei mercati finanziari. Questa problematica è accentuata in presenza di compagnie di piccole e medie dimensioni. Michael Burry, fondatore dell'Hedge Fund Scion Capital, crede che gli ETF (investendo in interi indici o gruppi di azioni o obbligazioni con caratteristiche simili tra loro) non abbiano l'effetto di premiare i singoli titoli, ma al contrario rendono complessa una corretta valutazione del rischio associato.

Il dr. Michael Burry fu uno dei pochi investitori che riuscì a prevedere lo scoppio della bolla che si era creata intorno al mercato dei mutui americani⁹ e paragona i CDO (collateralized debt obligation) agli ETF. Proprio come i fondi passivi, i CDO erano ritenuti investimenti con una bassa rischiosità dalle agenzie di rating. Valutazione che si rivelò alquanto scorretta in seguito. Il parallelismo tra ETF e CDO deriva anche dal fatto che queste particolari obbligazioni erano in grado di offrire un elevato grado di diversificazione.

Oltre alla difficoltà di valutazione del prezzo e della rischiosità del sottostante innescata dagli ETF, l'investimento in maniera passiva in mercati poco liquidi potrebbe avere un effetto leva sull'instabilità e aumentare il rischio sistemico. Chiaramente, in una situazione di pressione di vendita da parte degli investitori, un

⁹ Durante la crisi dei mutui subprime, il dr. Michael Burry, fu uno dei pochi investitori ad aprire posizioni short, assumendo un rischio elevatissimo.

mercato poco liquido potrebbe non riuscire a soddisfare l'offerta, creando disagi all'intero sistema finanziario. Data l'elevata connessione a livello globale dei vari mercati finanziari, la tesi sostenuta dal dr. Burry, è una tesi oculata ma che prescinde da importanti considerazioni che trattandosi di ETF è opportuno richiamare all'attenzione. È bene partire dal presupposto che uno strumento finanziario non è in grado, da solo, di innescare una bolla. Quando si parla di bolle finanziarie, non è importante lo strumento, bensì il sottostante, ovvero l'asset class. Dato che gli ETF investono in azioni, obbligazioni, materie prime e molto altro, non sono in grado da soli di formare bolle finanziarie.

In secondo luogo, l'investitore che si cela dietro ad un ETF è un investitore che ha un'ottica di lungo periodo, che investe passivamente sia che il mercato sia in salita sia che il mercato sia in discesa. Non a caso, durante la crisi finanziaria del 2008, il flusso in entrata è stato maggiore del flusso in uscita. Nell'argomentazione della sua tesi, Michael Burry, richiama implicitamente l'effetto "indice", secondo il quale l'entrata di un'azienda in un indice comporta la sopravvalutazione di quest'ultima, data dall'afflusso di capitali di chi, come i fruitori degli ETF, investe passivamente nell'indice.

Questo effetto negativo per il mercato è mitigato dalla presenza di ETF con replica a campionamento che prevedono di copiare l'indice acquistando solo una parte dei titoli contenuti in esso. A titolo di esempio, analizzando i benchmark dello STOXX 50 e STOXX 600 (che prevedono la presenza di 50 e 600 aziende rispettivamente), è chiaro come la presenza di meno aziende nel primo non comporti andamenti particolarmente differenti rispetto al secondo. In ultima istanza, la presenza degli ETF, sebbene in costante crescita è ancora una presenza marginale, nonostante

l'utilizzo di questi strumenti finanziari a basso costo da parte di una platea di investitori sempre più vasta.

Sebbene la teoria di Michael Burry possa essere confutata in ulteriori e molteplici maniere, ritengo che possa essere applicata integralmente se collegata al tema dei c.d. ETF "esotici". Questi ultimi, sono fondi passivi estremamente settoriali o poco diversificati e generalmente poco liquidi, nei quali il rischio legato alla ridotta liquidità è un rischio ben più che lecito. Nonostante questo, ho motivo di credere che anche un grave crollo dei sottostanti non causerebbe gravi disagi al contesto finanziario: questi determinati ETF sono generalmente fondi di nicchia, con piccoli capitali investiti.

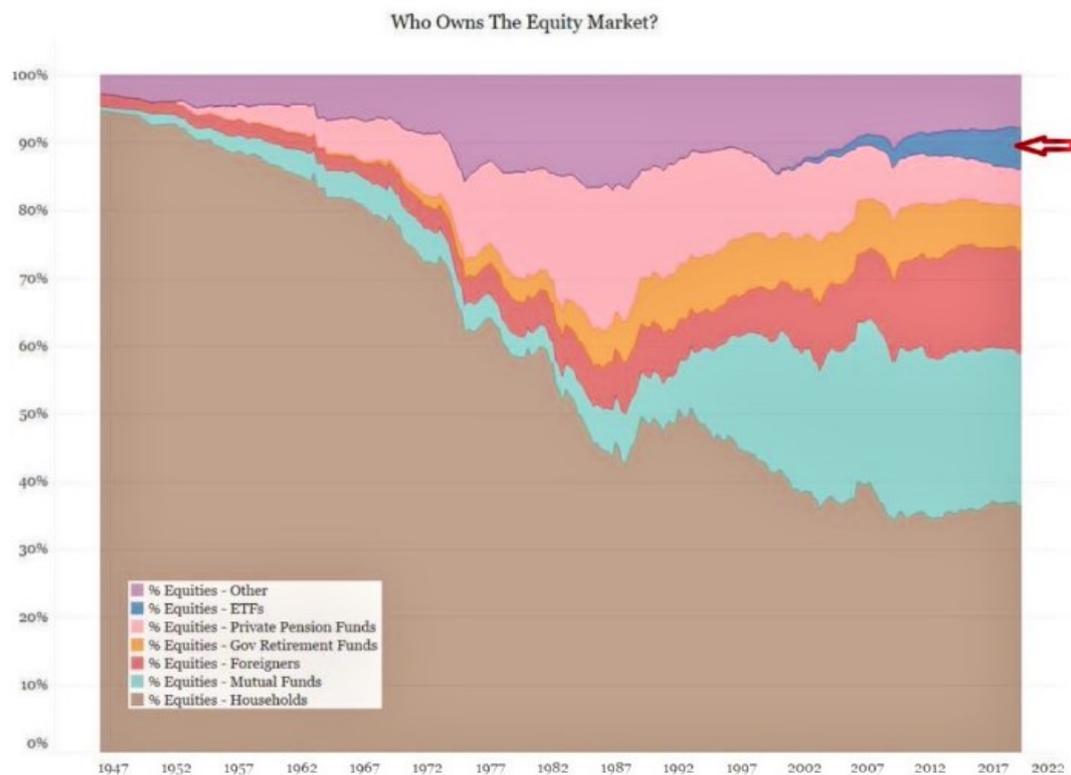


Grafico 4.1. Quota di detenzione di titoli da parte dei diversi operatori del mercato azionario

Sulla base dell'analisi fin qui condotta, posso concludere che il parallelismo CDO-ETF non è corretto. La replica a campionamento adottata dalla maggior parte degli ETF a elevata capitalizzazione, il comportamento e l'approccio degli investitori e meccanismi fisiologici del mercato come l'arbitraggio, che impediscono l'eccessivo svalutarsi delle quote del fondo, rendono astratto il rischio di una bolla degli ETF.

CONCLUSIONI

Un rapporto rischio/rendimento altamente favorevole ha permesso agli ETF di acquisire consenso e conquistare quote di mercato sempre maggiori nel tempo. Le prospettive in un'ottica di lungo periodo, inoltre, prevedono un ampio consolidamento degli asset gestiti in maniera passiva.

Una notevole semplicità di utilizzo, caratteristiche impeccabili e molteplici punti di forza, non possono far altro che attirare investitori e ingenti capitali. Nonostante non si tratti, giocoforza, di un prodotto rispondente alle esigenze di tutte le classi di investitori, abbiamo visto che tramite le sue evoluzioni ha integrato caratteristiche e pregi appartenenti ad altri strumenti finanziari, attenuando la linea di demarcazione esistente.

In ultima istanza, l'elevata inclusività di questi prodotti finanziari ha permesso di intraprendere quel processo di democratizzazione della finanza, un processo ambizioso, ma essenziale per la sostenibilità dei mercati.

BIBLIOGRAFIA & SITOGRAFIA

Bogle John C., 2007, *The little book of common sense investing*, John Wiley & Sons

Fisher Philip A., 1957, *Common stocks and uncommon profits*, John Wiley & Sons

Lawford Andrew, Belelli Gabriele, Mazziero Maurizio, 2016, *Manuale dell'investitore consapevole*, Hoepli

Lynch Peter, 1989, *One up on Wall Street*, Simon & Schuster inc.

- <https://www.borsaitaliana.it/etf/etf/home.htm>
- <https://www.justetf.com/it/academy/metodi-di-replica-degli-etf.html>
- <https://www.morningstar.it/it/>
- <https://www.euopar2010.org/blog/etf-vs-fondi-passivi-differenze>
- <https://www.blackrock.com/it/investitori-privati/didattica/comprendere-gli-investimenti/strumenti-attivi-e-passivi>
- <https://www.startingfinance.com/approfondimenti/smart-beta-investing/>
- <https://www.ishares.com/it/investitori-professionali/it/temi-d-investimento/smart-beta?switchLocale=y&siteEntryPassthrough=true>
- <https://www.it.vanguard/professional/it/etf-education-panoramica>
- <https://www.bloomberg.com/markets/etfs>
- <https://www.segretibancari.com/etf-short/>
- <https://www.justetf.com/it/etf-profile.html?isin=FR0010342592>
- <https://www.lixiinvest.com/etf-bolla/>

