



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale o Specialistica in Scienze Economiche e Finanziarie

**EXCHANGE TRADED FUNDS A GESTIONE ATTIVA:
ANALISI, STRATEGIE, OPPORTUNITÀ E PROSPETTIVE
FUTURE**

ACTIVE MANAGEMENT EXCHANGE TRADED FUNDS: ANALYSIS,
STRATEGIES, OPPORTUNITIES, AND FUTURE PROSPECTIVES

Relatore:

Prof.ssa Caterina Lucarelli

Tesi di Laurea di:

Chiara Pignotti

Anno Accademico 2023 – 2024

INDICE

INTRODUZIONE	6
CAPITOLO 1 ETF : DEFINIZIONE, STRUTTURA E GESTIONE ATTIVA	8
1.1 Definizione e struttura degli ETF	8
<i>1.1.1 Meccanismo creation/redemption</i>	10
<i>1.1.2 ETF a replica fisica e sintetica</i>	14
<i>1.1.3 ETF in Borsa Italiana e caratteristiche</i>	17
<i>1.1.4 Le tipologie</i>	20
<i>1.1.5 Aspetti normativi e fiscali</i>	23
1.2 ETF a gestione attiva	25
<i>1.2.1 Le strategie di investimento</i>	29
<i>1.2.2 I costi</i>	33
<i>1.2.3 Tracking error e Tracking difference</i>	37
1.3 Opportunità e limiti degli ETF	40
<i>1.3.1 I rischi</i>	43
CAPITOLO 2 ETF E ETF A GESTIONE ATTIVA: EVOLUZIONE STORICA	47
2.1 Evoluzione storica degli ETF	47
<i>2.1.1 Dallo scoppio della bolla speculativa degli anni 2000 fino alla crisi dei mutui Subprime</i>	49
<i>2.1.2 Dal periodo post-crisi finanziaria alla pandemia da Coronavirus</i>	53

2.2 Le performance negli Stati Uniti e in Europa	57
2.2.1 <i>ETF attivi negli Stati Uniti</i>	61
2.2.2 <i>Sviluppo ETF in Europa</i>	64
2.2.3 <i>Andamento ETF attivi in Europa</i>	65
CAPITOLO 3 ETF A GESTIONE ATTIVA: CASE STUDIES ESG E GLOBALI	69
3.1 ETF attivi ESG	69
3.1.1 <i>Regolamentazione e normativa UE</i>	72
3.1.2 <i>Criteri di selezione</i>	75
3.1.3 <i>JSEG di JPMorgan AM</i>	79
3.2 ETF attivi globali	84
3.2.1 <i>JREM di JPMorgan AM</i>	86
3.2.2 <i>YCSH di BlackRock</i>	91
3.2.3 <i>Lifestrategy</i>	95
CAPITOLO 4 GESTIONE ATTIVA: CONFRONTO TRA ETF E FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO	99
4.1 Fondi comuni di investimento a gestione attiva: overview	99
4.1.1 <i>Tipologie</i>	101
4.1.2 <i>Performance e commissioni</i>	104
4.1.3 <i>ETF a gestione attiva vs fondi comuni a gestione attiva</i>	106
4.2 Performance e costi di un AMETF azionario comparato ad un AMMF azionario	109
4.2.1 <i>Politica di investimento</i>	111

<i>4.2.2 Performance, costi e rischi</i>	<i>116</i>
CONCLUSIONE	124
BIBLIOGRAFIA	122
SITOGRAFIA	128

INTRODUZIONE

Negli ultimi anni, l'interesse degli investitori istituzionali e *retail* si è spostato verso un prodotto lanciato nel 2008 nel mercato statunitense e preferito inizialmente solo da una nicchia ovvero, gli Exchange Traded Funds a gestione attiva (AMETF). Il grande successo è dovuto all'unione delle opportunità degli ETF tradizionali, come i costi, la trasparenza e l'efficienza con la gestione attiva. Tali strumenti quotati sul mercato come fossero dei titoli, nascono per replicare un indice di riferimento, tuttavia essendo un veicolo di investimento, come i fondi comuni, si è pensato fosse necessario ampliare le possibilità di investimento e innovare la normativa per creare un prodotto a basso costo che usasse delle strategie di selezione per sovraperformare il mercato.

Nel trattato seguente si cerca di comprendere il funzionamento di tali strumenti, analizzando come un veicolo di investimento che per definizione è a gestione passiva possa essere diventato attivo. Tenendo in considerazione anche le motivazioni che hanno portato alla loro diffusione e se questa potrà essere considerata duratura. In ultima analisi, si valuta se gli AMETF possono definirsi sostituti dei fondi comuni di gestione attiva (AMMF) e se questo causa un deflusso di questi ultimi.

Nel primo capitolo, si riporta la definizione degli ETF in generale, esplicitando le tipologie e le caratteristiche considerando anche il metodo di creazione, di rimborso e le modalità di replica, per poi trattare nello specifico della gestione attiva dello strumento, quindi delle diverse strategie attuabili, delle performance e dei costi connessi.

In ultimo, raccogliendo le varie informazioni precedenti, si illustrano le opportunità che offrono questi strumenti, oltre a evidenziare i limiti e i rischi collegati in modo analitico sia per la gestione passiva sia per la gestione attiva. Nel secondo capitolo, si ripercorre l'evoluzione storica dello strumento in generale e le motivazioni che hanno condotto alla loro diffusione. L'analisi viene sostenuta dai dati recenti, con approfondimento sia nel contesto europeo sia nel contesto statunitense, pioniere del *trend*.

Nel capitolo successivo, si tratta degli ETF più diffusi ovvero gli ETF ESG, data l'attenzione per l'aspetto ambientale e sociale in aumento negli anni, introducendo inizialmente la definizione dei criteri ESG e la normativa europea, Paese ad oggi più avanzato nella regolamentazione, per poi analizzare un AMETF ESG nello specifico. Nella seconda parte invece si esamina l'indice più apprezzato dagli investitori ovvero, l'indice globale in alcuni esempi specifici, ossia, nel mercato emergente, nel mercato monetario e in un prodotto particolare di una casa di gestione.

Nell'ultimo capitolo, dopo una introduzione dei fondi comuni di investimento, si analizza la differenza tra la gestione attiva negli AMMF e AMETF valutando anche se i prodotti possono essere sostituiti o complementari.

Il risultato viene sostenuto portando un esempio del mercato globale azionario che riassume le particolarità di entrambi gli strumenti nella politica di investimento, nei costi e nelle performance.

CAPITOLO 1 ETF : DEFINIZIONE, STRUTTURA E GESTIONE ATTIVA

1.1 Definizione e struttura degli ETF

Il termine *Exchange Traded Funds* (ETF) identifica dei fondi scambiati sul mercato; sono a tutti gli effetti “*Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio*” (“OICR”) negoziati in borsa come dei titoli.

Gli ETF sono simili ad un fondo comune di investimento passivo, per cui usano, ad esempio, indici di mercati azionari, obbligazionari, di materie prime come benchmark di riferimento (anche altri indici). Acquistando una quota nel mercato secondario si investe in un paniere diversificato.

Le particolarità principali sono proprio l'efficienza, per i costi bassi, la flessibilità, la trasparenza e la liquidità grazie al meccanismo di creazione/rimborso e l'arbitraggio¹.

In generale, competono sia con indici di nicchia che con gli stessi indici dei concorrenti, tra i più utilizzati ci sono lo *S&P500* per il mercato USA, *MSCI WORLD* per il globale e il *FTSE MIB* per l'Italia.

L'utilizzo delle commissioni cambia a seconda delle caratteristiche e della tipologia, in linea di principio un alto livello di commissioni rispetto ad altri ETF

¹ Riferimento sottoparagrafo 1.1.1

in circolazione può voler significare una maggiore liquidabilità, aspetto da tenere in considerazione nel momento in cui si vuole investire.

Tra i fornitori e gestori di ETF ci sono: *Amundi* e *Fidelity* tra i più grandi in Europa, *iShares* il marchio ETF di *BlackRock*, *J.P. Morgan*, *Vanguard* e molti altri, i gestori più scelti nel 2024 sono riassunti nella tabella seguente.

Tabella 1.1 Gestori attuali con maggior quota di mercato

Gestore	Risorse in mln di euro	Quota di mercato
iShares	1.599	40,35%
Vanguard	595	15,01%
UBS	428	10,81%
Lyxor	354	8,93%
Invesco	296	7,48%

Fonte: <https://www.focusrisparmio.com/news/patrimonio-investitori-istituzionali-rapporto-itinerari-previdenziali>

In riferimento al 2024 *Morningstar* ha assegnato un rating² al miglior 10% di ETF presenti per ogni categoria tenendo in considerazione il rendimento aggiustato per il rischio³.

² *Morningstar Star Rating*

³ “Indica quanto rendimento ottiene l'investitore per il livello di rischio assunto in portafoglio. Uno Sharpe ratio più alto indica un profilo più favorevole di rendimento dell'investimento per il livello di rischio assunto.” Vanguard Italia Professional

Tabella 1.2 Migliori ETF scambiati

10 Biggest ETFs Among Those Having Obtained A 5-Star Rating In 2024

Nome	Morningstar Category	Medalist Rating	Rendimento da inizio anno (%)	Ongoing Charge
Xtrackers MSCI World UCITS ETF	Global Large-Cap Blend Equity	Bronze	28,43	0,19
iShares \$ Treasury Bond 1-3yr UCITS ETF	USD Government Bond - Short Term	Neutral	6,51	0,07
iShares MSCI USA ESG Screened UCITS ETF	US Large-Cap Blend Equity	Gold	36,26	0,07
Xtrackers MSCI USA Swap UCITS ETF	US Large-Cap Blend Equity	Gold	34,91	0,15
Vanguard FTSE 100 UCITS ETF	UK Large-Cap Equity	Bronze	16,50	0,10
iShares VII PLC - iShares Core EURO STOXX 50 UCITS ETF	Eurozone Large-Cap Equity	Bronze	12,82	0,10
iShares EURO STOXX 50 UCITS ETF	Eurozone Large-Cap Equity	Bronze	5,95	0,10
Amundi EURO STOXX 50 II UCITS ETF	Eurozone Large-Cap Equity	Bronze	12,78	0,24
iShares Edge MSCI World Momentum Factor UCITS ETF	Global Large-Cap Growth Equity	Gold	39,07	0,25
Xtrackers MSCI Europe ESG UCITS ETF	Europe Large-Cap Blend Equity	Bronze	15,47	0,20

Fonte: Baselli V., I nuovi ETF a 5 stelle del 2024, Morningstar (16 dicembre 2024)

1.1.1 Meccanismo creation/redemption

Gli ETF si differenziano perché il numero di azione/quote in circolazione cambia giornalmente a causa del sistema di creazione e riscatto delle stesse. Il meccanismo soprannominato “*creation and redemption in kind*” è utilizzato anche per i fondi comuni di investimento, con alcune varianti (tra cui, il vincolo di includere i costi di acquisto e vendita per poter replicare un indice di riferimento).

Tramite questo meccanismo, nel mercato primario, l'emittente affida a soggetti autorizzati denominati AP (*Authorised Participant*)⁴ il compito di operare sui titoli allo scopo di creare nuove quote o rimborsarle in base la richiesta cosicché, nel mercato secondario, il prezzo dell'ETF e del valore del paniere sottostante sono legati. Questo permette di avere condizioni simili di proposte tra i *book* di negoziazione dell'ETF e dei titoli sottostanti l'ETF. Gli AP e gli emittenti sono grandi istituti finanziari che sfruttano l'economia di scala per ottenere dei benefici dal punto di vista economico⁵.

Innanzitutto, l'accesso al mercato primario e quindi, all'acquisto dei titoli è permesso solo ai AP e ai *market mover* per lotti minimi denominati *creation unit*. Nello specifico, il funzionamento del meccanismo per la creazione di quote avviene tramite un partecipante autorizzato che acquista i titoli, componenti l'ETF, sul mercato in base alle proporzioni stabilite per creare il cosiddetto *creation basket*, più una parte *cash*. Quest'ultimo viene trasmesso all'emittente che li deposita presso un deposito indipendente scambiando con gli AP la *creation unit*, essa rappresenta un blocco di quote scambiabili sul mercato secondario con valore pari al NAV (*Net Asset Value*)⁶. Una quota è pari a un frammento dei titoli dell'indice di riferimento.

⁴ "AUTHORISED PARTICIPANT: un intermediario che opera con l'emittente di ETF per creare o riscattare quote per conto di market maker e investitori istituzionali." <https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/emea/it/it/literature/brochure/etf-foundations-brochure-it.PDF>

⁵ Cfr.: <https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/emea/it/it/literature/brochure/etf-foundations-brochure-it.PDF>, 8-9, <https://www.justetf.com/it/news/etf/creazione-rimborso-ingrediente-segreto-degli-etf.html>

⁶ "Il rapporto tra la somma dei valori dei titoli posseduti dal fondo più le disponibilità liquide e il numero delle quote che compongono il fondo stesso." <https://professionefinanza.com/il-funzionamento-degli-etf/>

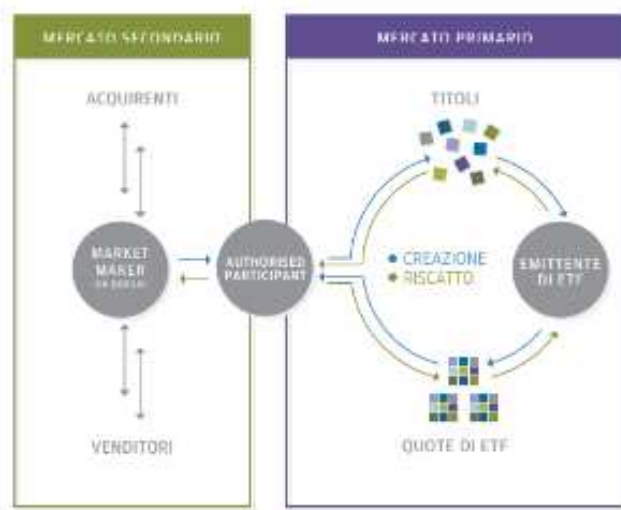
Un esempio, di meccanismo nel caso di un ETF a replica fisica⁷, vede il partecipante autorizzato acquistare i titoli nella misura comunicata dall'emittente, in base al documento sulla composizione giornaliera del portafoglio (*PCF*), con deposito presso un conto indipendente. L' *AP* riceve una *creation unit*, pari a un numero di quote, circa 50.000. Il *market maker* vende le quote nel mercato secondario, per essere scambiate dagli investitori.

Nel processo di rimborso, invece, il *market maker* acquista quote dell'ETF nella borsa finché, il valore non combacia con una *creation unit*. Quest'ultima viene consegnata all'emittente che rimborsa gli *AP*, offrendo il valore monetario equivalente ai titoli sottostanti.

I vantaggi, di tale meccanismo riguardano i benefici che ottengono gli investitori dal lato dei costi perché non devono sostenere direttamente i costi di mercato e lo *spread* perché sono le *AP* a sostenerli, a differenza dei fondi comuni di investimento che, negoziano i titoli nel momento della domanda o dell'offerta e devono effettuare poi il rimborso netto all'investitore.

⁷ Riferimenti sottoparagrafo 1.1.2

Figura 1.1 Meccanismo di creazione e riscatto



Fonte: J.P. Morgan Asset Management

Inoltre, è importante distinguere tra il prezzo di mercato, determinato da domanda e offerta e il NAV, determinato dal valore dei titoli nel paniere, che sono allineati ma, non uguali creando quindi, un *gap*.

Le pressioni della domanda e dell'offerta vengono controllate da un sistema di arbitraggio cosicché il valore dell'ETF non si scosti dai titoli sottostanti, contenendo i prezzi a sconto⁸ e a premio⁹.

Gli AP al momento di una diminuzione di prezzo degli ETF acquistano le quote necessarie nel mercato secondario e richiedono il riscatto all'emittente per ristabilire il prezzo con il NAV. L'emittente, consegna all'AP i titoli sottostanti così che, possano essere venduti nel mercato borsistico traendo profitto. Nel caso

⁸ "Quando un ETF viene negoziato ad un prezzo più basso del NAV, si dice che viene negoziato a sconto.", <https://www.it.vanguard/professional/approfondimenti/etfs/trading>

⁹ "Quando un ETF viene negoziato ad un prezzo più alto del NAV, si dice che viene negoziato a premio.", <https://www.it.vanguard/professional/approfondimenti/etfs/trading>

contrario, quando il prezzo è in aumento l'AP acquista i titoli sottostanti, li scambia con l'emittente per una quota di ETF che vengono vendute per fare profitto finché i prezzi non sono in equilibrio. I partecipanti autorizzati sono diversi e per competere cercano di guadagnare dall'arbitraggio, il processo continua, in entrambi i casi finché, i prezzi non sono in linea e non ci sono più opportunità di profitto¹⁰.

Il meccanismo *in kind* non è l'unico possibile, nel caso degli ETF sintetici¹¹ gli AP pagano le *creation units* in denaro, in seguito, l'emittente acquista i titoli nel contratto *swap* scambiando il rendimento dell'ETF, in questo caso, la consegna può essere di un campione di titoli e una somma in denaro.

1.1.2 ETF a replica fisica e sintetica

Quando si tratta di “cloni” l'attesa dell'investitore è ovviamente la similitudine di rendimento tra il benchmark e l'ETF, ovvero la differenza tra i due deve essere minima. Le tecniche e modalità di replica che possono essere utilizzate sono due: a replica fisica o a replica sintetica¹².

Nella tecnica di replica fisica, si acquistano i titoli nella stessa percentuale che essi hanno nell'indice di mercato di riferimento, cosicché le performance si discostano solo per i costi presenti nell'ETF.

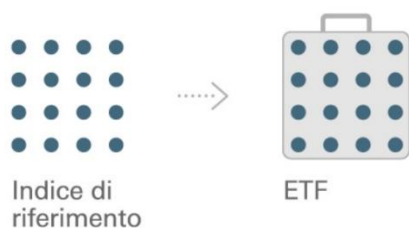
¹⁰ <https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/emea/it/it/literature/brochure/etf-foundations-brochure-it.PDF>, 8-9

¹¹ Riferimenti sottoparagrafo 1.1.2

¹² Cfr: <https://www.it.vanguard/professional/approfondimenti/etfs/gestione>, <https://www.borsaitaliana.it/etf/formazione/modalitadireplicaetf/modalitadireplicaetf.htm>, <https://www.borsaitaliana.it/etf/formazione/modalitadireplicaetf/replicafisica/replicafisica.htm>, <https://www.borsaitaliana.it/etf/formazione/modalitadireplicaetf/replicasintetica/replicasintetica.htm>

Se la replica è completa, i titoli una volta acquistati dal gestore e depositati presso una banca indipendente sono esenti da rischio di controparte e lo stesso gestore dell'ETF provvederà a mantenere le medesime proporzioni di peso tra l'ETF e l'indice. I ribilanciamenti avvengono solo nei casi di uscita o entrata dall'indice di nuovi titoli, in caso di dividendi o altri proventi.

Figura 1.2 ETF con replica fisica completa

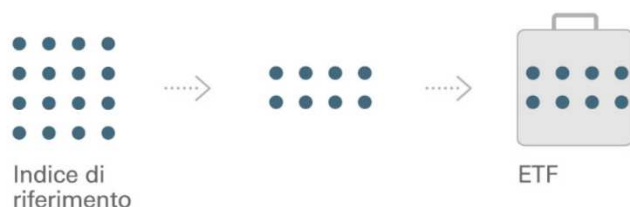


Fonte: <https://www.it.vanguard/professional/approfondimenti/etfs/gestione>

Il metodo risulta il più comune e il più semplice per indici dove al loro interno i titoli sono liquidi e in numero non elevato tra cui, gli indici di Titoli di Stato, *FTSEMib*, *Eurostoxx 50* e lo *S&P 500*.

Mentre, se non completa ma, a campionamento, l'acquisto avviene per un campione di titoli, che secondo il gestore determina in modo maggiore rispetto agli altri il rendimento dell'indice.

Figura 1.3 ETF con replica fisica a campionamento



Fonte: <https://www.it.vanguard/professional/approfondimenti/etfs/gestione>

Il portafoglio rimane comunque simile all'indice ma, si riducono i costi di transazione¹³.

Una tecnica più sofisticata sempre a replica fisica è quella basata su modelli multifattoriali, dove, si effettuano operazioni di prestito titoli che consentono ricavi maggiori ma, anche una esposizione al rischio di controparte. Un esempio è il metodo dell'ottimizzazione che si basa su scelte multifattoriali quantitative per replicare il *benchmark* di riferimento. Questa tecnica utilizza i dati storici ricavati da un modello computerizzato per decretare la composizione ottimale del portafoglio, utilizzato per indici con un numero elevato di titoli.

Figura 1.4 ETF con replica fisica a ottimizzazione



Fonte: <https://www.it.vanguard/professional/approfondimenti/etfs/gestione>

Dall'altra parte in caso di replica sintetica ci sono ulteriori due modalità, la prima è la modalità *unfunded swap-based*.

In questo caso si replica l'indice attraverso una strategia di investimento più rischiosa ma, che ottimizza i costi. Tale strategia, sfrutta il denaro dell'acquisto delle sottoscrizioni per il paniere di titoli, che può essere acquistato dal gestore o da una controparte *swap* oppure, direttamente sul mercato (la controparte solitamente è bancaria e può essere più di una).

¹³“I costi di transazione comprendono commissioni e spread bid/ask”, Morningstar

In questo modo nello *swap* valorizzato giornalmente vengono scambiati i rendimenti del paniere con i rendimenti del benchmark, resta noto che il paniere sostitutivo deve rispettare le regole della direttiva UCITS¹⁴. Questa replica è utilizzata per indici con numero elevato di titoli o in caso di scarsa liquidità. A ciò si aggiunge il rischio di inadempienza della controparte del contratto swap, infatti, la normativa UCITS stabilisce dei freni.

Nella seconda modalità: la replica sintetica *funded swap-based*, basata ugualmente su un contratto *swap* con una controparte scelta dal gestore. Ad essa viene trasferito il denaro delle sottoscrizioni in cambio della performance del *benchmark*, tutto al netto dei costi previsti. Il collaterale deve rispettare in questo caso i criteri previsti dalle linee guida CESR¹⁵. Questa modalità viene utilizzata negli stessi casi dell'*unfounded*.

1.1.3 *ETF in Borsa Italiana e caratteristiche*

Nel contesto italiano, gli ETF vengono negoziati nel mercato regolamentato telematico Borsa Italiana denominato *ETFplus*, in cui, oltre ai classici ETF indice vengono scambiati anche strumenti assimilabili per finalità di utilizzo e logiche di investimento. In generale, questi tipi di strumenti finanziari vengono denominati *Exchange Traded Product* (“ETP”).

¹⁴ “*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*, si riferisce alla direttiva dell’Unione europea n. 85/611/CEE che stabilisce i termini per il collocamento nei Paesi membri di fondi con domicilio in uno di questi. La normativa UCITS ha l’obiettivo di semplificare e rendere più trasparenti le regole per la vendita di fondi all’interno dell’Ue.”, Glossario, Morningstar.

¹⁵ The Committee of European Securities Regulators

Essendo un OICR è prevista la separazione patrimoniale, infatti le quote vengono depositate in una banca depositaria che si occupa della vigilanza e della custodia.

I segmenti di mercato nello specifico per l'*ETFplus* sono quattro¹⁶.

In primis, la sezione "*ETF*" dove vengono negoziati i fondi o SICAV¹⁷ e sono dei veri e propri "cloni" rispetto all'indice scelto dal gestore. A loro volta si divide in due classi quella azionaria e quella obbligazionaria.

In secundis, il segmento "*ETF strutturati*", in cui vengono scambiati ETF senza leva (dove la performance è circa quella del sottostante) e ETF con leva (in base al sottostante moltiplica quello che è il rendimento)¹⁸. Questi strumenti sono particolari e complesse strategie di investimento utilizzate a fini protezionistici o per ottenimento di un *capital gain* maggiore su un mercato.

In terzis, gli "*ETF a gestione attiva*" le quali classi sono tre ovvero: obbligazionaria, azionaria e strutturata¹⁹.

Infine, il segmento degli "*ETC²⁰/ETN²¹*", dove entrambi si caratterizzano per non avere una scadenza e per una replica passiva perfetta rispetto l'ETF. In

¹⁶ <https://www.borsaitaliana.it/etc-etn/formazione/etfplussegmentazioneemicrostruttura/etfplussegmentazioneemicrostruttura.htm>, ETFplus: Segmentazione e microstruttura

¹⁷ Società di Investimento a Capitale Variabile

¹⁸ La leva finanziaria o "leverage" permette a "un soggetto di acquistare o vendere attività finanziarie per un ammontare superiore al capitale posseduto e di beneficiare di un rendimento potenziale maggiore rispetto a quello derivante da un investimento diretto nel sottostante o di esporsi al rischio di perdite molto significative.", Consob, <https://www.consob.it/web/investor-education/la-leva-finanziaria>

¹⁹ Riferimento paragrafo 1.2

²⁰ "*Exchange Traded Commodities (ETC): Strumenti finanziari che replicano passivamente la performance di materie prime o di indici di materie prime.*", Borsa Italiana, <https://www.borsaitaliana.it/etc-etn/formazione/etfplussegmentazioneemicrostruttura/etfplussegmentazioneemicrostruttura.htm>

²¹ "*Exchange Traded Notes (ETN): Strumenti finanziari derivati cartolarizzati, emessi da banche a fronte dell'investimento diretto dall'emittente nel sottostante, oppure in contratti*

aggiunta, gli ETC possiedono come sottostante solo materie prime o un paniere di *commodities*, per esempio, l'oro o il diamante utilizzati per replicare strategie sia rialziste sia ribassiste e come copertura dal rischio di cambio, mentre, gli ETN hanno una maggiore scelta in sottostanti rispetto ai classici "cloni" e il rendimento è legato all'andamento del sottostante e al merito di credito dell'emittente. Una particolarità, di questi strumenti che non sono OICR ma, sono strumenti di debito in cui, non è quindi prevista la separazione del patrimonio, così aggiungendo, agli altri rischi, un rischio di insolvenza in caso di default.

Nel caso italiano, lo spread (ovvero la differenza tra il prezzo lettera *ask* e il prezzo denaro *bid*) e le quantità sono definiti da Borsa Italiana; invece, un sistema di arbitraggio come descritto precedentemente garantisce che, il valore pagato per l'ETF è in linea con il *Net Asset Value*.

Per quanto riguarda le caratteristiche degli ETF esse sono numerose, anzitutto un investitore può scegliere se preferire un prodotto con distribuzione dei proventi (i quali vengono distribuiti periodicamente) o con accumulazione dei proventi (i quali vengono reinvestiti nel fondo), in cui si ricava il massimo dall'effetto prodotto dell'interesse composto, non in tutti i Paesi è permesso, nel caso USA per esempio, la scelta ricade obbligatoria sulla prima.

Un' ulteriore possibile distinzione, è tra la gestione attiva, in cui le performance puntano ad essere migliori del proprio benchmark e la gestione passiva o indicizzata (la più utilizzata) in cui, non ci sono scelte di *asset allocation* quindi,

derivati sul medesimo sottostante". Bellelli, G., Investire con gli ETF e ETC, Hoepli, seconda edizione, 63-74 (2024)

l'ETF possiede le stesse attività o una parte rappresentativa dell'indice di riferimento e le performance e i rischi sono in linea con il benchmark.

Tutte le caratteristiche dello specifico ETF come i dati identificativi, il fine e la politica di investimento, i rischi, i costi, le performance storiche e altre informazioni pratiche si trovano nel KIID, un documento che sintetizza tutte le informazioni chiave per l'investitore, obbligatorio dal 2018 in Unione Europea²².

1.1.4 Le tipologie

Le diverse tipologie di ETF seguono l'obiettivo dell'investitore, il rischio che si vuole assumere, l'*asset class* ed i costi che si vogliono sostenere. Alcuni strumenti sono più complessi di altri per la loro costruzione o semplicemente per i titoli facenti parte del fondo²³.

Tra i più conosciuti, ci sono gli ETF obbligazionari e azionari: i primi possono includere i Titoli di Stato e le obbligazioni societarie di diversi Paesi utilizzati solitamente per investire con un rischio medio-basso. Essi, permettono una diversificazione geografica, di valuta e di *duration*. In aggiunta, si può investire in titoli societari con *rating investment grade* e/o *speculative grade*. Altre sottocategorie, possono essere ETF *inflation linked* che investono in obbligazioni indicizzate all'inflazione e ETF ESG che combaciano etica, finanza

²² Bellelli, G., Investire con gli ETF e ETC, Hoepli, seconda edizione, 76 (2024)

²³ Cfr.: Bellelli, G., Investire con gli ETF e ETC, Hoepli, seconda edizione, 31-55 (2024), Petrova, E., A brief overview of the types of etfs, National Military University (2016), <https://www.it.vanguard/professional/approfondimenti/etfs/gestione>

e rispetto per l'ambiente come i *green bond* (non sono gli unici strumenti obbligazionari presenti che tengono in considerazione l'aspetto).

Gli ETF obbligazionari sono tra i più considerati in Italia, data la grande fetta della popolazione avversa al rischio. Negli ultimi anni sono cresciuti anche gli ETF a scadenza fissa²⁴, utili agli investitori istituzionali per gestire la liquidità e agli investitori *retail* per diversificare il portafoglio mantenendo un costo basso, mitigando la volatilità, creati per essere tenuti fino alla scadenza ma, ugualmente scambiabili anche prima (creati principalmente per investitori retail).

Un esempio di ETF obbligazionario è l'ETF sulle obbligazioni convertibili Europa "*iBoxx® Contingent Convertible Liquid Developed Europe AT1*".

Per i secondi, si tratta di azioni su diverse tipologie di società che possono essere distinte a livello geografico, per settore, per tema o più diversificate.

Quando viene preso in considerazione il contesto geografico, è da intendersi sia in un'area, come può essere quella europea o cinese, sia a livello globale dove sono compresi paesi sviluppati, emergenti e di frontiera, ponderati singolarmente o nell'insieme (le scelte oggi sono ampie). Ulteriormente si può distinguere anche per la dimensione delle società *large cap*, *small cap* e *mid cap*. Da non tralasciare i rischi di cambio nel momento in cui si investe in moneta locale dei Paesi emergenti.

Un esempio è "*iShares Core MSCI World UCITS ETF USD*" un ETF che investe in paesi sviluppati.

Un altro genere che comprende anche il precedente sono gli ETF di settore/industria che investono solo in un tipo dei due, da alcuni ritenuti più

²⁴ Mosca D., Dietro il successo degli ETF a scadenza fissa, FocusRisparmio, 38 (settembre-ottobre 2024)

rischiosi data la concentrazione dei titoli e in parte una nicchia del mercato degli ETF. Essi vengono negoziati da chi conosce il settore, in caso di *trend* per ottenere performance migliori o in base al ciclo economico, se di espansione o di contrazione. Alcuni settori possono essere quelli finanziari, delle telecomunicazioni, dell'edilizia o farmaceutici insieme a molti altri.

Nel caso dei tematici, si investe per uno specifico contesto di investimento come quello sostenibile o nel caso di megatrend, tra cui robotica, automazione o AI. Un ETF da considerare può essere “*iShares Blockchain Technology UCITS ETF*” che investe sul settore tecnologico, che sta prendendo sempre più spazio tra gli ETF più scambiati.

In queste ultime due distinzioni la concentrazione del portafoglio è superiore, perciò, vengono considerate in una strategia più ampia di diversificazione dinamica e attiva.

Di tipologia diversa sono gli ETC sulle materie prime dove si investe in beni rifugio per diversificare il portafoglio e tutelarsi in caso di aggiustamenti della borsa, tramite attivi fisici o *futures*. Gli investimenti possono essere nel classico oro o in prodotti agricoli, metalli preziosi ed energia, tra cui l'ETC “*Invesco Physical Gold A*”.

Le ultime tre tipologie di ETF comprendono quelle a rischio alto utilizzate dai più esperti, solitamente per diversificare il portafoglio o per tutelarsi dai vari rischi economici, politici o inflazionistici.

Nello specifico gli ETF valutari in cui si investe su una coppia di valute, utilizzati a fini speculativi o come copertura per inflazione. Un lato negativo di questi è dato dal rischio di cambio.

Gli ETF inversi in cui il fondo investe su azioni vendute allo scoperto, utilizzando, come tramite per il guadagno i derivati.

Per ultimi, gli ETF a leva che, utilizzano contratti *future o option* per ottenere dei multipli sul rendimento dell'investimento tramite tecniche di ingegneria finanziaria. Sia questo tipo, sia il precedente sono ETF sintetici non adatti a strategie di lungo periodo, infatti, vengono negoziati solo *intraday*.

1.1.5 *Aspetti normativi e fiscali*

In questo sottoparagrafo vengono riassunti gli aspetti generali sulla normativa tenendo maggiormente conto dell'aspetto fiscale, quest'ultimo ovviamente incide soprattutto nel momento della vendita dello strumento finanziario, in cui si generano plusvalenze o minusvalenze.

Una prima distinzione, a livello sia normativo sia fiscale avviene per gli ETF a regime armonizzato e non armonizzato.

Per i "cloni" a regime armonizzato si intende l'adesione alla direttiva europea (2014/91/UE) UCITS che permette la circolazione dei fondi e "*prevede un elenco minimo armonizzato di sanzioni e misure amministrative applicabili*" basate "*sull'efficienza della vigilanza finanziaria, sulla concorrenza, la stabilità e l'integrità dei mercati finanziari e la tutela dei consumatori*"²⁵.

In questo caso sono obbligatori²⁶, oltre alla separazione del patrimonio della SGR e dell'ETF così da non incorrere in conseguenze negative in caso di default della società, anche limiti rispetto l'utilizzo dei derivati e della leva finanziaria e un ulteriore dovere di costituzione di collaterali a garanzia per i casi in cui

²⁵ https://www.governo.it/sites/governo.it/files/relazione_illustrativa_3.pdf

²⁶ Bellelli, G., *Investire con gli ETF e ETC*, Hoepli, seconda edizione, 53-55, 75-88 (2024)

emerge il rischio di controparte. Nel regolamento è previsto un vincolo di diversificazione minima dei panieri sottostanti sempre per tutela dell'investitore. Sono ulteriormente obbligatorie una serie di informazioni riassumibili in tre documenti chiave che sono:

- il prospetto informativo, previsto a livello legale per tutte le operazioni di sollecitamento al pubblico risparmio, redatto dall'emittente contenente le caratteristiche, i rischi e altre informazioni utili ma, di facile comprensione per l'investitore;
- il KIID, documento trattato in precedenza²⁷;
- la scheda sintetica o *factsheet* che sintetizza le stesse informazioni in un'ottica di marketing, quindi, più intuitiva rispetto le precedenti.

Essi sono soggetti, comunque, a tutte le relazioni periodiche previste e al documento di quotazione per l'ammissione in borsa valori.

Nell'altro caso, secondo il regime non armonizzato i fondi non seguono le regole sopra descritte, ciò avviene per OICR *extra-UE*, ad esempio nei mercati USA.

Quando si tratta dell'aspetto fiscale c'è un'ulteriore diversità di regime da considerare: il regime di risparmio amministrato e il regime dichiarativo. Per il primo, la somma viene direttamente trattenuta a titolo di imposta dalla banca o dall'istituto di credito mentre, per il secondo, provvederà l'investitore a compilare la dichiarazione delle plusvalenze e minusvalenze autonomamente e a versare le imposte in sede di denuncia redditi, è obbligatorio il secondo regime per i fondi non armonizzati.

²⁷ Riferimento sottoparagrafo 1.1.3

In ogni caso, per le plusvalenze da Titoli di Stato europei; quindi, rientranti nel regime armonizzato, la tassazione è fissa al 12.50%²⁸.

Negli altri casi, per il regime che segue le regole UCITS la tassazione è del 26%²⁹, ed è considerato a tutti gli effetti reddito da capitale.

Se non rientrante nel regime sono soggetti a tassazione ordinaria IRPEF, quindi l'imposta sarà con un margine dal 23% al 43%³⁰ in base agli scaglioni.

Per quanto riguarda le minusvalenze, vengono considerate redditi diversi e non possono andare a detrazione delle plusvalenze, mentre, per gli ETC sempre considerati redditi diversi ma a titolo di debito la detrazione è possibile.

In aggiunta, gli interessi e i dividendi maturati, se si sceglie un ETF a distribuzione dei proventi, verranno tassati al momento della distribuzione.

1.2 ETF a gestione attiva

Questo argomento risulta di particolare rilevanza, soprattutto in questo ultimo periodo per via delle caratteristiche “ibride” dello strumento. Infatti, facente parte degli ETF aperti, esso raccoglie sia le caratteristiche degli ETF passivi sia le opportunità che si possono ottenere investendo in un fondo di investimento a gestione attiva.

²⁸ Lavecchia F., 22 febbraio 2024, Guida alla tassazione degli ETF, Morningstar

²⁹ Ibidem

³⁰ <https://www.agenziaentrate.gov.it/portale/imposta-sul-reddito-delle-persone-fisiche-irpef/aliquote-e-calcolo-dell-irpef>

La necessità, secondo un *manager* di un operatore di mercato, era quella di “costruire portafogli efficienti sia in termini di costi che di *alpha*, affiancando il *beta* degli ETF indice”³¹.

In aggiunta “le esposizioni tramite indici non sono sempre rappresentative di tutte le opportunità che un mercato di riferimento offre”³².

Per *alpha*³³ o “*sovraperformance*” si intende, la misura della variazione della *performance* rispetto al valore atteso in base al rischio assunto che, invece, viene rappresentato da *beta*. Se la differenza tra i rendimenti dell’ETF e dell’indice è positiva, si tratta di *sovraperformance* e rappresenta la capacità del gestore di creare valore aggiunto, mentre, per i classici ETF il valore è pari a zero visto che l’obiettivo è replicare un indice e non performare meglio. Questo valore è collegato con il *beta*³⁴, con cui si misura la volatilità di un investimento in base all’indice scelto. In questo caso, se il coefficiente è compreso tra i numeri 0 e 1, il titolo è detto difensivo e l’obiettivo è diminuire i movimenti di mercato, se al contrario, è maggiore di 1 si tratta di un titolo aggressivo che tenderà ad amplificare le oscillazioni.

Questa nuova visione secondo le fonti è dovuta ai cambiamenti dell’industria e alle abitudini dei consumatori che richiedono flessibilità e granularità del

³¹ Luca Giorgi di BlackRock, Di Palma S., L’ascesa degli ETF attivi, FocusRisparmio (settembre-ottobre 2024)

³² Demis Todeschini head of ETFs sales Italy di Axa IM, Di Palma S., L’ascesa degli ETF attivi, FocusRisparmio (settembre-ottobre 2024)

³³ Caprotti M., Cos’è l’*alpha*. E ne ho bisogno?, Morningstar (31/03/2022)

³⁴ “*Espresso* tramite la formula matematica $\beta = \sigma_i \cdot \rho_{im} / \sigma_m$ dove σ_i è lo scarto quadratico medio dei rendimenti dell’asset *i*-esimo, ρ_{im} è il coefficiente di correlazione tra i rendimenti dell’asset *i*-esimo e quelli del mercato e σ_m lo scarto quadratico medio dei rendimenti del portafoglio di mercato.” <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/etf-251.htm>

portafoglio, proprio per questo gli ETF attivi stanno crescendo velocemente in questi ultimi anni.

Tramite questo strumento quindi, il gestore attua scelte di *asset allocation*, con approccio *bottom-up*³⁵, simili al caso dei fondi a gestione attiva per *sovraperformare* un indice di riferimento o ridurre i rischi, utilizzandolo così per obiettivi specifici. Nello stesso tempo, devono operare non alterando la negoziabilità o il processo di *creation/redemption*, mantenendo una tracciabilità senza compromettere la strategia di gestione.

Questo tipo di ETF gestiti dagli stessi emittenti richiedono un *team* esperto di analisti per valutare la costruzione del portafoglio e le modifiche da attuare durante la gestione in base all'andamento dell'indice o del mercato (possono avvalersi di algoritmi basati sull'intelligenza artificiale e *big data*). In seguito alla scelta dell'indice di riferimento e alla selezione dei titoli, interviene il meccanismo di "*creation and redemption*" ma, a differenza dei "cloni" gli AP scambieranno i titoli sottostanti in base alle proporzioni e alle scelte della ricerca e quindi, della strategia, in modo dinamico, modificando frequentemente il portafoglio in base alle necessità. La creazione viene effettuata con un *team* specializzato nella gestione attiva e affiancato da specialisti di ETF indice, per ponderare il rischio e diversificare il paniere di titoli. Possono essere presi in considerazione tutti i titoli dell'indice con ponderazioni diverse, oppure una parte dei titoli con particolari caratteristiche ma, è anche possibile aggiungere o togliere titoli dell'indice di riferimento. Il funzionamento del sistema di

³⁵ Riferimento sottoparagrafo 4.1.1

arbitraggio è analogo all'ETF tradizionale con unica differenza che, gli AP fanno affidamento alle informazioni di portafoglio del gestore.³⁶

Figura 1.5 Evoluzione ricerca nelle case di gestione



Fonte: <https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/emea/it/it/literature/brochure/etf-foundations-brochure-it.PDF>

Ci sono attualmente diverse tipologie³⁷ di ETF che possono attuare scelte attive, ossia, gli ETF indicizzati alternativi, gli ETF fattoriali e gli ETF a gestione attiva. I primi due sono considerati ETF passivi ma, si collocano a metà tra la gestione attiva e passiva.

Per ETF indicizzati alternativi, noti come *smart beta* o “*strategic beta*”, si intendono strumenti che tramite fattori (caratteristiche delle società) cercano di performare meglio del *benchmark* o di diminuire la volatilità a parità di rendimento dell'indice.

Gli ETF fattoriali, sono degli indicizzati che non replicano il *benchmark* ma si basano su un fattore, creando così degli indici *ad hoc* in base alle strategie,

³⁶ <https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/emea/it/it/literature/brochure/etf-foundations-brochure-it.PDF>

³⁷ <https://www.it.vanguard/professional/approfondimenti/etfs/gestione>

rendendoli più flessibili rispetto ai classici “cloni”. I costi di entrambi sono più alti rispetto ai replicanti.

Gli AMETF, invece, attuano scelte di *market timing* e *stock picking*, si basano su modelli matematici e statistici per la scelta dei titoli da inserire nel fondo tramite fattori o altre strategie, hanno una somiglianza ai fondi comuni di investimento attivo ma, le quote, come gli ETF tradizionali, vengono scambiate sul mercato come delle azioni e le scelte sono vincolate ai costi che devono mantenersi bassi. Con tali strumenti si investe non solo nel prodotto anche nelle capacità del gestore, che si esplicano con il tempo, per questo sono adatti a investimenti con orizzonte di medio-lungo termine.

Le commissioni sono più alte rispetto ad altri indicizzati tradizionali e alternativi ma, inferiori rispetto ai fondi d’investimento a gestione attiva.

1.2.1 *Le strategie di investimento*

Gli ETF attivi, dopo la scelta del benchmark di riferimento, possono basarsi su diverse strategie in base alle specifiche prospettive e le scelte dei gestori dei fondi (elemento centrale del prodotto), una gran parte di questi si basano su approcci quantitativi e multistadio basati su fattori, ovvero, su una o più caratteristiche particolari di un titolo per scremare la scelta, così da ottenere delle *sovrapperformance*. Altre analisi per la selezione possono essere la fondamentale, la quantitativa e la matematica sfruttate (in modo singolo o meno) insieme al *market timing*³⁸(*che richiede un’analisi più tecnica*). La selezione può avvenire

³⁸ Riferimenti sottoparagrafo: 4.1.3

in base a performance aziendali, *trend* di mercato, valutazioni in base a *skill* personali o fattori macroeconomici.

Solitamente gli ETF indicizzati tradizionali usano come fattore la capitalizzazione di mercato³⁹ ma, questa non permette di individuare altri aspetti dei titoli che invece possono migliorare le *performance* dell'ETF.

La casa di gestione BlackRock ha individuato cinque fattori che si sono mantenuti nel tempo e hanno più degli altri creato extra-rendimenti negli anni, ovvero: *value*, *momentum*, *quality*, *size*, *minimum volatility*⁴⁰.

Il primo fattore ossia il *value*, seleziona i titoli in base all'analisi fondamentale per cercare quelli sottovalutati, quindi, ad un costo inferiore rispetto alle società concorrenti. I parametri utilizzati per individuare queste società sono ad esempio il *Price to Book* (P/B), il *Forward Price to Earnings* (P/E) e l'*Enterprise Value to Cash Flow from Operations* (EV/CFO). Seguono quindi, una logica economica basata su una motivazione storica ma, con aspettative di continuità future. Il rendimento maggiore è dato dalla ricompensa per aver "scommesso" sulla crescita di queste società con rischio maggiore.

Per il secondo fattore, il *momentum* la scelta dei titoli dipende dalle tendenze del periodo, vengono scelti titoli che performano ed eliminati i titoli sottoperformanti. Per la scelta della società vengono valutati i risultati dei dodici mesi precedenti e "catturati" i titoli con forti rialzi anche se di prezzo maggiore. Essi possono avere perdite cicliche nel breve termine, dati i rischi che assumono ma, nel lungo termine tendono a ricompensare l'investitore. La capacità di questo fattore è proprio quella di cogliere le nuove informazioni sul mercato.

³⁹ "attribuire un peso maggiore ai titoli a maggiore capitalizzazione" Bellelli, G., Investire con gli ETF e ETC, Hoepli, seconda edizione, 45 (2024)

⁴⁰ <https://www.blackrock.com/au/solutions/ishares/factor-etfs#types-of-factor-investing>

Un carattere al quanto diverso è il *quality* dove, vengono premiate le società con dati finanziari solidi a parità di costo. Gli utili di questi titoli sono robusti e i bilanci sono stabili nel periodo. In questo caso i parametri utilizzati sono: la redditività (ROE), la stabilità degli utili e la bassa leva finanziaria (D/E), per identificare le aziende con utili forti e bilanci stabili.

L'ultimo fattore, il *minimum volatility* è utilizzato per ridurre il rischio di mercato tramite, la selezione di titoli azionari meno volatili rispetto al mercato generale. Può essere sfruttato come cuscinetto nei momenti di forte oscillazione dei mercati.

La ricerca continua di alti rendimenti o *payout* può non far prendere in considerazione questa strategia che, invece, secondo i dati è stata performante proprio perché questo tipo di società spesso sono sottopesate.

Altri fattori sempre utilizzati dalle case di gestione possono essere *l'equal weight*, il *dividend weighted* e il *growth*.⁴¹

Nell' *equal weight* i titoli che compongono l'indice hanno lo stesso peso percentuale nell'ETF, ogni componente è quindi equi pesata ma, questo non garantisce una buona performance. Mentre, nel caso del *dividend weighted*, ovviamente, si privilegiano quelli che sono i dividendi più alti e per fare ciò si tiene conto dell'indicatore *dividend yield* per contro, questa tipologia si basa solo sulle *performance* passate delle società e non sulle *performance* future, anche se, è un fattore molto apprezzato dagli investitori.

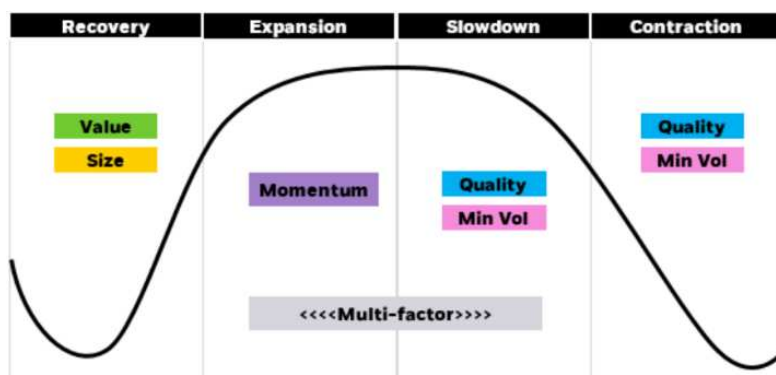
Infine, il *growth* in cui si privilegiano le società con elevati tassi di crescita, come possono essere *Apple* o *Nvidia*, ed è un fattore sfruttato per investimenti di medio-lungo periodo.

⁴¹ Bellelli, G., Investire con gli ETF e ETC, Hoepli, seconda edizione, 45-51 (2024)

Queste strategie possono essere combinate in base alle scelte fatte dal gestore e agli obiettivi imposti, definendo questi tipi di AMETF “multifattoriali”.

L’investimento multifattoriale seleziona le azioni in base a caratteristiche chiave costruendo un portafoglio ottimizzato e diversificato. Esso viene spesso utilizzato per investimenti di lungo termine perché, ogni fattore performa meglio in un dato ciclo economico mentre, il multifattoriale può livellare i rialzi e i ribassi nei cicli economici.

Figura 1.6 Strategie multifattoriali in base a ciclo economico



Fonte: <https://www.blackrock.com/au/solutions/ishares/what-is-multifactor-investing>

Nel 2020, in aggiunta, in Italia sono arrivati gli ETF *multiasset* che, combinano azioni e obbligazioni, tramite investimento in altri ETF diversificando, sia il settore sia la zona geografica e permettono la formazione di un portafoglio bilanciato a basso costo e liquido (es. Lifestrategy di Vanguard).⁴²

Le case di gestione che già hanno tra la gamma di prodotti AMMF sfruttano il *know-how* dei gestori per gli AMETF.

⁴² Bellelli, G., *Investire con gli ETF e ETC*, Hoepli, seconda edizione, 51 (2024)

In aggiunta, questo tipo di prodotti possono sfruttare i derivati per ottenere delle performance anche in mercati laterali e negativi.

Ogni strategia implica dei rischi, che possono portare a un *capital gain* o a un *capital loss*, essendo strumenti più complessi richiedono anche da parte dell'investitore una maggiore conoscenza per la scelta. Indubbiamente una performance passata non è sinonimo di garanzia di performance futura.⁴³

1.2.2 I costi

Un aspetto di particolare importanza, sia riguardante la gestione attiva sia passiva sono i costi⁴⁴, riportati nel KIID con l'acronimo TER o OCF ossia *Total Expense Ratio o Ongoing Charge Figure* (altri usano la dicitura “costi correnti” o “commissioni totali annue”).

Il TER simile all'OCF è una stima dei costi annuali del prodotto, è un dato pubblico e trasparente, consultabile sul sito della Borsa Italiana o sul sito dell'emittente. Il valore medio si aggira tra lo 0.1%-0.4% per gli ETF indicizzati e fino allo 0.98% per gli ETF a gestione attiva contro l'1.5%-2% per i fondi comuni di investimento⁴⁵. La stima non è completa perché trascurava alcune spese che nello stesso modo possono impattare sulle performance dell'ETF. Infatti, è

⁴³ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/etf-251.htm> (2024)

⁴⁴ Cfr.: Baselli V., ETF quanto mi costi (davvero)?, Morningstar (23 febbraio 2024); Bellelli, G., Investire con gli ETF e ETC, Hoepli, seconda edizione, 45-51 (2024); <https://www.wisdomtree.eu/-/media/eu-media-files/uncategorized/etpedia/etpedia.pdf>; Baiden, J. E. Exchange Traded Funds-Advantages and Disadvantages. Central University College, Ghana, 3-33 (2011)

⁴⁵ Cfr.: Bellelli, G., Investire con gli ETF e ETC, Hoepli, seconda edizione, 45-51 (2024) e Baiden, J. E. Exchange Traded Funds-Advantages and Disadvantages. Central University College, Ghana, 3-33 (2011)

necessario non fermarsi alla prima informazione, ma avere un approccio olistico per valutare il costo dello strumento. Ogni investitore in base al proprio orizzonte temporale e la somma di denaro da investire valuterà l'ETF più conveniente.

I costi possono essere divisi tra interni, quindi collegati al prodotto, ed esterni, collegati invece alla negoziazione del prodotto⁴⁶.

I costi interni sono dati da tre fattori che sono:

- *ongoing charge figure* (OCF), una stima complessiva del costo annuale di gestione del prodotto espresso in percentuale. Questo costo include il *management expense ratio*, i costi amministrativi e la commissione per la licenza dell'indice⁴⁷;
- i costi di ribilanciamento sostenuti da un replicante fisico e i costi di transazione che dipendono dal *turnover* dei titoli dell'indice;
- lo *swap spread*, la commissione che spetta al *provider* se il metodo di replica è sintetica e include l'esposizione su swap, il costo del collaterale, il merito di credito e il proprio margine di profitto.

Al contrario, i costi esterni sono dati per primo dal costo definito occulto ovvero lo *spread bid/ask*⁴⁸ (prezzo denaro/lettera), la differenza tra il miglior prezzo di vendita e il miglior prezzo di acquisto presenti nel *book* di negoziazione offerti dai *market maker* (MM)⁴⁹. I prezzi sono quotati dai MM che sono in concorrenza tra di loro e cercano di offrire prezzi competitivi.

⁴⁶<https://www.wisdomtree.eu/-/media/eu-media-files/uncategorized/etpedia/etpedia.pdf> (2024)

⁴⁷ Per gli ETC a replica fisica sono inclusi anche i costi di stoccaggio

⁴⁸ Baselli V., ETF quanto mi costi (davvero)?, Morningstar (23 febbraio 2024)

⁴⁹ "I *market maker* sono aziende che forniscono liquidità al mercato quotando prezzi *bid/ask*. Il loro profitto deriva dall'acquistare un asset ad un prezzo inferiore rispetto a quello di vendita o, viceversa. Il MM detiene l'asset per il minor tempo possibile, idealmente acquistando e vendendo in simultanea.", <https://www.wisdomtree.eu/-/media/eu-media-files/uncategorized/etpedia/etpedia.pdf>

I costi che gli MM considerano sono la commissione di creazione/ riscatto⁵⁰, lo *spread* del *market maker*⁵¹ e lo *spread* sottostante⁵².

Figura 1.7 Formazione del prezzo dello spread bid/ask



Fonte: <https://www.wisdomtree.eu/-/media/eu-media-files/uncategorized/etpedia/etpedia.pdf>

Un altro costo occulto è lo *slippage* ovvero, la differenza tra il prezzo desiderato di vendita/acquisto e il prezzo effettivo dell'ordine (importante soprattutto nel breve periodo).⁵³

Questi ultimi tipi di costi vengono definiti da Morningstar costi di proprietà.⁵⁴ Altro costo considerato esterno, è la commissione d'intermediazione e la commissione di piattaforma, ossia, la spesa per l'investitore per effettuare operazioni di *trading*, ormai questi costi sono molto bassi quasi nulli (possono

⁵⁰“Le commissioni applicate dal provider di ETP per la creazione o il riscatto delle quote”, <https://www.wisdomtree.eu/-/media/eu-media-files/uncategorized/etpedia/etpedia.pdf>

⁵¹ “I market maker cercano di acquistare e vendere simultaneamente. Poiché ciò non sempre è possibile, il MM stabilirà una copertura contro la fluttuazione del prezzo di un attivo. Il costo di questa operazione è lo *spread* del market maker che ricade sull'investitore.”, <https://www.wisdomtree.eu/-/media/eu-media-files/uncategorized/etpedia/etpedia.pdf>

⁵² “Il costo di acquisto degli asset sottostanti, che hanno a loro volta *spread* bid/ask, necessari per creare ETP con copertura fisica. Questo costo è maggiore per gli asset illiquidi rispetto a quelli liquidi.”, <https://www.wisdomtree.eu/-/media/eu-media-files/uncategorized/etpedia/etpedia.pdf>

⁵³ Bellelli, G., Investire con gli ETF e ETC, Hoepli, seconda edizione, 45-51 (2024)

⁵⁴ Baselli V., ETF quanto mi costi (davvero)?, Morningstar (23 febbraio 2024)

essere anche previsti i costi di conto corrente e di conto deposito per le banche tradizionali).

L'ultimo costo esterno invece, è dato dalla fiscalità⁵⁵ che dipenderà dal tipo di prodotto, dal Paese e da ulteriori specifiche.

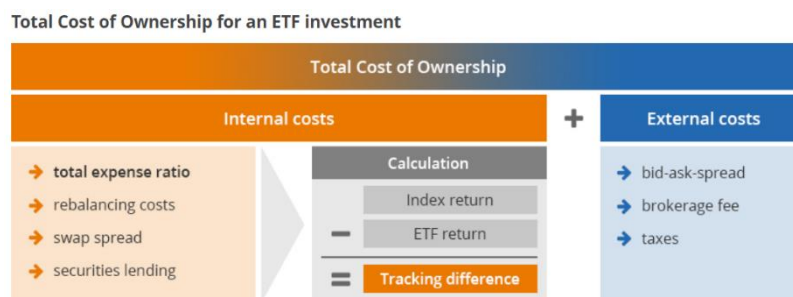
Figura 1.8 Costi totali di proprietà



Fonte: <https://www.wisdomtree.eu/-/media/eu-media-files/uncategorized/etpedia/etpedia.pdf>

La somma dei costi interni ed esterni viene definita *Total Cost of Ownership* (TCO)⁵⁶.

Figura 1.9 Costi totali per l'investitore



Fonte: <https://www.justetf.com/uk/news/etf/cost-of-etfs-total-expense-ratio-ter-vs-total-cost-of-ownership-tco.html>

⁵⁵ Riferimenti sottoparagrafo 1.1.5

⁵⁶ <https://www.justetf.com/uk/news/etf/cost-of-etfs-total-expense-ratio-ter-vs-total-cost-of-ownership-tco.html>

È importante la conoscenza di questi costi per prendere una decisione informata.

1.2.3 *Tracking error e Tracking difference*

Altrettanto importanti sono i “costi” legati allo scostamento dal benchmark, perché mentre, per gli ETF passivi lo scostamento è dato dal costo del prodotto, per gli attivi si aggiunge un ulteriore rischio proprio dato dalla flessibilità della gestione.⁵⁷

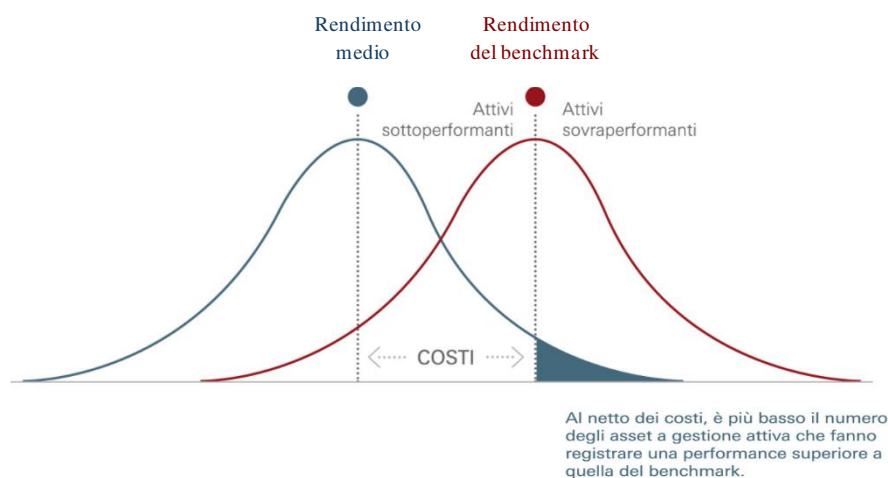
“La teoria dice che un mercato è costituito dalle partecipazioni complessive di tutti i suoi investitori.”⁵⁸

Se, come ipotizzato dalla casa di gestione Vanguard, ci si trova in un mercato con gioco a somma zero, una metà degli ETF attivi registrerà una sovraperformance e l'altra metà una sottoperformance ma, sottratti i costi, il margine di sovraperformance si riduce rendendo difficile l'obiettivo di “battere” il mercato.

⁵⁷ Baselli V., ETF quanto mi costi (davvero)?, Morningstar (23 febbraio 2024)

⁵⁸ <https://www.it.vanguard/professional/approfondimenti/etfs/gestione>

Figura 1.10 gaussiana del rendimento



Fonte: <https://www.it.vanguard/professional/approfondimenti/etfs/gestione>

Più i costi sono bassi più il vantaggio per l'investitore, soprattutto nel lungo periodo, è alto.

In base a questo, è importante andare a valutare altri due valori, ossia, la *tracking difference* e il *tracking error*.

La *tracking difference* è la differenza tra le voci delle performance dell'ETF e del *benchmark* in un arco temporale, viene considerata maggiormente per le strategie di lungo periodo e in quelle che hanno l'obiettivo di ottenere un rendimento. Il dato tende a variare nel tempo e quindi, è sensibile all'orizzonte temporale ma, è facilmente calcolabile. La differenza è negativa per la maggior parte degli ETF e positiva in caso di *sovraperformance*⁵⁹.

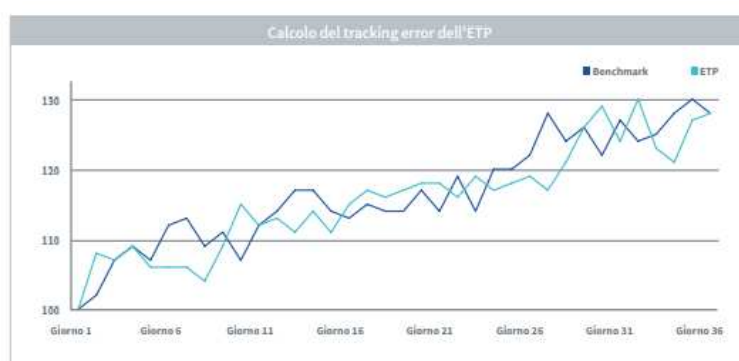
Il *tracking error*, misura la *standard deviation* della differenza tra le performance nel tempo⁶⁰, utile da tracciare per operazioni di breve periodo e per investimenti con scopo di copertura. Il calcolo è abbastanza complesso ed

⁵⁹ Cfr.: Baselli V., ETF quanto mi costi (davvero)?, Morningstar (23 febbraio 2024), <https://www.wisdomtree.eu/-/media/eu-media-files/uncategorized/etpedia/etpedia.pdf>

⁶⁰ Baselli V., ETF quanto mi costi (davvero)?, Morningstar (23 febbraio 2024)

esistono numerose metodologie in base ai *provider*, questo non permette un confronto equo. Per gli ETF passivi questo dato misura “l’accuratezza” della replica,⁶¹ perché l’obiettivo è minimizzare il differenziale di rendimento e per far ciò si avvalgono di un algoritmo. Il valore più elevato si registra negli ETF attivi azionari soprattutto tematici.

Figura 1.11 Esempio sullo scostamento tra ETF e benchmark con dati non reali



Fonte: <https://www.wisdomtree.eu/-/media/eu-media-files/uncategorized/etpedia/etpedia.pdf>

Oltre ai costi ci sono altre caratteristiche che vanno a incidere negativamente sulle performance. Un primo motivo dello scostamento può avvenire per gli ETF “cloni” se adottano la metodologia a campionamento poiché avendo meno titoli ci può essere una tracking difference maggiore⁶².

Altro possibile scostamento, è dovuto all’*index turnover* per fallimenti, fusioni, acquisizioni, scelte di allocazione che incidono sui cambiamenti di portafoglio.

⁶¹ Cfr.: Baselli V., ETF quanto mi costi (davvero)?, Morningstar (23 febbraio 2024), <https://www.wisdomtree.eu/-/media/eu-media-files/uncategorized/etpedia/etpedia.pdf>

⁶² Baselli V., ETF quanto mi costi (davvero)?, Morningstar (23 febbraio 2024)

Anche i dividendi possono creare scostamenti, questo perché, gli ETF che pagano dividendi, ovvero, quelli a distribuzione, mantengono i guadagni sotto forma di liquidità fino allo stacco, pratica definita *cash drag* o *dividend drag*. La liquidità, nel frattempo, può essere utilizzata per contratti *futures*, in questo caso però, sono utilizzati per minimizzare la *tracking difference*. Una differenza può esserci, anche nel caso in cui l'ETF sia ad accumulazione perché, il reinvestimento dei dividendi non è immediato, prima riceve il dividendo poi lo reinveste, nella fase di mezzo si crea un ulteriore scostamento. Una entrata invece, può conferire dal prestito titoli ovvero, una copertura parziale dei costi con il prestito dei titoli.

1.3 Opportunità e limiti degli ETF

Dalle informazioni raccolte si può evincere che ci sono diverse opportunità che si possono cogliere investendo in un ETF (sia indicizzato sia attivo), tra le quali la flessibilità di negoziazione, i costi bassi e la trasparenza operativa.⁶³

Innanzitutto, come trattato nei paragrafi precedenti, le commissioni basse rispetto ai fondi comuni di investimento offrono la possibilità di un rendimento maggiore,⁶⁴ infatti gli ETF hanno spese minori o assenti per *marketing*, distribuzione e contabilità e soprattutto non devono remunerare un intermediario.

⁶³ Cfr.: Ferri R.A., *The ETF book: all you need to know about exchange-traded funds*, Wiley, 59-80 (2009), <https://www.it.vanguard/professional/approfondimenti/etfs/gestione>, Baiden, J. E. *Exchange Traded Funds-Advantages and Disadvantages*. Central University College, Ghana, 3-33 (2011), <https://www.wisdomtree.eu/-/media/eu-media-files/uncategorized/etpedia/etpedia.pdf>

⁶⁴ <https://www.it.vanguard/professional/approfondimenti/etfs/gestione>

La modalità di creazione e rimborso e il sistema di arbitraggio permette di mantenere il prezzo di mercato in linea con il NAV e non creare speculazione sulla differenza, quindi, impedisce sconti, in aggiunta, il sistema stesso mantiene il livello di liquidità.

Un ulteriore vantaggio è dato dal *market timing*, la maggior parte delle transazioni avviene nel mercato secondario e questo permette una gestione più efficiente.⁶⁵

A differenza di altri prodotti gli ETF sono ampiamente diversificati, essi, infatti, permettono di investire principalmente in un portafoglio diversificato, con una quota minima.⁶⁶

Ulteriormente, è possibile l'acquisto a margine tramite *limit order* e la vendita allo scoperto.

Una caratteristica fondamentale è proprio la flessibilità, perché permettono una vasta scelta di indici, ciò li rende abbastanza personalizzati. Gli investitori possono comprare e vendere in un'unica transazione attività diversificate collegate a un mercato o una strategia basata su regole e consente esposizioni efficienti con ampia varietà di utilizzi. Le decisioni possono essere prese in modo tempestivo e diverso a seconda del soggetto modificando l'allocazione delle risorse in base alle necessità.

A seconda della tipologia di ETF ogni singolo investitore può decidere la propria strategia di liquidità, copertura (utili gli ETF inversi) o core-satellite⁶⁷, proprio

⁶⁵ Baiden, J. E. Exchange Traded Funds-Advantages and Disadvantages. Central University College, Ghana, 3-33 (2011)

⁶⁶ <https://www.it.vanguard/professional/approfondimenti/etfs/gestione>

⁶⁷ Baiden, J. E. Exchange Traded Funds-Advantages and Disadvantages. Central University College, Ghana, 3-33 (2011)

data la varietà geografica settoriale e tematica è facile trovare l'ETF per ogni tipo di esigenza specifica per l'investitore.⁶⁸ Permette di investire in materie prime senza acquistare la materia e immagazzinarla di persona. Inoltre, non sono previsti lotti minimi in nessun caso. Molti investitori hanno beneficiato sia della diversificazione sia dell'aumento di materie prime in questi anni.

I vantaggi precedenti assicurano performance competitive nel lungo termine.⁶⁹

Un aspetto positivo riguarda la trasparenza degli stessi perché è obbligatoria l'informazione della composizione e dei pesi del sottostante oltre al NAV e iNAV.⁷⁰ Gli investitori conoscono e monitorano giornalmente le esposizioni e il valore intraday è aggiornato come per gli altri titoli quotati.⁷¹

Per gli Stati Uniti il vantaggio è anche dal punto di vista fiscale perché gli ETF vengono tassati diversamente rispetto ai fondi comuni di investimento, ma questo non vale per il mercato europeo.⁷²

Alcuni utilizzi degli ETF possono esser simili a contratti futures data la possibilità di esposizione lunga o corta su indici di mercato, ma possono sfruttare i vantaggi precedenti oltre, alla caratteristica di non avere una scadenza, non

⁶⁸ Ferri R.A., The ETF book: all you need to know about exchange-traded funds, Wiley, 59-80 (2009)

⁶⁹ <https://www.it.vanguard/professional/approfondimenti/etfs/gestione>

⁷⁰ Riferimenti sottoparagrafo 1.3.1

⁷¹ Baiden, J. E. Exchange Traded Funds-Advantages and Disadvantages. Central University College, Ghana, 3-33 (2011)

⁷² Ferri R.A., The ETF book: all you need to know about exchange-traded funds, Wiley, 59-80 (2009)

richiedono un conto apposito come per i *future* e non tutti gli strumenti sfruttano la leva.⁷³

Gli AMETF godono di ulteriori opportunità e limiti proprio dati dall'efficienza e dalla flessibilità combinata alla competenza dei gestori professionali. Un primo aspetto a favore è proprio dato dalla sovraperformance grazie, ai costi contenuti e alle condizioni di mercato favorevole. Inoltre, a differenza dei fondi comuni di investimento attivi, l'ETF ha un costo minore e questo nel lungo termine permette un maggior rendimento ma, il costo è pur sempre maggiore rispetto ai classici indicizzati.⁷⁴ Essendo trasparenti all'investitore è possibile monitorare le strategie adottate dal gestore e individuare le società scelte e i pesi assegnati, anche se tuttora questo aspetto è molto dibattuto.

1.3.1 *I rischi*

Oltre a numerose opportunità questo tipo di prodotto finanziario presenta diversi limiti e rischi.

Un limite sicuramente è dato dal tracciamento del *benchmark* che a causa dei costi non è perfetto. In aggiunta, per molti ETF ancora esistono difficoltà di *track record*, in alcuni casi non ci sono abbastanza dati storici, soprattutto per gli attivi; perciò, non vengono presi in considerazione (gli ETF più scambiati hanno almeno un *track record* di cinque anni). Il dato storico è utile per un consulente

⁷³Baiden, J. E. Exchange Traded Funds-Advantages and Disadvantages. Central University College, Ghana, 3-33 (2011)

⁷⁴Ferri R.A., The ETF book: all you need to know about exchange-traded funds, Wiley, 59-80 (2009)

finanziario per valutare il gestore del fondo e analizzare i comportamenti in vari momenti del mercato prendendo in considerazione il rialzista e il ribassista. Gli ETF sono ancorati a una efficace gestione del meccanismo di arbitraggio, più complesso per la gestione attiva.⁷⁵

In aggiunta, gli ETF fisici abbassano i costi ma, non sono accurati tanto quanto gli ETF sintetici nella replica. Questi ultimi però, sono soggetti a rischio di controparte perché dipendono dagli *swap*, per ridurre l'eventualità sono collateralizzati. Mentre, gli ETN sono soggetti al rischio di credito.⁷⁶

La tassazione, anche se in alcuni contesti favorevole, riduce il rendimento e la differenza può diventare sostanziale per gli ETF passivi.

Uno dei rischi principali è proprio il rischio di mercato, in modo specifico sono soggetti a eventi economici e politici che influenzano la volatilità dell'indice sottostante.⁷⁷ Una situazione svantaggiosa analoga avviene per gli ETP a base ristretta ovvero per gli ETC e gli ETF tematici che essendo meno diversificati sono soggetti a più ampie fluttuazioni (gli investimenti in questi ETP avvengono per una percentuale ristretta di portafoglio proprio a causa di questo).

Altro rischio possibile, può esserci sui tassi di interesse nel momento in cui, avviene un aumento degli stessi da parte delle banche centrali.

In aggiunta, si deve tener conto oltre al rischio di perdita di capitale, per gli ETF internazionali, anche al rischio di cambio sfavorevole, soprattutto se si investe in una moneta più debole rispetto all'euro e al dollaro.

⁷⁵ Baiden, J. E. Exchange Traded Funds-Advantages and Disadvantages. Central University College, Ghana, 3-33 (2011)

⁷⁶ <https://www.wisdomtree.eu/-/media/eu-media-files/uncategorized/etpedia/etpedia.pdf0>

⁷⁷ Cfr.: Baiden, J. E. Exchange Traded Funds-Advantages and Disadvantages. Central University College, Ghana, 3-33 (2011) e <https://www.it.vanguard/professional/approfondimenti/etfs/gestione>

Per quanto riguarda strettamente gli ETF a gestione attiva, essi sono soggetti a maggiori incertezze date proprio dalle capacità del gestore di creare valore. Il track *record* spesso minore di cinque anni fa scaturire un problema di distribuzione perché, un consulente finanziario non è incentivato alla scelta⁷⁸. La diversificazione non assicura sulla performance per tutte le tipologie di ETF, le ricerche esaminate evidenziano una mancata *sovrapformance*, in molti casi, data anche dall'inefficienza dell'utilizzo della strategia di market timing⁷⁹. In particolare, i gestori non possono far leva sul *capacity risk* ovvero la possibilità di chiudere il fondo a nuovi investitori per avvantaggiare quelli esistenti, in caso di cadute di mercato.⁸⁰

Le società che gestiscono l'ETF devono giornalmente divulgare le informazioni riguardanti le aziende/istituzioni in cui investono, i concorrenti potrebbero trarre vantaggio da tali informazioni, essendo la strategia del gestore visibile, altri potrebbero utilizzarle a proprio vantaggio riducendo così il possibile rendimento. Gli investitori più informati potrebbero fare *free-rider* e quindi sfruttare le ricerche e le analisi della casa di gestione a proprio vantaggio senza costi. La SEC⁸¹ ha in parte ovviato al problema, modificando la normativa e creando ETF non trasparenti che divulgano le informazioni non giornalmente.

⁷⁸ <https://www.focusrisparmio.com/news/mercato-etf-attivi-gestione-passiva-germania-europa-scope-ratings>

⁷⁹ Cfr.: <https://www.it.vanguard/professional/approfondimenti/etfs/gestione>, Rompotis G. G., Active vs. Passive Management: New Evidence from Exchange Traded Funds, National and Kapodistrian University of Athens, (2009), Gray I, Trading down: the effects of active trading on one-month etf returns, SSRN (15 dicembre 2021)

⁸⁰ Baselli V., I pro e i contro degli ETF attivi, Morningstar (2 dicembre 2024)

⁸¹ *Securities and Exchange Commission* (ente federale statunitense)

Queste due problematiche rendono i gestori più riluttanti a cambiamenti di portafoglio, mantenendosi sempre in un *tracking difference* limitata non solo per regolamento⁸² ma, anche per evitare i problemi esposti.

Una ulteriore problematica riguarda la possibile creazione di elevati premi o sconti nei giorni di negoziazione in cui il mercato è più volatile, dato che gli AP non hanno lo stesso tipo di controllo dei “cloni”, proprio perché il sottostante è dinamico. Sono ulteriormente probabili le disparità di prezzo se ben prima della chiusura del mercato avviene l’ultima negoziazione. Un caso riportato è stato nel marzo del 2007 per gli ETF esposti nei mercati emergenti⁸³.

⁸² Limitare i costi di gestione e contenere i costi di turnover,
<https://www.focusrisparmio.com/news/mercato-etf-attivi-fondi-morningstar>

⁸³Ferri R.A., The ETF book: all you need to know about exchange-traded funds, Wiley, 59-80 (2009)

CAPITOLO 2 ETF E ETF A GESTIONE ATTIVA: EVOLUZIONE STORICA

2.1 Evoluzione storica degli ETF

Gli ETF sono strumenti che sono stati negoziati sul mercato per la prima volta nel 1993. Prima di questi si investiva solamente nei fondi comuni di investimento.

La creazione del primo fondo è attribuita a un mercante olandese nel 1774 a seguito di una crisi di liquidità ad Amsterdam. Tramite questa nuova idea piccoli investitori potevano mettere insieme il loro capitale per abbassare il rischio e aumentare la diversificazione. Il fondo con il nome "*Eendragt Maakt Magt*", ossia "L'unione fa la forza" con cento diverse attività in Europa, America Centrale e Sud America è durato 120 anni (sciolto nel 1893⁸⁴) il più longevo fin ora.

Solo circa nel 1924 anche le persone con capitali modesti poterono investire tramite i fondi che prima di allora erano considerati solo dai più abbienti.⁸⁵ Nello stesso anno nasce il *Massachusetts Investment Trust* (MIT) un fondo aperto che utilizzava la modalità di creazione e riscatto, si contraddistingue proprio perché il prezzo era proporzionale al NAV.

⁸⁴ Ferri R.A., *The ETF book: all you need to know about exchange-traded funds*, Wiley, 3-23(2009)

⁸⁵ <https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/emea/it/it/literature/brochure/etf-foundations-brochure-it.PDF>

Nel 1929, con la grande crisi, i fondi chiusi venivano negoziati a sconto con grandi perdite per gli investitori, mentre, i fondi aperti resistevano meglio e guadagnarono popolarità.

Negli anni successivi invece, i fondi d'investimento avevano perso l'*appeal* iniziale e nel 1970 con le ricerche di un economista⁸⁶ nei fondi comuni a gestione attiva si notò una loro sottoperformance negli anni (anche a causa degli alti costi).

Con il crollo della borsa nel 1987 (precisamente nel giorno del "*Black Monday*") molti investitori dovettero vendere azioni intraday e questo portò a una carenza di liquidità sui mercati e un crollo delle azioni, gli enti federali giunsero alla conclusione che uno strumento simile a un fondo comune d'investimento ma, quotato, avrebbe contenuto il crollo⁸⁷.

Già nel 1990 vennero in luce i primi fondi comuni di investimento simili a degli ETF, con la società di Los Angeles che ebbe l'idea di raggruppare le azioni in un paniere quotato in borsa e negoziarlo come singola quota ma, inizialmente non piacque agli investitori e durò solo due anni per via di alte soglie di investimento minimo.

Sviluppo simile avvenne in Canada, con il *Toronto 35 Index Participation Fund* (TIPs)⁸⁸ che, decise di replicare l'indice *Toronto Stock Exchange 35*, diventando il primo ETF.

Il concetto venne ripreso in USA nel 1992 quando la SEC con nuove norme ammise sul mercato il titolo "*SuperTrust*" simile a un ETF ma, con un

⁸⁶ *Burton Malkiel*

⁸⁷ <https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/emea/it/it/literature/brochure/etf-foundations-brochure-it.PDF>

⁸⁸ Nome attuale: *iShares S&P/TSX 60 Index ETF (XUI)*

investimento minimo necessario e senza vantaggi dal punto di vista fiscale. Nel gennaio del 1993 venne lanciato lo *SPDR Trust, Series 1* scambiato nell'*American Stock Exchange* e replicava l'indice *S&P 500*. Questo ETF era meglio conosciuto come *SPDRs S&P 500* ("spider"), gestito da *State Street Global Advisors* (SSGA) con valore di mercato vicino al NAV tramite il sistema di arbitraggio e unico nel suo genere. Nel primo anno il fondo raccolse 500 milioni di \$ in asset, diventando il più grande negoziato in borsa a livello globale (ad oggi è ancora l'ETF con il patrimonio più elevato).

Nel 1996 venne ammesso al mercato il *World Equity Benchmark Shares (WEBS)* sull'*AMEX*, il primo ETF a replica ottimizzata di *Barclays Global Investors*. Esso offriva esposizioni su mercati esteri e rispetto al precedente non era organizzato come *trust*.

Nell'anno successivo la SEC approva il *Diamonds (DIA)* gestito da SSGA indicizzato al *Dow Jones Industrial Average (DJIA)*, reso molto noto grazie ai media che riportavano giornalmente l'indice. Il suo valore si aggirava a circa 3 miliardi di \$ in asset e 2 milioni di azioni scambiate ogni giorno.

In questi anni i settori considerati furono: industria, finanziario, energia, materie prime, servizi di pubblica utilità, sanitari ed altri. Alla fine del 1997 con due ETF scambiati sul mercato il valore in asset si aggirava a 6,2 miliardi di \$.

2.1.1 Dallo scoppio della bolla speculativa degli anni 2000 fino alla crisi dei mutui Subprime

Nel 2000 ci fu lo scoppio della bolla tecnologica e a susseguirsi numerose critiche sui fondi comuni di investimento. Nell'anno precedente fu introdotto il

famoso *QQQQ*⁸⁹ che replicava *NASDAQ-100* e venne soprannominato “*cubes*”. Esso investiva in titoli tecnologici e di comunicazione e attrasse i primi investitori retail. Questo strumento risentì particolarmente della crisi scoppiata nell’anno.

Altro problema del periodo era collegato con i fondi comuni di investimento attivi che stavano sottoperformando, quindi, l’attenzione degli investitori si spostò sulla replica.⁹⁰

Nel mentre, in Europa arrivarono i primi due ETF azionari in Germania, Regno Unito, Svizzera e Svezia⁹¹. Precisamente il primo venne emesso da *Merrill Lynch International* l’11 aprile del 2000 sulla borsa *Xetra* in Germania e tracciava gli indici *Stoxx Europe 50* e *l'Euro Stoxx 50*⁹².

Nello stesso anno “*Barclays Global Investors*” guadagnava posizione sia sul mercato statunitense sia sull’europeo (dove gli ETF erano arrivati da poco). La società è stata venduta poi a BlackRock nel 2009.⁹³

La necessità di quegli anni era trasparenza, responsabilità e maggiore divulgazione, caratteristiche possedute da questi strumenti, anche se la preoccupazione dopo il crollo in borsa fece perdere quote di mercato.

Tuttavia, con l’evolversi della scena globale anche gli ETF continuarono la crescita sia in termini di prodotti sia in termini di società.

⁸⁹ Prima nominato *QQQ* dal 2007 rinominato *PowerShares QQQ* con simbolo *QQQQ*

⁹⁰ Davidson L., *Etf, una lezione di storia*, Morningstar (2012)

⁹¹ <https://extraetf.com/it/accademia/la-storia-degli-etf>

⁹² Oggi sono di proprietà di BlackRock

⁹³ <https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/emea/it/it/literature/brochure/etf-foundations-brochure-it.PDF>

Il *boom* dei prezzi delle materie prime portò alla crescita degli ETC soprattutto sul petrolio e sull'oro dove molti investitori trovarono fortuna.

Nel 2001 *Vanguard* introdusse sul mercato *Vanguard Index Participation Equity Receipts* (VIPER), collegando per la prima volta un ETF a un fondo comune.

Non fu l'unica novità dell'anno perché venne emesso anche *iShares Dow Jones Global Titans 50 UCITS ETF* di *Blackrock* ovvero un ETF globale, il primo nel suo genere⁹⁴.

Nel 2002 *PowerShares* introdusse metodi quantitativi (fattori) per analizzare e classificare i titoli con potenziale di sovraperformance tramite la metodologia "*Intellidex*". Fino al 2006 attirarono ben 1 miliardo di \$ in asset.

Nello stesso anno in Italia i primi tre ETF erano entrati a far parte dei titoli a disposizione degli investitori precisamente da settembre e da allora hanno conseguito un successo crescente⁹⁵, infatti, già nel 2003 il patrimonio era stimato a 1,4 miliardi di € con 54.219 contratti. In quest'ultimo anno venne ulteriormente lanciato il primo ETF sull'indice *FTSE MIB*⁹⁶.

Nel 2005 si introdusse il primo ETF valutario tra euro e dollaro il *FXE* e due anni dopo *Vanguard* lanciò gli ETF a reddito fisso.

L'evoluzione del settore andava di pari passo con le evoluzioni tecnologiche e sociali dei paesi avanzati, nemmeno attualmente i numeri sembrano scendere, forse proprio grazie alle qualità del prodotto⁹⁷.

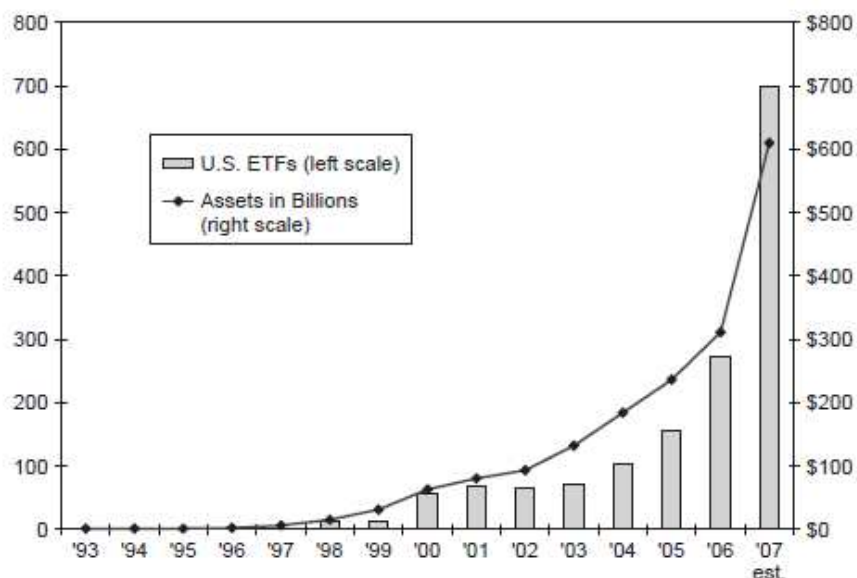
⁹⁴ Gli ETF basati su indici globali furono disponibili all'investitore solo nel 2005

⁹⁵ <https://www.borsaitaliana.it/etf/etfbrochure.pdf>

⁹⁶ Poletto P, *Etf*, in Italia dal 2002, Morningstar (16 febbraio 2010)

⁹⁷ Ferri R.A., *The ETF book: all you need to know about exchange-traded funds*, Wiley, 3-23(2009)

Figura 2.1 Crescita ETF in USA



Fonte: Ferri R.A., 2009, *The ETF book: all you need to know about exchange-traded funds*, Wiley, 3-23

Sempre nello stesso anno arrivò l'idea di ETF gestiti attivamente e appena la SEC autorizzò l'uscita gli AMETF vennero quotati sul mercato⁹⁸, anche se, i dubbi sui lati negativi della trasparenza erano molteplici⁹⁹.

In Borsa Italiana questi tipi di ETF sono entrati il 2 aprile 2007.¹⁰⁰ In questo stesso anno altri due traguardi furono raggiunti, ovvero, venne superata la soglia di 100 strumenti quotati e vennero ammessi anche gli ETF strutturati¹⁰¹.

⁹⁸ Petrova, E., A brief overview of the types of etfs, National Military University, Veliko Tarnovo, Bulgaria (2016)

⁹⁹ Riferimenti sottoparagrafo 1.3.1

¹⁰⁰ <https://www.borsaitaliana.it/etf/etfbrochure.pdf>

¹⁰¹ Poletto P, Etf, in Italia dal 2002, Morningstar (16 febbraio 2010)

2.1.2 Dal periodo post-crisi finanziaria alla pandemia da Coronavirus

Con l'ingresso di nuove società di investimento ha iniziato a prendere piede lo strumento ETF, la concorrenza maggiore, in aggiunta, permise l'abbassamento dei costi.

Nel 2009 le società erano circa 25 con un valore superiore a 600 miliardi di \$ in USA, mentre, il patrimonio globale degli ETF raggiunse 1.000 miliardi di \$.

La maggioranza di ETF sul mercato americano, tuttavia, aveva una storia di meno di due anni con centinaia di fondi e nuove società di gestione che dovevano ancora entrare. I principali attori di mercato del momento erano *Vanguard*, *SSGA* e altri (tabella 2.1).

Tabella 2.1 Provider con maggiori volumi

Table 1.1 Major U.S. ETF Providers

Manager	Number of ETFs	Assets (Millions U.S. \$)	Market Share
BGI & Barclays Capital	137	282,122	59%
SSGA	59	102,093	21%
Vanguard	32	32,257	7%
PowerShares	82	12,276	3%
Bank of NY	6	26,721	6%
ProShares	52	6,490	2%
Rydex	25	4,939	1%
WisdomTree	37	3,996	1%
Claymore	28	926	1%

Fonte: Ferri R.A., 2009, *The ETF book: all you need to know about exchange-traded funds*, Wiley, 3-23

Sempre nello stesso anno si verificarono fallimenti e fusioni delle case di gestione.¹⁰²

Il valore degli AuM nel 2010 era di 1 trilione di \$ rispetto al 2000 dove il patrimonio era di 66 miliardi di \$ a livello globale¹⁰³, restando attualmente i prodotti più diffusi nel settore degli investimenti.

Per quanto riguarda il mercato *ETFplus* già nel 2009 il valore ammontava a 54,5 miliardi di €, battendo *Euronext* e *Deutsche Borse*. Sempre nello stesso anno sono stati superati i 300 strumenti quotati un segno di crescita e ricchezza per la Borsa Italiana.¹⁰⁴

Nel 2010 in 18 nazioni europee sono stati quotati 1.352 ETF per un valore di 216 miliardi di € di patrimonio (un terzo rispetto quello statunitense).¹⁰⁵

Tra il 2018 e il 2019 il patrimonio totale degli ETF a livello globale supera i 4.800 miliardi di \$ circa, investiti in oltre 7.600 ETP, con una crescita media del 37% l'anno.¹⁰⁶

¹⁰² <https://www.it.vanguard/professional/approfondimenti/etfs/rudimenti>

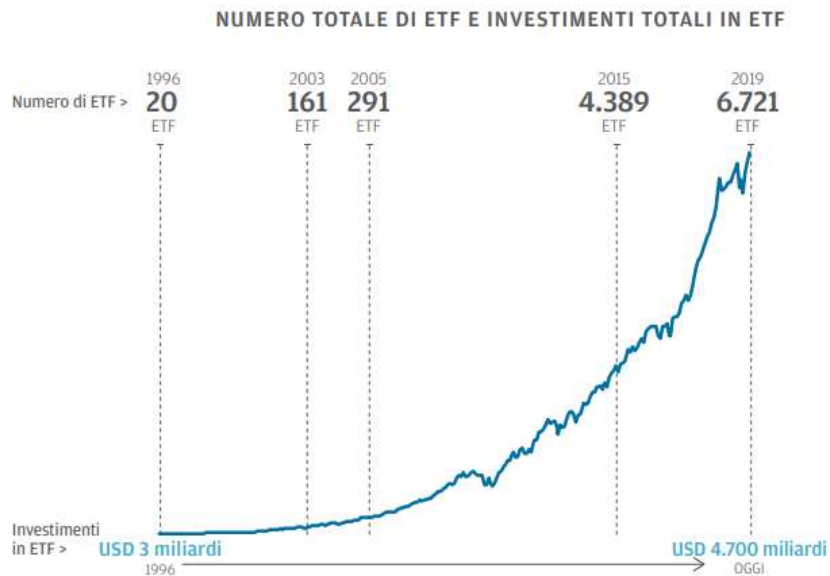
¹⁰³ Clifford C.P., Fulkerson J.A., Bradford D.J., What Drives ETF Flows?, The Financial Review (2014)

¹⁰⁴ Poletto P, Etf, in Italia dal 2002, Morningstar (16 febbraio 2010)

¹⁰⁵ Bioy H., Il futuro degli Etf in Europa, Morningstar (13 dicembre 2010)

¹⁰⁶ <https://www.it.vanguard/professional/approfondimenti/etfs/rudimenti>

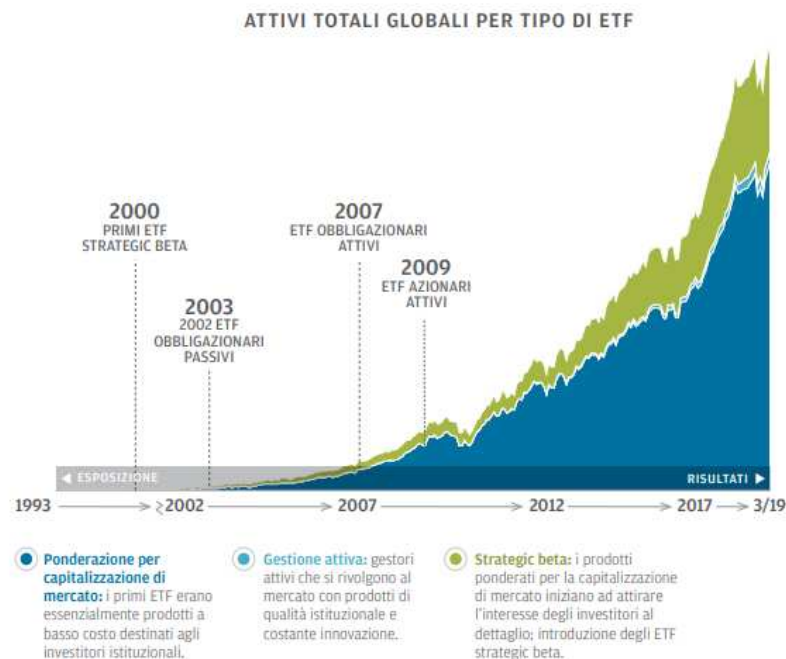
Figura 2.2 Crescita del patrimonio di ETF



Fonte: <https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/emea/it/it/literature/brochure/etf-foundations-brochure-it.PDF>

In modo particolare gli ETF più scambiati dalla loro creazione furono gli ETF indicizzati e gli *strategic beta*, solo successivamente il numero degli ETF attivi scambiati aumentò.

Figura 2.3 Crescita ETF indicizzati, strategic beta e attivi



Fonte: <https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/emea/it/it/literature/brochure/etf-foundations-brochure-it.PDF>

Un ulteriore episodio turbolento per il mercato è avvenuto durante il periodo del *Coronavirus* dove, il distanziamento sociale e le economie bloccate hanno creato turbolenze nei mercati, avvantaggiando le tematiche della tecnologia, e-commerce e dell'innovazione farmaceutica. Un aspetto positivo per gli ETF è dato dalle tendenze stimulate dalla stessa pandemia (gli investitori, in parte, hanno sfruttato la chiusura per aumentare le conoscenze finanziarie) che hanno fatto performare positivamente i tematici tra cui gli ETF dedicati al *cloud computing* o al *gaming* come l'*ETF Van Eck Vectors* e soprattutto quelli dedicati al settore farmaceutico come *L&G Pharma Breakthrough* (con una performance attestata al 15%).

Secondo la ricerca di Morningstar gli ETF che hanno avuto performance negative sono stati quelli riguardanti la mobilità, del settore agricolo, dei settori

industriali e del turismo, ovvero, tutti i settori collegati con l'economia reale che hanno risentito del *lockdown*.¹⁰⁷

Nel complesso, la diversificazione e la flessibilità hanno permesso a questi strumenti di mantenere una crescita costante, anche in situazioni di turbolenze di mercato.

2.2 Le performance negli Stati Uniti e in Europa

In generale negli ultimi cinque anni c'è stata una crescita costante degli ETF ed un calo dei fondi comuni di investimento a gestione attiva.¹⁰⁸

La situazione generale di scambio di ETF al 2024 è composta con, il 51% delle masse a livello globale scambiate in Nord-America, si contano circa 8.990 ETF attuali rispetto ai 8.393 del 2022. A livello di aree geografiche il patrimonio è suddiviso tra *Noram*¹⁰⁹ per 8430 miliardi di \$, *Emea*¹¹⁰ 1.72 mila miliardi di \$ e *Apac*¹¹¹ con quota 741.6 miliardi di \$¹¹².

¹⁰⁷ Silano S., Etf tematici, chi vince e chi perde con il Coronavirus, Morningstar (05 giugno 2020)

¹⁰⁸ Bellelli, G., Investire con gli ETF e ETC, Hoepli, seconda edizione, 14-15 (2024)

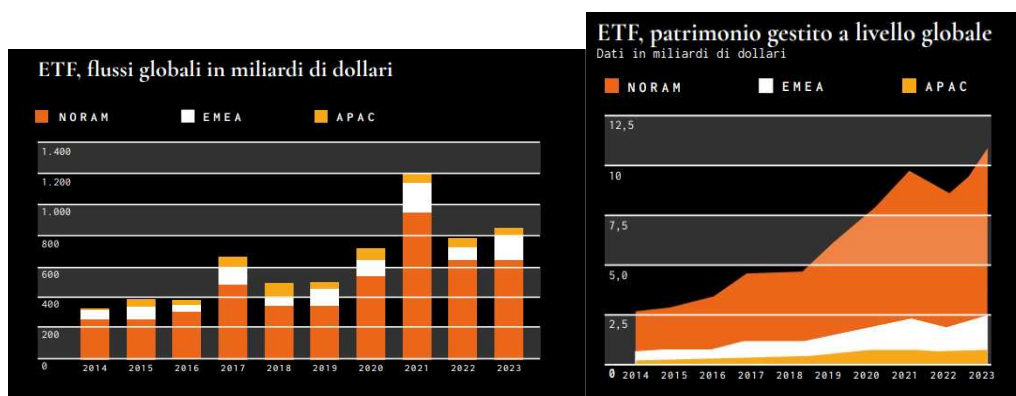
¹⁰⁹ Nord America

¹¹⁰ Europa, Medio Oriente e Africa

¹¹¹ Asia e Pacifico

¹¹² Di Palma S., ETF un'industria da 11 miliardi di dollari, 35 (settembre-ottobre 2024)

Figura 2.4 Crescita ETF sulle aree Noram, Emea e Apac



Fonte: Di Palma S., settembre-ottobre 2024, *ETF un'industria da 11 miliardi di dollari*, 35

I primi cinque gestori ad oggi detengono circa l'83% delle risorse. *iShares* con 1.6 miliardi di € con una quota del 40% seguito da *Vanguard* con 594 milioni¹¹³. La preferenza di ETF in portafoglio può essere osservata anche dalla ricerca della finanziaria *JPMorgan* dove, in sei anni la quota è aumentata del 17%.

Figura 2.5 Percentuale ETF nei portafogli degli investitori



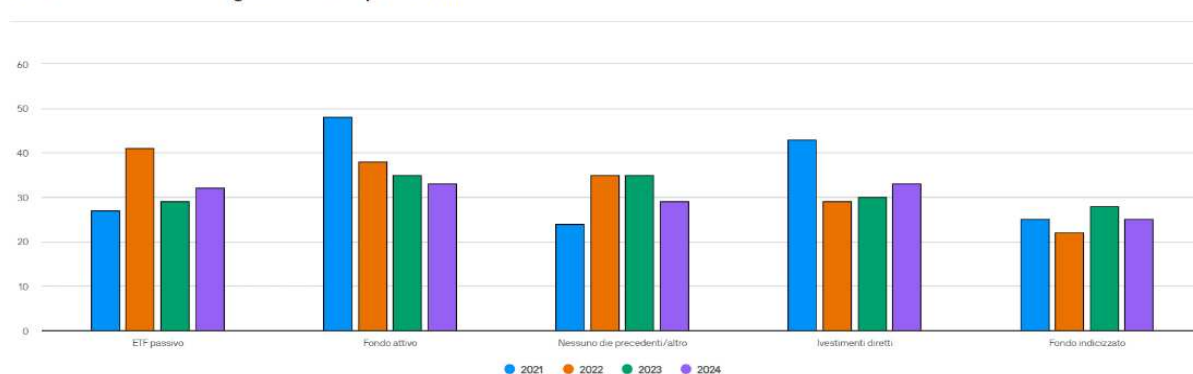
Fonte: <https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/emea/it/it/literature/brochure/etf-foundations-brochure-it.PDF>

¹¹³ Ragusa S., Gli ETF fanno breccia nei portafogli degli investitori istituzionali, FocusRisparmio, 46-47 (settembre-ottobre 2024)

Per quanto riguarda la tipologia di ETF, gli investitori secondo *JPMorgan* hanno anche preferito sostituire gli strumenti di portafoglio a scadenza con ETF attivi, questo perché essendo più personalizzati ma, nello stesso tempo, flessibili, si adattano più facilmente a strategie dinamiche¹¹⁴.

Figura 2.6 Ricerca JPMorgan sulle preferenze degli ETF a gestione attiva

Ha mai utilizzato un ETF a gestione attiva per sostituire...?



Fonte <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/adv/insights/etf-perspectives/active-etfs/asset-allocation-active-etfs/>

La tematica più apprezzata è sicuramente quella riguardante l'integrazione dei criteri ESG negli strumenti, oggi giorno il numero di ETF con questa caratteristica è maggiore rispetto quelli senza, soprattutto, se si tratta di gestione attiva¹¹⁵.

¹¹⁴ <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/adv/insights/etf-perspectives/active-etfs/asset-allocation-active-etfs/>

¹¹⁵ Zangrandi G., ETF attivi, la Germania indica la via: tutti i numeri di un mercato in crescita, Focus Italia (31 ottobre 2024)

Il settore AI sta attirando attenzione, gli ETF a fine anno riguardanti l'informatica sono cresciuti tenendo presente che, la crescita riguarda sia chi fornisce i servizi sia chi sviluppa le applicazioni, con opportunità anche nella cybersecurity¹¹⁶.

L'ottimismo futuro non resta solo nella tecnologia e nella sostenibilità ma, anche verso le criptovalute (soprattutto *bitcoin*), tra le più performanti nell'anno, perciò, Wall Street ha deciso di lanciare i primi ETF (ETC per Borsa Italiana) con sottostante *bitcoin* con le società *Blackrock* e *Fidelity*¹¹⁷.

Lo scenario macroeconomico ha assistito a varie movimentazioni, dapprima il problema dell'inflazione attuando politiche monetarie restrittive per contenerla, a seguito, un abbassamento dei tassi di interesse con conseguente adattamento della politica monetaria. In aggiunta, nel periodo si sono susseguiti eventi che hanno portato instabilità soprattutto nei mercati.¹¹⁸

Un crollo di mercato è avvenuto il 5 agosto 2024 dove, l'indice giapponese *NIKKEI* e *Wall Street* ne hanno risentito particolarmente. Le cause sono dovute alle incertezze di possibili recessioni, all'apprezzamento dello yen e dalla possibile bolla speculativa del settore tecnologico che hanno causato volatilità nei mercati.¹¹⁹ L'ultima correzione di mercato di inizio febbraio 2025 ha visto il crollo principalmente del *Nasdaq*, dato dall'avvento di una nuova società cinese nel mercato dell'intelligenza artificiale.

¹¹⁶ Di Palma S., ETF e intelligenza artificiale vince l'approccio olistico, FocusRisparmio, 48-50 (settembre-ottobre 2024)

¹¹⁷ Petrucciani G., I crypto-ETF frantumano ogni record, FocusRisparmio, 50-51 (settembre-ottobre 2024)

¹¹⁸ <https://www.invesco.com/it/it/approfondimenti/etf-european-demand-monitor.html>

¹¹⁹ Baselli V., 4 ETF a bassa volatilità per mercati turbolenti, Morningstar (30 agosto 2024)

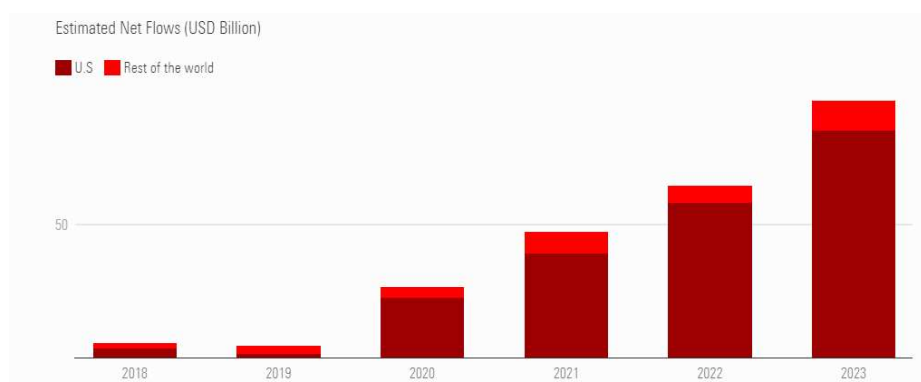
Di conseguenza, ad un contesto mondiale instabile, l'ETF essendo liquido e adattabile a diverse strategie è risultato lo strumento vincente, per esempio all'abbassamento dei tassi di interesse gli investitori si sono concentrati sugli ETF monetari mentre in momenti di volatilità hanno preferito ETF *minimum volatility*, sfruttando prodotti sia per investire a lungo termine sia per il breve termine.

2.2.1 ETF attivi negli Stati Uniti

Lo sviluppo a livello globale di ETF a gestione attiva è iniziato nel 2020 senza segni di arresto arrivando a conquistare nel 2023 in media un 37% di crescita rispetto agli ETF indicizzati, la tipologia che si è sviluppata di più è l'azionario con un tasso di crescita del 48% rispetto al 2022, ad oggi tre ETF su quattro sono a gestione attiva.

L'apripista restano gli Stati Uniti perché, su un patrimonio globale di 342 miliardi di \$ ben 287 sono del mercato USA, resta vero che, fuori da quella area il mercato è comunque cresciuto del 28%.

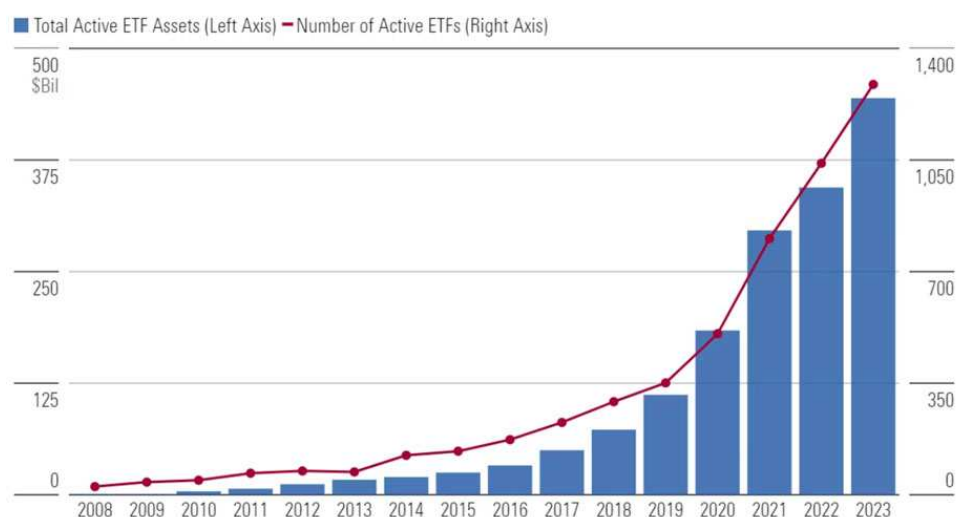
Figura 2.7 Flussi ETF attivi



Silano S., 2024, *Gli ETF possono essere attivi?*, Morningstar

Dal 2018 in USA, il mercato ha registrato un tasso di crescita superiore al 30%, con flussi netti in entrata di 25 miliardi, con un patrimonio al 2023 di 444 miliardi di \$, circa il triplo rispetto l'anno 2020.

Figura 2.8 Flusso ETF attivi in USA



Silano S., 2023, Gli Etf attivi sostituiranno i fondi?, Morningstar

Sempre nello stesso anno, i fondi a gestione attiva sono stati penalizzati registrando un deflusso rispetto gli altri prodotti del risparmio gestito. Inoltre, con l'aumento degli AMETF si è anche registrato un calo degli *smart beta*, perché il mercato era ormai saturo invece, l'altro è in piena crescita, quindi, offre opportunità agli emittenti in grado di sostenere l'innovazione.

Gli AMETF sono passati dal 3.2% del 2020 al 2023 con un 14% e in quasi un anno sono stati lanciati 789 prodotti.

Il successo recente e rapido degli ETF a gestione attiva è dovuto da un susseguirsi di cambiamenti soprattutto a livello normativo negli USA, data la tassazione minore rispetto a quella dei fondi comuni di investimento, insieme a

sviluppi di prodotto e cambiamenti di tendenze di mercato che hanno privilegiato tali strumenti.

In precisione, è dovuto a due grandi fattori. Il primo è una norma della SEC del 2019 che consente ai gestori di applicare il meccanismo di creazione e riscatto su strumenti passivi con panieri personalizzati, elemento centrale della gestione attiva, potendo così i *fund manager* sfruttare l'efficienza fiscale (prima era possibile solo su panieri non personalizzati).

Il secondo fattore invece, è dovuto ai cambiamenti avvenuti nelle case di gestione, esse stesse hanno modificato parte dell'offerta di ETF indicizzati in ETF attivi, soprattutto per ottenere il guadagno dalle commissioni dato che sono più alte rispetto i "cloni".

Gli Stati Uniti sono stati i primi a sfruttare l'ETF come veicolo di investimento e non vedendolo solo nella veste della gestione passiva cogliendo quindi, l'opportunità di creare un nuovo prodotto, espandendo poi a macchia d'olio la strategia nel resto del mondo.¹²⁰

¹²⁰ Cfr.: Silano S., Gli Etf attivi sostituiranno i fondi?, Morningstar (14 dicembre 2023), Silano S., Gli ETF possono essere attivi?, Morningstar (20 febbraio 2024), Huang N.S., Kip ETF 20: The Best Cheap ETFs You Can Buy Build a solid core for your portfolio and explore new opportunities with our favorite cheap ETFs., Features Kiplinger personal finance (July 24 2024)

2.2.2 Sviluppo ETF in Europa

In Europa, il 2024 è stato un anno di grande successo per gli ETF, sono stati raccolti oltre 278 miliardi di \$, arrivando a toccare un nuovo massimo (precedente massimo di 191 miliardi del 2021). I prodotti più negoziati hanno un paniere di azioni soprattutto USA (*large-cap*) ma, anche l'obbligazionario e l'alternativo tiene il passo.

Il miglior dato è stato a dicembre con 33,2 miliardi (di cui 29,1 miliardi in ETF azionari e 4,6 in obbligazionari).

Tutto ciò, è stato possibile grazie ai mercati rialzisti americani, infatti molti hanno preferito strutturare un portafoglio con ETF azionari statunitensi¹²¹. In un primo momento, le presidenziali americane hanno fatto vacillare il mercato, dopo le votazioni, l'ottimismo è aumentato facendo guadagnare le società del Paese, infatti, la raccolta più alta è stata a novembre e dicembre.

Nell'obbligazionario le divergenze politiche e le incertezze mondiali hanno portato a una crescita dell'ETF obbligazionario *ultrashort* dell'area euro, con dicembre che ha segnato il dato di raccolta netta più alto, pari a 3,9 miliardi di \$, portando il totale complessivo annuale per questa categoria di prodotti a 27,3 miliardi di \$.

Anche gli ETF alternativi chiudono l'anno in positivo, solo per gli ETC il 2024 non ha portato grande crescita.¹²²

¹²¹ David Hsu, Vanguard Europe, Santilli C., ETF, in Europa il 2024 è da record: raccolta oltre i 278 miliardi di dollari, FocusRisparmio (14 gennaio 2025)

¹²² Santilli C., ETF, in Europa il 2024 è da record: raccolta oltre i 278 miliardi di dollari, FocusRisparmio (14 gennaio 2025)

Attualmente ci sono 3.053 prodotti, con 12.522 quotazioni da 100 fornitori, su 29 borse in 24 paesi.

Gli ETF si adattano bene alle dinamiche complesse evolutive del settore finanziario e ai cambiamenti sia in termini di sostenibilità (argomento fondante in Europa) sia di stabilità politica¹²³.

In particolare, in Borsa Italiana il mercato *ETFplus* è cresciuto in dieci anni ad un tasso medio annuale del 34% e al 2021 conteggiava circa 1.400 ETF quotati di cui 174 tematici e 217 ESG.¹²⁴

2.2.3 Andamento ETF attivi in Europa

La democratizzazione degli ETF a gestione attiva piace particolarmente al mercato europeo anche se, questo tipo di strumento non è una novità ma, fino al 2020 era negoziato solo da una nicchia.

In Europa nel 2023 la raccolta ammonta a 6,7 miliardi di € rispetto ai 2,4 miliardi del 2022. Con un patrimonio di 28,9 miliardi di € (20,1 miliardi nel 2022) e rappresenta l'1.8% del patrimonio di ETF in Europa (contro l'1.5% del 2022). Data la grande propensione all'obbligazionario i primi ETF a guadagnare posizione sono stati *Pimco US Dollar Short Maturity ETF* e *Pimco Euro Short Maturity ETF*.

¹²³ Ragusa S., Il peso degli ETF nei portafogli dei fund selector, FocusRisparmio, 44 (settembre-ottobre 2024)

¹²⁴ Trappolini A., le scelte attive degli investitori istituzionali premiano fattoriali e tematici, FocusRisparmio (27 maggio 2021)

Tra gli azionari *JPMorgan asset management* soprattutto sull'azionario statunitense *large-cap*.

Infatti, le stesse società finanziarie *JPMorgan* e *Fidelity* attualmente si basano soprattutto su ETF attivi, anche *Robeco*, entrato da poco sul mercato segue la stessa scia.

Non è solo questione di saturazione del mercato di strategie passive ma, proprio un cambio di visione, l'importanza ora è nel veicolo d'investimento, come per il mercato statunitense, perché essi sono stati sempre associati ai passivi¹²⁵.

Figura 2.9 Flusso ETF attivi in Europa



Silano S., 2024, *Gli ETF possono essere attivi?*, Morningstar

Da luglio a settembre 2024 gli AMETF sono cresciuti fino ad arrivare a 5,8 miliardi di \$, rispetto ai 3,6 miliardi di \$ del periodo aprile-giugno 2024 con un aumento del 64,23%. Secondo il report *HANetf 'Exchange-Traded Europe'* le masse di ETF negoziati nel 2024 hanno raddoppiato il 2023. Raccogliendo a livello globale il 25% della quota degli ETF solo nei primi sei mesi del 2024 e

¹²⁵ Silano S., *Gli ETF possono essere attivi?*, Morningstar (20 febbraio 2024)

raggiungendo la cifra di 2,16 trilioni di \$ di masse gestite e flussi annuali di 183,48 miliardi di \$.

Mentre, per le preferenze di strategie si sono distinti gli equamente ponderati, che si posizionano nello stesso periodo tra i primi 50 di ETF quotati in Europa con una preferenza del 10.6% della raccolta. In aggiunta, gli ETF basati su opzioni hanno avuto un aumento raggiungendo i 786,41 milioni di \$ di masse totali.

Sempre la stessa ricerca riporta che “L’ampliamento dell’universo di questi prodotti dimostra la salute del settore e il suo potenziale di adattamento ed evoluzione nei prossimi anni”¹²⁶.

La Germania indica la via di crescita in Europa con gli ETF attivi che tra giugno 2023 e agosto 2024 passano da 26 a 42 miliardi di €, anche se rappresentano solo il 2% degli ETF totali mentre l’AuM della gestione passiva si attesta intorno a un valore di 2.000 miliardi di €. Oltre a *J.P. Morgan* e *PIMCO* nell’ultimo anno, nel settore, sono entrate anche *BNP Paribas* ed *ARK*.

Secondo lo studio *ScopeRatings* in Germania, ci sono un totale di 97 AMETF suddivisi in 52 azionari, 34 obbligazionari, 9 multi-asset e altri due misti. L’interesse è soprattutto per le società USA e per i titoli ESG, ma senza trascurare gli ETF sui *corporate bond investment grade* comunque in crescita. La casa di gestione preferita è stata J.P. Morgan AM soprattutto per il settore azionario; invece, tra gli ETF valutati positivamente rientra *HSBC Multi Factor Worldwide Equity* con strategia multifattoriale e rischio contenuto.¹²⁷

¹²⁶ Santilli C., ETF attivi protagonisti in Europa: flussi in aumento del 64%, FocusRisparmio, (25 ottobre 2024)

¹²⁷ Zangrandi G., ETF attivi, la Germania indica la via: tutti i numeri di un mercato in crescita, Focus Italia (31 ottobre 2024)

Date le aspettative di crescita del prodotto anche gli italiani puntano alla gestione attiva. Secondo un'indagine condotta per *WisdomTree* questo tipo di strumento continuerà la crescita grazie sia all'innovazione di prodotto sia alla vasta scala di clientela *retail*, ma non sono gli unici a pensarlo.

Il problema attuale secondo la ricerca è la conoscenza finanziaria degli strumenti soprattutto, per i più sofisticati. In aggiunta, entro il 2030 gli ETF arriveranno a 4.500 miliardi di \$ circa¹²⁸.

Sempre secondo la stessa ricerca il 30% degli italiani utilizza gli ETF come investimento *core* del portafoglio proprio grazie ai suoi vantaggi. Il *benchmark* più apprezzato rimane lo S&P 500 ma, non sono sottovalutati gli altri¹²⁹.

Nel complesso Borsa Italiana per le strategie attive attualmente, prima per volumi e numero di strumenti quotati di questo mercato nel gruppo *Euronext*, permette di investire nell'*high income*, nelle strategie indicizzate attive, nell'azionario globale americano e nel mercato emergente europeo e asiatico, tutto ciò mantenendo un *tracking error* circa dell'1% rispetto il *benchmark*¹³⁰.

¹²⁸ Alexis Marinof responsabile di *WisdomTree Europe*, Santilli C., ETF europei, parole d'ordine: retail, innovazione e gestione attiva, FocusRisparmio, (24 ottobre 2024)

¹²⁹ Santilli C., ETF europei, parole d'ordine: retail, innovazione e gestione attiva, FocusRisparmio, (24 ottobre 2024)

¹³⁰ Potenza A., ETF attivi un melting pot tra gestione attiva e indicizzata, FocusRisparmio, 43 (settembre-ottobre 2024)

CAPITOLO 3 ETF A GESTIONE ATTIVA: CASE STUDIES

ESG E GLOBALI

3.1 ETF attivi ESG

Gli ETF ESG attualmente, sono tra la gamma di prodotti preferita dagli investitori, inizialmente si considerava fosse un trend temporaneo ma, ad oggi, fanno parte degli strumenti *core* del portafoglio¹³¹.

A seguito di una ricerca di *Trackingsight* sui prodotti ESG ETF si è rilevato un momentaneo arresto degli stessi, dal 2014 al 2023 l'aumento è stato robusto da 148 a 1.826 fondi, basati su diversi indici.

La regione *Emea* guida la crescita in termini di numeri da 107 del 2014 a 1.281 prodotti nel 2023, in *Noram* la popolarità è inferiore con valori da 34 a 430, questo per via della legislazione *anti-ESG* promossa in USA. Le preoccupazioni attuali riguardano sia il *greenwashing* sia l'evoluzione normativa.

I dati al terzo trimestre del 2024 evidenziano flussi di 4,7 miliardi di € in diminuzione rispetto i 7,6 miliardi di € del primo trimestre 2024, per il settore azionario, che rappresenta il 69% circa, il calo è stato di 1 miliardo di € nello stesso periodo.¹³²

¹³¹ Cfr.: D'Angerio V, Sole24ore, "La decarbonizzazione arriva anche per i replicanti attivi", p.15, 14 ottobre 2023, Gennai A, Strumenti. La carica degli ETF attivi contagia Milano, Sole24ore (dicembre 2023), <https://www.wallstreetitalia.com/trend/esg/>

¹³² Di Palma S., ETF un'industria da 11 miliardi di dollari, 35 (settembre-ottobre 2024)

Il termine ESG, ovvero *Environmental, Social e Governance* identifica dei titoli che investono in attività definite sostenibili (investimento responsabile¹³³). Le tematiche possono riguardare per il fattore ambientale, l'inquinamento e il cambiamento climatico, per il settore sociale, l'inclusione oltre al rispetto dei diritti umani e per la buona governance la condotta aziendale, tra cui la diversità della composizione degli organi¹³⁴.

La crescita dell'interesse è dovuta innanzitutto dalle preferenze degli investitori che hanno portato a iniziative globali e sviluppi normativi¹³⁵. Il progresso tecnologico, inoltre, ha reso possibile l'aumento di dati a disposizione e la trasparenza delle società nella *due diligence* sulla tematica¹³⁶.

A livello normativo globale nel 2015 *l'Assemblea generale delle Nazioni Unite* ha adottato una nuova visione a base volontaria per arrivare a degli obiettivi di sviluppo sostenibile, ossia *l'Agenda 2030*¹³⁷.

¹³³ <https://www.wallstreetitalia.com/trend/esg/>

¹³⁴ Cfr.: <https://economyapertutti.bancaditalia.it/notizie/i-criteri-esg-e-la-finanza-sostenibile-cosa-significa-questa-sigla/?dotcache=refresh>, Bellelli, G., *Investire con gli ETF e ETC*, Hoepli, seconda edizione, 44-45 (2024)

¹³⁵ Riferimento sottoparagrafo 3.1.1

¹³⁶ Grim D. M., CFA and Berkowitz D. B., *ESG, SRI and impact investing: A primer for decision-making*, Vanguard (marzo 2020)

¹³⁷ <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/PE-43-2024-INIT/it/pdf>

Figura 3.1 Obiettivi Agenda 2030



Fonte: <https://www.agenziacoesione.gov.it/comunicazione/agenda-2030-per-lo-sviluppo-sostenibile/>

Il primo trattato internazionale vincolante per gli Stati aderenti, sui cambiamenti climatici, è l'*Accordo di Parigi*, istituito nel dicembre dello stesso anno ed entrato in vigore nel 2016 adottato da 196 Stati/parti nella *Conferenza delle Nazioni Unite (COP21)*. Esso fa parte precisamente “dell’obiettivo 13” dell’*Agenda 2030* e prevede di mantenere una temperatura adeguata cercando di contenere l’aumento a 1.5°C circa per limitare i rischi climatici estremi come siccità o piogge abbondanti. Il risultato può essere raggiunto riducendo e vincolando le emissioni di gas serra del 43% entro il 2030.

A partire dal 2020 ogni Paese ha presentato il piano d’azione *NDC*¹³⁸, i piani sono quinquennali e prevedono una soglia via via maggiore di riduzione di emissione di gas serra¹³⁹.

¹³⁸ *Nationally Determined Contributions*

¹³⁹ Cfr.: <https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement>, <https://documenti.camera.it/leg19/dossier/pdf/Am0045.pdf>

Dati i vincoli normativi dei Paesi, agenzie specializzate a seguito della valutazione della società o di una organizzazione elaborano un *rating* ESG, ossia un giudizio sintetico sulla sostenibilità del titolo o di strumenti di investimento collettivo del risparmio ma, gli *standard* non sono condivisi, ognuno segue regole distinte¹⁴⁰.

Questa problematica si crea a causa della terminologia diversa, dei requisiti informativi differenti rendendo difficile una standardizzazione sui criteri a livello globale.

Attualmente, come evidenziato, è necessario trovare una strategia comune a tutti i Paesi aderenti all'Accordo di Parigi, sia per i criteri da rispettare sia per il *reporting*¹⁴¹. La problematica attuale deriva dalla scelta dell'amministrazione statunitense di rescindere dal contratto, ciò vede due Paesi ovvero, USA e Cina, fuori dall'Accordo rendendo ancora più incerto il rispetto dei criteri.

3.1.1 Regolamentazione e normativa UE

L'Unione Europea si sta concentrando nel trovare un equilibrio in ambito legislativo, tecnologico e sociale per creare un quadro standardizzato nelle pratiche di investimento ESG. L'innovazione tecnologica e la collaborazione tra

¹⁴⁰ <https://economiepertutti.bancaditalia.it/notizie/i-criteri-esg-e-la-finanza-sostenibile-cosa-significa-questa-sigla/?dotcache=refresh>

¹⁴¹ Cfr.: Mehdiyev A., Sustainable Finance and ESG Investment: Foundations of Digital finance, future-driven contemporary analysis, opportunities, challenges and role of ESG investment in economy, University of Siena, (01 ottobre 2023), Latinovic M., Obradovic T., The Performance of Socially Responsible Investments, Entrepreneurial Business and Economics Review, Vol. 1, No. 2 (2013)

settori e istituti di ricerca incentivano un futuro sostenibile con valutazioni univoche.¹⁴²

L'UE ha lo scopo di rendere l'area climaticamente neutra entro il 2050¹⁴³, come stabilito nel *Green Deal europeo*, ovvero, una normativa europea sull'ambito climatico del 2021 (approvata nel 2019) adottata come regolamento (UE) 2021/1119¹⁴⁴.

Nel contesto dell'area l'obiettivo è di promuovere le attività sostenibili e vincolare a piccoli passi tutte le attività al rispetto del cambiamento climatico, il regolamento principale è il *Sustainable Finance Disclosure Regulation (EU SFDR)* entrato in vigore nel 2021. Il progresso è possibile aumentando la trasparenza cosicché gli investitori sono a conoscenza di tutti i prodotti sostenibili tramite informative specifiche standardizzate. Nella *SFDR* i prodotti sono di tre tipi:

- il primo integra i criteri ESG nel processo decisionale (“Articolo 6”);
- il secondo, oltre a integrare i criteri include obiettivi non principali di investimento sostenibile (“Articolo 8”);
- il terzo, (“Articolo 9”), considera i primi due ma, l'obiettivo principale è proprio l'investimento sostenibile.

Altre precisazioni del regolamento riguardano i rischi di sostenibilità e i principali effetti negativi. La *disclosure* per l'investitore deve avere in

¹⁴² Cfr.: Mehdiyev A., Sustainable Finance and ESG Investment: Foundations of Digital finance, future-driven contemporary analysis, opportunities, challenges and role of ESG investment in economy, University of Siena, (01 ottobre 2023), Latinovic M., Obradovic T., The Performance of Socially Responsible Investments, Entrepreneurial Business and Economics Review, Vol. 1, No. 2 (2013)

¹⁴³ Prima area a impatto zero

¹⁴⁴ https://seea.un.org/sites/seea.un.org/files/seea_-_overview_-_web_ready.pdf

riferimento le due categorie citate dove, per la prima si tiene conto degli eventi negativi possibili riguardanti le aree: ambientale, sociale e di governance mentre, per la seconda si esplicitano i fattori dubbi di mancata sostenibilità e gli effetti negativi. Nella tabella 3.1 viene riassunta l'informazione da dichiarare nei due aspetti per i gestori patrimoniali, per i consulenti e per i prodotti¹⁴⁵.

Tabella 3.1 Rischio di sostenibilità e principali effetti negativi

	Gestori patrimoniali	Consulenti	Prodotti
Rischio di sostenibilità	Una politica sull'integrazione dei rischi di sostenibilità nel processo decisionale di investimento	Una politica sull'integrazione dei rischi di sostenibilità nel servizio di consulenza all'investimento o nel servizio assicurativo	Pubblicare le modalità di integrazione dei rischi di sostenibilità nelle decisioni di investimento e la valutazione del probabile impatto dei rischi di sostenibilità sul rendimento del prodotto
Principali effetti negativi	Considerazione dei principali effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità Dichiarazione sulle politiche di due diligence Obbligatorio per grandi entità ed investimenti significativi Da rispettare o spiegare per tutte le altre entità	Considerazione dei principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità nella consulenza in materia di investimenti o assicurazioni Da rispettare o spiegare	Illustrare come ciascun prodotto finanziario consideri gli impatti negativi sui fattori di sostenibilità

Fonte: <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/adv/investment-themes/sustainable-investing/understanding-SFDR/>

Dal 2022 è entrato il regolamento della Tassonomia ambientale in cui si stabiliscono criteri quantitativi e qualitativi. Esso è utilizzato per orientare il capitale verso scelte sostenibili e rendere l'investitore più consapevole cercando di creare standard comuni sulla normativa del contesto europeo. È un sistema di classificazione basato attualmente in sei aree.

¹⁴⁵ <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/adv/investment-themes/sustainable-investing/understanding-SFDR/>

Figura 3.2 Obiettivi ambientali della Tassonomia UE



Fonte: <https://www.erg.eu/it/tassonomia-per-la-green-finance>

La Tassonomia prevede una serie di condizioni da rispettare per definirsi allineati (*Taxonomy aligned*). In primis l'attività economica deve contribuire ad almeno una delle sei aree, oltre questo deve soddisfare dei criteri e delle soglie stabilite, in secundis non deve provocare danni ad altre aree e infine deve rispettare le salvaguardie minime sui diritti umani.

L'investitore tramite tutta la documentazione richiesta (riassunta nella Dichiarazione non finanziaria) può informarsi sull'allineamento, sui progressi e tutte le aree di suo interesse, affiancandola alla normativa MiFID¹⁴⁶ sui prodotti ESG¹⁴⁷.

3.1.2 Criteri di selezione

Nella selezione di un ESG l'investitore deve prima stabilire i propri obiettivi, ovvero le problematiche di sostenibilità più inerenti. Le scelte di solito ricadono in base: ai valori dell'investitore (moralì, religiosi...), alle *performance* tramite

¹⁴⁶ *Markets in financial instruments directive*

¹⁴⁷ <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/adv/investment-themes/sustainable-investing/eu-taxonomy-regulation/>

società sotto ponderate, ai cambiamenti positivi o a questioni legali (detenere una percentuale obbligatoria di titoli ESG).

In base alla ricerca gli obiettivi più valutati sono riassunti in parte nella tabella 3.2¹⁴⁸.

Tabella 3.2 Esempi tematiche ESG

	Environmental		
	Air emissions and air quality	Fossil fuels	Occupational health and safety
	Biodiversity protection	Hazardous materials use	Renewable energy sources
	Community health, safety and security	Land contamination	Waste generation
	Energy conservation	Natural resource preservation	Water use and conservation
	Social		
	Adequate housing	Consumer privacy	Opioids
	Abortion providers	Employment of minorities and women	Religious values
	Adult entertainment	Human rights standards	Tobacco
	Alcohol	Income inequality	Union relationships
	Animal testing	Manufacturers of birth control products	Weapons
	Casinos and gambling equipment	Obesity	Workforce exploitation
	Governance		
	Antitrust violations	Consumer fraud	Political contributions
	Auditor independence	Disclosure of material risks	Reporting transparency
	Board independence and elections	Executive compensation	Short-term focus
	Board diversity	Oversight of strategy	Voting rights

Fonte: Grim D. M., CFA and Berkowitz D. B., 2020, *ESG, SRI and impact investing: A primer for decision-making*, Vanguard

Si possono inseguire più approcci contemporaneamente nella selezione di un ESG, le azioni possibili sono¹⁴⁹:

- *ESG integration*, ovvero investimenti attivi che prendono in considerazione tutti i problemi ESG nell'analisi e nella selezione degli

¹⁴⁸ Grim D. M., CFA and Berkowitz D. B., ESG, SRI and impact investing: A primer for decision-making, Vanguard (marzo 2020)

¹⁴⁹ Ibidem

investimenti al fine di ottenere una performance positiva (il processo era già svolto prima della normativa ESG). Attualmente può essere istituita una *task force* temporanea o permanente per valutare le proposte ESG, come le società affrontano gli obiettivi dichiarati e le potenziali implicazioni delle decisioni, così da ottenere informazioni dettagliate sulle opportunità e sui rischi presi in considerazione;

- *active ownership* – “*voice and vote*”, in cui azionisti e obbligazionisti di una società possono esprimere preferenze e convinzioni da integrare nella gestione della stessa, come i consulenti e i gestori che possono far leva sulla promozione di questi strumenti se è propedeutico alla *performance* positiva nel lungo periodo. Possono essere redatte anche lettere per portare a favore la tesi di un gruppo nella società;
- *portfolio screening*, ossia la selezione o esclusione dei titoli di società o Paesi.

Nello *screening* inclusivo (*best in class*) si tiene conto di società/Paesi, o con alti *rating* ESG rispetto altre dello stesso settore/area, o che superano una soglia minima di *rating*¹⁵⁰. Nello *screening* di esclusione (negativo) si vogliono escludere o limitare alcune esposizioni indipendentemente dal prezzo di mercato, attualmente è l'azione più nota. L'investitore valuterà

¹⁵⁰ “Soggettività dei rating: la divulgazione volontaria di determinate informazioni ESG da parte di società pubbliche e la natura soggettiva della determinazione del rating complessivo basata su una valutazione di un ampio insieme di questioni ESG possono portare a differenze sostanziali nei rating tra le agenzie. Queste incongruenze possono produrre partecipazioni e ponderazioni dei titoli molto diverse nelle strategie di screening inclusivo. A causa di queste incongruenze, l'investitore dovrebbe condurre una due diligence sulla metodologia del fornitore di rating”. Grim D. M., CFA and Berkowitz D. B., ESG, SRI and impact investing: A primer for decision-making, Vanguard (marzo 2020)

la strategia di *screening* più vicina ai suoi valori. Le categorie di attività cambiano in base al paese;

- *impact investing*, oltre a generare un ritorno finanziario si ricerca anche un impatto positivo in linea con i valori. L'attesa può essere sia di un ritorno minore rispetto ai prodotti classici sia un ritorno competitivo.

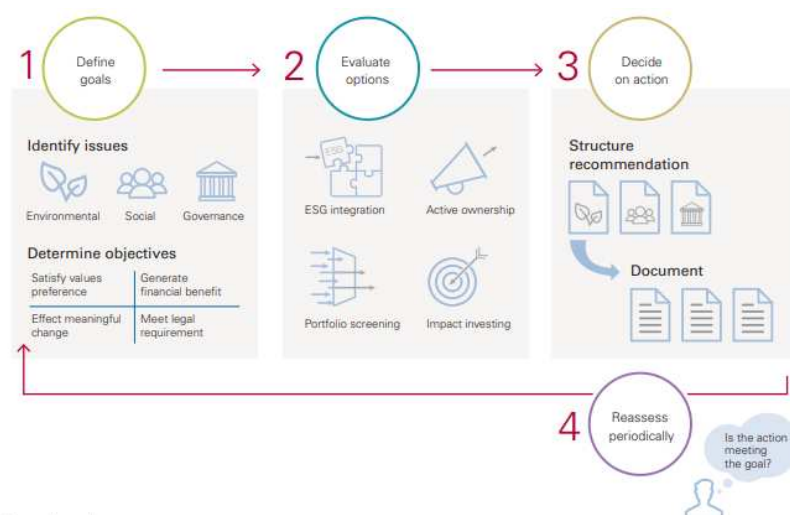
Si possono tener conto nelle azioni sia di metriche qualitative sia quantitative. Vista la mancata standardizzazione, secondo *Global Impact Investing Network (GIIN)*, è bene tener conto di diversi aspetti come il *benchmark* per valutare le performance, la selezione del gestore, la concentrazione del mercato, i costi di implementazione, la liquidità e il rischio legale e normativo.

Una volta valutate le azioni l'investitore, istituzionale o *retail*, deciderà quella più adatta.

Per ultimo si dovrà monitorare periodicamente le decisioni prese dalle società scelte, vedendo se, l'obiettivo dell'investitore è in linea con le azioni, i requisiti legali e i criteri decisionali del prodotto¹⁵¹.

¹⁵¹ Grim D. M., CFA and Berkowitz D. B., ESG, SRI and impact investing: A primer for decision-making, Vanguard (marzo 2020)

Figura 3.3 Riassunto dell'intero processo decisionale ESG



Source: Vanguard.

Fonte: Grim D. M., CFA and Berkowitz D. B., 2020, *ESG, SRI and impact investing: A primer for decision-making*, Vanguard

3.1.3 JSEG di JPMorgan AM

Un approccio attivo secondo *JPMorgan* favorisce una più completa informativa sulle caratteristiche ESG¹⁵².

Tra la vasta gamma di prodotti di *JPMorgan* c'è *JPM Global Research Enhanced Index Equity SRI Paris Aligned UCITS ETF*¹⁵³.

152 <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/adv/insights/etf-perspectives/active-etfs/esg-active-etfs/>

153 Ticker JSEG, ISIN IE000BXC49I6

Questo prodotto irlandese¹⁵⁴ è un ETF azionario globale ad accumulazione dei dividendi, a rischio contenuto, allineato *all'Accordo di Parigi* e alla normativa europea SFDR, precisamente un prodotto “*Articolo 9*”¹⁵⁵.

Esso è basato sull'indice *MSCI World SRI EU PAB Overlay ESG Custom Index*, istituito il 9 agosto 2023 e quotato in Borsa Italiana il 17 agosto 2023.

La banca depositaria del fondo è *Brown Brothers Harriman Trustee Services (Ireland) Limited*.

Attualmente il fondo ha 372 titoli a media e alta capitalizzazione di emittenti con sede nei paesi sviluppati con un NAV di 32,0205 USD, una performance del 16.11% e una dimensione di 405,11 milioni di USD al 31 gennaio 2025.

Essendo un prodotto attivo il primo obiettivo è superare i rendimenti del *benchmark*, nello stesso tempo ottenere risultati di decarbonizzazione, il tutto nel lungo periodo.

Il gestore tiene in considerazione i titoli con un potenziale di sovraperformance che soddisfano gli obblighi dell'indice riferito secondo il “*Regolamento sugli Indici di riferimento climatici dell'UE*”.

I settori presi in considerazione hanno lo scopo di conseguire una diminuzione “*della loro intensità di gas a effetto serra pari ad almeno il 7% medio annuo e*

¹⁵⁴ JPMorgan ETFs (Ireland) ICAV

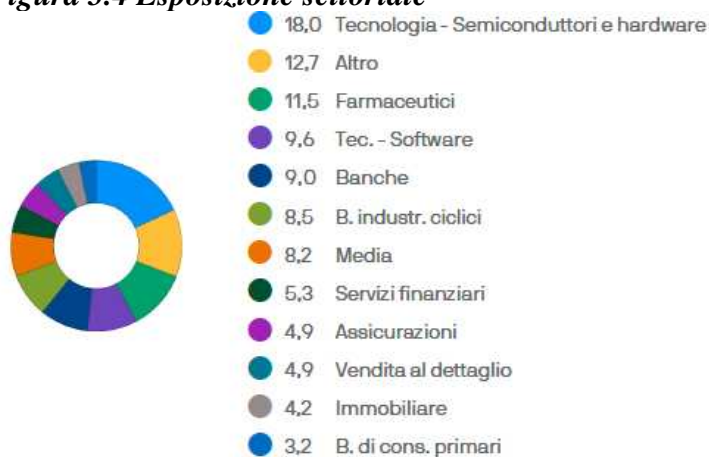
¹⁵⁵ “*Rientrano nell'articolo 9 i “prodotti che hanno come obiettivo investimenti sostenibili e che investono in attività economiche che contribuiscono a un obiettivo ambientale, come dimostrato dal fatto che le società che beneficiano di tali investimenti rispettano prassi di buona governance”. I gestori dei prodotti sono tenuti a fornire informazioni chiare e veritiere agli investitori sul relativo obiettivo d'investimento sostenibile. Qualora il fondo utilizzi un indice di riferimento, deve essere comunicato in che modo esso è in linea con il relativo obiettivo d'investimento sostenibile oltre che perché e in che modo tale indice differisce da un indice generale di mercato*”, <https://www.invesco.com/it/it/approfondimenti/la-nostra-gamma-di-fondi-per-gli-investimenti-sostenibili>.

una riduzione complessiva della sua intensità di gas a effetto serra rispetto all'Universo Investibile pari ad almeno il 50%."¹⁵⁶

La selezione avviene tramite il criterio di *screening best in class* basato su valori, norme e analisi fondamentale, affidandosi anche a fornitori terzi per identificare al meglio le attività compatibili.

I settori principali sono riassunti nella figura seguente:

Figura 3.4 Esposizione settoriale



Fonte: <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/adv/products/jpm-global-research-enhanced-index-equity-sri-paris-aligned-ucits-etf-usd-acc-ie000bxc49i6#/overview>

L'approccio del AMETF ESG cerca di influenzare positivamente il comparto sostenibile, evidenzia anche i principali fattori di rischio come la trasparenza, la comunicazione e la politica contabile.

Le partecipazioni al 31 gennaio 2025 con le percentuali più elevate sono descritte nella tabella 3.3

¹⁵⁶ <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/adv/insights/etf-perspectives/active-etfs/esg-active-etfs/>

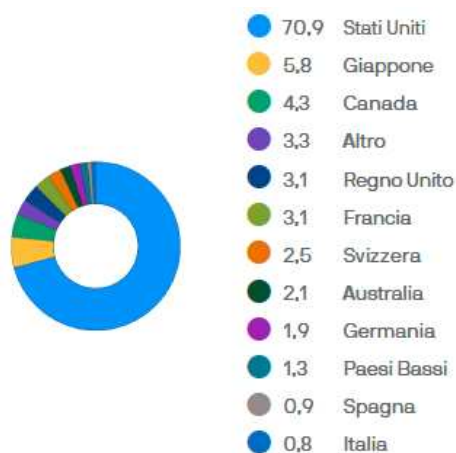
Tabella 3.3 Titoli principali di portafoglio

PRINCIPALI 10 TITOLI	Settore	% degli attivi
Apple	Tecnologia - Semiconduttori e hardware	5,6
NVIDIA	Tecnologia - Semiconduttori e hardware	5,1
Microsoft	Tec. - Software	4,9
Amazon	Media	3,4
Alphabet	Media	2,9
Tesla	Automob. e componenti	1,6
Broadcom	Tecnologia - Semiconduttori e hardware	1,1
Visa	Servizi finanziari	1,1
Mastercard	Servizi finanziari	1,0
Eli Lilly	Farmaceutici	1,0

Fonte: <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/adv/products/jpm-global-research-enhanced-index-equity-sri-paris-aligned-ucits-etf-usd-acc-ie000bxc49i6#/overview>

Date le società l'esposizione è evidente verso il mercato USA come raffigurato nella figura 3.5

Figura 3.5 Esposizione geografica



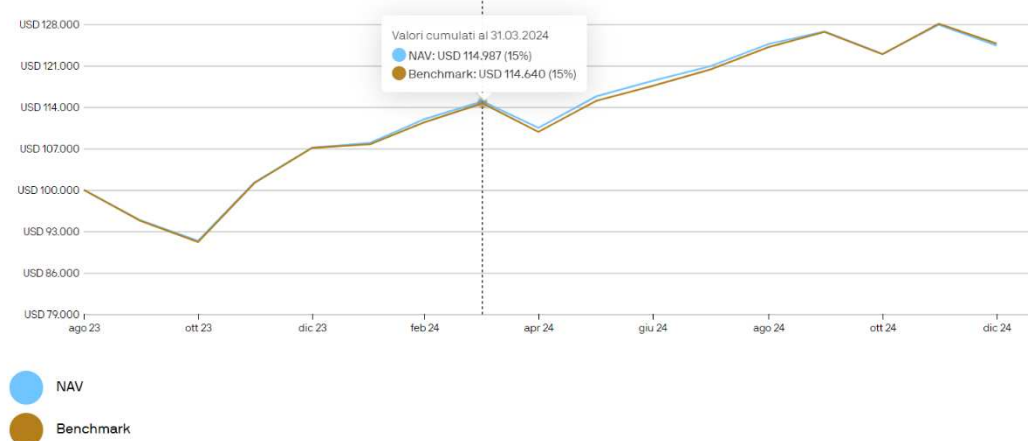
Fonte: <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/adv/products/jpm-global-research-enhanced-index-equity-sri-paris-aligned-ucits-etf-usd-acc-ie000bxc49i6#/overview>

Le commissioni (TER) sono pari al 0.25% con costi di transazione di 0.03% in base al volume di acquisto e vendita dei titoli sottostanti e sono in linea con altri prodotti attivi di altre case di gestione.

Il rischio è medio, un livello 4 (max 7), l'indicatore di rischio tiene conto della volatilità dei mercati soprattutto nel contesto attuale.

Per quanto riguarda la *performance* l'ETF mostra un buon andamento ma , ad oggi, il *tracking record* è troppo breve per una analisi più dettagliata.

Figura 3.6 Performance NAV e indice



Fonte: <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/adv/products/jpm-global-research-enhanced-index-equity-sri-paris-aligned-ucits-etf-usd-acc-ie000bxc49i6#/overview>

Figura 3.7 Performance al 31 gennaio



Fonte: <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/adv/products/jpm-global-research-enhanced-index-equity-sri-paris-aligned-ucits-etf-usd-acc-ie000bxc49i6#/overview>

3.2 ETF attivi globali

Le incertezze di mercato fanno privilegiare gli investimenti azionari a lungo termine dato che, il breve periodo può portare volatilità elevata e rendimenti contenuti.

Una strategia utilizzata sono gli ETF azionari internazionali che permettono rendimento ma, ad un rischio contenuto.

Il progresso tecnologico ha portato sia efficienza nella struttura delle borse e dei costi sia un cambio per gli operatori di mercato. Un esempio possono essere le *app* sui dispositivi mobili che hanno avvicinato l'investitore registrando anche un aumento dei volumi; tuttavia, hanno causato problemi nell'acquisto impulsivo ottenendo, un impatto negativo nel lungo periodo.

Nelle prospettive attuali quindi, l'indice *MSCI World* può essere una buona strategia data la bassa volatilità, inoltre, negli anni ha ottenuto un forte aumento. Nella figura 3.8 viene riportata la crescita di tre indici importanti *Morgan Stanley Capital International (MSCI)* dal 2009 al 2024. Il primo indice *MSCI World* è basato su 23 paesi con 1.700 titoli, il secondo *MSCI Emerging Markets* tiene

conto di società a media e alta capitalizzazioni di mercati emergenti di 24 Paesi con 1.252 titoli. Per ultimo *MSCI All Country World Index (ACWI)*, un indice basato su 2.500 titoli di 49 paesi con alta e media capitalizzazione di mercati sia sviluppati sia emergenti¹⁵⁷. Ad oggi, l'indice in prevalenza azionario comprende una serie di suddivisioni in base a criteri geografici e settoriali e ESG.

Figura 3.8 Performance da dicembre 2009 a dicembre 2024



Fonte: <https://www.msci.com/documents/10199/178e6643-6ae6-47b9-82be-e1fc565ededb>

Con riferimento alle teorie di finanza comportamentale, gli investitori, per familiarità (home bias) e per mitigare il rischio valutario, prediligono titoli nazionali limitando così la diversificazione geografica. Un approccio più ampio permette di ottenere opportunità in Regioni diverse, riducendo la volatilità di un singolo mercato sfruttando i diversi cicli economici e le fluttuazioni di valute per

¹⁵⁷Cfr.: Bellelli, G., *Investire con gli ETF e ETC*, Hoepli, seconda edizione, 14-15, 31-55, 63-88 (2024), <https://www.msci.com/documents/10199/c0db0a48-01f2-4ba9-ad01-226fd5678111>

minimizzare le oscillazioni della propria. Dati i vantaggi esposti, nel lungo periodo un ETF basato su un indice globale può essere una importante posizione core del portafoglio¹⁵⁸.

3.2.1 JREM di JPMorgan AM

L'ETF attivo azionario globale su mercati emergenti *JPMorgan ETFs (Ireland) ICAV - Global Emerging Markets Research Enhanced Index Equity (ESG) UCITS ETF*¹⁵⁹ con benchmark *MSCI Emerging Market Index* è stato istituito il 6 dicembre 2018. Il prodotto al 31 gennaio 2025 dispone di 400 titoli, con un NAV pari a USD 31,1506 e una dimensione di USD 1,45 mld, per quanto riguarda la *performance* la percentuale è pari al 6,54%¹⁶⁰.

JREM è un OICR con separazione patrimoniale multicomparto, ha lo scopo di conseguire un rendimento maggiore all'indice di riferimento. Dal KIID si evince che il comparto vuole perseguire l'obiettivo di investire il 67% del patrimonio in azioni di società che hanno sede o svolgono l'attività principale in Paesi emergenti, anche comprese coloro a bassa capitalizzazione. Inoltre, tiene conto dell'aspetto ambientale e sociale investendo il 51% in attività ESG e un 20% in strumenti liquidi o equivalenti, compresi i derivati.

¹⁵⁸ Zangrandi G., ETF, i vantaggi di un'allocazione di lungo termine in azioni internazionali, Focus Italia (23 ottobre 2024)

¹⁵⁹ Ticker; JREM ISIN: IE00BF4G6Z54

¹⁶⁰ <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/adv/products/jpm-global-emerging-markets-research-enhanced-index-equity-esg-ucits-etf-usd-acc-ie00bf4g6z54>

Per quanto riguarda l'aspetto sostenibile, il gestore applica una metodologia di *screening* negativo per escludere tutte le attività non rientranti nei criteri ESG internazionali (secondo *Accordo di Parigi* e classificati “articolo 8” secondo *SFDR*).

I Paesi emergenti compresi attuali sono 24 come riassunto nella figura 3.9.

Figura 3.9 Scomposizione geografica



Fonte: <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/adv/products/jpm-global-emerging-markets-research-enhanced-index-equity-esg-ucits-etf-usd-acc-ie00bf4g6z54>

I titoli selezionati dal gestore tenendo conto delle potenzialità future sono mostrati nella tabella 3.4 (i primi 10 titoli per percentuale) con riferimento al settore di appartenenza mentre, i principali sono descritti nella figura 3.10.

Tabella 3.4 Principali titoli

PRINCIPALI 10 TITOLI	Settore	% degli attivi
TSMC	Informatica	9,9
Tencent	Servizi di comunicaz	4,9
Samsung Electronics	Informatica	2,8
Alibaba	B. di cons. discrez.	2,5
HDFC Bank	Finanza	1,8
Meituan	B. di cons. discrez.	1,4
Reliance Industries	Energia	1,4
China Construction Bank	Finanza	1,4
Infosys	Informatica	1,3
ICICI Bank	Finanza	1,2

Fonte: <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/adv/products/jpm-global-emerging-markets-research-enhanced-index-equity-esg-ucits-etf-usd-acc-ie00bf4g6z54>

Figura 3.10 Scomposizione settoriale



Fonte: <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/adv/products/jpm-global-emerging-markets-research-enhanced-index-equity-esg-ucits-etf-usd-acc-ie00bf4g6z54>

In aggiunta l’ETF ha la possibilità di investire fino al 40% in “Azioni Cina di Classe A tramite il Programma China-Hong Kong Stock Connect” e in “titoli collegati a strutture VIE per assumere un'esposizione.”

Il rischio è medio, un valore di 4 su una scala di valore minimo 1 e valore massimo 7, con volatilità pari a quella dell'indice. Le commissioni sono dello 0.42% e un ulteriore 0.25% per i costi di transazione.

L'analisi del portafoglio è riassunta nella tabella seguente.

Tabella 3.5 Analisi del portafoglio

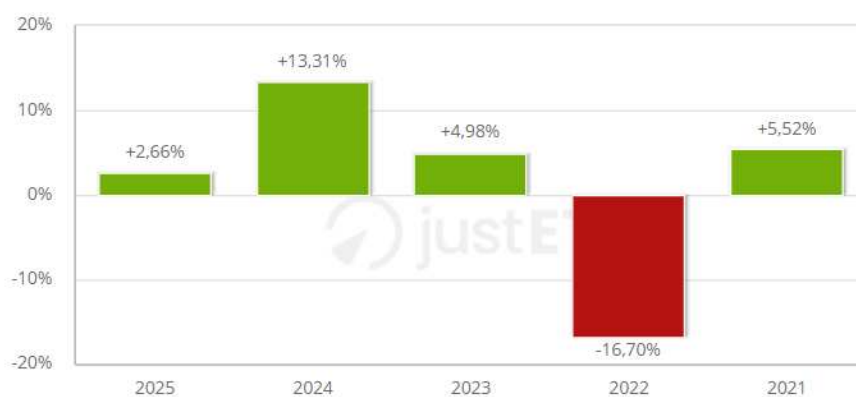
Valore	3 anni	5 anni
Correlazione	1,00	1,00
Alfa (%)	-1,23	-0,50
Beta	1,01	1,01
Volatilità annualizzata (%)	17,67	18,54
Indice di Sharpe	-0,32	0,02
Tracking error (%)	1,59	1,53
Information ratio	-0,76	-0,31

Fonte: <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/adv/products/jpm-global-emerging-markets-research-enhanced-index-equity-esg-ucits-etf-usd-acc-ie00bf4g6z54>

Dal primo dato si evince che, la movimentazione del fondo e del *benchmark* si muovono in egual misura, per quanto riguarda l'*alfa* l'ETF non ha sovraperformato tende invece ad essere una replica. Il *beta* riassume i dati precedenti essendo leggermente maggiore di uno. La volatilità annualizzata eguaglia la stessa dell'indice di riferimento. I valori successivi esprimono la *performance* aggiustata per il rischio che evidenzia un rendimento non in linea con il rischio, il *tracking error* esprime uno scostamento dato dai costi e dalle scelte del gestore. In ultimo, l'*information ratio* che testimonia, essendo negativo, la mancata *sovraperformance*.

Le performance in base anche ai valori precedenti sono state positive nei primi anni e non superiori all'indice negli ultimi anni, solo nel 2022 l'ETF ha subito una perdita leggermente superiore rispetto al *benchmark*¹⁶¹.

Figura 3.11 Panoramica dei rendimenti



Fonte: <https://www.justetf.com/it/etf-profile.html?isin=IE00BF4G6Z54>

¹⁶¹ <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/adv/products/jpm-global-emerging-markets-research-enhanced-index-equity-esg-ucits-etf-usd-acc-ie00bf4g6z54>

Figura 3.12 Performance ETF e benchmark

- 1** Classe: JPM Global Emerging Markets Research Enhanced Index Equity (ESG) UCITS ETF - USD (acc)
- 2** Indice di riferimento: MSCI Emerging Market Index (Total Return Net)

RIVALUTAZIONE DI UN INVESTIMENTO DI USD 100.000 Anni solari



Performance su base mobile a 12 mesi, a fine trimestre (%)

Alla fine di dicembre 2024

Fonte: <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/adv/products/jpm-global-emerging-markets-research-enhanced-index-equity-esg-ucits-etf-usd-acc-ie00bf4g6z54>

3.2.2 YCSH di BlackRock

*IShares EUR Cash UCITS ETF*¹⁶² è un ETF a gestione attiva monetario di *BlackRock*, quotato il 21 novembre 2024.

Al 31 gennaio 2025 il NAV è pari al 15.08 € e rendimento totale del 0.23%.

¹⁶² Ticker: YCSH, ISIN: IE000JJPY166

Riguardo altre informazioni generali l'indice di riferimento è *Overnight Euro Short-Term Rate (€STR¹⁶³)*, è un fondo ad accumulazione e si basa sulla normativa europea *SFDR* classificando il prodotto “*articolo 8*”¹⁶⁴.

Per quanto riguarda la filosofia d'investimento il fondo ha l'obiettivo di generare una performance positiva tramite titoli liquidi a reddito fisso con elevata capacità creditizia e altri strumenti del mercato monetario a breve scadenza, tenendo in considerazione l'aspetto ambientale e sociale nella scelta (tramite *screening* negativo) con vincolo di rimborso di massimo 397 giorni.

Precisamente i titoli possono essere “*emessi o garantiti dai governi degli Stati membri dell'Unione europea (aderenti o meno all'UEM) o da altri governi sovrani, agenzie governative, società ed enti sovranazionali*”.

Il 7.5% del portafoglio può avere scadenza giornaliera mentre, il 15% almeno a scadenza settimanale, la scadenza media comunque, è di giorni pari o inferiori a 60 e vita media di 120 giorni.

Il prodotto è a breve termine, con un obiettivo di rendimento superiore ai tassi del mercato monetario (essendo monetario le sovraperformance non sono elevate) quindi, è altamente influenzato dai tassi di interesse. Il rischio valutario invece, viene coperto tramite l'uso di derivati ma ponendo il problema dello *spill-over*¹⁶⁵ saranno attuati procedimenti appropriati.

Le prime dieci classi di azione al 31 gennaio 2025 sono riassunte nella tabella seguente.

¹⁶³ “*misura il costo della raccolta all'ingrosso non garantita con scadenza overnight*”, https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me-more/html/benchmark_rates_qa.it.html

¹⁶⁴ <https://www.blackrock.com/it/consulenti/products/337800/ishares-eur-cash-ucits-etf>

¹⁶⁵ *Potenziale rischio di contagio di una classe di azioni sulle altre*

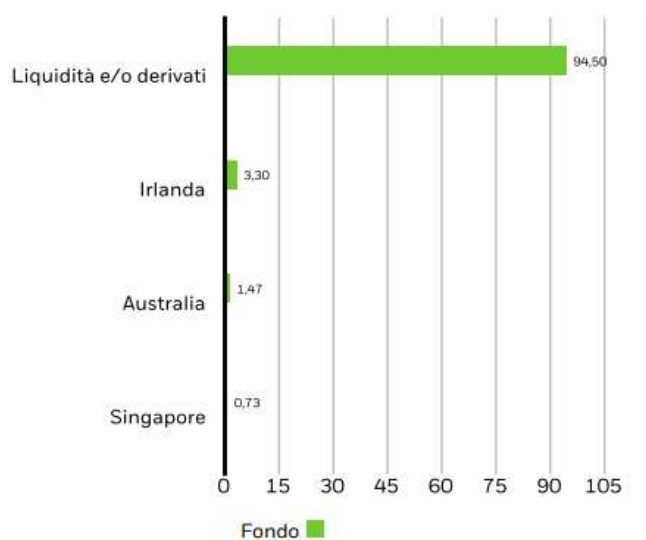
Tabella 3.6 Classi di azione

TRI-PARTY GOLDMAN SACHS INTERNATIO	9,16%
TRI-PARTY CREDIT AGRICOLE CORPORAT	9,16%
TRI-PARTY GOLDMAN SACHS INTERNATIO	9,16%
KBC BANK (LONDON BRANCH) EURO	8,43%
BRED BANQUE POPULAIRE EURO	8,43%
TRI-PARTY BNP PARIBAS	5,86%
BLACKROCK ICS EURO LIQUID EN CL	3,30%
DEUTSCHE BANK AG (LONDON BRANCH) RegS	2,93%
SUMITOMO MITSUI TRUST BANK LTD (LO	2,93%
SATELLITE SAS	2,92%
Totale del portafoglio	62,28%

Fonte: <https://www.blackrock.com/it/consulenti/products/337800/ishares-eur-cash-ucits-etf>

Nella precisione il fondo investe in titoli sia interni sia esterni all'eurozona come mostra la figura 3.13

Figura 3.13 Esposizione geografica



Fonte: <https://www.blackrock.com/it/consulenti/products/337800/ishares-eur-cash-ucits-etf>

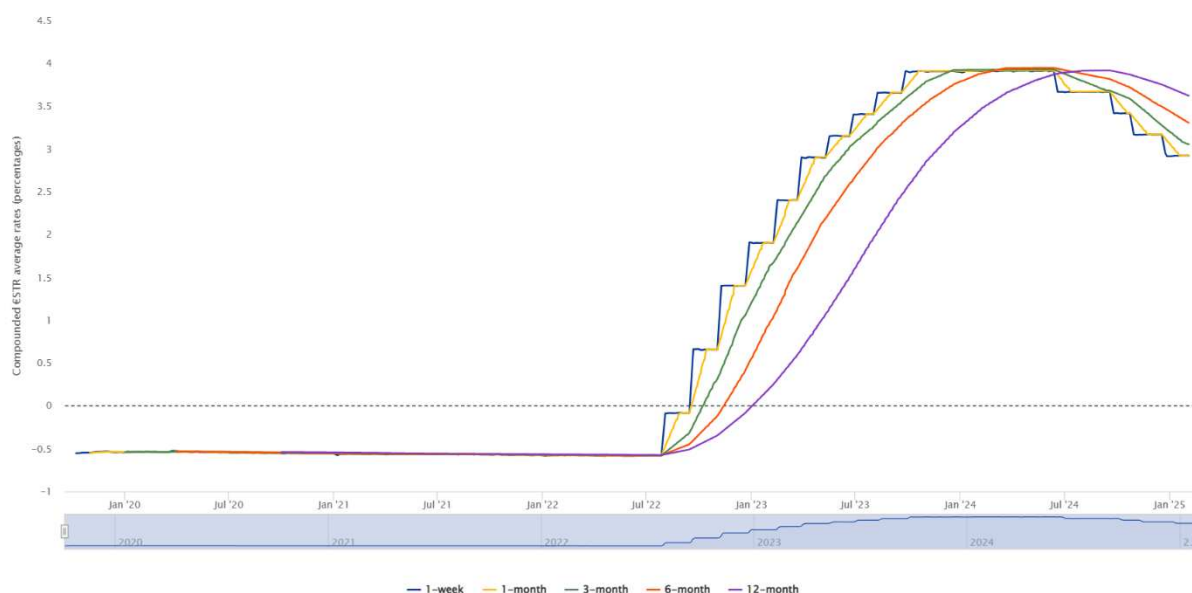
Date le caratteristiche esposte l'indicatore di rischio sintetico è pari a 1 ovvero, minimo rischio (non nullo) che può essere tradotto in un basso rendimento

rimanendo comunque, uno strumento particolarmente utile nei momenti di oscillazione dei tassi di interesse.

Le commissioni sono estremamente basse per un AMETF dato che sono pari al 0.10% e con costi di transazione di 0.03%.

Di seguito, le figure 3.14 e 3.15 raffiguranti, l'indice di riferimento della prima e la performance dell'ETF nella seconda, dato l'abbassamento dei tassi di interesse i prezzi di mercato dei titoli del portafoglio sono aumentati influenzando il prodotto.

Figura 3.14 €STR



Fonte: https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_short-term_rate/html/eurostr_overview.en.html

Figura 3.15 Performance YCSH



Fonte: <https://www.justetf.com/it/etf-profile.html?isin=IE000JJPY166#panoramica>

3.2.3 Lifestrategy

Vanguard tra la vasta gamma di prodotti ha deciso di emettere degli AMETF *multiasset* diversificandoli in base alla percentuale di classe attiva. Si è preso in considerazione il *LifeStrategy 60% Equity UCITS ETF - (EUR) Distributing*¹⁶⁶, quindi, un prodotto con percentuale azionaria massimo pari al 60%. Al 31 gennaio 2025 il NAV è pari a 29.81€ , performance pari al 0.64% e AuM di 61.44M di €, con data di lancio 10 dicembre 2020¹⁶⁷.

Il fondo con obiettivo di lungo termine mira a una sovraperformance con titoli a reddito fisso e azionari tramite investimenti in altri OICR, la particolarità è

¹⁶⁶ Ticker: VNGD60, ISIN: IE00BMVB5Q68

¹⁶⁷ <https://www.it.vanguard/professional/prodotti/etf/multi-asset/9495/lifestrategy-60-equity-ucits-etf-eur-distributing>

l'assenza di un indice diretto di riferimento dando al gestore la flessibilità di scelta della composizione di portafoglio.

Tabella 3.7 ETF sottostanti

Vanguard Global Aggregate Bond UCITS ETF EUR Hedged Accumulating	19.3%
Vanguard FTSE All-World UCITS ETF (USD) Accumulating	19.2
Vanguard FTSE Developed World UCITS ETF (USD) Accumulating	19.1
Vanguard FTSE North America UCITS ETF	13.0
Vanguard USD Treasury Bond UCITS ETF EUR Hedged Accumulating	7.8
Vanguard USD Corporate Bond UCITS ETF EUR Hedged Accumulating	5.3
Vanguard EUR Eurozone Government Bond UCITS ETF (EUR) Accumulating	5.1
Vanguard FTSE Emerging Markets UCITS ETF (USD) Accumulating	4.0
Vanguard FTSE Developed Europe UCITS ETF (EUR) Accumulating	2.7
Vanguard EUR Corporate Bond UCITS ETF (EUR) Accumulating	1.8
Vanguard FTSE Japan UCITS ETF (USD) Accumulating	1.1
Vanguard U.K. Gilt UCITS ETF EUR Hedged Accumulating	0.9
Vanguard FTSE Developed Asia Pacific ex Japan UCITS ETF (USD) Accumulating	0.7
Total	100%

Fonte: <https://www.it.vanguard/professional/prodotti/etf/multi-asset/9495/lifestrategy-60-equity-ucits-etf-eur-distributing>

Il gestore nello stesso tempo ha dei vincoli, in primis, dati dalla percentuale azionaria come riferito nella tabella 3.7

Tabella 3.8 Composizione portafoglio

	Percentuale
Obbligazionario	40,13%
Breve termine	0,14%
Azionario	59,73%

Fonte: <https://www.it.vanguard/professional/prodotti/etf/multi-asset/9495/lifestrategy-60-equity-ucits-etf-eur-distributing>

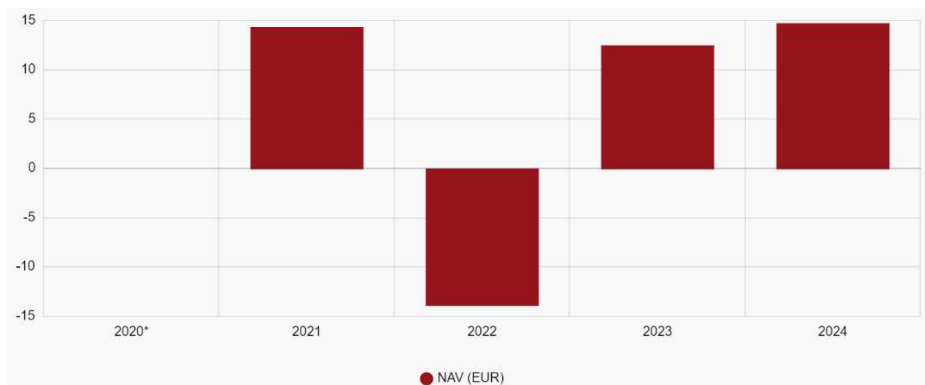
Gli ETF e i fondi facenti parte del portafoglio sono diversificati e a replica passiva, come stabilito dai requisiti della Banca Centrale con possibilità di ribilanciamento a discrezione del gestore. Nella tipologia, è possibile la scelta in prodotti esposti sui mercati emergenti e sviluppati anche in valute differenti (esponendo il prodotto al rischio di cambio), per gli obbligazionari *investment grade* sono comprese società, Titoli del Tesoro e Titoli di Stato.

La banca depositaria è *Brown Brothers Harriman Trustee Services (Ireland) Limited*.

Nel valutare il rischio si tiene conto che l'investitore tenga il prodotto per almeno 5 anni, l'indicatore pari a 3 testimonia un rischio medio-basso, desumendo che le avversità estreme di mercato sono molto improbabili e la perdita che si può subire dalle oscillazioni di mercato è molto moderata. Nella considerazione si deve tener conto data la varietà del portafoglio di limiti derivanti “da movimenti del mercato azionario, tassi d'interesse, spread creditizi e volatilità”¹⁶⁸.

Le performance attuali sono positive, quindi, stanno generando valore per l'investitore e un rendimento del 2.34% dato dai dividendi.

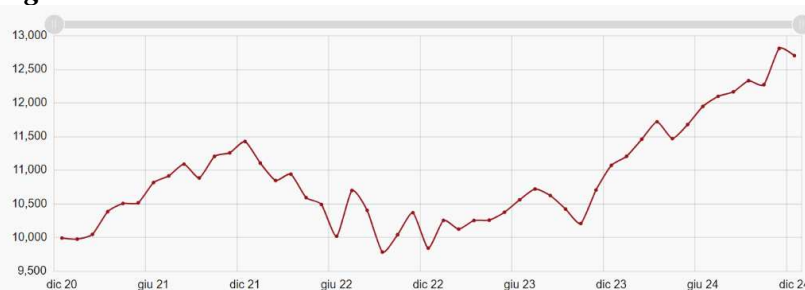
Figura 3.16 Rendimento al netto delle spese annuo



Fonte: <https://www.it.vanguard/professional/prodotti/etf/multi-asset/9495/lifestrategy-60-equity-ucits-etf-eur-distributing>

¹⁶⁸ https://fund-docs.vanguard.com/ie00bmvb5q68_priipskid_it.pdf

Figura 3.17 Crescita dal lancio



Fonte: <https://www.it.vanguard/professional/prodotti/etf/multi-asset/9495/lifestrategy-60-equity-ucits-etf-eur-distributing>

In ultimo, le commissioni sono pari al 0.25% e costi di transazione del 0.06% rendendo il prodotto molto competitivo, diversificato e unico nel mercato europeo per la sua strategia di investimento¹⁶⁹.

¹⁶⁹ https://fund-docs.vanguard.com/ie00bmvb5q68_priipskid_it.pdf

CAPITOLO 4 GESTIONE ATTIVA: CONFRONTO TRA ETF E FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO

4.1 Fondi comuni di investimento a gestione attiva: overview

I fondi comuni di investimento sono gli strumenti finanziari più utilizzati, attualmente, per il risparmio gestito. Anche essi sono OICR gestiti da professionisti di una SGR basati su un indice di riferimento. Come per gli ETF, nel patrimonio, diviso in quote, confluiscono le risorse di numerosi risparmiatori che hanno diversi obiettivi. Il valore di ogni quota è espresso dal NAV¹⁷⁰, che dipenderà dal controvalore in portafoglio. Esso è pubblicato quotidianamente ma, riferito a due giorni lavorativi precedenti (nel caso italiano). Anche per i fondi vale il meccanismo di creazione e rimborso, tuttavia la differenza principale con i “cloni” risiede proprio nella mancata negoziazione in borsa dei tali e quindi anche della non necessità di arbitraggio¹⁷¹.

I prodotti sono calibrati in base alle preferenze degli investitori come, il livello di reddito o risorse, il rischio e altri fattori psicologici ed etici che possono interessare l’investimento¹⁷².

Dato ciò, l’ampio utilizzo di essi è determinato dalla diversificazione interna con volatilità contenuta e dalla possibilità di una gestione attiva professionale.

¹⁷⁰ $(\text{liquidità} + (\text{quotazione dei titoli} * \text{quantità})) / \text{numero di quote}$, Bellelli, G., Investire con gli ETF e ETC, Hoepli, seconda edizione, 9 (2024)

¹⁷¹ Bellelli, G., Investire con gli ETF e ETC, Hoepli, seconda edizione, 8-13 (2024)

¹⁷² Xue-jun J., Xiao-lan Y., Empirical study on mutual fund objective classification, Journal of Zhejiang University SCIENCE (2004)

Gli ulteriori vantaggi sono dati dalla flessibilità della gestione attiva con vincoli da rispettare: il livello di rischio e la percentuale azionaria stabilita se indicata nel prospetto¹⁷³.

Dall'altro lato secondo le fonti, i limiti noti riguardano i costi e le commissioni (in alcuni casi troppo elevate) e la mancata trasparenza sulle posizioni di portafoglio giornaliero. Per i primi il valore si aggira tra 1.2 -2.2% ma, ci sono fondi anche con commissioni del 3-4%¹⁷⁴, il che li rende poco competitivi rispetto altri prodotti. La problematica in parte è data sia nella *governance* nei consigli di amministrazione sia dalle aspettative errate degli investitori. Non hanno alti livelli di trasparenza, sono indicate solo le prime dieci posizioni due giorni dopo, infatti, spesso si parla di “blackbox”. Questi svantaggi oltre alla scarsa liquidità nella maggior parte dei prodotti, limitante per molti investitori professionali, rendono lo strumento inefficiente e per quanto riguarda la gestione attiva anche non sovraperformante come si potrebbe sperare. Nel caso statunitense, non beneficiano oltretutto di nessun vantaggio fiscale. In alcuni casi, le case di gestione pubblicizzano sia fondi “deboli” sia fondi “forti” per attrarre gli investitori verso i secondi anche se con costi maggiori ma, limitando così la concorrenza che dovrebbe far privilegiare i fondi performanti con commissioni in linea¹⁷⁵.

Anche per i fondi è importante il monitoraggio della posizione e il controllo della documentazione (identica agli ETF)¹⁷⁶.

¹⁷³ Cfr.: Bellelli, G., Investire con gli ETF e ETC, Hoepli, seconda edizione, 8-13 (2024), <https://www.fidelity-italia.it/asset-allocation-strumenti-finanziari/fondi-di-investimento>, Smith D. M., The economics of mutual funds, SSRN (marzo 2009)

¹⁷⁴ Bellelli, G., Investire con gli ETF e ETC, Hoepli, seconda edizione, 8-13 (2024)

¹⁷⁵ Smith D. M., The economics of mutual funds, SSRN (marzo 2009)

¹⁷⁶ <https://www.fidelity-italia.it/asset-allocation-strumenti-finanziari/fondi-di-investimento>

4.1.1 Tipologie

Come per gli ETF, anche nel caso dei fondi comuni si possono classificare in diverse tipologie, a seconda dello stile di gestione, degli obiettivi di investimento e delle strategie.

Per quanto riguarda lo stile di gestione, è possibile classificare i fondi a gestione attiva e a gestione passiva.

Nella gestione attiva, c'è un margine di discrezionalità del gestore per variare l'*asset allocation*, con approccio *bottom-up*¹⁷⁷ o *top-down*¹⁷⁸, per ottenere una performance migliore. Le decisioni riguardano sia la selezione dei titoli sia scelte di *stock picking* e *market timing*, “battere il mercato” nel tempo si è rilevato difficile in termini di identificazione delle inefficienze per la selezione e di regolarità di sovraperformance. Il costo è più elevato ma, nei ribassi di mercato i fondi dovrebbero contenere le perdite e sfruttare il momento per il rialzo futuro acquistando titoli sottovalutati.

Nell'altro caso il fondo replica il benchmark detenendo gli asset alle stesse proporzioni, viene anche definito investimento indicizzato. Si concentra maggiormente sull'efficienza di mercato, dando come presupposto che il valore di scambio è uguale al NAV e che ingloba tutte le informazioni, non possono

¹⁷⁷ Strategia in cui prima si considerano i titoli sottovalutati poi, si tiene conto dei fattori macro, geografici e settoriali, Silano S., Strategie, meglio partire dall'alto o dal basso?, Morningstar (2015)

¹⁷⁸ Strategia in cui si tiene conto della situazione economica evidenziando i possibili settori sovraperformanti e nei settori i singoli titoli, l'implementazione e il monitoraggio sono molto dispendiose, perciò meno utilizzato, Silano S., Strategie, meglio partire dall'alto o dal basso?, Morningstar (2015)

esserci sopravvalutazioni o sottovalutazioni. Il tasso di rotazione è più basso, quindi, fornisce ampia diversificazione a costi più contenuti¹⁷⁹.

Il secondo criterio ovvero, gli obiettivi di investimento prevede la divisione dei fondi tra chiusi e aperti.

Nei fondi chiusi l'ingresso e l'uscita è stabilita a priori, la sottoscrizione e la scadenza è predeterminata. In aggiunta, il numero di quote di partecipazione può essere fisso. Di solito questo tipo di fondi investe per lungo periodo (10-15 anni) in strategie più complesse, quindi più adatti ad una strategia *buy and hold*. Per gli aperti, l'investitore può acquistare e vendere in base alle esigenze¹⁸⁰.

Le strategie di investimento possono essere ad esempio azionarie, obbligazionarie, bilanciate, flessibili, monetarie (o di liquidità) e immobiliari (ma anche, materie prime, crypto e altro).

Nella prima categoria, l'investitore seleziona una gamma di azioni per creare un portafoglio con un determinato rischio. Una ulteriore diversificazione è tra titoli *growth*, più rischiose che si basano sull'aumento del valore o del prezzo delle azioni e *income*, che enfatizzano i dividendi rispetto al capitale di rischio con l'obiettivo di fornire un reddito stabile¹⁸¹.

Per la seconda categoria, si può selezionare obbligazioni societarie o governative, a lungo e a breve periodo, in Paesi sviluppati o emergenti in modo tale che possano adattarsi a profili di rischio bassi e diversi.

¹⁷⁹ Blau J. M., Paprocki R. J., Managing your mutual funds: Active vs. passive, Urology Times, 52 (settembre 2011)

¹⁸⁰ <https://www.fidelity-italia.it/asset-allocation-strumenti-finanziari/fondi-di-investimento>

¹⁸¹ Vorce Crocker S., Mutual Fund Investing: What You Need to Consider When Choosing Your Mutual Funds, THE ALABAMA NURSE, 25 (2008)

Nella strategia bilanciata o flessibile si comprendono le due strategie precedenti ossia, il fondo investe nei titoli azionari e obbligazionari, il livello di rischio dipenderà dalla percentuale dell'*equity*. Questa tipologia può essere distinta tra tradizionale e con *asset allocation* dinamica. I tradizionali hanno un portafoglio statico con azioni, obbligazioni e liquidità mentre, per i dinamici la composizione è variabile. Data la flessibilità di quest'ultimi possono essere orientati verso una ricerca di sovraperformance e variano in base alle situazioni macroeconomiche e di tendenza del mercato, quindi, possono anche affiancarsi investimenti in immobili e materie prime con una rotazione frequente del sottostante.

Nel caso dei fondi monetari e di liquidità, il sottostante è composto da titoli monetari a breve termine con *rating investment grade*, il rischio è basso e beneficiano delle modifiche dei tassi di interesse.

Per l'ultima strategia quella immobiliare, i fondi hanno come sottostante principalmente immobili con redditi distribuiti regolarmente e può essere adatta nel lungo termine. La diversificazione varia per Paesi e tipologie immobiliari differenti come “*uffici, magazzini, negozi e condomini residenziali*”. Le sottocategorie sono date dai tradizionali e dai fondi di società immobiliare. I primi investono nel “*mattoni*”, ossia, immobili con trattative di compravendita, nella ricerca dei locatari e nella manutenzione degli edifici, i rendimenti in questo caso, sono dati dalla rivalutazione degli immobili e dalla componente locativa. La seconda sottocategoria dispone le risorse per società operanti nel campo immobiliare “*quali, imprese edili, catene alberghiere, costruttori di*

immobili abitativi e proprietari di unità commerciali”. Il rendimento è dato dai rialzi dei titoli azionari, dai dividendi delle società REIT¹⁸² e dalle locazioni¹⁸³. Le scelte verranno prese in base agli obiettivi e alla pianificazione finanziaria¹⁸⁴.

4.1.2 Performance e commissioni

I costi e le commissioni sono tra le voci principali da valutare, hanno lo scopo di remunerare il lavoro della SGR e della rete connessa.

I costi variano in base alla dimensione, alla liquidità e al *turnover*. I fondi di dimensione maggiore hanno costi inferiori perché detengono e negoziano azioni più capitalizzate e liquide e i *turnover* sono meno frequenti, i fondi “piccoli” invece, hanno rendimenti più elevati date le società più rischiose sottostanti ma, costi più alti, in aggiunta, lo *spread bid-ask* è ampio.¹⁸⁵

Le commissioni da considerare sono¹⁸⁶ :

- di gestione, il TER, specifiche per remunerare la SGR e rappresentano una percentuale fissa annua sul capitale investito, dipendono dalla tipologia di fondo¹⁸⁷.
- di ingresso e di uscita, richiesta per la sottoscrizione del fondo o al momento della vendita della quota, il valore si aggira tra il 3-5% e rappresenta il compenso per il broker e la consulenza;

¹⁸² *real estate investment trust*

¹⁸³ <https://www.fidelity-italia.it/asset-allocation-strumenti-finanziari/fondi-di-investimento>

¹⁸⁴ Bellelli, G., Investire con gli ETF e ETC, Hoepli, seconda edizione, 8-13(2024)

¹⁸⁵ Busse J. A., Chordia T., Jiang L., Tang Y., Transaction Costs, Portfolio Characteristics, and Mutual Fund Performance, SSRN (2019)

¹⁸⁶ Bellelli, G., Investire con gli ETF e ETC, Hoepli, seconda edizione, 8-13 (2024)

¹⁸⁷ Riferimenti sottoparagrafo 1.2.2

- di performance o di incentivo, se il fondo ottiene performance superiori al benchmark, quindi, nel caso di fondi attivi per remunerare il gestore. Di solito sono tra il 10 e il 20% sull'*extra performance*, per ovviare alla percentuale di costo è possibile scegliere i fondi con clausola "*high water mark*" in cui la commissione è prevista solo se il valore è in assoluto il più alto dal periodo del lancio;
- di negoziazione o di intermediazione, per l'acquisto e la vendita dei titoli sottostanti al fondo¹⁸⁸;
- switch, per il passaggio da un fondo a un altro nella stessa casa di gestione e può essere trattato, in molti casi è nullo.

A tali commissioni possono affiancarsi altri costi dati dalla possibilità dei fondi di investire in altri fondi, ottenendo così un TER doppio o di investire in ETF aggravando il fondo anche dei costi dati da tale strumento.

Tutti le commissioni sono riassunte nel KIID e creano un *gap* rilevante tra il rendimento lordo e il netto nel caso dei fondi comuni di investimento, proprio ciò porta alla difficoltà del fondo a "battere il benchmark" secondo la teoria dei costi¹⁸⁹.

In generale gran parte dei fondi attualmente, non ha un vantaggio competitivo sostenuto sui costi di transazione all'aumentare della dimensione e della negoziazione.

Per quanto riguarda i rendimenti gli investitori secondo le fonti seguono i "comparti" con alti rendimenti passati sia attivi sia indicizzati, le pubblicità, così facendo i fondi con basse prestazioni non hanno deflussi di cassa importanti nel

¹⁸⁸ Riferimenti sottoparagrafo 1.2.2

¹⁸⁹ Riferimenti sottoparagrafo 1.2.2

momento in cui non registrano per diversi anni delle *sovraperformance* e questo porta ad un effetto inibitore del processo competitivo, in contrasto con le previsioni teoriche secondo cui solo i fondi *performanti* creano afflussi.

Per i fondi attivi alcune ricerche hanno evidenziato che, le *sovraperformance* vengono coperte dai costi di gestione e transazione, i migliori sotto questo punto di vista per il mercato USA sono i *growth* mentre per lo UK sono i fondi attivi *income*.

Gli investitori dovrebbero evitare i fondi con costi di caricamento per ribilanciamento, tener conto del *bid-ask spread* e delle implicazioni fiscali soprattutto nel lungo periodo.

In aggiunta, si creano problemi di distorsione delle informazioni e problemi di agenzia, richiedendo un aumento della trasparenza sui costi di negoziazione e delle performance e un ruolo educativo imparziale.¹⁹⁰

4.1.3 ETF a gestione attiva vs fondi comuni a gestione attiva

Innanzitutto, come per gli AMETF anche i AMMF seguono delle strategie per la selezione dei titoli come strategie di *market timing* e *stock picking*, tramite analisi fondamentale, analisi quantitativa e analisi matematica¹⁹¹.

Per quanto riguarda l'analisi fondamentale, si valuta il prezzo di mercato mettendolo a confronto con il valore intrinseco ovvero il valore della società e

¹⁹⁰ Cfr.: Cuthbertson K., Nitzsche D., O'Sullivan N., Mutual fund performance, SSRN (dicembre2006), Blau J. M., Paprocki R. J., Are exchange-traded funds better than mutual funds?, Urology Times (giugno 2010)

¹⁹¹ Cfr.: Cuthbertson K., Nitzsche D., O'Sullivan N., Mutual fund performance, SSRN (dicembre2006), Sherrill D. E., Shirley S. E., Stark J. R., Actively managed mutual funds holding passive investments: What do ETF positions tell us about mutual fund ability?, SSRN (2024)

questo include l'esame di fattori quali dividendi, flusso di cassa, *leverage* e tassi di crescita degli utili, lo scopo è selezionare le aziende sottovalutate.

Nell'analisi quantitativa, il funzionamento è simile alla precedente poiché si ricercano azioni sottovalutate ma, i dati presi in riferimento sono previsionali come stime sulle performance aziendali, stime degli analisti, rapporti di guadagno in base ad eventi economici, ossia, si cerca di prevedere come un titolo potrebbe comportarsi durante una particolare movimentazione dei tassi di interesse o in un contesto di tasso di crescita stimato.

L'ultima, l'analisi matematica, si basa su algoritmi che selezionano le società (principale per gli AMETF), perciò non ci sono gestori che prendono una scelta autonoma, i livelli di rischio sono determinati e rende la gestione più efficace perché, è lo stesso meccanismo che consiglia quando acquistare e vendere. Solitamente vengono utilizzate delle combinazioni delle tre¹⁹² mentre gli ETF a gestione attiva dovendo contenere i costi prediligono una analisi matematica e quantitativa così tralasciando in parte la strategia di *market timing* utile per ottenere performance superiori all'indice di riferimento.

Trattando nello specifico della differenza dei due strumenti finanziari esse sono molteplici e influenzano la scelta dell'investitore, che deve tener conto di fattori come la liquidità, i costi di gestione, la trasparenza e la performance.

Secondo una ricerca del 2017¹⁹³, la prima fatta a riguardo, che aveva lo scopo di verificare se i due strumenti fossero complementari o sostituti discutendo anche

¹⁹² Blau J. M., Paprocki R. J., Mutual funds: Stock picks vary by type of analysis, *Urology Times* (febbraio 2013)

¹⁹³ Sherrill E. D., Upton K., Actively Managed ETF versus actively managed mutual funds, *SSRN* (19 settembre 2017)

degli effetti fiscali e della liquidità, il risultato ha determinato una sostituibilità per la tipologia azionaria e mista.

La ricerca statunitense esaminava i flussi aggregati dei AMMF sui singoli AMETF e viceversa dividendoli per categorie di obiettivi di investimento. Le conclusioni hanno rilevato che per l'aspetto fiscale in caso di aumento di tasse i fondi avevano un vantaggio aggiuntivo (riguarda solo gli Stati Uniti) questo fino al 2019¹⁹⁴, perciò da preferire agli AMETF¹⁹⁵. Per quanto riguarda la liquidabilità si dovrebbero preferire gli ETF, il grado di sostituzione in questo caso era maggiore per gli investitori istituzionali (e *day trader*) ma, non statisticamente significativo, la capacità dell'ETF a gestione attiva di trasformarsi tempestivamente ed economicamente in denaro, fornendo quindi una negoziazione giornaliera, non è ancora paragonabile ad un fondo dato che esso richiede in alcuni casi giorni di lavorazione.

Altra differenza, ricade sulla trasparenza che è pari a qualsiasi altro strumento sul mercato per gli AMETF data la pubblicazione giornaliera di tutte le posizioni compreso il NAV e il valore di mercato. Al contempo, gli AMMF pur pubblicando le informazioni principali, non trapelano quelle che sono le strategie seguite dati i riferimenti solo alle prime dieci posizioni del fondo che in linea generale coincidono con le stesse dell'indice di riferimento. La differenza sostanziale invece, è nei costi che sono contenuti nel primo caso e alti nel secondo data la remunerazione per tutta la filiera connessa e la necessità di tenere un alto livello di riserve di liquidità per eventuali riscatti.

¹⁹⁴ Riferimento sottoparagrafo 3.2.3

¹⁹⁵ *Clientele effect*

Un fattore che limita gli ETF a gestione attiva riguarda l'arbitraggio e la volatilità maggiore, essendo soggetti ai prezzi di mercato si creano sconti e premi, rendendo così anche più volatili questi tipi di strumenti.¹⁹⁶

Da ciò emerge che i fondi a livello di selezione dei titoli sono più flessibili e hanno un *turnover* più elevato, dovendo solo rispettare il livello di rischio, potendo adottare strategie di scelte di titoli più dispendiose mentre, gli ETF attivi sono vincolati dai costi di *turnover* e di gestione che obbligatoriamente devono mantenersi bassi¹⁹⁷.

4.2 Performance e costi di un AMETF azionario comparato ad un AMMF azionario

Nella vasta gamma di prodotti si sono scelti rispettivamente un ETF a gestione attiva e un fondo comune a gestione attiva azionaria globale, con *tracking record* di più anni, della casa di gestione JP Morgan valutati da *Morningstar* (*Overall Morningstar Rating*¹⁹⁸) al 31 dicembre 2024 con cinque stelle. La scelta è stata guidata sia dalle valutazioni di *Morningstar* sia dal *tracking record*, essendo gli ETF nella maggior parte dei casi non del tutto valutabili dato il lancio minore di un anno.

¹⁹⁶ Sherrill E. D., Upton K., Actively Managed ETF versus actively managed mutual funds, SSRN (19 settembre 2017)

¹⁹⁷ Silano S., Gli Etf attivi sostituiranno i fondi?, Morningstar (14 dicembre 2023)

¹⁹⁸ *Categoria Morningstar: Azionari Internazionali Large Cap Blend* "valutazione della passata performance di un Comparto, basata sul rendimento e sul rischio e che mette a confronto investimenti simili con un gruppo di competitor", <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/per/products/jpm-global-research-enhanced-index-equity-esg-ucits-etf-usd-acc-ie00bf4g6y48#/documents>

Per lo strumento AMETF si è scelto *JPMorgan ETFs (Ireland) ICAV - Global Research Enhanced Index Equity (ESG) UCITS ETF (JREG)*¹⁹⁹ mentre, per l'AMMF *JPMorgan Funds - Global Focus Fund*²⁰⁰.

Le informazioni riportate sono state tratte dal KIID, dalla pagina di JPMorgan e dalla scheda mensile, comparando i dati quando possibile.

JREG è un ETF a gestione attiva azionario globale ad accumulazione con valuta dollari e domicilio in Irlanda, il lancio del comparto è avvenuto il 10 ottobre 2018, ha un approccio ESG basato sulla classificazione SFDR “articolo 8”²⁰¹. Al 10 febbraio 2025 le dimensioni del comparto sono di 8.62 miliardi di dollari²⁰² e NAV del 52.1458²⁰³ e da inizio anno fino al 31 gennaio 2025 ha avuto un incremento del 3.05%.

Si basa sull'indice di riferimento *MSCI World Index (Total Return Net)* costruendo una diversificazione geografica e settoriale nel lungo periodo²⁰⁴.

Il *Global Focus Fund* è un fondo a gestione attiva lussemburghese, anche esso azionario globale con valuta euro, con data di lancio del comparto il 23 maggio 2003 e data di lancio della classe di azioni 31 marzo 2005, segue un approccio ESG basato sulla classificazione SFDR “articolo 8”. Le dimensioni del

¹⁹⁹ Ticker: JREG ISIN: IE00BF4G6Y48

²⁰⁰ ISIN: LU0210534227

²⁰¹ “Le strategie “Articolo 8” promuovono caratteristiche ambientali e/o sociali, ma non hanno gli investimenti sostenibili come obiettivo principale”, <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/per/products/jpm-global-research-enhanced-index-equity-esg-ucits-etf-usd-acc-ie00bf4g6y48#/overview>

²⁰² con tasso di cambio di 0.96 il valore è 8.31 miliardi di euro

²⁰³ con tasso di cambio di 0.96 il valore è 50.28 euro

²⁰⁴ <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/per/products/jpm-global-research-enhanced-index-equity-esg-ucits-etf-usd-acc-ie00bf4g6y48#/overview>

comparto sono pari a 8.61 miliardi di euro e NAV di 68.33 al 10 febbraio 2025 e crescita del 3.51% da inizio anno fino al 31 gennaio 2025.

Il fondo ad accumulazione ha lo scopo di creare un rendimento superiore al benchmark *MSCI World Index* nel lungo periodo tramite una diversificazione di dimensioni delle società e geografica seguendo un approccio aggressivo.

*“A giudizio del Gestore degli Investimenti, presentano valutazioni interessanti e hanno un notevole potenziale di crescita dei profitti o di ripresa degli utili.”*²⁰⁵

4.2.1 Politica di investimento

La gestione attiva è il focus della politica di investimento; tuttavia, l’obiettivo di selezione dei titoli con più possibilità di creazione di valore viene seguito in parte in modalità differente.

Il patrimonio di entrambi è investito per almeno il 67% nella classe azionaria globale compresi i mercati emergenti, inoltre nell’intero comparto almeno il 51% in società che seguono criteri ESG, costruendo così un portafoglio per il 90% aderente alle normative ambientali, sociali e di *governance*. Un 20% viene investito per fondi del mercato monetario e in derivati per una gestione più efficiente sempre secondo la definizione SFDR ma, per il fondo attivo nella percentuale rientra anche la liquidità in via accessoria e i depositi.

I gestori utilizzano analisi macroeconomiche per identificare le società sottovalutate con potenziale di crescita e secondo uno screening di esclusione

²⁰⁵ <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/per/products/jpm-global-focus-a-acc-eur-lu0210534227#/overview>

per selezionare le società ESG, affidandosi in alcuni casi a fonti terze per valutare valori e norme per l'esclusione di talune.

Per quanto riguarda le singole strategie in JREG, il gestore tramite analisi fondamentale investe in titoli a media e alta capitalizzazione, in 23 Paesi. Lo scopo di *sovrapformance* rispetto l'indice di riferimento viene attuato sovraperponderando e sottoperponderando titoli oppure, escludendo quelli sopravvalutati, mantenendo la volatilità analoga all'indice.

Nel fondo, invece, il gestore seleziona i titoli in basa all'analisi fondamentale condotta da un *team* di ricerca globale con adozione di *“un approccio high-conviction per individuare le migliori idee di investimento in modo quasi incondizionato”*.

La maggioranza delle posizioni sono le medesime del *benchmark* ad eccezione, dei derivati e della liquidità, seppur la flessibilità di scelta dell'*asset allocation* è ampia, perciò, può discostarsi dalla ponderazione dell'indice, dai titoli e dal profilo di rischio del *MSCI World Index*. Il distacco dalla semplice replica varia nel tempo in base alle condizioni di mercato intaccando anche le *performance*. Il patrimonio è investito in titoli azionari emessi da società di dimensioni piccole, medie e grandi con potenziale di creazione di valore e può concentrarsi in base al periodo in un aspetto specifico come alcune azioni, settori o Paesi.

A differenza dell'AMETF il fondo può investire *“fino al 100% del patrimonio netto in attivi liquidi in via accessoria temporaneamente per finalità difensive, ove giustificato da condizioni di mercato eccezionalmente sfavorevoli.”*

Nelle tabelle e figure successive vengono riepilogate le informazioni precedenti, i titoli scelti dall'AMETF (tabella 4.2) seguono i titoli dell'indice (tabella 4.1) ma, in percentuale leggermente diverse mentre, l'AMMF (tabella 4.3) pondera,

non solo in modo diverso alcune società nello stesso tempo, aggiunge delle altre che non vengono prese in considerazione in modo preponderante nell'indice come *LVMC*, *UnitedHealth* e *TSMC*.

Tabella 4.1 Prime 10 posizioni MSCI World Index

	Float Adj Mkt Cap (USD Billions)	Index Wt. (%)	Sector
APPLE	3,588.18	4.97	Info Tech
NVIDIA	2,945.32	4.08	Info Tech
MICROSOFT CORP	2,930.90	4.06	Info Tech
AMAZON.COM	2,245.13	3.11	Cons Discr
META PLATFORMS A	1,506.19	2.08	Comm Svcs
ALPHABET A	1,195.35	1.65	Comm Svcs
TESLA	1,163.30	1.61	Cons Discr
ALPHABET C	1,033.45	1.43	Comm Svcs
BROADCOM	981.79	1.36	Info Tech
JPMORGAN CHASE & CO	760.51	1.05	Financials
Total	18,350.10	25.39	

Fonte: <https://www.msci.com/documents/10199/4db922ce-68d2-446d-2f9e-4ed408a9db29>

Tabella 4.2 Prime 10 posizioni JREG

PRINCIPALI 10 TITOLI	Settore	% degli attivi
Apple	Tecnologia - Semiconduttori e hardware	5,3
NVIDIA	Tecnologia - Semiconduttori e hardware	5,1
Microsoft	Tec. - Software	4,6
Amazon	Media	3,2
Alphabet	Media	2,9
Meta Platforms	Media	2,1
Tesla	Automob. e componenti	1,5
Broadcom	Tecnologia - Semiconduttori e hardware	1,3
Visa	Servizi finanziari	1,1
Mastercard	Servizi finanziari	1,0

Fonte: <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/per/products/jpm-global-research-enhanced-index-equity-esg-ucits-etf-usd-acc-ie00bf4g6y48#/portfolio>

Tabella 4.3 Prime 10 posizioni Global Focus Fund

PRINCIPALI 10 TITOLI	Settore	% degli attivi
Microsoft	Tec. - Software	7,0
Amazon.Com	Media	6,9
Nvidia	Tecnologia - Semiconduttori e hardware	5,3
Meta Platforms	Media	3,8
LVMH	Vendita al dettaglio	3,6
TSMC	Tecnologia - Semiconduttori e hardware	3,0
Mastercard	Servizi finanziari	2,6
UnitedHealth	Servizi e sistema sanit.	2,2
Exxon Mobil	Energia	2,2
Otis Worldwide	B. industr. ciclici	2,2

Fonte: <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/per/products/jpm-global-focus-a-acc-eur-lu0210534227#/portfolio>

Gli strumenti hanno l'obiettivo di raggiungere lo scopo tramite soprattutto le *big tech* americane, valutando anche i *media* e i settori connessi.

I paesi per entrambi gli strumenti con la più alta percentuale di titoli sono Stati Uniti, con un 74% circa e Giappone; tuttavia, il fondo predilige anche Paesi Emergenti ed europei; quindi, la diversificazione geografica è più varia.

Figura 4.1 Scomposizione settoriale JREG



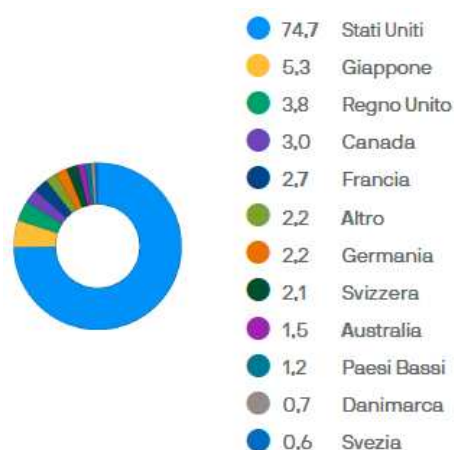
Fonte: <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/per/products/jpm-global-research-enhanced-index-equity-esg-ucits-etf-usd-acc-ie00bf4g6y48#/portfolio>

Tabella 4.4 Scomposizione settoriale Global Focus Fund

SCOMPOSIZIONE SETTORIALE (%) al 31 dicembre 2024		Rispetto al benchmark	
Tecnologia - Semiconduttori e hardware	17,7		+1,2
Media	13,2		+2,7
Vendita al dettaglio	9,3		+4,0
Tec. - Software	8,8		-0,3
Farmaceutici	8,3		-0,4
Servizi finanziari	7,4		+2,0
Banche	6,1		-1,4
B. industr. ciclici	5,7		-2,8
B. di cons. primari	4,9		+0,6
Energia	4,2		+0,5
Altro	13,1		-7,4
Liquidità	1,3		+1,3

Fonte: <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/per/products/jpm-global-focus-a-acc-eur-lu0210534227#/portfolio>

Figura 4.2 Scomposizione geografica JREG



Fonte: <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/per/products/jpm-global-research-enhanced-index-equity-esg-ucits-etf-usd-acc-ie00bf4g6y48#/portfolio>

Tabella 4.5 Scomposizione geografica Global Focus Fund

SCOMPOSIZIONE GEOGRAFICA (%) al 31 dicembre 2024		Rispetto al benchmark	
Stati Uniti	74,2		+0,3
Europa e Medio Oriente escluso	13,8		+2,1
Regno Unito			
Mercati emergenti	3,7		+3,7
Giappone	2,5		-2,9
Pacifico Giappone escl.	2,5		-0,1
Regno Unito	2,0		-1,4
Canada	0,0		-3,0
Liquidità	1,3		+1,3

Fonte: <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/per/products/jpm-global-focus-a-acc-eur-lu0210534227#/portfolio>

4.2.2 Performance, costi e rischi

L'indicatore di rischio per entrambi gli strumenti è pari a quattro ovvero medio, ma, nell'AMETF essendo in dollari non è considerato il rischio di cambio (il calcolo è basato su cinque anni di detenzione). Il valore esprime le perdite che si possono subire per movimenti sfavorevoli dei mercati, dove

l'AMETF ha una volatilità pari all'indice di riferimento mentre, l'AMMF può adottare un cambio di strategia, per diminuire la volatilità e di conseguenza minimizzare le perdite.

Per quanto riguarda i costi, l'ETF attivo presenta come descritto precedentemente delle commissioni notevolmente inferiori, questi sono pari allo 0.23% per i costi di gestione e 0.05% per i costi di transazione. Nel fondo attivo invece, i costi di gestione sono del 1.71% (nella media dei costi dei fondi in generale) e 0.55% per i costi di transazione, in aggiunta, i costi per la sottoscrizione sono paria al 5.00% (molto elevato in media il limite di addebitamento è fino al 2%) e per l'uscita 0.50% tuttavia, non presenta costi di performance, questi ultimi incidono maggiormente nel primo anno. Nelle tabelle successive sono riassunte le commissioni totali sia annuali sia dopo cinque anni con un capitale investito iniziale di 10.000 dollari per JREG e 10.000 euro per il Global Focus Fund.

Tabella 4.6 Costi JREG

■ è investito un importo di \$ 10.000.

Esempio di investimento \$ 10.000	in caso di uscita dopo 1 anno	in caso di uscita dopo 5 anni (periodo di detenzione raccomandato)
Costi totali	\$ 28	\$ 215
Incidenza annuale dei costi*	0,3%	0,3%

Fonte: <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/per/products/jpm-global-research-enhanced-index-equity-esg-ucits-etf-usd-acc-ie00bf4g6y48#/documents>

Tabella 4.7 Costi Global Focus Fund

■ è investito un importo di € 10.000.

Esempio di investimento € 10.000	in caso di uscita dopo 1 anno	in caso di uscita dopo 5 anni (periodo di detenzione raccomandato)
Costi totali	€ 776	€ 2.533
Incidenza annuale dei costi*	7,8%	3,5%

Fonte: <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/per/products/jpm-global-focus-a-acc-eur-lu0210534227#/documents>

Gli scenari di performance sono pressoché simili, ciò nonostante, essi non prevedono tutti i costi, soprattutto l'aspetto fiscale (caratteristica più valutata negli USA in Europa poco influente). Inoltre, i valori non sono indicazioni certe dato che si basano su dati passati. Come esposto nelle tabelle successive, riprese dal KIID, la performance è stata valutata per uno scenario sfavorevole, moderato e favorevole sia per l'AMETF²⁰⁶ , sia per l'AMMF²⁰⁷. Nei dati soprattutto, emerge principalmente l'impatto dei costi nello scenario moderato e sfavorevole.

Tabella 4.8 Scenari di performance JREG

Periodo di detenzione raccomandato Esempio di investimento		5 anni \$ 10.000	
Scenari		in caso di uscita dopo 1 anno	in caso di uscita dopo 5 anni (periodo di detenzione raccomandato)
Minimo	Non vi è un rendimento minimo garantito. Potreste perdere il vostro intero investimento o parte di esso.		
Stress	Possibile rimborso al netto dei costi Rendimento medio per ciascun anno	\$ 1.550 -84,5%	\$ 1.590 -30,8%
Sfavorevole	Possibile rimborso al netto dei costi Rendimento medio per ciascun anno	\$ 8.020 -19,8%	\$ 11.710 3,2%
Moderato	Possibile rimborso al netto dei costi Rendimento medio per ciascun anno	\$ 11.260 12,6%	\$ 17.030 11,2%
Favorevole	Possibile rimborso al netto dei costi Rendimento medio per ciascun anno	\$ 15.740 57,4%	\$ 21.800 16,9%

Fonte: <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/per/products/jpm-global-research-enhanced-index-equity-esg-ucits-etf-usd-acc-ie00bf4g6y48#/documents>

²⁰⁶ Sfavorevole: questo tipo di scenario si è verificato per un investimento tra il giorno 2015 e il giorno 2020.

Moderato: questo tipo di scenario si è verificato per un investimento tra il giorno 2017 e il giorno 2022.

Favorevole: questo tipo di scenario si è verificato per un investimento tra il giorno 2016 e il giorno 2021.

²⁰⁷ Sfavorevole: questo tipo di scenario si è verificato per un investimento tra il giorno 2015 e il giorno 2020.

Moderato: questo tipo di scenario si è verificato per un investimento tra il giorno 2018 e il giorno 2023.

Favorevole: questo tipo di scenario si è verificato per un investimento tra il giorno 2019 e il giorno 2024.

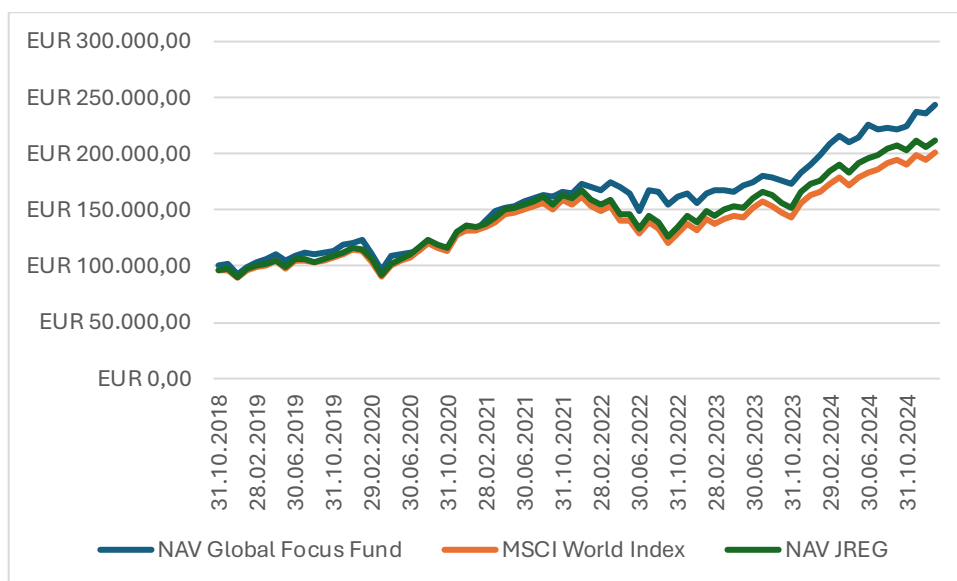
Tabella 4.9 Scenari di performance Global Focus Fund

Periodo di detenzione raccomandato		5 anni	
Esempio di investimento		€ 10.000	
Scenari		in caso di uscita dopo 1 anno	in caso di uscita dopo 5 anni (periodo di detenzione raccomandato)
Minimo	Non vi è un rendimento minimo garantito. Potreste perdere il vostro intero investimento o parte di esso.		
Stress	Possibile rimborso al netto dei costi	€ 2.090	€ 1.810
	Rendimento medio per ciascun anno	-79,1%	-29,0%
Sfavorevole	Possibile rimborso al netto dei costi	€ 7.810	€ 8.780
	Rendimento medio per ciascun anno	-21,9%	-2,6%
Moderato	Possibile rimborso al netto dei costi	€ 10.270	€ 15.760
	Rendimento medio per ciascun anno	2,7%	9,5%
Favorevole	Possibile rimborso al netto dei costi	€ 16.060	€ 19.360
	Rendimento medio per ciascun anno	60,6%	14,1%

Fonte: <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/per/products/jpm-global-focus-a-acc-eur-lu0210534227#/documents>

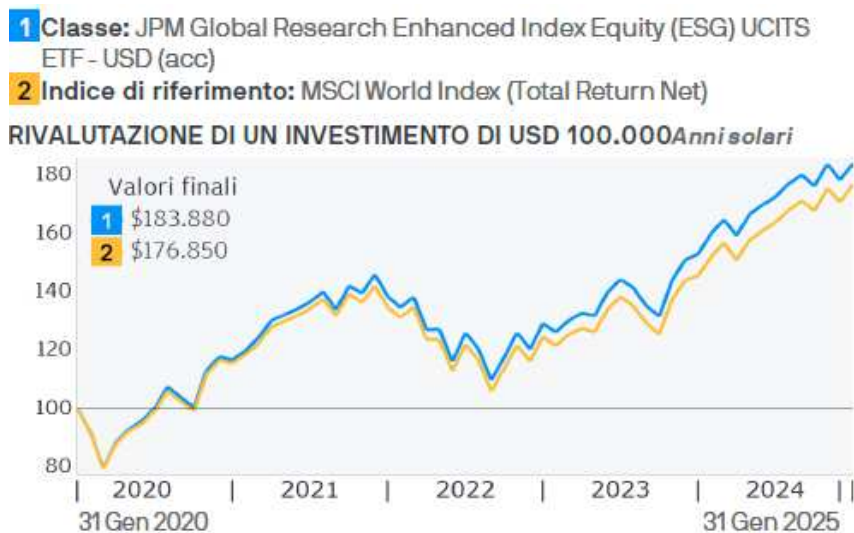
Le performance per entrambi gli strumenti negli anni sono risultate molto positive ma, JREG avendo un *tracking error* basso segue le principalmente le *performance* dell'indice di riferimento, anche nei periodi di ribassi. Il fondo attivo invece, essendo più flessibile nelle scelte ha avuto *performance* superiori e soprattutto ha contenuto in modo maggiore le perdite nelle fasi di *run-down*. Infatti, come evidenziato nella figura 4.3 nel febbraio del 2020 l'AMMF e MSCI World Index sono circa sovrapposti, come nell'ottobre del 2022 mentre, l'AMMF ha presentato una crescita costante nel tempo con dei picchi negativi inferiori all'indice (unica eccezione nel 2018). Le divergenze sono anche dovute dalle valute differenti.

Figura 4.3 Comparazione cumulata



Fonte: nostre elaborazioni

Figura 4.4 Performance JREG



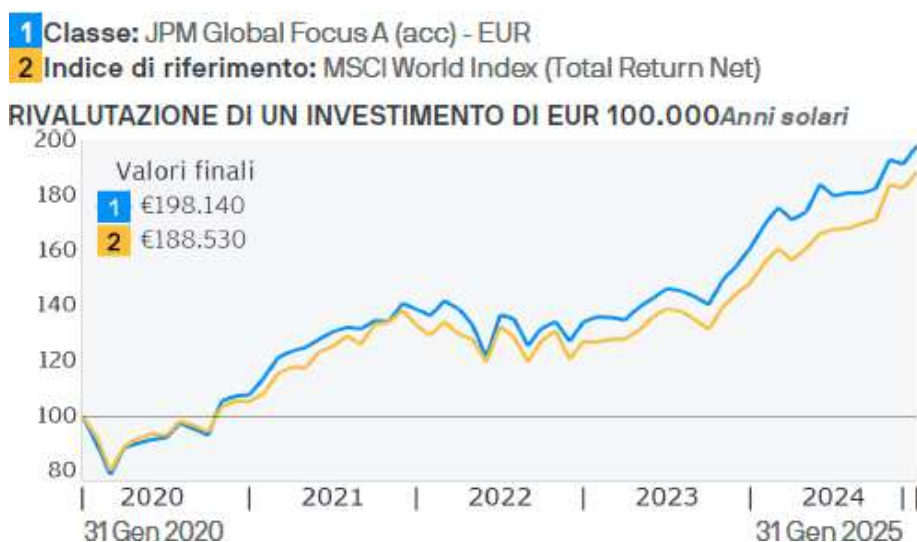
Fonte: <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/per/products/jpm-global-research-enhanced-index-equity-esg-ucits-etf-usd-acc-ie00bf4g6y48#/documents>

Tabella 4.10 Performance per anno solare (%) JREG

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1	-	-	-	-	28,58	16,85	24,00	-17,51	25,29	18,32
2	-	-	-	-	27,67	15,90	21,82	-18,14	23,79	18,67

Fonte: <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/per/products/jpm-global-research-enhanced-index-equity-esg-ucits-etf-usd-acc-ie00bf4g6y48#/documents>

Figura 4.5 Performance Global Focus Fund



Fonte: <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/per/products/jpm-global-focus-a-acc-eur-lu0210534227#/documents>

Tabella 4.11 Performance per anno solare (%) Global Focus Fund

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
1	9,42	11,70	6,90	-10,42	29,31	9,98	31,42	-9,93	21,62	23,89
2	10,42	10,73	7,51	-4,11	30,02	6,33	31,07	-12,78	19,60	26,60

Fonte: <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/per/products/jpm-global-focus-a-acc-eur-lu0210534227#/documents>

In ultimo, l'analisi del portafoglio dove, la correlazione come trattato per JREG è pari a uno ovvero lo strumento si muovono al pari del benchmark a differenza del *Global Focus Fund* che, presenta minore covariazione.

L'*alfa* pari a uno, nella durata di cinque anni, testimonia una *sovrapformance* dell'1% (leggermente inferiore per l'AMETF), al di sotto di tale valore nel caso dei tre anni per entrambi. Il *beta* circa pari all'unità è coerente con i risultati descritti quindi, le volatilità sono pari al mercato.

L'indice Sharpe ovvero, l'indicatore di performance corretta per il rischio è leggermente sotto l'equilibrio (pari a uno).

Il *tracking error*²⁰⁸ è dello 0.75% circa per JREG, in linea con il tipo di prodotto che mantiene uno scostamento minimo rispetto al benchmark mentre, il *Global Focus Fund* cercando di "battere" il benchmark, ha una differenza maggiore. Il valore IR indica la presenza di numerosi mesi di performance maggiori alla media.

Tabella 4.12 Analisi del portafoglio JREG

Valore	3 anni	5 anni
Correlazione	1,00	1,00
Alfa (%)	0,34	0,78
Beta	0,99	1,00
Volatilità annualizzata (%)	16,25	17,72
Indice di Sharpe	0,41	0,63
Tracking error (%)	0,74	0,76
Information ratio	0,44	1,02

Fonte: <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/per/products/jpm-global-research-enhanced-index-equity-esg-ucits-etf-usd-acc-ie00bf4g6y48#/documents>

²⁰⁸ Riferimenti sottoparagrafo 1.2.3

Tabella 4.13 Analisi del portafoglio Global Focus Fund

Valore	3 anni	5 anni
Correlazione	0,95	0,95
Alfa (%)	0,25	1,00
Beta	0,99	1,01
Volatilità annualizzata (%)	14,27	16,35
Indice di Sharpe	0,74	0,85
Tracking error (%)	4,53	5,23
Information ratio	0,07	0,22

Fonte: <https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/per/products/jpm-global-focus-a-acc-eur-lu0210534227#/documents>

In conclusione, i due prodotti presi in considerazione non presentano differenze sostanziali eccetto, per i costi che vengono però, compensati dai rendimenti maggiori del fondo che avendo più flessibilità negli anni si è discostato dall'indice di riferimento e ha contenuto, per il momento, maggiormente le perdite.

CONCLUSIONE

L'obiettivo dell'elaborato era di indagare sul funzionamento dello strumento AMETF per approfondire criticità e opportunità che li contraddistinguono anche rispetto alla loro versione di replica e ai classici strumenti di investimento collettivo del risparmio: i fondi comuni di investimento a gestione attiva.

In prima analisi, è emerso che, la struttura è molto simile ai prodotti indicizzati con l'eccezione di un approccio dinamico nella selezione degli *asset*, in base a diverse tecniche gestorie che, consente di rispondere in modo tempestivo alle condizioni di mercato, perciò adatto a una strategia orientata al medio-lungo periodo. La liquidità, i costi bassi e la trasparenza attraggono lo strumento, tuttavia espongono il gestore alla strategia utilizzata per creare valore e ad un obbligo di contenimento del *tracking error*, data la quotazione sul mercato e il vincolo di mantenimento del prezzo di mercato in linea con il NAV.

Inoltre, l'ultima criticità fa emergere le inefficienze del prodotto dato che, per gli AP è più complesso utilizzare il sistema di arbitraggio a causa delle scelte prese in considerazione differenti dall'indice di riferimento creando così maggiori premi e sconti.

Tuttavia, la *sovrapformance* come per i fondi comuni a gestione attiva non è garantita, attualmente è complesso indagare questo fattore dato il *tracking record* ancora ridotto.

In aggiunta, è emersa l'opportunità degli ETF in USA del vantaggio fiscale che ha contribuito alla crescita unita, alla conoscenza degli investitori accresciuta nel periodo e la rapidità della SEC di rispondere alle esigenze di mercato.

Uno sviluppo è avvenuto negli AMETF ESG, soprattutto nel continente europeo, di impatto etico e di valore per gli investitori e lo strumento data la struttura

integra e valorizza l'aspetto ambientale sociale e di governance. L'uso della tecnologia, dell'intelligenza artificiale ha fatto proporre degli strumenti ad *hoc* perfetti per la gestione attiva, nello stesso tempo può essere sfruttata sia per aumentare l'efficienza sia per raggiungere gli obiettivi di sovraperformance abbassando i costi di *turnover* migliorando processi decisionali e rendimento. Rispetto ai fondi comuni di investimento attivo, assicurano diversificazione a costi contenuti, rendendo gli strumenti sostituti parziali, ad oggi, questo tipo di prodotti sono più variegati prendendo in considerazione "comparti" maggiori. Nel contesto attuale le case di gestione indirizzano le proprie risorse verso questo tipo di strumenti, soprattutto in USA, data la numerosità dei nuovi prodotti, che anche nel 2025 si attesta alta.

Gli AMETF sono una valida alternativa agli strumenti tradizionali ma, essendo complessi è imprescindibile la conoscenza delle opportunità e dei limiti per gli investitori soprattutto in un panorama incerto e con livelli elevati di scelta di strumenti finanziari. Il problema, potrebbe ricadere sulla selezione di prodotti apparentemente attivi tuttavia, nella realtà replicanti oppure, in una costruzione di portafoglio errata per possibili sovraesposizioni a un settore o Paese.

Lo studio ha in ulteriore evidenziato un limite, riguardo l'esatto funzionamento del meccanismo di *creation and redemption* nei prodotti e il conseguente sistema di arbitraggio, insieme a limitate possibilità di valutazione delle *performance* data la mancanza di dati.

Ulteriori possibili sviluppi della ricerca potrebbero indagare sul meccanismo di creazione e riscatto, della *due diligence* del prodotto e sullo studio nel lungo periodo delle *performance* comparate ai fondi comuni di investimento a gestione attiva per diverse tipologie e con un dataset più numeroso.

BIBLIOGRAFIA

- Aiken A. L., Sherrill D. E., Upton K, Side-by-side management of mutual funds and actively managed exchange traded funds, *Financial Review*, vol. 57, 533-557 (agosto 2022)
- Albrecht B., Gli ETF con le migliori performance nel 2024, *Morningstar* (7 gennaio 2025)
- Altmann J., Portafogli ETF e portafogli a gestione attiva - chi vince? *justETF*. (2018)
- Baiden, J. E. *Exchange Traded Funds-Advantages and Disadvantages*. Central University College, Ghana, 3-33 (2011)
- Barinaga M. E., *Remarking money for a sustainable future*, Bristol University Press, 109-118 (2024)
- Baselli V., 4 ETF a bassa volatilità per mercati turbolenti, *Morningstar* (30 agosto 2024)
- Baselli V., ETF quanto mi costi (davvero)?, *Morningstar* (23 febbraio 2024)
- Baselli V., I nuovi ETF a 5 stelle del 2024, *Morningstar* (16 dicembre 2024)
- Baselli V., I pro e i contro degli ETF attivi, *Morningstar* (2 dicembre 2024)
- Baselli V., Risparmio gestito, l'inesorabile avanzata degli ETF, *Morningstar* (19 febbraio 2024)
- Bellelli, G., *Investire con gli ETF e ETC*, Hoepli, seconda edizione, 8-15, 31-55, 63-88 (2024)
- Bellomo, S. Oro sopra 1.800 dollari, a trainare solo gli acquisti record di Etf. *Il Sole24Ore* (2020)
- Bessec M., Fouquau J., Green attention in financial market: a global warning, *Annual of economics and statistics*, 148 (2022)
- Bhattacharyya T., *Risk and Return Profile Analysis of Selected Mutual Fund Product of Indian Mutual Fund Industry*, SSRN (2024)
- Bioy H., Il futuro degli Etf in Europa, *Morningstar* (13 dicembre 2010)
- Blau J. M., Paprocki R. J., Are exchange-traded funds better than mutual funds?, *Urology Times* (giugno 2010)
- Blau J. M., Paprocki R. J., Managing your mutual funds: Active vs. passive, *Urology Times*, 52 (settembre 2011)

Blau J. M., Paprocki R. J., Mutual funds: Stock picks vary by type of analysis, *Urology Times* (febbraio 2013)

Blitz D., Huij, J., Swinkels L., The Performance of European Index Funds and Exchange-Traded Funds, *ERIM Report Series Reference* (2009)

Busse J. A., Chordia T., Jiang L., Tang Y., Transaction Costs, Portfolio Characteristics, and Mutual Fund Performance, *SSRN* (2019)

Caprotti M., Cos'è l'alpha. E ne ho bisogno?, *Morningstar* (31/03/2022)

Ceccatelli J., Frisone M., Hansen M.W., Paesi in via di sviluppo, bond trainati dall'export di materie prime, *Sole24Ore*, 5 (5 ottobre 2024)

Choi J.J., Popular personal financial advice versus the professors, *Journal of economics perspectives*, 167-192 (2022)

Clifford C.P., Fulkerson J.A., Bradford D.J., What Drives ETF Flows?, *The Financial Review* (2014)

Cogan B., Qubes, Vipers and other new investment breeds, *Advisor today* (2000)

Cuthbertson K., Nitzsche D., O'Sullivan N., Mutual fund performance, *SSRN* (dicembre 2006)

D'Angerio V, *Sole24ore*, "La decarbonizzazione arriva anche per i replicanti attivi", p.15, 14 ottobre 2023

Darolles S., Dudek J., Le Fol G., Gauging liquidity risk in emerging market bond index funds, *Annual economics and statistics*, 123/124 (2016)

Davidson L., Etf, una lezione di storia, *Morningstar* (2012)

Degregori, & Partners, E.T.F. Exchange Traded Funds, *R.E.I. Editions*, abstract (2019)

Diaz J. F., Implications of Spillover and Asymmetric Volatility Effects of Leveraged and Inverse Leveraged Exchange Traded Funds (ETFs) in the Pre- and During COVID-19 Period, *International Review of Accounting, Banking and Finance*, 18-34 (2024)

Di Palma S., ETF e intelligenza artificiale vince l'approccio olistico, *FocusRisparmio*, 48-50 (settembre-ottobre 2024)

Di Palma S., ETF un'industria da 11 miliardi di dollari, 35 (settembre-ottobre 2024)

Di Palma S., L'ascesa degli ETF attivi, FocusRisparmio, 40-42 (settembre-ottobre 2024)

Engle, R.F., Sarkar, D., Pricing Exchange Traded Funds, SSRN (2002)

Fedi G.G., Tutta la flessibilità profilo per profilo, Consultique (2015)

Ferri R.A., The ETF book: all you need to know about exchange-traded funds, Wiley, 3-41, 59-80, (2009)

Filippou I., Gozluklu A.E., Rozental H., ETF Arbitrage and International Diversification, SSRN (2019)

Gennai A, Strumenti. La carica degli ETF attivi contagia Milano, Sole24ore (dicembre 2023)

Glosten L., Nallareddy S., Zou Y., ETF Activity and Informational Efficiency of Underlying Securities, SSRN (2019)

Gray I, Trading down: the effects of active trading on one-month etf returns, SSRN (15 dicembre 2021)

Grim D. M., CFA and Berkowitz D. B., ESG, SRI and impact investing: A primer for decision-making, Vanguard (marzo 2020)

Haber J., Can active fund managers be replaced with exchange traded funds?, Global Journal of Business Research Vol. 13, 95-104 (2019)

Hekmat H., Khoshnam S., Influential Factors of the Fixed Income ETFs' Development in the Tehran Stock Market, Iran Finance Association (2024)

Huang N. S., 10 great active ETFs, Kiplinger Personal Finance (giugno 2024)

Huang N.S., Kip ETF 20: The Best Cheap ETFs You Can Buy Build a solid core for your portfolio and explore new opportunities with our favorite cheap ETFs., Features Kiplinger personal finance (July 24 2024)

Itzhak B.D., Franzoni F.A., Moussawi R., Do ETFs increase volatility?, The journal of finance (2018)

Itzhak B.D., Franzoni F.A., Moussawi R., Exchange Traded Funds (ETFs), Annual Review of Financial Economics (2017)

Johnson B., I pro e i contro degli ETF, Morningstar (22 febbraio 2024)

Latinovic M., Obradovic T., The Performance of Socially Responsible Investments, *Entrepreneurial Business and Economics Review*, Vol. 1, No. 2 (2013)

Lavecchia F., Guida alla tassazione degli ETF, Morningstar (22 febbraio 2024)

Madhavan A., Exchange-traded Funds: an overview of institutions, trading and impacts, *Annual Review of Financial Economics*, 311-341 (2014)

Madhavan A., Lettau M., Exchange-traded Funds 101 for economics, *American Economics Association*, 135-154 (2018)

Mehdiyev A., Sustainable Finance and ESG Investment: Foundations of Digital finance, future-driven contemporary analysis, opportunities, challenges and role of ESG investment in economy, University of Siena, (01 ottobre 2023)

Millet F., ESMA earns strong credentials thanks to its convincing approach concerning ETF regulation, *Journal of Securities Operations & Custody*, Vol. 6, 10–15 (2013)

Mosca D., Dietro il successo degli ETF a scadenza fissa, *FocusRisparmio*, 38 (settembre-ottobre 2024)

Petrova, E., A brief overview of the types of etfs, National Military University , Veliko Tarnovo, Bulgaria (2016)

Petruciani G., I crypto-ETF frantumano ogni record, *FocusRisparmio*, 50-51 (settembre-ottobre 2024)

Poletto P., Etf, in Italia dal 2002, Morningstar (16 febbraio 2010)

Potenza A., ETF attivi un melting pot tra gestione attiva e indicizzata, *FocusRisparmio*, 43 (settembre-ottobre 2024)

Redaelli M., Sono una soluzione flessibile per bilanciare risultati e costi, *Sole24Ore*, 5 (15 aprile 2023)

Ragusa S., Gli ETF fanno breccia nei portafogli degli investitori istituzionali, *FocusRisparmio*, 46-47 (settembre-ottobre 2024)

Ragusa S., Il peso degli ETF nei portafogli dei fund selector, *FocusRisparmio*, 44 (settembre-ottobre 2024)

Rompotis G. G., Active vs. Passive Management: New Evidence from Exchange Traded Funds, National and Kapodistrian University of Athens, (2009)

Santilli C., ETF attivi protagonisti in Europa: flussi in aumento del 64%, FocusRisparmio, (25 ottobre 2024)

Santilli C., ETF europei, parole d'ordine: retail, innovazione e gestione attiva, FocusRisparmio, (24 ottobre 2024)

Santilli C., ETF, in Europa il 2024 è da record: raccolta oltre i 278 miliardi di dollari, FocusRisparmio, (14 gennaio 2025)

Sherrill D. E., Shirley S. E., Stark J. R., Actively managed mutual funds holding passive investments: What do ETF positions tell us about mutual fund ability?, SSRN (2024)

Sherrill D. E., Upton K., Actively Managed ETF versus actively managed mutual funds, SSRN (19 settembre 2017)

Silano S., Gli Etf attivi sostituiranno i fondi?, Morningstar (14 dicembre 2023)

Silano S., Gli ETF possono essere attivi?, Morningstar (20 febbraio 2024)

Silano S., Etf tematici, chi vince e chi perde con il Coronavirus, Morningstar (05 giugno 2020)

Silano S., Il 2024 sarà un anno record per gli ETF?, Morningstar (21 ottobre 2024)

Silano S., Strategie, meglio partire dall'alto o dal basso?, Morningstar (2015)

Smith D. M., The economics of mutual funds, SSRN (marzo 2009)

Spiegel M., Mamaysky H., Zhang H., Improved Forecasting of Mutual Fund Alphas and Betas, SSRN (2006)

Tarassov E. B., Exchange Traded Funds (ETF): history, mechanism, academic literature review and research perspectives, SSRN (2014)

Trappolini A., le scelte attive degli investitori istituzionali premiano fattoriali e tematici, FocusRisparmio (27 maggio 2021)

Vidal M., Vidal-García J., Mutual Fund Flow-Performance Relation, SSRN (febbraio 2024)

Vorce Crocker S., Mutual Fund Investing: What You Need to Consider When Choosing Your Mutual Funds, THE ALABAMA NURSE, 25 (2008)

Xue-jun J., Xiao-lan Y., Empirical study on mutual fund objective classification, Journal of Zhejiang University SCIENCE (2004)

Zangrandi G., ETF attivi, la Germania indica la via: tutti i numeri di un mercato in crescita, Focus Italia (31 ottobre 2024)

Zangrandi G., ETF, i vantaggi di un'allocazione di lungo termine in azioni internazionali, Focus Italia (23 ottobre 2024)

Zangrandi G., Gestito, mercati e obbligazionari sostengono il patrimonio nel secondo trimestre, Focus Italia, 8 (settembre-ottobre 2024)

Special issue on recent developments in financial econometrics, Annual of economics and statistics, 1-6 (2016)

SITOGRAFIA

<https://www.agenziacoesione.gov.it/comunicazione/agenda-2030-per-lo-sviluppo-sostenibile/>

<https://www.blackrock.com/it/consulenti/products/337800/ishares-eur-cash-ucits-etf>

<https://www.borsaitaliana.it/etc->

<etn/formazione/etfplussegmentazioneemicrostruttura/etfplussegmentazioneemicrostruttura.htm>

<https://www.borsaitaliana.it/etf/formazione/modalitadireplicaetf/modalitadireplicaetf.htm>

<https://www.borsaitaliana.it/etf/formazione/modalitadireplicaetf/replicafisica/replicafisica.htm>

<https://www.borsaitaliana.it/etf/formazione/modalitadireplicaetf/replicasintetica/replicasintetica.htm>

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/etf-251.htm>

<https://www.borsaitaliana.it/etf/formazione/cosaeunetf/coseunetf.htm>

<https://www.borsaitaliana.it/etf/formazione/faq-domandefrequenti/faq-domandefrequenti.htm>

<https://www.borsaitaliana.it/etf/etfbrochure.pdf>

<https://www.blackrock.com/au/solutions/ishares/what-is-multifactor-investing>

<https://www.consob.it/web/investor-education/la-leva-finanziaria>

<https://data.consilium.europa.eu/doc/document/PE-43-2024-INIT/it/pdf>

<https://documenti.camera.it/leg19/dossier/pdf/Am0045.pdf>

<https://data.consilium.europa.eu/doc/document/PE-43-2024-INIT/it/pdf>

https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me-more/html/benchmark_rates_qa.it.html

https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_short-term_rate/html/eurostr_overview.en.html

<https://economieapertutti.bancaditalia.it/notizie/i-criteri-esg-e-la-finanza-sostenibile-cosa-significa-questa-sigla/?dotcache=refresh>

<https://www.erg.eu/it/tassonomia-per-la-green-finance>

<https://europe.ark-funds.com/it/2024/03/an-introduction-to-active-etfs/>

<https://www.invesco.com/it/it/approfondimenti/la-nostra-gamma-di-fondi-per-gli-investimenti-sostenibili>.

<https://www.justetf.com/it/market-overview/the-best-bond-etfs.html>

<https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/adv/insights/etf-perspectives/active-etfs/>

<https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/emea/it/it/literature/brochure/etf-foundations-brochure-it.PDF>

<https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/adv/investment-themes/sustainable-investing/understanding-SFDR/>

<https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/adv/investment-themes/sustainable-investing/>

<https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/adv/products/jpm-global-research-enhanced-index-equity-sri-paris-aligned-ucits-etf-usd-acc-ie000bxc49i6#/overview>

<https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/adv/insights/etf-perspectives/active-etfs/esg-active-etfs/>

<https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/adv/products/jpm-global-emerging-markets-research-enhanced-index-equity-esg-ucits-etf-usd-acc-ie00bf4g6z54>

<https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/per/products/jpm-global-research-enhanced-index-equity-esg-ucits-etf-usd-acc-ie00bf4g6y48#>

<https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/per/products/jpm-global-focus-a-acc-eur-lu0210534227#>

<https://www.justetf.com/it/etf-profile.html?isin=IE00BF4G6Z54>

<https://www.justetf.com/it/etf-profile.html?isin=IE000JJPY166#panoramica>

<https://www.justetf.com/it/news/etf/creazione-rimborso-ingrediente-segreto-degli-etf.html>

<https://www.msci.com/documents/10199/178e6643-6ae6-47b9-82be-e1fc565ededb>

<https://www.msci.com/documents/10199/c0db0a48-01f2-4ba9-ad01-226fd5678111>

<https://professionefinanza.com/il-funzionamento-degli-etf/>

https://seea.un.org/sites/seea.un.org/files/seea_-_overview_-_web_ready.pdf

<https://unfccc.int/process-and-meetings/the-paris-agreement>

<https://www.it.vanguard/professional/approfondimenti/etfs/rudimenti>

<https://www.it.vanguard/professional/approfondimenti/etfs/gestione>

<https://www.it.vanguard/professional/approfondimenti/etfs/trading>

<https://www.it.vanguard/professional/approfondimenti/etfs/strategie>

<https://www.it.vanguard/content/dam/intl/europe/documents/it/investment-principles-it-consob.pdf>

<https://www.it.vanguard/professional/prodotti/etf/multi-asset/9495/lifestrategy-60-equity-ucits-etf-eur-distributing>

fund-docs.vanguard.com/ie00bmvb5q68_priipskid_it.pdf

<https://www.wisdomtree.eu/-/media/eu-media-files/uncategorized/etpedia/etpedia.pdf>

<https://www.wallstreetitalia.com/trend/esg/>

