

LUISS



Cattedra

RELATORE

CORRELATORE

CANDIDATO

Anno Accademico

INTRODUZIONE	3
CAPITOLO 1	6
1.1 STORIA EXCHANGE TRADED FUNDS	6
1.2 CARATTERISTICHE PECULIARI ETF	8
1.3 CREAZIONE ETF	11
1.4 MODALITÀ DI REPLICA ETF	14
1.4.1 Etf a replica fisica	14
1.4.2 Etf a replica sintetica	16
1.5 VANTAGGI E SVANTAGGI	20
1.5.1 Vantaggi	20
1.5.2 Svantaggi	24
1.6 SCENARIO REGOLAMENTARE	25
1.7 TASSAZIONE ETF	30
1.7.1 Pregi e difetti ETF armonizzati e non armonizzati	33
1.8 ETC E ETN	34
1.9 MERCATO ETF PLUS	40
1.9.1 Gli operatori di borsa italiana	42
1.10 FATTORI ESG NEGLI ETF	44
CAPITOLO 2	47
2.1 CONSIDERAZIONI GENERALI FONDI COMUNI	47
2.2 I COSTI DEI FONDI COMUNI E LA LORO EVOLUZIONE NEL TEMPO	53
2.3 DIFFERENZE DI GESTIONE	58
2.4 PREVISIONI PER IL FUTURO, ETF A GESTIONE ATTIVA ED ETF SMART BETA	63
CAPITOLO 3	69
3.1 INDICI DI PERFORMANCE UTILIZZATI	69
3.1.1 Indice di Sharpe	70
3.1.2 Indice di Sortino	71
3.1.3 Alpha di Jensen	71
3.1.4 Indice di Treynor	72
3.2 FONDI ED ETF UTILIZZATI	73
3.3 ANALISI SERIE STORICA E CRITERIO MEDIA VARIANZA	76
3.3.1 Analisi performance ETF	77
3.3.2 Analisi performance fondi comuni d'investimento	78
3.3.3 Analisi rendimento annualizzato – standard deviation	79

3.4 ANALISI INDICI DI PERFORMANCE	81
3.4.1 Indice di Sharpe	81
3.4.2 Indice di Sortino	82
3.4.3 Indice di Treynor	84
3.4.4 Alpha di Jensen	85
3.4.5 Considerazioni finali	87
CONCLUSIONE	89
BIBLIOGRAFIA	91
SITOGRAFIA	95

INTRODUZIONE

L'aumento degli investimenti in strumenti finanziari passivi è stato significativo negli ultimi decenni e sta causando una drastica riduzione del patrimonio gestito attivamente.

L'evidenza empirica ha dimostrato che il gestore attivo medio non può battere l'indice di mercato che tende ad ottenere rendimenti inferiori per via degli elevati costi di gestione.

Questo risultato ha influenzato, nel tempo, molti investitori ad aumentare le allocazioni in fondi e strumenti a gestione passiva, in particolar modo negli Exchange Traded Funds.

Sin dal momento della sua introduzione sul mercato statunitense, il settore ha conosciuto una crescita costante. Una delle peculiarità di questo strumento è la capacità di reinventarsi e aggiornarsi continuamente, suscitando un interesse verso nuovi investitori, nel tempo pure inalterato, che porta a un incremento del volume degli investimenti.

La dimensione totale degli investimenti ha raggiunto i 200 miliardi nel 2019 con ben 4500 fondi ETF creati.

Il presente lavoro mira a comprendere quali siano le ragioni che portano gli Exchange Traded Funds ad ottenere una fetta sempre più ampia del mercato degli investimenti.

In particolar modo, si analizzano le caratteristiche che portano gli investitori a scegliere questa tipologia di prodotto, svolgendo anche un confronto con i principali avversari, i fondi comuni d'investimento attivi.

Nel primo capitolo, dopo aver introdotto brevemente la storia e le caratteristiche peculiari, si procede a illustrare i vantaggi e gli svantaggi che questi strumenti offrono all'investitore, tra cui l'elevata trasparenza, la liquidità, le diversificazioni e i bassi costi di gestione. Inoltre si espone lo scenario regolamentare, la modalità di replica e altri due elementi della famiglia degli ETF: gli ETN e ETC.

Nel capitolo viene trattata anche la modalità di creazione degli ETF. Il processo di "*creation/redemption in Kind*" è uno dei tanti elementi innovativi introdotti dagli *Exchange Traded Funds*. Grazie a questa modalità di creazione è possibile far sì che il loro prezzo sia allineato con il NAV (*net asset value*), il che garantisce un'elevata trasparenza nella gestione del fondo, molto apprezzata dagli investitori.

Nella seconda parte dell'elaborato vengono presentati i fondi comuni d'investimento. Nello specifico si descrivono le diverse tipologie di fondi comuni su cui è possibile investire, l'andamento storico della raccolta netta di risparmio, i costi di gestione e le commissioni che gravano su questi strumenti attivi e le differenze di gestione, di costo e fiscali. Infine una parte è dedicata alle previsioni future per gli ETF e per gli strumenti a gestione attiva.

Nel terzo e ultimo capitolo si effettua un'analisi di performance volta a comprendere quale opzione convenga di più ad un semplice investitore, se investire in un Exchange Traded Fund oppure continuare a puntare sui fondi comuni d'investimento.

Attraverso un'analisi di performance, si è in grado di capire se il fondo o l'ETF stiano ottenendo buoni risultati e di vagliare le qualità e capacità del gestore del fondo, il quale deve sempre cercare le strategie migliori per ottenere performance superiori. Per l'analisi, si utilizzano il criterio della media-varianza, l'indice di Sharpe, di Sortino, di Treynor e l'Alpha di Jensen.

CAPITOLO 1

1.1 STORIA EXCHANGE TRADED FUNDS

Gli ETF, acronimo di Exchange Traded Funds, la cui traduzione letterale sta per “Fondi quotati indicizzati”, rappresentano una delle innovazioni più importanti in campo finanziario.

Un ETF è anche detto fondo comune d’investimento a gestione passiva in quanto replicano fedelmente l’andamento di un particolare indice di mercato.

Sin dal momento della sua introduzione sul mercato statunitense, il settore ha conosciuto una crescita costante. Una delle peculiarità di questo strumento è la capacità di reinventarsi e aggiornarsi continuamente, suscitando un interesse verso nuovi investitori, nel tempo pure inalterato, che porta a un incremento del volume degli investimenti.

La dimensione totale degli investimenti ha raggiunto i 200 miliardi nel 2019 con ben 4500 fondi ETF creati¹.

Il luogo d’origine degli ETF, contrariamente a quanto si pensa, non è il Canada, ma gli Stati Uniti d’America. Già nel 1989, presso la borsa di New York e Filadelfia vengono negoziati panieri di azioni che sono semplicemente un insieme di azioni dello stesso settore. Questo consente di negoziare una serie di azioni in un’unica operazione senza il bisogno di dover aprire posizioni su singole azioni². Tuttavia, il fatto che gli investitori possano aprire e chiudere le posizioni su singole azioni senza dover necessariamente possederle, portò il *Chicago Board Option Exchanges* a dichiararle dei *futures*. Per tale motivo, diventa obbligatoria la loro supervisione. La corte d’appello conferma successivamente la tesi del CBOE e le negoziazioni di questi precursori di ETF vengono interrotte. L’idea viene ripresa successivamente dai canadesi che nel ’90 fanno debuttare quello che viene considerato il primo ETF al mondo, il TIP35 (oggi chiamato iShare S&P/TSX60) che permette di partecipare alla performance dell’indice TSX35 senza dover necessariamente acquistare le singole azioni della società che lo compongono.

Il concetto viene poi ripreso dagli americani i quali, nel gennaio del ’93, lanciano il primo ETF moderno, creato per seguire fedelmente lo S&P 500.

Nei primi anni di esistenza dell’ETF, gli investitori non dimostrano molto entusiasmo. Allo scadere del primo anno, il patrimonio raccolto per la gestione del fondo è relativamente basso, appena mezzo miliardo di dollari e nell’anno successivo vi sono addirittura più azioni ETF rimborsate rispetto a quelle emesse.

¹ Cfr. DEGREGORI & PARTNERS, *E.T.F. - Exchange Traded Funds*, Editore R.E.I, 2019, p. 25-26

² Cfr. MEZIANI, *Exchange-Traded Funds: Investment Practices and Tactical Approaches*, Palgrave MacMillan, 2017, p. 1-15

Gli ETF iniziano a catturare l'attenzione degli investitori nella metà degli anni '90, quando l'indice S&P 500 ha cominciato il suo lungo periodo di performance positivo. Il boom definitivo ha inizio nel 2005 quando i portafogli gestiti passivamente superano quelli gestiti attivamente in termini di performance.

Figura 1 : *growth in global etf and etp assets as of the end of june 2019*



Source: ETFGI data sourced from ETF/ETP sponsors, exchanges, regulatory filings, Thomson Reuters/Lipper, Bloomberg, publicly available sources and data generated in-house.

(ETFGI, 2019)

Come si nota dalla figura 1, negli anni dal 2005 al 2019, vi è una crescita esponenziale sia del patrimonio netto che del numero di fondi che raggiungono rispettivamente la quota di circa 7000 miliardi e quasi 8000 fondi creati³. La crisi finanziaria del 2008 non impedisce affatto il processo di crescita degli *Exchange Traded Funds* dato che sia il patrimonio netto che il numero di fondi continuano a crescere regolarmente.

Per quanto riguarda la situazione europea, l'introduzione degli ETF in Europa si deve alla *Deutsche Bank* e a *Barclays*, che nel 2002 presentano il primo ETF legato a un indice dei prezzi delle obbligazioni.

³ Cfr. sul punto il sito www.ETFGI.com, ETFGI reports assets invested in the Global ETF and ETP industry reached a record US\$5.64 trillion at the end of June 2019, Londra, 2019,

L'introduzione degli ETF in Italia si ha nel 2003 con il debutto in Piazza Affari e da allora si è assistito a un aumento esponenziale che ha portato i vertici di Borsa Italiana a creare un'apposita sezione di mercato per questi fondi: l'indice ETF plus.

In questi anni il mercato degli ETF si è espanso grazie alla capacità più importante degli ETF: quella di reinventarsi e aggiornarsi continuamente. Questo ha portato alla comparsa di ETF relativi all'inflazione, all'oro e a molti altri *asset* e materia prime.

1.2 CARATTERISTICHE PECULIARI ETF

Due sono le metodologie d'investimento per un gestore di fondi: *attivo e passivo*. Relativamente alla gestione attiva, il gestore realizza investimenti in attività selezionate, come azioni, obbligazioni e materie prime. L'obiettivo è di battere il mercato, di solito un benchmark di riferimento come il FTSE 100 o il Dax 35.

Al contrario, un fondo o un investimento passivo non tenta di battere il mercato. L'investitore passivo ha l'obiettivo di replicare nel modo più accurato possibile la performance del benchmark. La maggior parte degli ETP (*exchange traded products*) sono strumenti passivi. Un ETP è uno strumento finanziario scambiato in borsa come una semplice azione e fornisce la possibilità di ottenere, in modo sicuro e conveniente, una diversificazione in un portafoglio d'investimento.

Generalmente, hanno commissioni più basse rispetto ai fondi comuni d'investimento attivi e permettono di accedere a una vasta gamma di attività precedentemente difficili da raggiungere.

La famiglia degli ETP si divide in tre categorie: ETNs, ETFs, ETCs. Gli ETP più conosciuti sono gli *Exchange Trade Funds*.

Gli ETF sono fondi, negoziati in tempo reale, il cui obiettivo d'investimento è replicare fedelmente un indice benchmark, condividendone le performance e i rischi associati. Pertanto, all'acquisto di un ETF, un investitore acquista uno strumento di replica passiva del benchmark di riferimento.

Se per esempio l'indice S&P 500 realizza un apprezzamento del 2%, l'ETF legato a tale indice di mercato registra un rialzo proporzionalmente identico.

Tali strumenti possono, per certi aspetti, esser equiparati ai fondi comuni d'investimento indicizzati in quanto vi è accumulo di denaro raccolto tramite partecipazione azionaria dei soci, anche se la dottrina italiana non li considera fondi comuni e neppure SICAV⁴.

Questo è dovuto a differenze tecniche, una delle quali è rappresentata dal fatto che il patrimonio dell'ETF è autonomo e separato da quello dell'emittente. In caso d'insolvenza, i creditori non possono

⁴Cfr. DEGREGORI & PARTNERS, E.T.F. - Exchange Traded Funds op.cit.

rifarsi sul patrimonio dell'ETF che rimane dunque intaccato. Questo fattore li rende più sicuri dei normali fondi comuni d'investimento.

Tali prodotti si possono considerare come una combinazione unica di trading borsistico unito a un investimento in fondi. La loro peculiarità consiste nell'usufruire della trasparenza e flessibilità di uno strumento finanziario, unito a sua volta alla diversificazione e riduzione dei rischi tipica di un fondo d'investimento⁵.

L'investitore che utilizza un ETF non deve preoccuparsi di effettuare un ribilanciamento del fondo ogni volta che si verifica un'acquisizione societaria o un fallimento, in quanto è compito del gestore dell'ETF ribilanciare i pesi percentuali in modo da mantenere il paniere il più possibile allineato con il benchmark. È ammesso, comunque, uno scostamento, ma generalmente, non deve superare l'1 o il 2 %⁶.

Un ETF sintetizza e mantiene le caratteristiche di un'azione e di un fondo comune d'investimento, in particolare:

- Diversificazione e riduzione del rischio dei fondi
- Flessibilità e trasparenza informativa delle negoziazioni in tempo reale delle azioni

Infatti, come per qualsiasi azione, è possibile comprare o vendere quote di ETF in ogni momento poiché l'ETF permette di monitorare in maniera continuativa l'andamento dell'investimento⁷.

Teoria centrale della diversificazione è quella di non concentrare mai tutti i risparmi in un'unica classe di attività. L'obiettivo deve essere quello di massimizzare la performance dell'investimento e minimizzare il rischio. La diversificazione si divide in due gruppi:

- Attraverso classi di attività;
- All'interno delle classi.

Investire in ETF significa fare esattamente questo, prendere posizione su un intero indice di mercato e utilizzare un paniere ampio. Attraverso questa strategia, si minimizza il rischio relativo al proprio portafoglio, si riduce il suo costo complessivo e si elimina il rischio di emittente.

Le classi d'attività su cui è possibile investire sono molte, tra cui:

- Indici azionari
- Indici obbligazionari
- Indici azionari di mercati emergenti come Turchia e India
- Indici su materie prime, ad esempio oro e petrolio

⁵Cfr. PETROVA E., *A BRIEF OVERVIEW OF THE TYPES OF ETFS*, Bulgaria, National Military University, 2016

⁶Cfr. BELLELLI, *Investire con gli ETF e ETC. Costruire un portafoglio profittevole*, Hoepli, 2020

⁷Cfr. DEGREGORI & PARTNERS, E.T.F. - Exchange Traded Funds op.cit.

Di particolare interesse sono gli ETF che si basano sull'oro. È ben noto che l'oro viene usato come bene rifugio dagli investitori in periodi caratterizzati da elevata volatilità.

Prima dell'introduzione di questi fondi comuni indicizzati, per gli investitori era piuttosto difficile ottenere l'accesso al mercato dell'oro, in quanto era necessario possedere determinati requisiti. In particolare, occorre avere le risorse per immagazzinare l'oro oppure possedere le competenze per acquisire esposizioni tramite i contratti *futures*⁸.

Al giorno d'oggi è possibile ottenere facilmente una posizione su questo metallo grazie al mercato degli ETF che sono trattabili come azioni e non necessitano di dover tenere fisicamente il metallo, compito che invece spetta alla società emittente d'ETF.

Figura 2: confronto del MSCI World ETF e dell'Oro



(justETF, 2020)

In seguito alla recente epidemia di COVID-19, gli ETF hanno portato il prezzo dell'oro sopra i 1800 dollari l'oncia fino a quasi raggiungere il record riscontrato nel 2011 dopo la crisi dei debiti sovrani. Come si può notare dal grafico esposto nella figura 2⁹, l'oro si è confermato bene rifugio¹⁰ per gli investitori. Il patrimonio in gestione è cresciuto esponenzialmente nel primo semestre del 2020. Vi

⁸ Cfr. DEGREGORI & PARTNERS, E.T.F. - Exchange Traded Funds, op.cit.

⁹ In base alla teoria economica, la detenzione di un portafoglio diversificato con attività inversamente correlate come questo, riduce il rischio di portafoglio. Cfr RIEDL, *ETFs physical gold: come investire in oro con gli ETP, justETF, 2020*, sul sito www.justeft.com

¹⁰ Questo perché le *commodities* hanno sempre una correlazione bassa con il contesto economico

sono stati acquisti netti per 734 tonnellate corrispondenti a un volume d'affari di 31,5 miliardi di dollari, un investimento del 25% del patrimonio gestito¹¹.

Gli Exchange Traded Funds hanno quindi le caratteristiche per:

- Creare investimenti a lungo termini, poiché gli ETF non hanno scadenza;
- Esser utilizzati per cogliere movimenti infra-giornalieri dell'indice benchmark dato che sono equiparabili alle azioni. In sostanza si presenta la possibilità di fare trading;
- Possono esser utilizzati per ottenere una posizione ribassista sull'indice di riferimento grazie alle vendite allo scoperto.

1.3 CREAZIONE ETF

Il processo di “*creation/redemption in Kind*” è uno dei tanti elementi innovativi introdotti dagli *Exchange Traded Funds*. Grazie a questa modalità di creazione è possibile creare ETF e far sì che il loro prezzo sia allineato con il NAV (*net asset value*). Inoltre, la flessibilità e la trasparenza, qualità importanti per gli ETF, vengono garantite da questo metodo di creazione.

L'obbligo del fondo di comunicare in continuazione la composizione dei titoli che costituiscono il paniere, al fine di realizzare il processo di “*creation/redemption in Kind*”, garantisce un'elevata trasparenza nella gestione del fondo, molto apprezzata dagli investitori¹².

Il punto di partenza del processo di creazione di un ETF è rappresentato dall'iniziativa di una società di gestione del risparmio (SGR), la quale decide di acquistare direttamente sul mercato, dopo aver ottenuto le necessarie autorizzazioni, i titoli del paniere di riferimento del futuro ETF.

Le azioni vengono selezionate nella stessa proporzione in cui queste rientrano nell'indice. Per esempio, se il peso dei titoli della società Atlantia nel FTSE MIB è del 15%, il portafoglio ETF deve esser composto per il 15% di azioni di Atlantia.

Successivamente, dopo aver creato il portafoglio, i titoli vengono collocati presso una banca depositaria, la cui funzione è quella di svolgere da garante dell'effettiva esistenza di questi titoli. La banca rilascia dei certificati che rappresentano la prova del deposito dei titoli. I certificati a loro volta vengono divisi in quote per poi esser immessi sul mercato ed esser negoziati come ETF.

Vi sono due tipi di mercati in cui è possibile negoziare gli ETF: **primario e secondario**

Attraverso il mercato primario è possibile sottoscrivere nuove quote di ETF, come precedentemente descritto. La loro creazione avviene attraverso il processo di “*creation/redemption in Kind*”. Questo

¹¹ Sul punto si veda l'articolo di BELLOMO, *Oro sopra 1.800 dollari, a trainare solo gli acquisti record di Etf*, il sole 24 ore, 08/07/2020 sul sito www.ilsole24ore.com

¹² Cfr. POLIMENO, *il funzionamento degli ETF*, Professione Finanza, 2010

tipo di mercato è riservato solamente agli AP o “*Authorized Participants*” e ai market mover, togliendo la possibilità ai normali investitori *retail*. Secondo Borsa Italiana gli AP sono soggetti che hanno la facoltà di creare e redimere quote su richiesta. Possono prezzare gli ETF per soddisfare la domanda e coprire lo sbilancio creando nuove quote alla fine della giornata¹³.

Durante la procedura di “*creation/redemption in Kind*” gli AP si muovono sul mercato dei titoli e acquistano quelli che fanno parte del portafoglio dell'emittente dell'ETF, creando il cosiddetto “*creation basket*”, il quale normalmente è composto da 50000 quote, anche se possono esser usati multipli di questa cifra.

Gli AP sanno quali titoli acquistare poiché dopo la chiusura dei mercati e dopo aver reso noto il NAV di fine giornata, le società di ETF pubblicano un file di composizione del portafoglio (PCF). Il PCF elenca i nomi esatti e le quantità dei titoli che devono esser consegnati da un AP per ricevere un'unità di creazione¹⁴.

In seguito, l'emittente di ETF riceve dagli AP i titoli e in cambio consegna ai partecipanti autorizzati le quote corrispondenti, le quali verranno poi vendute al pubblico. Questo sostanzialmente è il processo di “*creation in Kind*”.

Si può anche svolgere il processo inverso ossia il “*redemption in kind*”, in cui si raccolgono sul mercato secondario un numero di quote pari a un *creation basket*. Tali quote vengono poi consegnate al fondo che in sostituzione mette a disposizione i titoli. Può succedere che i titoli siano diversi da quelli presenti nel portafoglio al momento della sottoscrizione¹⁵.

Questo meccanismo di creazione titoli, oltre a generare vantaggi in termini di costi, produce un'elevata trasparenza nella gestione del fondo.

In conclusione, gli emittenti di ETF non trattano direttamente con il pubblico, comprano e vendono solo dagli AP. Per regolamento il prospetto informativo deve chiaramente esporre questa situazione e dichiarare che i singoli investitori non comprano o vendono le azioni direttamente con le società di fondi. Quando gli azionisti acquistano azioni ETF in borsa stanno comprando parte di un'unità di creazione di proprietà di un AP.

Inoltre, il processo di “*creation/redemption in Kind*” consente, inoltre, al NAV e al prezzo di mercato dell'ETF di essere quasi perfettamente correlati. Tuttavia, in determinate situazione di stress dal punto di vista finanziario, come quello causato dalla recente epidemia di Coronavirus, alcuni ETF, a causa della momentanea crisi di liquidità del mercato obbligazionario e dalla temporanea sospensione di alcuni titoli azionari, hanno avuto difficoltà a replicare il proprio benchmark. Questo ha portato a un

¹³ Cfr. HASCOE, *ETF e liquidità, sfattiamo un mito: il volume di negoziazione NON equivale alla liquidità di un ETF*, Borsa Italiana, 2016

¹⁴ Cfr. FERRI, *The ETF book: all you need to know about Exchange Traded Funds*, New Jersey, John Wiley & Sons inc., 2011

¹⁵ Cfr. POLIMENO, *il funzionamento degli ETF*, Professione Finanza, op.cit.

provvisorio scostamento tra il prezzo di mercato e il NAV. In particolare, si è verificato sulle *asset class* tendenzialmente meno liquide, come l'obbligazionario e l'azionario dei paesi emergenti, che erano arrivati a trattare a sconto anche del 2-3% rispetto al NAV¹⁶.

Il NAV rappresenta il valore economico del portafoglio ed è dato dal rapporto tra:

$$\text{NAV per unit} = \frac{\text{Total Assets} - \text{Total Liabilities}}{\text{Number of Outstanding Units}}$$

Una differenza tra ETF e fondi comuni d'investimento aperti è che gli ETF non sono necessariamente scambiati al loro valore patrimoniale netto. Gli *Exchange Traded Fund* presentano tale meccanismo che controlla questa discrepanza e impedisce che si creino “acquisti a sconto” o “vendite a premi” troppo grandi. In particolare, se gli ETF fossero venduti ad uno sconto rispetto al NAV, i grandi investitori coglierebbero rapidamente l'opportunità acquistando azioni ETF e scambiandole con azioni dell'indice sottostante. Contemporaneamente venderebbero le azioni scambiate sui mercati secondari e trarrebbero profitto dalla differenza tra il costo delle azioni ETF e i proventi della vendita dell'indice sottostante.

Entrano in gioco i partecipanti autorizzanti che impediscono la realizzazione di questo scenario. La differenza tra il NAV e il prezzo di mercato crea per gli AP un'opportunità di arbitraggio. Se il prezzo di mercato dell'ETF è inferiore al suo NAV, l'arbitraggista compra sul mercato azioni dell'ETF, successivamente le cede alla banca depositaria in cambio dei titoli sottoscritti e rivende il tutto sul mercato¹⁷.

L'arbitraggio dei prezzi genera un piccolo profitto senza rischio per gli AP e gli scambi vengono ripetuti fino a quando il prezzo tenderà ad aumentare naturalmente verso il suo NAV.

Allo stesso modo se il prezzo delle azioni è superiore al loro NAV è possibile ottenere un guadagno certo, comprando i titoli che compongono il fondo che vengono poi collocati presso la banca depositaria in cambio di azioni dell'ETF. L'arbitraggista le rivende infine sul mercato. L'operazione viene più volte ripetuta fino a quando il prezzo scende e converge verso il suo NAV. Questa disposizione per l'arbitraggio è ciò che differenzia fundamentalmente gli ETF dai fondi comuni d'investimento chiusi¹⁸.

Attraverso il meccanismo di “*creation/redemption in kind*” i partecipanti autorizzati possono creare e riscattare quote di ETF in modo da adeguare il numero di quote sul mercato alla domanda.

¹⁶ Cfr. BELLELLI, Investire con gli ETF e ETC, op.cit.

¹⁷ La tecnica è analizzata anche da HASLAM, John A., Exchange-Traded Funds: Nature, Developments, and Implications (July 24, 2015). Brian R. Bruce, ed., Exchange-Traded Funds II: New Approaches and Global Outreach. New York, NY, Institutional Investor, Fall 2003, pp.116-126.

¹⁸ Cfr. FERRI, All You Need to Know About Exchange-Traded Funds, op.cit.

Il mercato secondario, invece, è destinato alla clientela *retail* e istituzionale. Gli ETF possono essere comprati e venduti solo attraverso un intermediario abilitato (banca o SIM) e non è possibile acquistare direttamente sul mercato *iShare*.

La seduta di negoziazione degli ETF è giornaliera e in tempo reale come per le azioni. Gli investitori sono costantemente informati riguardo il prezzo degli ETF, il NAV e la composizione del paniere. Il concetto di trasparenza è ripreso anche sul mercato secondario e rappresenta un elemento innovativo rispetto ai comuni fondi d'investimento.

Il prezzo d'acquisto e il numero di quote sottoscritte in questi fondi vengono rese note solo nei giorni successivi. I titoli che compongono i panieri standard sottostanti gli ETF sono quotati ogni 15 secondi sui mercati secondari, assicurando che siano valutati più equamente in termini di prezzo e siano più liquidi dei loro omologhi fondi comuni.

Nel mercato secondario non è presente una quota minima di sottoscrizione, che può ammontare anche a una singola unità.

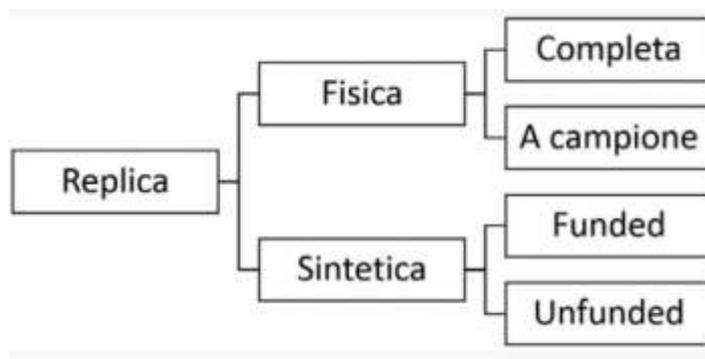
1.4 MODALITÀ DI REPLICA ETF

Gli ETF sono un veicolo d'investimento ideale per accedere a una moltitudine di mercati diversi. Come già evidenziato, lo scopo primario è la replica passiva del benchmark di riferimento. Di conseguenza si condividono le performance, i rischi e si percepiscono tutti gli introiti che derivano dagli strumenti finanziari che compongono l'indice.

Da tenere in considerazione che gli ETF non sono tutti uguali e il rendimento può cambiare per via delle diverse modalità di replica che un *exchange traded fund* può svolgere.

La struttura di replica degli ETF può essere riassunta come in figura 3.

Figura 3



1.4.1 Etf a replica fisica

Gli ETF a replica fisica, che rappresentano il metodo classico, prevedono l'acquisto diretto e materiale delle azioni e obbligazioni che compongono il paniere di riferimento del benchmark¹⁹.

¹⁹ Cfr. BELLELLI, Investire con gli ETF e ETC, op.cit.

Si distinguono poi in ETF a **replica fisica completa** e a **replica fisica a campione**.

La **replica fisica completa** prevede che il gestore acquisti tutti i titoli che compongono un determinato paniere di un benchmark, in proporzione identica ai pesi che essi hanno all'interno dell'indice. Così facendo, la performance del benchmark è totalmente allineata a quella del fondo ETF. Il compito del gestore consiste semplicemente nel bilanciare periodicamente i pesi percentuali dei titoli, i quali possono subire variazioni che portano ad annullare i requisiti di permanenza nel fondo²⁰. Inoltre, chi gestisce il fondo deve anche occuparsi del pagamento dei dividendi e del loro eventuale reinvestimento.

Questa modalità viene applicata solo quando si vuole replicare un indice composto da un numero limitato di titoli, i quali devono essere liquidi e facilmente scambiabili, come ad esempio l'indice azionario *Eurostoxx 50*. I titoli vengono detenuti presso una banca depositaria e sono interamente di proprietà dell'ETF, mitigando così la possibilità di un rischio di controparte.

La replica fisica completa, se da un lato, rappresenta una modalità d'investimento efficiente e al 100% trasparente, dato che all'investitore basta controllare periodicamente su internet se il fondo rispecchia l'indice del paniere benchmark, dall'altro può sviluppare potenziali rischi. Primo fra tutti il rischio di un aumento dei costi di ribilanciamento, che si possono verificare nel caso in cui il benchmark cambi spesso composizione dell'indice, costringendo il fondo ETF a adeguarsi continuamente.

La **replica fisica a campione** si utilizza principalmente:

- quando si vuole replicare un indice il cui paniere è composto da un numero di titoli molto elevato, ad esempio gli azionari internazionali che possono contenere in portafoglio anche 1000 titoli;
- quando il mercato è in genere poco liquido o la replica completa risulta troppo dispendiosa da attuare

Attraverso la replica a campione si acquistano solo gli strumenti finanziari più liquidi e rilevanti in modo tale da creare un portafoglio quasi simile a quello dell'indice di riferimento costituito però da un numero più ristretto di titoli. L'obiettivo in questi casi è quello di ottimizzare l'impatto che i costi di negoziazione potrebbero creare. Tale tecnica si basa sul presupposto che se è possibile individuare le principali determinanti che spiegano il rendimento del benchmark, come il settore o la dimensione,

²⁰ In tema di ribilanciamento dei titoli David Scales, senior Etf Investment Editor di Invesco, dice in un'intervista del 26 aprile 2021: « il gestore deve ribilanciare il portafoglio ogni volta che cambia il sottostante. Succede, ad esempio, quando un titolo entra e un altro esce dal Ftse Mib, nonché nel momento in cui uno acquista un'incidenza maggiore del passato in termini di capitalizzazione. Dato che il mercato è in continuo movimento, spesso gli Etf a replica fisica utilizzano tecniche di campionamento. "Ciò significa detenere solo un sottoinsieme di titoli rappresentativi dell'indice, che il gestore spera possano offrire un profilo di rischio e performance simile all'indice, risparmiando però sui costi rispetto alla detenzione di tutti i titoli»>. Intervista del 26/04/2021 tratta dal sito www.repubblica.it, "Con l'ETF vincono trasparenza e costi bassi".

allora replicandola nel fondo ETF si dovrebbero ottenere rendimenti in linea con quelli del Benchmark²¹. Nel caso in cui il benchmark sia il mercato azionario, se si prende come determinante, ad esempio, il settore industriale, si calcola il peso che ha nel mercato azionario scelto e vengono scelti i titoli in modo che sia rispettata la composizione settoriale.

Per fare in modo che l'ETF sia quanto più possibile in linea con il benchmark vengono scelti soltanto i titoli a maggiore capitalizzazione che appartengono all'ETF, come per la replica completa e sono collocati presso una banca depositaria. I vantaggi sono rappresentati dalla trasparenza degli strumenti del fondo ETF e da una riduzione dei costi amministrativi, poiché il numero di titoli in gestione rappresenta solo una parte dell'indice che si vuole replicare.

I relativi svantaggi sono:

- Rischio di mercato, nel caso in cui l'ETF si deprezzi come conseguenza del cambiamento dei tassi d'interesse o del tasso di cambio, che influenzano l'andamento dei titoli nel paniere benchmark
- Rischio di controparte, che si manifesta nel momento in cui il gestore decide di “prestare i titoli” che ha in gestione ad una controparte, dietro la promessa di restituirli in una data futura predeterminata.

Il prestito dei titoli a una controparte, se da un lato, riduce i costi annuali di gestione (chiamati anche TER) e abbassa il *tracking error*²², dall'altro sviluppa il potenziale rischio di controparte, nel caso in cui il soggetto, a cui si sono prestati i titoli, fallisca. In tale eventualità il fondo ETF perde tutti i titoli prestati e registra una perdita in conto capitale pari al valore dei titoli. Per ovviare al problema, come garanzia sul prestito, i gestori degli ETF possono chiedere a loro volta dei titoli come collaterale per tutta la durata del prestito. Di norma l'ammontare monetario dei titoli usati come garanzia è superiore a quello del prestito ed è costantemente controllato in modo tale da ridurre il rischio.

1.4.2 Etf a replica sintetica

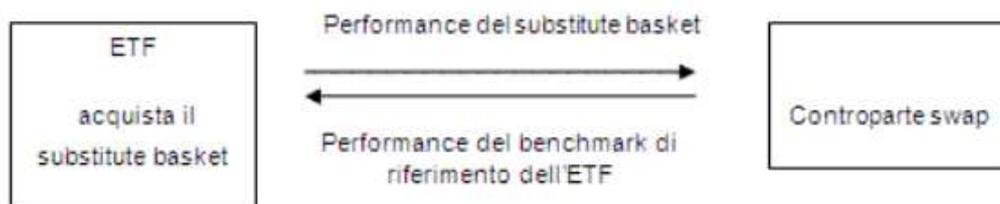
Questo tipo di replica è stata introdotta per la prima volta in Europa nel 2001 e rappresenta un'interessante alternativa agli ETF tradizionali. Un ETF sintetico è progettato per replicare il rendimento di un indice, ad esempio lo S&P500 o il FTSE 100. Tuttavia, anziché detenere i titoli, per tentare di replicare il paniere del benchmark selezionato, si utilizzano i derivati, in tal caso i contratti swap. Questa tecnica viene utilizzata quando si vuole investire in un mercato poco liquido oppure difficilmente accessibile oppure ancora quando il paniere di riferimento è numeroso.

Esistono due tipi di ETF sintetici: **FUNDED** e **UNFUNDED**

²¹ Cfr. approfondimento sul sito www.borsaitaliana.it riguardo alla replica fisica degli ETF

²² Il *tracking error* è la differenza tra l'andamento dei prezzi di una posizione o di un portafoglio e l'andamento dei prezzi di un benchmark. Può generare perdite o profitti inattesi. Cfr. approfondimenti sul sito www.investopedia.com

La modalità di replica *unfunded* utilizza il denaro raccolto tramite la sottoscrizione di quote per acquistare un paniere sostitutivo, chiamato anche “*substitute basket*”, che può essere comprato direttamente sul mercato o da una controparte swap, solitamente bancaria.



Di norma il paniere sostitutivo è composto da titoli diversi da quelli dell'indice scelto come benchmark. Tuttavia, sono attività con un alto grado di correlazione positiva con il paniere di riferimento. I titoli sono sempre di proprietà dell'ETF e sono custoditi presso una banca depositaria. Nell'ETF SWAP BASED il fondo indicizzato dà alla controparte swap il rendimento del paniere sostitutivo e in cambio riceve la performance del paniere benchmark di riferimento dell'ETF. In questo modo il rendimento del *substitute basket* non influenzerà il rendimento dell'ETF. Tale modalità di replica risulta conveniente quando si vogliono ridurre i costi di transazione, limitare il *tracking error*, investire in un indice con molti titoli o quando si vuole investire in mercati emergenti e di difficile accesso (Vietnam o Cambogia).

Un esempio di replica sintetica può esser dato dal “*Lyxor FTSE MIB UCITS*” che si propone di replicare l'andamento dell'indice azionario italiano FTSE MIB²³.

²³ Esempio preso dal libro di BELLELLI, *Investire con gli ETF e ETC*, op.cit.

Figura 4: composizione del FTSE MIB

Nome	Ticker di Bloomberg	Valuta	Weight%
ENEL SPA	ENEL IM	EUR	16,45%
Intesa Sanpaolo	ISP IM	EUR	9,68%
ENI SPA	ENI IM	EUR	8,38%
Unicredit SpA	UCG IM	EUR	8,08%
ASSICURAZIONI GENERALI	G IM	EUR	6,16%
FERRARI NV	RACE IM	EUR	5,03%
STMICROELECTRONICS NV	STM IM	EUR	4,88%
FIAT CHRYSLER AM	FCA IM	EUR	3,53%
Sham SpA	SRG IM	EUR	2,94%
Atlantia SpA	ATL IM	EUR	2,89%

(Bellelli, 2020)

Figura 5: composizione dell'indice benchmark "Lyxor FSTE MIB UCITS"

Nome	Valuta	Quantità	Weight%
Sanofi	EUR	384,002	9,16%
Danone	EUR	421,213	7,82%
BNP PARIBAS	EUR	402,196	5,57%
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTA	EUR	3,57m	4,89%
EDP-ENERGIAS DE PORTUGAL SA	EUR	4m	4,81%
TELEFONICA SA	EUR	2,82m	4,55%
NOVO NORDISK A/S-B	DKK	303,421	4,53%
IBERDROLA SA	EUR	1,54m	4,2%
BANCO SANTANDER SA	EUR	3,55m	3,61%
INDITEX	EUR	357,140	2,88%

(Bellelli, 2020)

Dalle due figure, 4 e 5, notiamo che il fondo ETF non contiene nessun titolo azionario italiano. Nonostante questa differenza la performance dell'ETF sarà perfettamente in linea con quella del benchmark, grazie al fatto che il rendimento del paniere sostitutivo viene scambiato, attraverso il contratto swap, con la performance del benchmark.

A differenza degli ETF a replica fisica, dove il rischio di controparte sussiste solo quando il garante decide di prestare i titoli, negli ETF a replica sintetica tale rischio è presente costantemente. Nel caso

di fallimento della controparte, il contratto swap non viene onorato con la conseguenza di esporre il fondo ETF a una perdita monetaria di pari ammontare. Per tutelare l'investitore, la direttiva UCITS stabilisce un limite dell'investimento in strumenti derivati da parte dei fondi: non più del 10% del NAV per singola controparte. Questo implica che il valore di ciascun swap è limitato ad un massimo del 10 % del NAV del fondo per controparte²⁴.

La modalità di replica *funded* prevede sempre la stipulazione da parte dell'ETF di un contratto swap con una controparte, con la differenza però che il denaro raccolto tramite sottoscrizione delle quote non venga usato per acquistare un paniere sostitutivo ma venga direttamente inviato alla controparte, la quale darà in cambio il rendimento del paniere benchmark scelto. In questo caso l'intero patrimonio ETF è investito nel contratto, aumentando così enormemente il rischio di controparte. Alla controparte è richiesto di mettere come garanzia dei titoli depositati presso una banca, in modo tale da poter esser utilizzati, in caso di default, come risarcimento. Tuttavia, le modalità e i tempi per la liquidazione dei titoli non garantiscono che il denaro così ottenuto sia sufficiente per coprire il 100% del valore del NAV dell'ETF.

Le attività da mettere in garanzia devono rispettare certi vincoli:

- I titoli devono esser diversificati e devono presentare un elevato merito creditizio. Inoltre, devono esser quotati su un mercato regolamentato, esser sufficientemente liquidi e facilmente scambiabili
- L'esposizione verso una singola controparte non può esser superiore al 10%
- Il valore per norma deve esser superiore al 100% del NAV dell'ETF e devono esser controllati quotidianamente. In tal modo, quando l'esposizione quando diventa positiva, viene richiesto alla controparte di reintegrare il collaterale²⁵.

Un'importante differenza tra i due tipi di replica è data dal fatto che mentre i titoli dati in garanzia nella replica *funded* sono di proprietà dell'ETF, nella replica *unfunded* l'ETF ha solo una garanzia sul collaterale senza averne la proprietà²⁶. Infine, il maggior rischio degli ETF a replica sintetica tende ad esser parzialmente compensato dai minori costi delle commissioni di gestione annua (TER).

²⁴ Cfr. approfondimento sul sito www.borsaitaliana.it riguardo alla replica sintetica.

²⁵ La composizione del collaterale deve rispondere ai criteri indicati al punto 26 delle linee guida del CESR (dal 2011 è stato sostituito dall'ESMA) sulla misurazione dei rischi. Sono stati riportati, in sintesi, i punti più importanti.

²⁶ Cfr. BELLELLI, *Investire con gli ETF e ETC*, op. cit.

1.5 VANTAGGI E SVANTAGGI

La crisi finanziaria del 2008 ha dato prova di quanto possa esser complicato il settore finanziario, costantemente soggetto a un gran numero di fattori difficili da comprendere e prevedere.

Negli anni successivi alla crisi, il mercato ha dovuto fare i conti con il comprensibile crollo della fiducia da parte degli investitori, i quali hanno virato verso strumenti più semplici da capire e in grado di garantire facili guadagni.

È in questo periodo di incertezza che gli ETF hanno la loro definitiva consacrazione dovuta ai molteplici vantaggi che possono offrire a un semplice investitore *retail*.

1.5.1 Vantaggi

Diversificazione: rappresenta il concetto chiave per gli investimenti ed è forse il vantaggio più importante. Gli ETF sono generalmente più diversificati dei Fondi comuni aperti, perché in genere cercano l'esposizione su indici più ampi. Questo consente di ridurre il rischio specifico riscontrabile quando si investe in pochi titoli e diminuisce la volatilità totale del portafoglio. L'unico rischio che l'ETF non può eliminare è il rischio di mercato. Nello specifico la diversificazione degli ETF può:

- ottenere rapidamente e molto semplicemente posizioni su specifici mercati d'interesse, come quello azionario o obbligazionario. In particolare, permettono di investire anche su mercati difficilmente accessibili per un semplice risparmiatore, come, ad esempio, il mercato asiatico o l'azionario dei Paesi di frontiera²⁷.
- ottenere una facile esposizione a uno specifico segmento di mercato data l'ampia varietà di settori, stili, industrie. Come esempio possiamo prendere il fondo ETF "*First Trust ISE water index fund*" il quale replica l'indice "*ISE water index*". Nel caso in cui un investitore pensi che i titoli legati al commercio di acqua potabile possano creare un potenziale profitto, legato all'incremento della popolazione nelle zone aride, l'investitore potrà decidere di acquistare azioni di questo fondo indicizzato²⁸.

Inoltre, è possibile diversificare il proprio portafoglio anche sottoscrivendo una singola quota che risulta molto vantaggioso per gli investitori con un ridotto capitale a disposizione.

Costi: gli ETF non presentano né costi di entrata né di uscita o di performance, come accade di solito per i fondi comuni d'investimento. La gestione passiva rimuove i tipici costi della gestione attiva, come il pagamento di un team di analisti e i costi legati alla distribuzione, garantendo agli investitori l'accesso a mercati e a strategie d'investimento altrimenti difficili da raggiungere con

²⁷ Cfr. FILLIPOU, RONZENTAL, GOZLUKLU, *ETF arbitrage and international diversification*, WBS Finance Group Research Paper No. 260, 2019

²⁸ Cfr. FERRI, *All You Need to Know About Exchange-Traded Funds*, op. cit.

commissioni così ridotte. Pertanto, due solo sono le tipologie di costi: i costi bancari e i costi legati al prodotto finanziario.

I costi bancari comprendono:

- Commissioni di negoziazione
- Commissioni di deposito
- Costi relativi al conto corrente

Le commissioni di negoziazione includono costi che possono insorgere qualora si decida di vendere o acquistare delle quote di ETF. Il range va normalmente dai 5 ai 10 euro a operazione²⁹.

I costi, invece, legati al prodotto finanziario riguardano esclusivamente le commissioni di gestione annua, ovvero l'ammontare dell'importo richiesto per l'amministrazione dell'ETF.

Questi costi sono sintetizzati nel TER (*total expense ratio*) che rappresenta il costo annuale relativo alla gestione del fondo ETF. Di norma comprende: le spese di gestione, le spese di amministrazione, le spese di distribuzione e, infine, le spese relative al deposito presso una banca. Il TER viene calcolato giornalmente direttamente dal NAV. Esso non è fisso poiché varia da gestore a gestore. In media, il suo valore oscilla tra lo 0,2% e lo 0,7%, a differenza del 1,5-2,3% dei fondi comuni d'investimento³⁰.

È un costo che deve essere pubblico e trasparente e, pertanto, sempre consultabile, in qualsiasi momento, sul sito di Borsa Italiana.

Il fatto che un ETF presenti un costo di gestione così basso è imputabile a tre motivi:

- viene gestito passivamente;
- vi è una minor rotazione di portafoglio;
- non vi è una rete di venditori da sostenere e da finanziare, come, ad esempio, i promotori finanziari. È per questo motivo che banche e *promoter* non consigliano mai a un investitore l'acquisto di un ETF non percependo alcun guadagno in termini di commissioni.

Il TER non è l'intero costo da pagare per l'acquisto di un ETF.

Per avere un'analisi più dettagliata bisogna calcolare il *Total cost of ownership* (TCO).

Il TCO non è consultabile in nessun sito web o scheda informativa dato che l'Unione Europea non l'ha incluso tra le informazioni essenziali da pubblicare. Tuttavia, il calcolo di questo valore invece è importante, poiché non sempre il TER con il valore più basso indica l'ETF più economico³¹.

²⁹ Cfr. BELLELLI, *Investire con gli ETF e ETC*, op.cit.

³⁰ Confronta sul punto URSINO, *Etf, prodotto finanziario valido per tutte le tasche*, ilsole24ore,17/12/2018

³¹ Cfr. RIEDL, *Cost of ETFs: Total Expense Ratio (TER) vs. Total Cost of Ownership (TCO)*, justETF, 2019

Figura 6: *Total Cost of Ownership for an ETF investment*



(Riedl, 2015)

Il TCO contiene, oltre ai costi interni già descritti in precedenza, anche costi esterni come il *bid/ask spread*, spese di piattaforma e di brokeraggio. Da sottolineare che i costi interni comprendono dei costi nascosti come: commissioni di negoziazione, spread e tasse, commissioni swap in caso di replica sintetica. Per capire l'entità di queste spese è sufficiente calcolare il *tracking error* come indicato in figura 6.

Il metodo di addebito dei costi è lo stesso di quello dei fondi comuni d'investimento. Sono calcolati su base giornaliera, come percentuale di patrimonio complessivamente gestito, e vengono scalati quotidianamente dal valore effettivo del fondo³². Il che significa che se il costo del TER è dello 0,5%, il costo giornaliero rappresenta lo 0,00137% che viene detratto dal valore totale del fondo dalla società che si occupa della sua gestione.

In ultima analisi, l'investitore paga i costi di gestione solo in base ai giorni durante i quali ha effettivamente tenuto le azioni dell'ETF.

Trasparenza: gli ETF sono più trasparenti dei normali fondi comuni d'investimento. La composizione dell'ETF viene pubblicata giornalmente, il che permette agli investitori di essere perfettamente consapevoli del proprio profilo di rischio-rendimento dell'investimento e della composizione del portafoglio titoli.

Il valore patrimoniale netto (NAV) dell'ETF è regolarmente calcolato e pubblicato durante le ore di negoziazione; l'investitore è sempre informato sull'andamento delle componenti dell'indice e del prezzo dell'ETF. Inoltre, data la loro negoziazione in tempo reale, si possono acquistare con un semplice clic del mouse e ottenere immediatamente il prezzo dell'operazione³³.

Duttilità: gli ETF, oltre che prendere posizioni su qualsiasi tipo di materiale o mercato, permettono anche di pianificare strategie rialziste, ribassiste o a leva.

Un investitore può decidere di optare per:

³² Cfr. BELLELLI, *Investire con gli ETF e ETC*, op.cit.

³³ Cfr. BAIDEN, *ExchangeTraded Funds- advantages and disadvantages*, 2011, Central University College

- una politica di distribuzione di proventi e quindi un ETF a distribuzione; i proventi vengono distribuiti secondo scadenze mensili, trimestrali, semestrali o annuali. La scelta spetta all'emittente
- un piano di reinvestimento dei dividendi nell'ETF in automatico. In tal caso, si parla di un ETF ad accumulazione.

La differenza tra questi due piani è importante, soprattutto per chi decide di effettuare un investimento nel medio/lungo periodo.

Figura 7

	Interesse	ETF ad accumulazione	ETF a distribuzione
t=0	5	10000	10000
t=1	5	10500	10370
t=2	5	11025	10753,69
t=3	5	11576,25	11151,58
t=4	5	12155,06	11564,18
t=5	5	12762,82	11992,06
t=6	5	13400,96	12435,77
t=7	5	14071	12895,89
t=8	5	14774,55	13373,04
t=9	5	15513,28	13867,84
t=10	5	16288,95	14380,95
...
t=25	5	33863,55	24800,98
t=26	5	35556,73	25718,62
t=27	5	37334,56	26670,21
t=28	5	39201,29	27657,01
t=29	5	41161,36	28680,32
t=30	5	43219,42	29741,49

Capitale finale ETF ad accumulazione	Capitale finale ETF a distribuzione
34582,37	29741,49

(Bellelli, 2020)

Si prende in esame l'investimento di cui alla figura 7³⁴. Si sceglie di investire su un ETF con un capitale iniziale di 10000 euro, a un tasso d'interesse del 5% per 30 anni. A questo punto si prospettano le due modalità: o un ETF ad accumulazione o un ETF a distribuzione.

L'investitore che decide di optare per un ETF a distribuzione si vedrà scalare, ogni anno, l'imposta del 26% sul guadagno e incasserà il dividendo. Il trader che opta invece per un ETF ad accumulazione, reinveste automaticamente ogni interesse e paga le imposte solo alla fine.

Dai calcoli si nota come l'ETF ad accumulazione renda molto di più rispetto all'ETF a distribuzione. L'esempio dimostra che posticipare il pagamento delle imposte e reinvestire, automaticamente,

³⁴ Esempio preso dal libro di BELLELLI, *Investire con gli ETF e ETC*, op. cit.

ogni interesse maturato, comporta una maggiore efficienza fiscale e un vantaggio in termini monetari nel lungo periodo.

Flessibilità: gli ETF si comportano come azioni ordinarie e creano diversi vantaggi in termini di flessibilità rispetto ai normali fondi comuni. Sono scambiati continuamente in borsa ed è possibile sia investire nel breve termine (*trading intraday*) sia nel medio/lungo termine³⁵. Lo scambio può realizzarsi in qualsiasi quantità, anche con una sola quota/azione, e il trading borsistico apre alla possibilità dell'uso di vendite allo scoperto, ordini limit and stop e prestito titoli. La flessibilità permette agli AP di intervenire prontamente per evitare la creazione di opportunità di arbitraggio, aiutando a mantenere il prezzo vicino al NAV.

Infallibilità: gli ETF, per certi aspetti, possono esser equiparati ai Fondi comuni d'investimento in quanto vi è accumulo di denaro tramite partecipazione azionaria dei soci, ma generalmente la dottrina italiana non li considera nemmeno fondi comuni e SICAV. Il motivo è dovuto ad alcune differenze di cui la più importante è quella rappresentata dal fatto che il patrimonio dell'ETF è autonomo e separato da quello dell'emittente³⁶. Pertanto, gli ETF quindi non possono fallire e in caso di default, da parte delle società che si occupano dell'amministrazione, della gestione e promozione del fondo, i creditori non possono rifarsi sul patrimonio dell'ETF.

Tuttavia, come ogni strumento finanziario anche gli ETF presentano delle criticità, che devono essere tenute sempre in considerazione quando si vuole effettuare un investimento in ETF.

1.5.2 Svantaggi

Tracking error: esso è la differenza tra la performance effettiva di un ETF e la performance realizzata dal benchmark di riferimento. Tale indicatore, comunemente, usato per valutare un investimento, mostra se il portafoglio ETF è coerente con il paniere di riferimento.

La formula per calcolarlo è data da:

$$\text{Tracking Error} = \omega = \sqrt{\text{Var}(r_p - r_b)}$$

dove r_p = rendimento portafoglio e r_b = rendimento benchmark.

Dal punto di vista di un investitore, il TE viene anche usato per valutare l'operato dei gestori di un portafoglio ETF. Nel caso di gestioni passivi, il TE deve assumere un valore molto basso, in questo modo evidenzia la bravura del gestore nel replicare l'indice benchmark. Al contrario se il

³⁵ Cfr. DEGREGORI & PARTNERS, *E.T.F. - Exchange Traded Funds*, op.cit.

³⁶ Cfr. sul punto il sito www.borsaitaliana.it

TE assume valori elevati, è sintomo di qualche problema di gestione e bisogna operare delle sostituzioni. Di norma l'errore di tracciamento aumenta sensibilmente in presenza di:

- titoli illiquidi o poco negoziati;
- un'elevata volatilità;
- differenze di tempo quando si riequilibra il portafoglio sottostante;
- commissioni e bid/ask spread;

Diversamente dagli ETF settoriali e internazionali, gli ETF azionari e obbligazionari, con un portafoglio dotato di molti titoli, abitualmente, tendono ad avere un ETF relativamente basso³⁷.

Gestione passiva: con un ETF si può ottenere una rapida esposizione su un paniere di titoli di una determinata area geografica o settore. Tuttavia, la gestione passiva dell'ETF può rappresentare una debolezza, in quanto l'investitore non ha voce in capitolo sulla gestione dei titoli. È vero che l'emittente di un ETF si attiene ai parametri prestabiliti, ossia se si investe su un ETF che segue società finanziarie non cambia improvvisamente gestione e inizia a comprare titoli di società tecnologiche, ma invece può decidere di sostituire titoli che, secondo l'investitore, sono da ritenersi validi e non rischiosi.

Questo non accade in ETF a gestione attiva o negli ETC dove si investe su una determinata materia prima o su un paniere di materia prime³⁸.

Rischio di mercato³⁹: il rischio di questi strumenti finanziari è classificato come medio/alto in quanto seguono l'andamento di un indice benchmark. Data l'elevata diversificazione, gli ETF possono garantire una riduzione del rischio specifico, ovvero il rischio connesso alla volatilità dei rendimenti dei titoli collegati alle caratteristiche delle imprese emittenti.

Ciononostante, il rischio di mercato, rappresentato dalla inaspettata perdita o guadagno di un portafoglio, influenzato da variazioni di variabili di mercato come il tasso d'interesse e il tasso di cambio, non viene del tutto eliminato. Pertanto, gli ETF sono esposti al rischio che azioni e obbligazioni perdano di valore, a causa di cambiamenti in una di queste variabili.

1.6 SCENARIO REGOLAMENTARE

La legislazione italiana identifica gli ETF come dei particolari fondi comuni d'investimento aperti, che soddisfano i requisiti relativi alla disciplina UCITS, acronimo di "*undertakings for the collective investment in transferable securities*".

³⁷ Cfr. sul punto CHEN, *Tracking error*, 7/11/2020, sul seguente sito www.investopedia.com

³⁸ Cfr. DEGREGORI & PARTNERS, *E.T.F. - Exchange Traded Funds*, op.cit.

³⁹ Cfr. BAIDEN, *Exchange Traded Funds- advantages and disadvantages*, op.cit.

La regolamentazione è un fattore che ha contribuito al successo degli ETF, complice anche il fatto che la direttiva ha permesso agli OICVM (organismi di investimento collettivo in valori mobiliari), autorizzati da uno Stato membro dell'UE, di esser distribuiti liberamente anche negli altri paesi membri, promuovendo così una maggiore armonizzazione dei mercati. Secondo i dati dell'Unione Europea più del 75% degli investitori hanno collocato il loro patrimonio in fondi UCITS⁴⁰.

Lo scopo di questa iniziativa era uniformare la legislazione europea per i fondi comuni aperti, che investono in beni mobiliari.

Di seguito, le regole più importanti introdotte dalle varie direttive UCITS⁴¹ sono:

- diversificazione dell'ETF in modo che nessuna singola posizione valga più del 20% del NAV. La soglia può esser portata al 35%, ma comunque costituisce un valore massimo verso un singolo strumento finanziario. In questo modo è più facile per gli ETF replicare in modo efficiente gli indici con titoli di grandi dimensioni.
- un elevato grado di liquidità in quanto la direttiva obbliga i fondi a detenere un livello minimo di liquidità, qualora un investitore voglia riscattare le sue quote in qualsiasi momento. A fronte di precisi problemi di mercato, quali inaspettate turbolenze o crolli improvvisi, un investitore può chiedere direttamente alla società emittente, tramite il proprio broker, il riscatto delle sue quote omettendo il mercato secondario.
- la garanzia di un efficiente supervisione e regolamentazione in modo da assicurare tranquillità e trasparenza all'investitore. Particolarmente importanti, sono le novità introdotte dalla direttiva UCITS IV che impone agli emittenti, l'obbligo di pubblicare, per gli investitori interessati all'acquisto, oltre al prospetto e alla scheda informativa, anche il KIID, acronimo di "*key investor information document*".

Il KIID è un documento sintetico, di norma composto da un paio di pagine, che contiene le informazioni chiave per capire al meglio le caratteristiche specifiche del prodotto finanziario destinato alla vendita. In particolar modo sono elencati: i dati dell'ETF, la politica d'investimento, l'indicatore di rischio (misurato attraverso un metro che va da 1 a 7, in cui 1 corrisponde a un livello minimo di rischio, mentre 7 corrisponde al massimo), le spese e i costi, le informazioni sulla banca depositaria e le performance storiche.

Un documento che è obbligatorio per legge perché nel caso in cui l'emittente non ne sia provvisto, il semplice investitore *retail* non può effettuare l'acquisto dell'ETF⁴².

Gli altri due strumenti che il fondo deve far pervenire ai potenziali investitori sono:

⁴⁰ Cfr. RIEDL, *Struttura giuridica degli ETF: UCITS*, justETF, 26/06/2017

⁴¹ Cfr. approfondimento riguardo alla direttiva UCITS sul sito www.bancaditalia.it, pag 153-169

⁴² Cfr. BELLELLI, *Investire con gli ETF e ETC*, cit.

Prospetto informativo: una documentazione obbligatoria redatta e pubblicata dall'emittente. In caso di controversia con l'emittente, il prospetto è l'unico documento impugnabile.

Si compone di documento di registrazione, nota informativa sugli strumenti e note di sintesi. Il prospetto di un fondo ETF, secondo il documento ESMA/2014/937⁴³, deve includere:

- una chiara descrizione degli indici, comprese le informazioni sui loro documenti sottostanti. Il prospetto può indirizzare gli investitori a un sito web dove sono pubblicate le composizioni esatte degli indici;
- informazioni sulla modalità di replica dell'indice e sulle implicazioni del metodo scelto dagli investitori in termini di esposizione all'indice sottostante e al rischio di controparte;
- informazioni sul livello di *tracking error* previsto in condizioni di mercato normali;
- una descrizione dei fattori che possono influire sulle capacità degli OICVM indicizzati di replicare l'andamento degli indici, ad esempio costi di transizione, piccole componenti illiquide, reinvestimento dei dividendi ecc.

Scheda sintetica: documento che per legge deve essere obbligatoriamente consegnato all'investitore prima della sottoscrizione. La scheda sintetica si compone di due parti, di cui la prima contiene le informazioni generali e la seconda contiene informazioni specifiche con l'indicazione di tutte le proposte di investimento.

Negli ultimi anni si è verificato lo sviluppo di tali strumenti finanziari in aree che richiedevano maggiore attenzione da parte della legislatura. Ci si riferisce agli ETF a replica sintetica, i quali richiedono l'utilizzo dei derivati (swap) per effettuare questo tipo d'investimenti⁴⁴. Gli ETF sintetici contribuiscono a creare il rischio di controparte che si genera quando la controparte swap, per una serie di motivi, non si rende adempiente nei confronti degli obblighi assunti nel contratto. L'inadempienza causa una perdita monetaria, al fondo ETF e agli azionisti, di pari ammontare al valore del contratto. Il default della controparte swap può portare alla creazione di un rischio sistematico nel caso in cui abbia più contatti con fondi indicizzati.

Il crescente utilizzo di questa tipologia di strumenti ha suscitato l'interesse dei regolatori europei e internazionali che hanno emanato delle linee guida per assicurare una maggior tutela agli investitori. In Europa, questi orientamenti sono stati introdotti con il documento 937 dell'ESMA che in merito all'utilizzo di strumenti derivati specifica quanto segue:

⁴³ Cfr. ESMA, Orientamenti per le autorità competenti e le società di gestione di OICVM, 01/08/2014, sul sito www.esma.europa.eu, riguardo alla documentazione obbligatoria redatta e pubblicata dall'emittente.

⁴⁴ Cfr. per approfondimenti CARACINO, PAVESI, ZITIELLO, *ETF: i nuovi scenari regolamentari*, diritto bancario, 2012

- il prospetto dell'ETF deve contenere informazioni sulla strategia e sulla composizione del portafoglio o dell'indice di riferimento; informazioni relative alla controparte; una descrizione del rischio di controparte e dell'effetto sui rendimenti per gli investitori;
- la misura in cui la controparte assume potere discrezionale sulla composizione o sulla gestione del portafoglio dell'OICVM o sul sottostante degli strumenti finanziari derivati, chiarendo se è necessaria l'approvazione della controparte in relazione a qualsiasi operazione del portafoglio di investimento dell'ETF;
- in caso di potere discrezionale della controparte, l'accordo tra le due parti deve essere considerato come un accordo di delega di gestione degli investimenti e deve essere conforme ai requisiti di delega.

Relativamente agli strumenti finanziari da mettere come garanzia, l'ESMA ha specificato che, oltre ai requisiti di liquidità, valutazione giornaliera, qualità del credito è importante anche il grado di diversificazione. In sostanza, le garanzie devono essere sufficientemente diversificate in termini di paesi, mercati ed emittenti. Il criterio di diversificazione si considera rispettato se l'OICVM riceve, dalla controparte swap, un paniere di garanzie con esposizione massima verso un determinato emittente pari al 20% del suo NAV. Inoltre, un OICVM può essere pienamente garantito in valori mobiliari e in strumenti del mercato monetario diversi emessi o garantiti da uno Stato membro, da uno o più dei suoi enti locali, da uno Stato terzo o da un organismo pubblico internazionale di cui fanno parte uno o più Stati membri. Un OICVM di questo tipo deve ricevere valori di almeno sei emissioni differenti, ma i valori di una singola emissione non possono superare il 30% del suo NAV. L'OICVM che intende essere pienamente garantito in valori emessi o garantiti da uno Stato membro deve indicare tale intenzione nel suo prospetto. Deve inoltre individuare gli Stati membri, gli enti locali o gli organismi pubblici internazionali che emettono o garantiscono valori che sono in grado di accettare come garanzie per più del 20% del loro NAV⁴⁵.

Di particolare importanza è l'effetto dell'introduzione della **direttiva MIFID II** sul mercato degli ETF. Tra le principali novità troviamo la trasparenza delle negoziazioni. Secondo Annunziata sono stati ampiamente rimodellati e resi più persuasivi gli obblighi di trasparenza pre e post negoziazione. La MIFID II punta a rafforzare il ruolo degli internalizzatori sistematici e la robustezza del loro ruolo nel processo di rilevazione dei prezzi⁴⁶. In tale contesto si segnalano⁴⁷:

- sia obbligo dell'intermediario di informare il cliente riguardo al tipo di consulenza fornita, se dipendente o indipendente che l'obbligo di consegnare al cliente una dichiarazione che spieghi

⁴⁵ ESMA, Orientamenti per le autorità competenti e le società di gestione di OICVM, op.cit.

⁴⁶ Cfr. ANNUNZIATA, *Le nuove sfide della MIFID II*, Dirittobancario, 12/03/2018, sul sito www.dirittobancario.it

⁴⁷ Cfr. il documento di Shine Sim S.P.A., *Applicazione della nuova disciplina MIFID II in tema di mercati finanziari e servizi d'investimento*, 2017 sul sito www.shinesim.it

il perché un servizio, uno strumento finanziario o una combinazione di strumenti finanziari risultino adeguati al cliente stesso;

- l'obbligo dell'intermediario di informare periodicamente il cliente sull'andamento degli strumenti finanziari presenti in portafoglio;
- l'ampliamento degli obblighi di segnalazione delle operazioni in quanto tutte le negoziazioni devono essere segnalate alle autorità competenti per rafforzare la trasparenza. In aggiunta vi è l'obbligo di comunicare tutti i dati identificativi dei clienti in sede di negoziazione.

Secondo Stephen Cohen, *head of iShare* EMEA di BlackRock, la MIFID II aiuta gli investitori nella scelta dei brokers e delle sedi di negoziazione, favorendo una riduzione sostanziale dei prezzi⁴⁸.

In particolare, elenca quattro fattori:

- il costo di acquisto di un ETF può variare e dipendere dalla strategia, dalla sede e dal broker scelto per eseguire l'operazione;
- i broker che effettuano più scambi in uno specifico ETF offrono con maggiore probabilità prezzi più giusti;
- l'aumento delle sedi di contrattazione (*trading venue*) e della maggiore trasparenza forniscono agli investitori una visione più chiara dei prezzi, permettendogli di individuare quelli più competitivi;
- originariamente, prima dell'introduzione della MIFID, risultava più difficile per l'investitore scegliere sia il broker che la sede di contrattazione più appropriata.

Il recepimento della nuova direttiva ha portato a un aumento del 25% del numero dei market makers, poiché la MIFID obbliga i *liquidity providers* a registrarsi come market makers. Tale azione si traduce in maggiore liquidità per il sistema e aiuta gli investitori a capire che il mercato è grande e abbastanza liquido per qualificarsi come uno strumento d'investimento efficace.

Sempre secondo Cohen, la MIFID II dà una maggiore importanza alla gestione patrimoniale. Il consulente ora è remunerato dall'investitore e non dal prodotto.

Gli effetti dell'entrata in vigore della direttiva si sono potuti osservare già a gennaio 2018, quando la raccolta netta degli ETF è triplicata passando da 4,2 miliardi a 13,4 miliardi⁴⁹.

Lo scorso 27 febbraio è stato approvato il ritocco veloce o "*Quick fix*" per rispondere alla crisi causata dalla pandemia di covid-19. Gli stati membri dovranno adottare i provvedimenti entro il 28 novembre 2021. Tra le principali novità elencate da Assogestioni si segnalano⁵⁰:

⁴⁸ Cfr. COHEN, *Six months into MIFID II: what has changed for ETFs so far?*, ETFstrategy, 10/07/2018, sul sito www.etfstrategy.com

⁴⁹ Cfr. BONAFEDE, *Così la MIFID II dà una spinta agli ETF, gestori a caccia di prodotti meno costosi*, Roma, la Repubblica, 26 febbraio 2018, consultabile sul sito www.repubblica.it

⁵⁰ Cfr. sul punto il documento "Mifid II, meno obblighi informativi per gli intermediari" sul sito www.assogestioni.it

- tutte le informazioni alla clientela siano fornite in formato elettronico, fatta salva espressa richiesta del cliente;
- per le transazioni in strumenti finanziari effettuate con mezzi di comunicazione a distanza, le informazioni su costi e oneri possano essere fornite dopo la conclusione dell'operazione (sempreché il cliente vi abbia acconsentito e gli sia stata data la possibilità di ritardare la chiusura dell'operazione al fine di ricevere preventivamente tali informazioni);
- per i clienti professionali: i) le informazioni su costi e oneri siano dovute soltanto per la consulenza in materia di investimenti e gestione del portafoglio, ii) non sia dovuta l'informativa relativa ai costi e benefici degli switch di portafoglio, salva esplicita richiesta del cliente e iii) non siano dovute, salvo che il cliente ne faccia espressa richiesta, la relazione periodica sui servizi prestati e la relazione di adeguatezza;
- nelle operazioni di ricezione, trasmissione ed esecuzione ordini con controparti qualificate, le imprese di investimento hanno la possibilità di non sottostare agli obblighi di natura informativa, a quelli di valutazione di adeguatezza, a quelli di best execution e a quelli relativi alla gestione degli ordini;
- sospende fino al 28 febbraio 2023 l'obbligo della comunicazione periodica al pubblico in relazione alla qualità dei servizi di esecuzione (best execution) forniti da sedi di negoziazione europee e altri sedi di esecuzione.

1.7 TASSAZIONE ETF

Un importante aspetto degli ETF è rappresentato dal regime fiscale. Questi strumenti finanziari, ai fini della valutazione fiscale, vengono considerati fondi e non azioni. Il trattamento fiscale degli ETF differisce a seconda che si tratti di un ETF armonizzato o non armonizzato.

Gli **ETF armonizzati** sono tutti quelli quotati su Borsa Italiana e che presentano come identificatore la parola "UCITS ETF". Questi ETF sono quelli che rispettano le regole e le direttive dell'Unione Europea, le quali impongono misure severe per la tutela dell'investitore.

Gli **ETF non armonizzati** al contrario sono quei tipi di fondi che non vengono trattati sulle borse europee e non rispettano i parametri stabiliti dall'autorità di vigilanza.

Gli ETF armonizzati possono, a seconda della scelta dell'investitore, esser gestiti sotto il regime amministrato o dichiarativo.

Il regime amministrato⁵¹ è di norma quello più utilizzato. Esso prevede che un investitore deleghi un intermediario per la gestione dei propri risparmi. L'investitore, attraverso un contratto di amministrazione e custodia, affida il proprio capitale a un intermediario, (tralasciando però la gestione) il quale provvederà a tutti gli adempimenti fiscali, calcolando l'imposta dovuta, in base all'aliquota stabilita dal governo, e versandola, successivamente, al fisco. In questo modo, il pieno anonimato dell'investitore viene garantito.

Il regime dichiarativo prevede che sia l'investitore ad assumersi autonomamente tutti gli obblighi fiscali associati all'investimento effettuato, perdendo in questo modo l'anonimato⁵².

Di norma si utilizza maggiormente il regime amministrato rispetto a quello dichiarativo, anche se quest'ultimo risulta essere più efficiente a livello fiscale dato che l'applicazione dell'imposizione fiscale avverrà in un momento successivo. Tuttavia, aumentano i costi, in quanto è necessario rivolgersi a un commercialista.

Di particolare importanza è la gestione dei profitti e delle perdite.

La distinzione tra le due voci è cambiata dopo il recepimento della direttiva 2011/61/EU. A partire dal 2014 le plusvalenze, o *capital gain*, non producono più redditi diversi poiché sono considerate redditi da capitale. Pertanto, non possono essere utilizzate per recuperare eventuali minusvalenze realizzate nel passato⁵³.

Precedentemente le plusvalenze venivano calcolate considerando sia il differenziale di prezzo, sia quello del NAV generando una doppia imposizione fiscale⁵⁴.

Oggi i fondi indicizzati generano:

- **Reddito di capitale** che deriva dai dividendi percepiti o dall'incremento del NAV. Quest'ultimo si calcola facendo la differenza del NAV tra il prezzo della vendita e quello di acquisto
- **Reddito diverso**, calcolato mediante la differenza tra i prezzi della compravendita e il valore effettivo delle quote utilizzando il valore del NAV dei giorni di acquisto e vendita dell'ETF

Sia i proventi positivi che negativi sono calcolati solo sulla differenza tra il prezzo di vendita e acquisto dell'ETF, indipendentemente dal valore del NAV che non è più indispensabile ai fini fiscali. Secondo la legge italiana tutti i redditi di capitale sono tassati con un'aliquota del 26%. Non rientrano all'interno dei redditi di capitale, i titoli di Stato italiani, i titoli emessi da paesi della White List

⁵¹ Regime di tassazione dei redditi introdotto dal decreto legislativo del 16 giugno 1998 che prevede la delega a un intermediario per l'esecuzione degli adempimenti fiscali riguardanti i propri risparmi. Le imposte sono calcolate per ogni operazione effettuata. Per ulteriori informazioni Cfr. il sito www.borsaitaliana.it

⁵² Cfr. DEGREGORI & PARTNERS, *E.T.F. - Exchange Traded Funds*, op. cit.

⁵³ Cfr. sul punto il sito www.fineco.com, "ETF e ETC".

⁵⁴ Cfr. FERRANTE, *La fiscalità degli ETF in Italia*, justETF, 2020 sul sito www.justetf.com

(s'intendono quei paesi che consentono un adeguato scambio di informazioni con l'Italia) e quelli emessi da Enti sovranazionali. Queste attività sono tassate con un'aliquota del 12,5%.

Nel caso in cui il portafoglio dell'investitore sia composta sia da titoli di Stato che da azioni o obbligazioni, per calcolare l'imposta complessiva bisogna applicare l'imposta di 12,5% sui titoli di stato e del 26% alle azioni e obbligazioni. L'investitore privato che si appoggia al regime amministrato non è gravato da nessun onere amministrativo/contabile e, pertanto, nessun provento deve essere riportato nella propria dichiarazione dei redditi.

Relativamente alle minusvalenze, il legislatore, separando i proventi e le minusvalenze in termini di definizione del reddito, crea una situazione sfavorevole per coloro che riportano perdite su strumenti finanziari. Le minusvalenze non possono essere recuperate utilizzando proventi sia in termini d'interesse che di plusvalenze.

Tuttavia, le minusvalenze classificate come reddito diverso possono essere compensate da altri prodotti che generano reddito diverso, come ad esempio gli ETC o singoli titoli azionari. In questo caso possono essere recuperate o nell'anno in cui si sono realizzate, oppure nei 4 anni successivi. In caso contrario, si perde il beneficio fiscale. Dal momento che costituiscono una perdita, le minusvalenze non sono soggette ad alcun tipo di imposta⁵⁵.

È importante specificare che neanche gli ETF a distribuzione armonizzati possono concorrere ad annullare le minusvalenze pregresse. Pertanto, gli investitori, nel caso in cui abbiano in portafoglio titoli di Stato oppure azioni e obbligazioni, dovranno pagare le relative imposte. Nel caso, l'investitore opti per un ETF ad accumulazione non subirà alcuna tassazione per le cedole reinvestite e pagherà le imposte solo alla fine.

Infine, il controvalore totale delle quote detenute in ETF è anche soggetto all'imposta di bollo sul deposito titoli che ammonta allo 0,2% annuo.

Relativamente agli ETF non armonizzati, essi devono essere sottoposti necessariamente al regime dichiarativo. Le plusvalenze di questi ETF, classificate come redditi ordinari, vengono sommate a tutti gli altri tipi di reddito dell'investitore, come il reddito da lavoro, che concorrono a formare il reddito complessivo. Sostanzialmente, le plusvalenze da ETF non armonizzati sono soggette alla tassazione IRPEF⁵⁶. Vengono sommate a tutte le altre entrate dell'investitore, il quale viene tassato a seconda dello scaglione di appartenenza secondo la figura 8⁵⁷.

⁵⁵ Cfr. BELLELI, *Investire con gli ETF e ETC, op.cit.*

⁵⁶ Cfr. sul punto il sito www.tasse-fisco.com, ETF: cosa sono, come funzionano, convenienza e tassazione, 26/03/2021

⁵⁷ Per ulteriori informazioni Cfr. il sito www.agenziaentrate.gov.it, Aliquote e calcolo IRPEF, 12/12/2020

Figura 8: aliquota IRPEF

REDDITO IMPONIBILE (per scaglioni)	ALiquOTA (per scaglioni)
Se composto solo da redditi fondiari (terreni + fabbricati) fino a 500,00	0
Se composto solo da redditi di pensione fino a 7.500,00+redditi di terreni fino 185,92+reddito dell'abitazione principale e relative pertinenze	0
fino a euro 15.000,00	23
oltre euro 15.000,00 e fino a euro 28.000,00	27
oltre euro 28.000,00 e fino a euro 55.000,00	38
oltre euro 55.000,00 e fino a euro 75.000,00	41
oltre a euro 75.000,00	43

(aliquota e calcolo irpef, 2020)

In merito alle minusvalenze, esse generano reddito diverso e non possono esser compensate con le plusvalenze generate da altri prodotti che generano reddito diverso. Inoltre, come per le minusvalenze armonizzate, anche in questo caso non sono soggette a imposte⁵⁸.

Infine, come per gli ETF armonizzati, è presente un imposto dello 0,2% relativa al deposito titoli.

1.7.1 Pregi e difetti ETF armonizzati e non armonizzati

Il diverso trattamento fiscale degli ETF armonizzati e non armonizzati comporta dei pregi e dei difetti. Gli ETF armonizzati presentano il pregio di esser trattati su tutte le Borse Europee, così da riuscire ad ottenere rapidamente e molto semplicemente posizioni su specifici mercati d'interesse, come quello azionario o obbligazionario. Per di più sono semplici da gestire a livello fiscale, dal momento che presentano una sola aliquota pari al 26% e l'investitore può scegliere se optare per il regime dichiarativo o amministrato.

Ciononostante, presentano dei difetti, tra cui il più importante è quello rappresentato dal fatto che le minusvalenze non possono essere compensate con le plusvalenze. Oltre a ciò, dato che gli ETF sono presenti da poco sul mercato, la quantità di dati storici utilizzabili, per calcolare le possibili performance future, è del tutto esigua.

⁵⁸ Cfr. DEGREGORI & PARTNERS, *E.T.F. - Exchange Traded Funds*, op.cit.

Infine, un'altra debolezza è costituita dagli ETF armonizzati con sottostante composto da titoli esteri, per esempio azioni americane. Data la differenza di orari di contrattazione, gli ETF armonizzati possono subire uno sfasamento e impedire all'investitore di coprirsi prontamente⁵⁹.

Gli ETF non armonizzati presentano il pregio di:

- essere molto più liquidi dei loro cugini armonizzati.
- possedere un *bid/ask* spread decisamente più contenuto in relazione agli strumenti finanziari quotati sulla Borsa Italiana.
- avere una vasta gamma di scelta in termini di *asset* e sottostanti per l'investitore. Questo li rende molto più efficienti.
- esser quotati sul mercato da molto più tempo in modo da poter vantare una documentazione più ampia nella stima delle performance future.

Non mancano, comunque le criticità. Prima tra tutti è la fiscalità a penalizzare gli ETF non armonizzati dato che si deve obbligatoriamente optare per il regime e i proventi rientrano nei redditi ordinari, soggetti all'aliquota IRPEF. Un'ulteriore criticità è rappresentata dal rischio di cambio, alla quale si può ovviare utilizzando come copertura i *futures*. Successivamente bisogna menzionare il fatto che non è possibile negoziare ETF non armonizzati che siano sprovvisti del KIID, secondo il recepimento della direttiva MIFID II. Per ovviare a questo ostacolo si può acquisire la qualifica di cliente *Professional* dimostrando di possedere almeno due dei seguenti requisiti, secondo quanto riporta Bellelli:

- possedere un portafoglio finanziario (considerando sia la liquidità che il deposito titoli) superiore a 500 mila euro, anche se presenti in banche diverse
- avere eseguito operazioni di dimensione significative con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti
- autocertificare di possedere conoscenza in materia di strumenti finanziari, per esperienza lavorativa o per studi effettuati.

1.8 ETC E ETN

Oltre allo strumento innovativo degli ETFs, il cui obiettivo d'investimento è replicare fedelmente un indice benchmark, condividendone la performance e i rischi associati, esistono altre due tipologie: gli *Exchange Traded Notes* e *Exchange Trade Commodities*, che fanno parte della famiglia degli ETP. Sia gli ETN che gli ETC presentano caratteristiche che li rendono particolarmente diversi dagli ETF, tra cui la più fondamentale è che gli ETN e ETC non sono considerati OICR sebbene contengano

⁵⁹ Cfr. BELLELLI, *Investire con gli ETF e ETC*, op.cit.

l'identificatore "UCITS compliant". Questa differenza li pone al livello di strumenti di debito. Il patrimonio di questi strumenti non è separato da quello dell'emittente e in caso di default l'investitore è soggetto al rischio di controparte. Esiste dunque la possibilità di perdere completamente il capitale investito.

Gli *Exchange Traded Notes* sono, secondo quanto riporta Borsa Italiana, titoli senza scadenza emessi da una società veicolo a fronte dell'investimento diretto dell'emittente nel sottostante (diverso dalle commodities) o dell'investimento in contratti del sottostante⁶⁰.

Sono sempre strumenti che replicano passivamente la performance di indici sottostanti come ad esempio indici di valute, azionari o obbligazionari. Inoltre, come gli ETF, sono negoziati in borsa e non prevedono commissioni di entrata, uscita o performance, ma solo una commissione calcolata in proporzione al tempo di possesso del titolo. A differenza degli ETF, **che sono considerati fondi**, gli ETN sono **titoli di debito** senza scadenza. I sottoscrittori diventano quindi creditori della società emittente esponendosi al rischio di controparte.

Di seguito vengono elencati i punti di forza degli ETN:

- come per gli ETF, sono da considerarsi strumenti trasparenti poiché quotati su un mercato regolamentato e negoziati in tempo reale. Inoltre, presentano un mercato primario e secondario, come per gli ETF.
- si caratterizzano per una scelta del sottostante più ampio rispetto ai fondi indicizzati e per un livello più basso di *tracking error* in quanto l'emittente garantisce una replica perfetta del paniere benchmark
- come per gli ETF non è presente una quota minima di sottoscrizione, è possibile diversificare il proprio portafoglio anche sottoscrivendo una singola quota
- permettono l'accesso a determinati mercati (per esempio il mercato delle materie prime), diversamente impossibile per un semplice investitore, sia per il divieto dell'intermediario che per gli strumenti da utilizzare, come *futures*, opzioni o CFD, strumenti troppo complicati per l'investitore *retail*.
- contrariamente agli ETF, le plusvalenze sono considerate reddito diverso e quindi utilizzabili per recuperare le eventuali minusvalenze

⁶⁰ Gli Exchange Traded Notes (ETN) sono strumenti finanziari emessi a fronte dell'investimento diretto dell'emittente nel sottostante (diverso dalle commodities) o in contratti derivati sul medesimo. Per ulteriori info Cfr. il sito www.borsaitaliana.it

Per quanto riguarda i rischi:

- è presente, come già descritto, il rischio di controparte, a cui si può porre rimedio accantonando in un conto separato come garanzia del capitale investito, un ammontare monetario di pari importo
- particolare attenzione deve esser prestata al loro rendimento che è in funzione sia del sottostante che del merito creditizio dell'emittente. Nel caso in cui le società di rating stabiliscano una diminuzione del livello di merito di credito dell'emittente allora calerà, conseguentemente, anche la quotazione dell'ETN⁶¹.

Gli ETC, al pari degli ETN, sono titoli senza scadenza emessi da una società veicolo a fronte dell'investimento diretto dell'emittente nel sottostante. Quest'ultimo rappresenta la **principale differenza** tra un ETN e un ETC: se il sottostante riguarda una materia prima, lo strumento da utilizzare è un ETC. In tutti gli altri casi, quando il sottostante è rappresentato, per esempio, da indici obbligazionari o azioni, si tratta di un ETN. Tale strumento finanziario permette di replicare l'andamento di materie prime fisiche (come l'oro, l'argento o il rame) o contratti derivati su materie prime. Gli ETC seguono regolarmente l'indice della materia benchmark, condividendone la performance. In aggiunta, l'investitore può decidere di investire sia prendendo posizione su una singola materia prima (peculiarità che non è disponibile negli ETF in quanto devono rispettare un certo grado di diversificazione imposto dalla direttiva UCITS III), sia su un paniere costituito da una vasta gamma di materie prime.

Analogamente agli ETN, l'ETC replica passivamente, non ha scadenza ed è quotato in tempo reale su un mercato regolamentato⁶². Sono paragonabili alle obbligazioni zero coupon con scadenza illimitata.

In sintesi un ETC consente di:

- esser negoziato, alla pari degli ETF, in un mercato primario e secondario come una semplice azione, in qualsiasi momento della giornata borsistica;
- accedere al mercato delle commodities e ottenere un'esposizione simile a quella di una posizione long in contratti *future* senza leva finanziaria;
- rimanere stabilmente allineato alle performance delle materie prime, contrariamente a quanto accade investendo in contratti *futures*. Gli ETC, infatti, non prevedono il bisogno di

⁶¹ Cfr. BELLELI, *Investire con gli ETF e ETC*, op.cit.

⁶² La gamma di commodities replicata dagli ETC è molto ampia e non si limita alle singole materie prime, ma si estende ai loro indici, sotto indici e indici forward. Tutto ciò permette al risparmiatore, a seconda delle sue aspettative e della sua propensione al rischio, sia di scommettere sull'andamento positivo di una singola materia prima, sia di ottenere una posizione ben diversificata su un paniere di commodities. Per ulteriori informazioni cfr. il sito www.borsaitaliana.it

riposizionarsi da un contratto *future* ad un altro e non richiedono spese di sostituzione/intermediazione per via della sostituzione dei contratti in scadenza;

- ridurre gli oneri e i rischi di stoccaggio del materiale.

Relativamente alla sfera dei rischi, gli ETC sono sensibili, al pari degli ETN, al rischio di controparte, poiché sono classificati come strumenti di debito e il patrimonio non è separato da quello dell'emittente. Per limitare il problema di norma vengono accantonate su di un conto separato delle riserve di denaro a come garanzia del capitale degli investitori.

La tassazione, la stessa per gli ETF, è rappresentata da un'aliquota del 26% per gli investitori.

Anche i fondi che replicano le commodities presentano due modalità di replica: la replica fisica e la replica sintetica che, in sede di acquisto di ETC, è da tenersi in considerazione, poiché può condizionare le performance di quotazione e l'efficienza del prodotto finanziario.

La **replica fisica** degli ETC prevede che il capitale, raccolto tramite sottoscrizione di quote da parte degli investitori, venga impiegato per l'acquisto diretto della materia prima che costituisce il benchmark dell'ETC.

In genere indicata con il nome di "*physically backed*"⁶³ è facilmente riconoscibile per gli investitori dato che oltre ad essere indicato nel prospetto informativo, contengono l'iscrizione "*physical*" all'interno del nome commerciale⁶⁴.

Normalmente la *physically backed* rappresenta la scelta ottimale nel caso in cui la commodity riguardi una materia con un elevato valore intrinseco, difficilmente deperibile e facilmente stoccabile. Per tale motivo di norma gli ETC sono utilizzati per replicare le performance di oro, argento, platino e palladio.

Nel caso l'ETC si ponga l'obiettivo di replicare l'andamento dell'oro, il capitale verrà investito acquistando direttamente lingotti d'oro. Gli investitori sono chiaramente coperti in quanto, periodicamente, vengono riportati i numeri di serie dei lingotti, custoditi a loro volta in appositi caveau.

La responsabilità della custodia della materia rappresenta un **punto di forza** degli ETC, che permettono di investire in metalli preziosi senza dover necessariamente pensare ai costi di custodia. Gli ETC condividono con gli ETF lo stesso processo di "*creation/redemption in kind*", in cui i partecipanti autorizzati possono chiedere la creazione o il rimborso di quote dell'ETC scambiando con il depositario l'esatta quantità di materia prima controllata da ciascun ETC per un determinato lotto minimo. Questo permette all'ETC di essere correttamente impostato sia per quanto riguarda il prezzo che per la liquidità.

⁶³ Cfr. sul punto il sito www.borsaitaliana.it, "*COS'È UN ETC PHYSICALLY-BACKED?*"

⁶⁴ Cfr. BELLELI, *Investire con gli ETF e ETC*, cit.

Il prezzo è in funzione di due variabili:

- Il prezzo del sottostante
- Il cambio valutario dato che tutte le materie prime vengono trattate in dollari; tuttavia, ci si può proteggere dalle possibili fluttuazioni del tasso di cambio ricorrendo all'*hedging*, acquistando strumenti derivati (come *swaps*, *futures* o *options*) o investendo in ETC hedge che prevedono già al loro interno dei procedimenti per proteggersi dal rischio di cambio.

Qualora non fosse possibile acquistare direttamente la materia prima, per esempio per problemi di stoccaggio del materiale, si ricorre alla **replica sintetica funded**⁶⁵.

Il meccanismo praticamente è lo stesso degli ETF a replica fisica, il denaro, raccolto tramite la sottoscrizione di quote da parte degli investitori, viene adoperato per stipulare contratti futures con una controparte, la quale darà in cambio il rendimento del paniere benchmark scelto dall'ETC. Alla controparte è richiesto di mettere come garanzia dei titoli che vengono depositati presso una banca, così da poter esser utilizzati, in caso di default della controparte dell'ETF come risarcimento.

Sostanzialmente, dato che, come tutti i derivati, anche i futures hanno una scadenza, l'ETC sostituisce man mano i contratti in scadenza con nuovi contratti futures con scadenza più lontana. Questa operazione viene chiamata "*rollover*" e consiste nella chiusura di posizioni aperte in contratti prossimi alla scadenza in favore di contratti con scadenze più avanti nel tempo. Il procedimento garantisce la continua esposizione dell'ETC sul sottostante. Con la vendita dei contratti si creano i presupposti per l'effetto *roll yield*⁶⁶ che rappresenta la quantità di rendimento generato nel mercato dei *futures* dopo che un investitore ha sostituito un contratto a breve termine con un contratto a più lungo termine. A questo punto si possono creare due scenari di mercato: il *backwardation* e il *contango*.

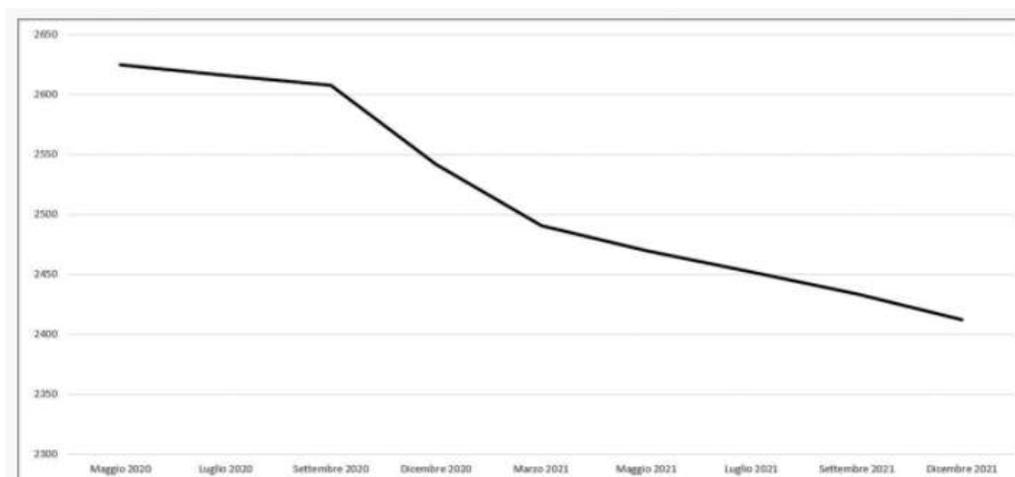
Quando il rendimento del mercato dei *futures* è positivo allora si parla di "*backwardation*". Tale possibilità si verifica quando il prezzo *forward* di un'attività è inferiore al prezzo spot corrente, per cui la curva *forward* si inclina verso il basso. In questo caso, un investitore trae profitto quando vende il contratto future per passare ad uno con una data di scadenza più lontana.

Un esempio può essere dato dalla curva *forward* del mercato del caffè rappresentata in figura 9.

⁶⁵ Cfr. sul punto "ETF su swap: La replica sintetica degli ETF" sul sito www.justETF.com

⁶⁶ Cfr. CHEN, *Roll yield defined*, Investopedia, 30/04/2020 sul sito www.investopedia.com

Figura 9



(Bellelli, 2020)

Il *contango* invece rappresenta la situazione opposta: i prezzi *forward* sono superiori al prezzo spot corrente, per cui la curva è inclinata verso l'alto. Si presenta il rischio di acquistare la stessa quantità di materiale però ad un prezzo superiore.

Normalmente il *contango* è una situazione che appare spesso nel mondo delle materie prime per via degli elevati costi di stoccaggio o di assicurazione del materiale, che crescono man mano che aumenta l'orizzonte temporale⁶⁷.

Tramite l'effetto *contango* si creano due scenari di rischio⁶⁸:

- il primo consiste nel fatto che la performance dell'ETC non si allineai con quella del sottostante
- dato che l'effetto del contango aumenta man mano che si allunga il lasso temporale, le quotazioni degli ETC long a replica sintetica tenderanno a zero. Più a lungo si detiene l'ETC, maggiore sarà l'effetto di erosione del contango.

A risoluzione di questi due problemi, l'emittente può eliminare lo strumento di debito, rimborsando le quote e aprire un nuovo ETC oppure effettuare un raggruppamento di quote, per esempio 1 quota nuova ogni 10 vecchie.

⁶⁷"Nel mondo del petrolio, il ruolo dello stoccaggio è molto importante, perché aiuta a livellare la domanda e l'offerta. Senza stoccaggio, il giorno in cui la domanda diminuisce, i produttori dovrebbero chiudere baracca immediatamente. Lo stesso per le raffinerie, il che non sarebbe un processo efficace anche perché non si spegne un pozzo o una raffineria con un interruttore. Quello che succede in un mercato in contango è quello che sta succedendo oggi. Il prezzo comincia a crollare, spinto da eventi fondamentali. Negli ultimi mesi, il covid-19 sta paralizzando i compratori di petrolio. La gente non guida, le economie si fermano e i mercati crollano." Per ulteriori informazioni cfr. DE STEFANO, *contango trade non è un ballo. Cosa succede quando il petrolio crolla*, ilsole24ore, 08/04/2020

⁶⁸ Cfr. BELLELLI, *Investire con gli ETF e ETC*, op.cit.

1.9 MERCATO ETF PLUS

Come già evidenziato, il punto di partenza per la creazione di un ETF è rappresentato dall'azione di una SGR, la quale decide di acquistare direttamente sul mercato, dopo aver ottenuto le necessarie autorizzazioni, i titoli del paniere di riferimento del futuro ETF. In particolare, Borsa Italiana ha stabilito determinati requisiti per la quotazione degli ETF sul mercato italiano, ovvero che⁶⁹:

- siano autorizzati allo svolgimento dell'attività da parte di Consob e Banca d'Italia o da equivalente autorità estera d'origine. Nel caso di OICR di diritto estero è inoltre necessaria l'autorizzazione alla commercializzazione in Italia da parte di Consob e Banca d'Italia;
- siano liberamente negoziabili e regolabili attraverso le procedure di liquidazione della società Monte Titoli (rappresenta il deposito centrale titoli italiano ed ha la funzione di custodia dei titoli);
- l'indice di riferimento sia caratterizzato da trasparenza nei metodi di calcolo e che i relativi valori siano a disposizione del pubblico almeno una volta al giorno;
- il prospetto ne preveda la quotazione in uno o più mercati regolamentati

Relativamente agli obblighi degli ETC/ETN ritengo utile evidenziare che:

- le caratteristiche dello strumento siano chiare ed inequivocabili tali da consentire una correlazione tra il prezzo dello strumento finanziario e livello del sottostante
- nel caso sia prevista la liquidazione monetaria, la modalità di fissazione del prezzo di liquidazione sia tale da garantire che tale prezzo rifletta correttamente il livello del sottostante

L'ammissione o il rigetto della domanda deve esser notificato all'emittente da Borsa Italiana entro un termine massimo di due mesi dall'invio della domanda di ammissione e deve essere data contestuale comunicazione alla CONSOB. Il termine può esser prorogato qualora Borsa Italiana decida di richiedere all'emittente ulteriori informazioni e documenti. In caso di ammissione l'emittente deve pubblicare il prospetto informativo e Borsa italiana stabilisce la data d'inizio delle contrattazioni e il segmento dove viene negoziato l'ETF⁷⁰.

I prodotti vengono negoziati in via continuativa e in tempo reale. Le negoziazioni vengono effettuate in tre fasi:

- dalle 8.00 alle 9.00 si verifica la cancellazione delle proposte
- dalle 9.00 alle 17.25

⁶⁹ Cfr. il documento di Borsa Italiana, "ETF plus, il mercato degli ETF e degli ETC/ETN" sul sito www.borsaitaliana.it

⁷⁰ Cfr. DEGREGORI & PARTNERS, *E.T.F. - Exchange Traded Funds*, op.cit.

- dalle 17.25 alle 17.30. In questi 5 minuti si verifica l'asta di chiusura e gli investitori possono modificare o cancellare proposte di negoziazione. Di solito è previsto anche un ulteriore minuto in più, però va a discrezione della piattaforma.

Il regolamento dei contratti viene svolto dalla società di Borsa Italiana, Monte Titoli, durante il terzo giorno di mercato successivo all'esecuzione dei contratti. Gli investitori hanno la certezza che le operazioni si realizzino per la presenza della società "Cassa di Compensazione e Garanzia" che fa da garante per il corretto svolgimento dei contratti, agendo come acquirente nei confronti del venditore e viceversa.

Può capitare che il fondo ETF non attiri abbastanza attività da parte degli investitori o che non realizzi delle buone performance. In tal caso, la società emittente lo ritira, per evitare superflui costi monetari e burocratici.

Prende avvio il "*delisting*", l'ETF a partire da una certa data viene revocato dalle contrattazioni e non è più presente sulla lista di mercato. Generalmente, questa operazione viene annunciata con un certo preavviso ed è opportuno quindi consultare periodicamente il sito di Borsa Italiana. Durante il periodo di preavviso, il titolo continua ad essere negoziabile e l'emittente si impegna a ricomprare dagli investitori tutte le quote dell'ETF in circolazione. A questo punto, se l'intermediario lo permette, si può decidere se tenere ancora il titolo in portafoglio o procedere con la chiusura della posizione prima del *delisting*.

La fase finale è rappresentata dalla liquidazione in cui l'ETF viene revocato e cancellato. Nel caso in cui l'investitore non abbia effettuato la vendita delle quote di ETF, si vedrà accreditare in automatico sul conto corrente il valore dell'ETF contabilizzato al valore del NAV dell'ultima seduta di negoziazione⁷¹.

Borsa Italiana, per garantire il giusto grado di trasparenza e il corretto svolgimento del mercato, chiede agli emittenti di esporre una serie di informazioni:

- il valore del NAV
- il valore ufficiale degli ETC/ETN
- per gli ETF strutturati⁷², qualora siano previsti, il livello di protezione di garanzia
- l'entità dei dividendi, la data di stacco e quella di pagamento

Inoltre, l'emittente deve da pubblicare costantemente il dato dell'INav in euro, indispensabile per capire il valore istantaneo dell'ETF.

⁷¹ Cfr. BELLELI, *Investire con gli ETF e ETC, op.cit.*

⁷² Gli ETF strutturati sono degli OICR, fondi o SICAV, negoziabili in tempo reale come le azioni. In particolare, sono considerati ETF strutturati gli ETF che operano a leva e short con o senza leva. Hanno in comune con gli ETF la modalità di replica passiva del benchmark.

1.9.1 Gli operatori di borsa italiana

La liquidità di uno strumento finanziario è uno dei fattori più importanti da tenere in considerazione ed è presente continuamente sul book⁷³ di negoziazione. La presenza di questo dato è costantemente assicurata per la presenza di due soggetti, l'operatore **specialista** e il *liquidity provider*.

Lo **specialista** è indispensabile per la quotazione di uno strumento finanziario. Borsa Italiana ne specifica gli obblighi⁷⁴:

- **Obbligo di esposizione in continua di prezzi di acquisto e di vendita:** lo specialista si espone sempre sul book sia con un prezzo di acquisto che con un prezzo di vendita. Questo assicura agli investitori di trovare sempre una valorizzazione aggiornata dello strumento d'interesse e la possibilità di smobilizzare un investimento o viceversa di effettuarlo ed eventualmente incrementarlo. Quando lo specialista viene colpito sul book, ha tempo cinque minuti per ripristinare le quotazioni.
- **Obbligo di esporre una quantità minima:** l'obbligo di presenza sul book deve soddisfare un quantitativo minimo in termini di numero di strumenti (EMS – exchange market size). Le quantità minime vengono ricalcolate due volte all'anno sulla base dei prezzi aggiornati degli strumenti.
- **Obbligo di spread massimo:** l'obbligo di presenza in acquisto e in vendita deve rispettare un differenziale massimo tra il prezzo in acquisto e il prezzo in vendita.

Tali obblighi vengono sempre monitorati da Borsa Italiana in modo tale da assicurare trasparenza e garanzie agli investitori ed è autorizzata a intervenire qualora lo specialista venga meno ai suoi impegni. Per verificare il rispetto dei suoi obblighi, Borsa Italiana usa un indicatore sintetico chiamato "epsilon" che viene calcolato mensilmente e tiene conto dei tre obblighi citati in precedenza⁷⁵.

⁷³ In un mercato telematico, il book rappresenta il prospetto video dove vengono esposte le varie proposte di negoziazione durante la giornata. È diviso in due parti, da un lato vengono esposte le proposte di acquisto in ordine decrescente, dall'altro le proposte di vendita in ordine crescente. La differenza tra i due genera il bid/ask spread.

⁷⁴ Cfr. il documento di Borsa Italiana, ETF plus, il mercato degli ETF e degli ETC/ETN sul sito www.borsaitaliana.it

⁷⁵ Cfr. DEGREGORI & PARTNERS, *E.T.F. - Exchange Traded Funds*, op.cit.

Figura 10

$$\text{Epsilon (\%)} = 0,4 * P_ratio + 0,4 * S_ratio + 0,2 * Q_ratio$$

(Degregori & Partners, 2019)

I parametri sono:

- P_ratio = calcolato in funzione del numero di minuti di rispetto degli obblighi di quotazione in via continuativa;
- S_ratio = calcolato in funzione del numero di minuti di rispetto degli obblighi di spread;
- Q_ratio = calcolato in funzione del numero di minuti di rispetto degli obblighi di quantitativi minimi.

Gli Advance liquidity provider sono operatori che non presentano alcun obbligo verso Borsa italiana, ma supportano comunque la liquidità degli ETF/ETC/ETN esponendo in proprio conto proposte di negoziazione in acquisto e/o vendita. In tal modo contribuiscono ad aumentare lo spessore del book di negoziazione. A ricompensa degli sforzi fatti, Borsa Italiana riconosce a questi operatori uno sconto sulle commissioni da pagare. L'operatore per potervi accedere deve rispettare gli obblighi di quotazione e raggiungere un market share del 20%, per lo strumento sul quale è riconosciuto come tale, calcolato confrontando la sua attività in conto proprio con il controvalore dello strumento, confrontando la somma tra acquisti e vendite⁷⁶.

⁷⁶ Cfr. per approfondimenti il sito www.borsaitaliana.it, in merito agli advance liquidity providers

1.10 FATTORI ESG NEGLI ETF

A seguito della recente crisi finanziaria, l'attenzione si è spostata sulle finalità degli strumenti finanziari esaminando se debbano avere soltanto finalità collegate alla realizzazione di un profitto trascurando il contesto sociale e ambientale.

Negli ultimi anni si è sentita la necessità di creare un contesto economico in grado di affiancare al concetto di finanza **i temi di sostenibilità e responsabilità**. L'obiettivo è quello di creare un ambiente sostenibile basato sui criteri d'equilibrio ambientale, economico e sociale⁷⁷.

Per realizzarlo è stato introdotto il concetto di investimento sostenibile e responsabile che mira a creare valore per l'investitore e per la società attraverso una strategia d'investimento nel medio/lungo termine. In tal modo, l'analisi economico finanziaria viene integrata con un'analisi ambientale, sociale e di governance.

Questi tre fattori vengono denominati fattori ESG, acronimo di “*Environmental Sustainability Governance*” e individuano le caratteristiche ambientali, sociali e di governance che servono per indentificare investimenti socialmente responsabili.

I criteri ambientali valutano come un'azienda stia gestendo i rischi legati al cambiamento climatico e all'inquinamento. In particolare, si valutano temi come i rischi climatici, la scarsità delle risorse e l'inquinamento ambientale. L'*environmental* riconosce le società che si distinguono nella lotta a tali fattori attraverso l'utilizzo di prodotti finanziari economicamente sostenibili.

Relativamente alla sostenibilità, si riconoscono le problematiche legate al mondo del lavoro e alle debolezze del prodotto, i rischi come la sicurezza dei dati e le controversie generate dalle diverse categorie di stakeholders.

L'ultimo fattore mira a premiare le società che si distinguono per elementi relativi alla *corporate governance* e per aspetti come la qualità e l'efficacia degli organi di controllo delle aziende.

Anche se i primi fattori ETF sono stati lanciati nel 1993 è stato solo nel 2005 che sono nati i primi ETF ESG⁷⁸. L'introduzione di tali fattori nel mercato degli strumenti a replica passiva è stata importante per un duplice motivo:

- la consacrazione degli ETF come fondi popolari tra gli investitori, nonostante il loro difficile avvio;
- il continuo successo degli ETF influenza la crescita dei fattori ESG con il conseguente aumento del numero degli investitori e il relativo incremento di liquidità.

⁷⁷ Cfr. MANFROI, TRAVANINI & PARTNERS, *Fattori ESG e investimenti socialmente responsabili alla luce del recente intervento dell'ESMA*, *dirittobancario*, 2019 consultabile su www.dirittobancario.it

⁷⁸ Cfr. MEZIANI, *Exchange-Traded Funds: Investment Practices and Tactical Approaches*, Londra, Palgrave Macmillan, 2017

A titolo di conferma del funzionamento dei fattori ESG, gli studi effettuati da Galloppo, Lattanzio, Fiordelisi e Paimanova⁷⁹ hanno evidenziato come l'intensità dei disastri naturali sia positivamente associata a rendimenti di borsa più elevati per gli investimenti orientati all'ISR (investimento sostenibile e responsabile). Nel calcolo delle performance si è notato che i fondi orientati a favore dei fattori ESG hanno registrato rendimenti superiori nei periodi in cui le questioni legate al cambiamento climatico sono particolarmente importanti, mentre ritornano bassi nel periodo in cui questi temi vengono trattati di meno.

Il tema della finanza sostenibile ha attirato l'attenzione dell'Unione Europea che ha adottato una serie di principi in modo da fornire delle linee guida per gli investitori e per orientare le società in modo da incrementare gli investimenti e i rendimenti di medio/lungo termine.

In particolare, la commissione europea ha pubblicato il regolamento UE 2020/85 anche detto "Regolamento Tassonomia" che è ancora in fase di ultimazione.

Il regolamento inserisce i temi di finanza sostenibile nell'ambito dell'informativa alla clientela e della valutazione di adeguatezza.

Le principali novità che dovrebbero essere introdotte sono elencate nel REGOLAMENTO (UE) 2020/852⁸⁰. I partecipanti finanziari dovrebbero fornire agli investitori tutte le informazioni in merito ai prodotti finanziari ecosostenibili, specificando i fattori ESG. Le imprese d'investimento, che forniscono consulenza finanziaria e gestione del portafoglio, devono chiedere, in sede di analisi con il potenziale cliente quali sono le loro eventuali preferenze ESG. In questo modo le imprese possono proporre il prodotto migliore durante la valutazione.

Gli investitori sono facilitati nella scelta del prodotto finanziario più consono e le imprese, che beneficiano di questi investimenti, sono incentivate a rendere ancora più ecosostenibili i loro prodotti aziendali. Inoltre, i gestori dei fondi e gli investitori istituzionali, che mettono a disposizione i prodotti finanziari, dovrebbero indicare come e in quale misura utilizzano i criteri ecosostenibili nei loro investimenti.

Parallelamente l'ESMA ha voluto introdurre anche modifiche relative ai processi e alle decisioni degli operatori sottoposti alla direttiva UCITS. Essi, infatti, dovranno incorporare i rischi di sostenibilità e valutarli insieme a tutti gli altri rischi come quello di mercato, di cambio e d'interesse.

⁷⁹ Cfr. FIORDELISI, GALLOPPO, LATTANZIO, PAIMANOVA, *An ESG Ratings Free Assessment of Socially Responsible Investment Strategies*, SSRN, 2020

⁸⁰ CFR. per approfondimenti il regolamento (UE) 2020/852 del parlamento europeo e del consiglio del 18 giugno 2020 sul sito www.eur-lex.europa.eu

A conferma della progressiva crescita dei prodotti ESG, il mercato ETF plus registra che il valore di mercato di tutti i fondi (AUM) ha evidenziato una raccolta totale di 13,63 miliardi a fine marzo 2021. L'aumento è stato del 165,19% rispetto ai dati dell'anno scorso e l'inflow ESG è pari a 941 milioni con un aumento del 25,16% comparato allo stesso periodo dello scorso anno⁸¹.

⁸¹ Cfr. FERRARO, *ETFplus tocca nuovi record nel primo trimestre, corsa agli ETF ESG*, Finanzaonline, 22/04/2021 al seguente indirizzo www.finanzaonline.com

CAPITOLO 2

2.1 CONSIDERAZIONI GENERALI FONDI COMUNI

Secondo la CONSOB un fondo comune d'investimento è un OICR (organismo di investimento collettivo del risparmio) costituito in forma di patrimonio autonomo, suddiviso in quote, istituito e gestito da un gestore⁸².

Il fondo investe in strumenti finanziari ed è gestito da una SGR che raccoglie e amministra il denaro degli investitori.

Generalmente, il patrimonio raccolto viene allocato in attività finanziarie quali azioni, obbligazioni, titoli di stato oppure in beni immobili. La società di gestione del risparmio è in grado di investire in classi di investimenti finanziari e in titoli diversificati in maniera più professionale rispetto a un investitore autonomo.

Vengono regolati nell'ordinamento italiano con la legge 77 del marzo del 1983 data la necessità di istituire un modello d'investimento dove i singoli possano scegliere liberamente il fondo in cui investire affidando i propri risparmi a un soggetto che persegua una politica d'investimento predeterminata e trasparente⁸³.

Si distinguono diverse tipologie di fondi⁸⁴.

Fondi aperti: rappresentano quelli maggiormente utilizzati tra gli investitori. Il patrimonio viene costituito mediante raccolta di denaro tra i risparmiatori e varia in continuazione sia relativamente alla composizione che al valore. È suddiviso in quote che garantiscono uguali diritti per tutti i sottoscrittori. Il loro valore (NAV) è determinato dal rapporto tra le attività totali nette diviso il numero di quote in circolazione.

I fondi aperti non hanno un numero predefinito di quote di sottoscrizione e non presentano una scadenza stabilita. In tal modo gli investitori possono acquistare, vendere o diminuire le quote del fondo in qualsiasi momento e possono diversificare i loro investimenti⁸⁵.

Attraverso questi strumenti finanziari si ottiene la possibilità di diversificare il proprio portafoglio, prendendo posizione anche in mercati di difficile accesso per un semplice investitore.

Infine, i titoli acquistati sono di proprietà di tutti i sottoscrittori, in misura pari alla quota di capitale investita nel fondo. In questo modo gli investitori partecipano sia ai guadagni che alle perdite del fondo.

⁸² Cfr. sul punto CONSOB, *Testo Unico della Finanza Decreto legislativo 24 febbraio 1998*, n. 58, 03/2021 sul sito www.consob.it

⁸³ Cfr. LEMMA, *Le società di gestione del risparmio*, Manuale di diritto bancario e finanziario, a cura di CAPRIGLIONE, Padova, CEDAM, pag. 415

⁸⁴ Cfr. DEGREGORI, *Fondi comuni d'investimento*, Edizioni R.E.I., 2016

⁸⁵ Cfr. BELLELLI, *Investire con gli ETF e ETC*, cit.

Fondi chiusi: che sono caratterizzati, a differenza dei fondi aperti, da un capitale fisso e da un numero limitato di quote di partecipazione. In particolare, gli investitori possono accedervi solo in determinati periodi, come succede nelle Società per Azioni quando si vuole aumentare il volume dei mezzi finanziari emettendo nuove quote. I rimborsi vengono effettuati solo alla scadenza del fondo. Di solito trattano investimenti poco liquidi e di lungo periodo come immobili o investimenti in società non quotate⁸⁶.

Di particolare importanza è la distinzione tra fondi armonizzati e non armonizzati.

Secondo Borsa Italiana, i **fondi armonizzati** sono quei fondi autorizzati a esercitare l'attività di raccolta del risparmio in Italia. Rientrano all'interno di questa categoria sia i fondi di diritto italiani, gestiti da società italiane con sede legale in Italia che i fondi di gestione comunitaria. Tali fondi seguono la direttiva 85/611/CEE e possono essere commercializzati all'interno dell'Unione Europea⁸⁷.

I fondi non armonizzati non sono disciplinati dalla dottrina europea e prevedono una maggiore libertà negli investimenti. Ne fanno parte i⁸⁸:

- fondi speculativi o hedge funds che sono veicoli d'investimento speculativi creati per sfruttare informazioni particolari che solo i managers del fondo conoscono. Vengono gestiti attivamente e il manager si pone l'obiettivo di ottenere risultati positivi, indipendentemente dall'andamento del mercato in cui opera. Seguono strategie flessibili, poiché possono scegliersi liberamente gli stili d'investimento e le classi di *asset*. Inoltre, non è necessario che detengano portafogli diversificati e l'uso dei derivati e della leva finanziaria è consentito;
- fondi di fondi che operano investendo il denaro raccolto dai risparmiatori in altri fondi comuni d'investimento, compresi gli *hedge funds*. I fondi di fondi possono sottoscrivere quote di altri OICR qualora la loro politica d'investimento e il loro profilo di rischio risultino compatibili con le caratteristiche del fondo acquisito⁸⁹. Per esempio, è vietato acquistare quote di fondi chiusi da parte di fondi considerati aperti. Inoltre, non è consentito investire in misura superiore al 20% in quote di un OICR armonizzato. Il limite scende al 10% per quelli non armonizzati.

Lo sviluppo dell'industria finanziaria ha portato alla nascita di numerose società di gestione e di fondi comuni d'investimento. Gli investitori si sono trovati in una situazione dove sono aumentati

⁸⁶ Cfr. per approfondimenti CONSOB, *i fondi comuni*, sul sito www.consob.it

⁸⁷ Cfr. BORSAITALIANA, *GLOSSARIO FINANZIARIO - FONDO ARMONIZZATO*, sul sito www.borsaitaliana.it

⁸⁸ Cfr. DEGREGORI, *Fondi comuni d'investimento*, cit.

⁸⁹ Cfr. BORSAITALIANA, *GLOSSARIO FINANZIARIO – FONDO DI FONDI*, sul sito www.borsaitaliana.it

esponenzialmente il numero di investimenti possibili, ma sono cresciuti anche la complessità del mercato e la difficoltà nel prendere decisioni razionali⁹⁰.

Per ovviare a questo problema i traders utilizzano la capacità di diversificazione che i fondi possono ottenere grazie alla loro larga capitalizzazione.

I fondi utilizzano l'*asset allocation*, il patrimonio viene distribuito su diverse combinazioni in modo che il rischio venga suddiviso su diversi strumenti finanziari.

Negli *Exchange Traded Funds* le classi di *asset* su cui è possibile investire sono molte, tra cui indici azionari, indici obbligazionari, indici azionari su mercati emergenti e indici su materie prime.

Secondo la classificazione di Assogestioni in vigore dal 2003⁹¹, i fondi comuni d'investimento si suddividono in 5 macrocategorie:

- azionari;
- obbligazionari;
- bilanciati;
- liquidità;
- flessibili

I fondi comuni d'investimento **azionari** possono investire fino al 70% del proprio portafoglio in azioni. Il restante 30% deve esser diviso tra titoli obbligazionari di qualunque emittente e liquidità.

Questa tipologia garantisce un elevato grado di diversificazione se si acquista un elevato numero di titoli in modo che i settori peggiori vengano controbilanciati dai settori migliori⁹².

Per capire se un fondo stia operando bene, dal punto di vista della performance, deve essere confrontato con gli indici azionari benchmark. Così ad esempio, un fondo azionario basato su titoli azionari italiani avrà come riferimento il FTSE MIB, che rappresenta il più significativo indice azionario della Borsa Italiana.

Un investimento in un fondo azionario, per poter esser sfruttato al meglio, deve essere mantenuto nel lungo periodo (circa dieci anni). La condizione minima per il funzionamento di questi fondi è battere il mercato di riferimento, tuttavia pochi ci riescono. Secondo uno studio condotto da S&P il confronto su base decennale tra i fondi comuni d'investimento azionari e i relativi benchmark rimane demoralizzante. La stragrande maggioranza dei fondi europei ha ampiamente sottoperformato gli indici di riferimento. In particolare, la percentuale di fondi attivi che non hanno battuto il mercato varia, a seconda delle categorie, dal 72% al 98%⁹³.

⁹⁰ Cfr. CALICCHIO, *I fondi comuni d'investimento resi semplici*, 2013

⁹¹ Cfr. ASSOGESTIONI, *Fondi comuni d'investimento*, sul sito www.assogestioni.it

⁹² Cfr. DEGREGORI, *Fondi comuni d'investimento*, *Cit.*

⁹³ Cfr. BORZI, *Il 54% dei fondi azionari non batte la Borsa, il sole 24 ore*, 25/09/2017 sul sito www.ilsole24ore.com

Si distinguono tra le varie categorie i fondi azionari a gestione attiva e passiva. I fondi passivi operano come gli ETF, replicando l'andamento di un benchmark. Anche se tutti i fondi dichiarano di esser a gestione attiva, molti di loro sono invece a gestione passiva⁹⁴.

I fondi **obbligazionari** si distinguono poiché investono tutto il portafoglio in obbligazioni e liquidità, in quanto l'investimento in titoli azionari è vietato. Un'eccezione è rappresentata dai fondi obbligazioni misti che possono impiegare fino al 20% del portafoglio in azioni.

L'unico rischio è rappresentato dall'insolvenza delle obbligazioni che compongono il fondo mentre il gestore deve solo selezionare l'obbligazione. Il profitto realizzato è piuttosto contenuto rispetto alle spese di gestione e di ingresso che sono invece molto elevate.

I fondi **bilanciati** si distinguono poiché investono sia in azioni che in obbligazioni. La quota delle varie componenti viene fissata nel regolamento del fondo e non può mai variare. Nel caso in cui la componente azionaria sia maggiore di quella obbligazionaria, il fondo verrà contraddistinto da un rischio più alto, mitigato da un maggiore rendimento. Qualora accada che la percentuale di obbligazioni sia maggiore, il fondo avrà un minor rischio e un minor rendimento.

Si distinguono in ⁹⁵:

- **Bilanciati obbligazionari**, le azioni nel portafoglio variano tra il 10% e il 50%
- **Bilanciati**, le azioni nel portafoglio variano tra il 30% e il 70%
- **Bilanciati azionari**, le azioni nel portafoglio variano tra il 50% e il 90%

I fondi di **liquidità** rappresentano gli strumenti finanziari meno remunerativi di questo elenco. Il guadagno è di poco superiore agli interessi di qualsiasi conto bancario. Investono principalmente in titoli di stato o in obbligazioni inferiori all'anno. L'abilità dei gestori conta poco in questi fondi, che richiedono comunque elevati costi di ingresso e di gestione.

Infine, vi sono i fondi **flessibili** che possono investire sia in azioni che obbligazioni. Peculiarità di questi strumenti è il fatto di poter scegliere liberamente e in qualsiasi momento le percentuali dei due componenti. Nel caso in cui il mercato registri una fase positiva, i gestori possono comporre il fondo con il 90% di azioni e il 10% di obbligazioni, mentre in caso di un momento di stress del mercato possono variare il portafoglio, diminuendo la componente delle azioni al 10 % e aumentando al 90% quella delle obbligazioni. Per ultima cosa, questi strumenti non hanno un benchmark di riferimento, in quanto variano continuamente la loro composizione, creando allo stesso tempo un rischio elevato pari ai fondi speculativi⁹⁶.

⁹⁴ Cfr. DEGREGORI, *Fondi comuni d'investimento*, Cit.

⁹⁵ Cfr. ASSOGESTIONI, *Fondi comuni d'investimento*, op.cit.

⁹⁶ Cfr. CALICCHIO, *I fondi comuni d'investimento resi semplici*, cit.

In base ai dati pubblicati dal sito EFAMA (*European Fund and Asset management Association*) gli *asset under management* (AUM) sono passati da 10,8 trilioni di euro nel 2008 a 23,1 trilioni di euro alla fine del 2018. A partire dal 2011, di anno in anno, si è registrato un aumento costante. In particolare, sono cresciuti sia il comparto azionario che quello obbligazionario ⁹⁷.

L'industria del risparmio gestito ha registrato, inoltre, una raccolta netta di 46 miliardi di euro relativamente agli ETF, quasi un terzo delle vendite nette totali dei fondi comuni d'investimento.

Nonostante i molti vantaggi degli ETF precedentemente descritti, gli investitori sono ancora focalizzati sui fondi comuni d'investimento, come si evince dalla figura 10:

Figura 10: *Net Assets of Worldwide Regulated Open End Funds (Billions of Euros)*

	2018				2019		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
All Funds	43,745	45,689	46,667	43,983	48,005	48,797	51,155
Long Term	38,793	40,576	41,502	38,669	42,522	43,143	45,071
Equity	18,042	19,229	19,915	17,640	19,942	20,258	21,102
Bond	9,020	9,214	9,280	9,302	9,923	10,229	10,933
Balanced/mixed	7,704	7,919	8,046	7,554	8,221	8,361	8,846
Guaranteed	52	50	49	48	50	50	47
Real Estate	645	669	684	703	732	920	968
Other	3,329	3,494	3,528	3,421	3,654	3,324	3,174
Money Market	4,952	5,113	5,165	5,314	5,483	5,654	6,085
Memo Items Included Above:							
ETFs	3,855	4,136	4,398	4,081	4,648	4,802	5,143
Institutional	3,723	3,750	3,809	3,864	4,074	4,198	4,464

Fonte: EFAMA

Il patrimonio netto dei fondi comuni a livello globale è nettamente superiore a quello raccolto dagli ETF. Nel terzo quadrimestre del 2019 i fondi hanno ottenuto 51 trilioni di euro contro i 5 trilioni degli ETF raccolti nello stesso periodo. A fare da traino sono appunto, come appunto detto in precedenza detto il comparto azionario e quello obbligazionario. Tuttavia, gli ETF stanno rapidamente guadagnando terreno. Tali strumenti hanno registrato una crescita costante del 19,5% partendo dal 2008, mentre i fondi comuni tradizionali e quelli a gestione attiva perdono progressivamente quote di mercato⁹⁸.

Il motivo è dovuto al fatto che gli strumenti a gestione passiva realizzano performance superiori rispetto ai normali fondi comuni e i costi totali sono relativamente più bassi.

A conferma di ciò, è importante considerare lo studio condotto da Rick Ferri in collaborazione con Alex Benke, product manager presso il Robo Advisor statunitense *Betterment*⁹⁹.

⁹⁷ Cfr. EFAMA, *EFAMA Annual Asset Management Report the industry bellwether*, 26/11/2020 sul sito www.efama.org

⁹⁸ Cfr. per approfondimenti FRANCESCHI, *Gli Etf ora gestiscono 4mila miliardi. Ecco perché il mercato li preferisce*, il sole 24 ore, 11/05/2017

⁹⁹ Cfr. FERRI, BENKE, *A Case for Index Fund Portfolios*, 07/2013

L'argomento di analisi è il confronto tra i portafogli dei fondi passivi (ETF) con quelli dei fondi comuni d'investimento attivi. Il periodo preso in esame va dal 1997 al 2021, tenendo in considerazione diversi cicli economici. I dati utilizzati comprendono anche i fondi comuni che sono stati liquidati dal mercato per via delle loro scarse performance. Nonostante si utilizzino strumenti finanziari appartenenti per la maggior parte al mercato statunitense, i risultati si applicano anche al mercato europeo. In totale vengono effettuati quattro test.

Nel **primo test** si svolge un confronto tra un portafoglio composto da tre fondi indicizzati con una *allocation* azioni-obbligazioni pari a 60-40 con 5,000 possibili portafogli di tre fondi a gestione attiva nella medesima allocazione. Nel 83% dei casi i fondi attivi hanno rendimenti maggiori rispetto ai fondi indicizzati.

Nel **secondo test** vengono aggiunti, oltre ai titoli di stato e azioni statunitensi e oltre ai titoli azionari internazionali, anche altre classi di attività (liquidità, materie prima o immobili per esempio). Il risultato è stato completamente diverso. Il risultato uscito è totalmente diverso rispetto al primo test dato che il 90% dei portafogli passivi ha battuto quelli a gestione attiva e all'aumentare dei portafogli a gestione passiva il risultato migliora ancora di più

Nel **terzo test** si verifica se i fondi a gestione passiva abbiano rendimenti più elevati in periodi di particolare stress economico dato che i portafogli a gestione passiva seguono gli indici di mercato. Il test conferma che i portafogli con gestione passiva sono superiori in ciascun periodo.

Nel **quarto ed ultimo test** Ferri verifica se un portafoglio ben diversificato attivo possa battere la controparte passiva. Alla fine, i portafogli con più di un fondo attivo per classi di attività hanno rendimenti peggiori rispetto a quelli con un solo fondo attivo per classi di attività.

In conclusione, si è dimostrato che in quasi tutti i casi, i portafogli a gestione passiva riscontrano risultati migliori rispetto ai portafogli a gestione attiva, e, pertanto la **gestione passiva è più difficile da battere.**

2.2 I COSTI DEI FONDI COMUNI E LA LORO EVOLUZIONE NEL TEMPO

Uno dei punti di forza dell'ETF è l'assenza di costi di entrata, di uscita o di performance.

Uno dei criteri per conoscere il costo di un ETF è il TER che rappresenta il costo annuale relativo alla gestione del fondo. Di norma comprende le spese di gestione, le spese di amministrazione, le spese di distribuzione e le spese relative al deposito presso una banca.

In media il suo valore oscilla tra lo 0,2% e lo 0,7%.

I fondi comuni d'investimento sono tuttavia strumenti finanziari molto più costosi per via delle numerose commissioni che li caratterizzano.

L'investimento in fondi è soggetto a due componenti di costo uno diretto e uno indiretto e entrambi diminuiscono il rendimento ex post dell'investimento¹⁰⁰.

I costi **indirettamente** sostenuti sono denominati TER (*total expense ratio*) e includono:

- le commissioni di gestione, che rappresentano la percentuale trattenuta per ricompensare il fondo della costruzione dell'*asset allocation*, nello specifico la scelta dei titoli che secondo il gestore dovrebbero battere il mercato *benchmark*;
- la remunerazione della banca depositaria, ossia i costi collegati al deposito dei titoli presso una banca;
- gli oneri accessori, applicabili solo in determinate circostanze. Essi comprendono i **costi di switch** a carico del sottoscrittore che intende trasferire, tutto o in parte, il patrimonio investito in un fondo, presso un altro fondo di gestione dalla medesima società¹⁰¹ e i **costi di performance**. Quest'ultimi sono applicabili solo a determinati fondi (hedge funds per esempio) e si verificano nel caso in cui il gestore riesce a battere il mercato di riferimento del fondo. Possono costituire un incentivo per la società a creare un rendimento positivo per i clienti. Secondo l'ESMA la frequenza di pagamento non dovrebbe essere superiore a una volta l'anno¹⁰².

I costi **direttamente** sostenuti comprendono:

- costi di entrata, che vengono corrisposti al momento dell'acquisto delle quote e che diminuiscono all'aumentare delle dimensioni dell'investimento;
- costi di uscita, pagabili al momento del riscatto delle quote. In questo caso il valore totale diminuisce all'aumentare della permanenza prolungata dell'investitore nel fondo.

¹⁰⁰ Cfr. ZUCHELLI, CARDILLO, CAPPELLETTI, ALBARETO, *Il costo totale dell'investimento in fondi comuni*, Banca d'Italia, 2017

¹⁰¹ Cfr. DEGREGORI, *Fondi comuni d'investimento*, Cit.

¹⁰² Cfr. ESMA, *Orientamenti in materia di commissioni e di performance degli OICVM e di alcuni tipi di FIA*, 2020 consultabile presso il sito www.esma.europa.eu

In merito al regime fiscale, i fondi sono disciplinati dal decreto legge n°66 del 2014 che stabilisce l'aliquota sul capital gain (plusvalenza) al 26% e non più al 20%.

Le minusvalenze non possono essere recuperate dalle plusvalenze poiché il fisco italiano considera i fondi comuni come strumenti che generano redditi di capitale¹⁰³.

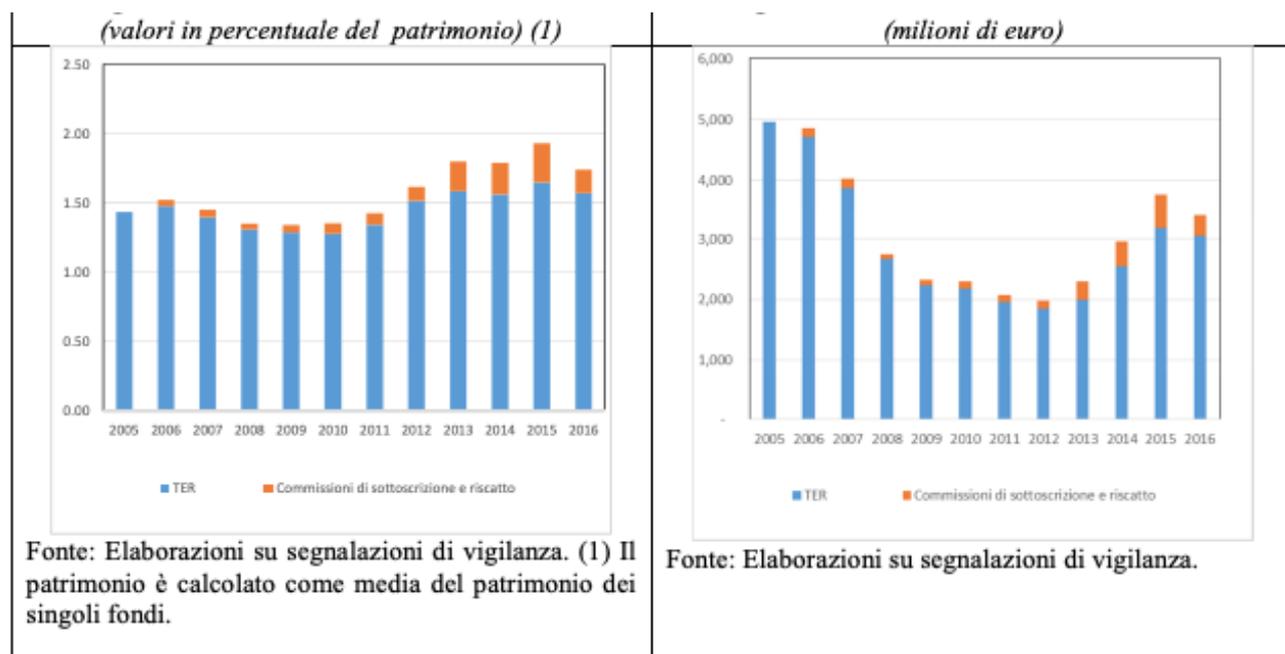
La somma dei costi indiretti e diretti consente di ricavare il TSC (*tatal shareholder cost*) con il quale si calcola il rendimento netto dei fondi comuni. Il TSC permette di confrontare fondi comuni con strutture di commissioni diverse e di confrontare i fondi comuni con altri strumenti finanziari¹⁰⁴.

Per calcolare il TSC bisogna tener conto della durata degli investimenti rappresentata dal turnover, a cui bisogna moltiplicare la somma delle commissioni pagate annualmente dagli investitori.

$$TSC(a, f) = [(COMM_{SOTTOSCRIZIONE} + COMM_{RIMBORSO}) \times Turnover + TER]$$

Secondo lo studio effettuato da Banca d'Italia tra il 2006 e il 2016, il costo totale dei fondi comuni d'investimento è stato pari a un valore medio di 1,58%¹⁰⁵.

Figura 12: Evoluzione di TER e TSC



Fonte: Borsa italiana.

Come si evince dalla figura 12, il valore percentuale delle commissioni registra una crescita costante dal 2012, nonostante una lieve diminuzione registrata tra il 2007 e il 2011. Inoltre, non essendoci, nel periodo in considerazione, un calo delle commissioni di gestione il costo totale risulta incrementato.

¹⁰³ Cfr. per approfondimenti Borsaitaliana, "Guida al capital gain o plusvalenza: cosa significa, la tassazione, come si calcola, le differenze con capital loss e trattamento fiscale delle plusvalenze", Milano, Borsaitaliana, 2020

¹⁰⁴ Cfr. CESARI, PANETTA, *The performance of Italian equity funds*, Journal of Banking and Finance, 2002

¹⁰⁵ Cfr. ZUCHELLI, CARDILLO, CAPPELLETTI, ALBARETO, *Il costo totale dell'investimento in fondi comuni*, op.cit.

Il motivo principale indicato dallo studio effettuato da Banca d'Italia è il progressivo utilizzo di fondi comuni a scadenza che prevedono il pagamento di oneri elevati in caso di rimborso delle quote prima della scadenza naturale del fondo¹⁰⁶.

La crescita costante delle commissioni nel tempo viene riscontrata, pure, negli studi effettuati da Gualtieri, il quale documenta come i costi dei fondi comuni abbiano una dimensione importante e non mostrino segni di declino nel tempo¹⁰⁷. In particolare, utilizzando i dati dei prospetti informativo tra il 2000 e il 2003 e i rendiconti annuali tra il 2001 e il 2003, egli evidenzia come la dimensione della società di gestione abbia una relazione statisticamente significativa e negativa sui costi. I fondi gestiti da una società caratterizzata da un elevato ammontare di patrimonio netto, tendono ad avere costi inferiori rispetto agli altri, dal momento che possono beneficiare della ripartizione di costi comuni.

Lo sviluppo dei fondi comuni a scadenza viene confermato anche da uno studio simile a quello di Banca d'Italia, condotto da Finiguerra, Frati e Grasso per conto della CONSOB.

Figura 13: dati di sintesi sui fondi aperti di diritto italiano

	2012	2013	2014	2015	2016
N. Fondi	733	766	815	873	960
N. Classi	903	987	1.080	1.187	1.361
Utile	11,6	7,0	8,5	4,1	3,3
Patrimonio medio gestito	149,3	159,3	189,7	230,5	235,7
Raccolta netta	(14,4)	11,4	33,0	27,1	5,0
Patrimonio per macro categorie (%)					
Azionari	13,6 %	12,2 %	10,4 %	9,5 %	8,2 %
Bilanciati	5,0 %	4,3 %	5,0 %	6,6 %	7,1 %
Obbligazionari	46,8 %	50,8 %	46,3 %	40,7 %	39,4 %
Monetari	11,8 %	6,8 %	4,3 %	2,7 %	2,2 %
Flessibili	18,2 %	22,6 %	31,4 %	38,6 %	41,4 %
Alternativi	4,6 %	3,3 %	2,5 %	1,9 %	1,6 %
Fondi di fondi (%)	12,1 %	10,5 %	11,9 %	16,9 %	20,5 %
Fondi a scadenza predefinita (%)	1,8 %	2,2 %	20,2 %	32,0 %	34,7 %
Fondi riservati e/o dedicati (%)	0,9 %	1,2 %	1,5 %	2,1 %	2,4 %
Fondi non armonizzati UCITS/FIA (%)	19,4 %	14,1 %	6,3 %	3,9 %	3,5 %

Fonte: Elaborazione CONSOB su segnalazioni statistiche di vigilanza e Assogestioni

Osservando la tabella in figura 13, si nota come si sia verificato un sostanziale incremento dei fondi a scadenza predefinita che passano in sei anni dal 1,8% al 34,7%. Si è registrata, inoltre, una forte

¹⁰⁶ Rappresentano una particolare tipologia di fondi caratterizzati da una scadenza che definisce il termine temporale dell'investimento. Il periodo di sottoscrizione è della durata di circa tre mesi, in questo lasso di tempo gli investitori possono aderire al fondo. Una volta concluso questo periodo non sarà più possibile entrarci. Il fondo ha una durata di vita che va dai 5 ai 7 anni e arrivato alla scadenza rimborserà agli investitori le quote di partecipazione.

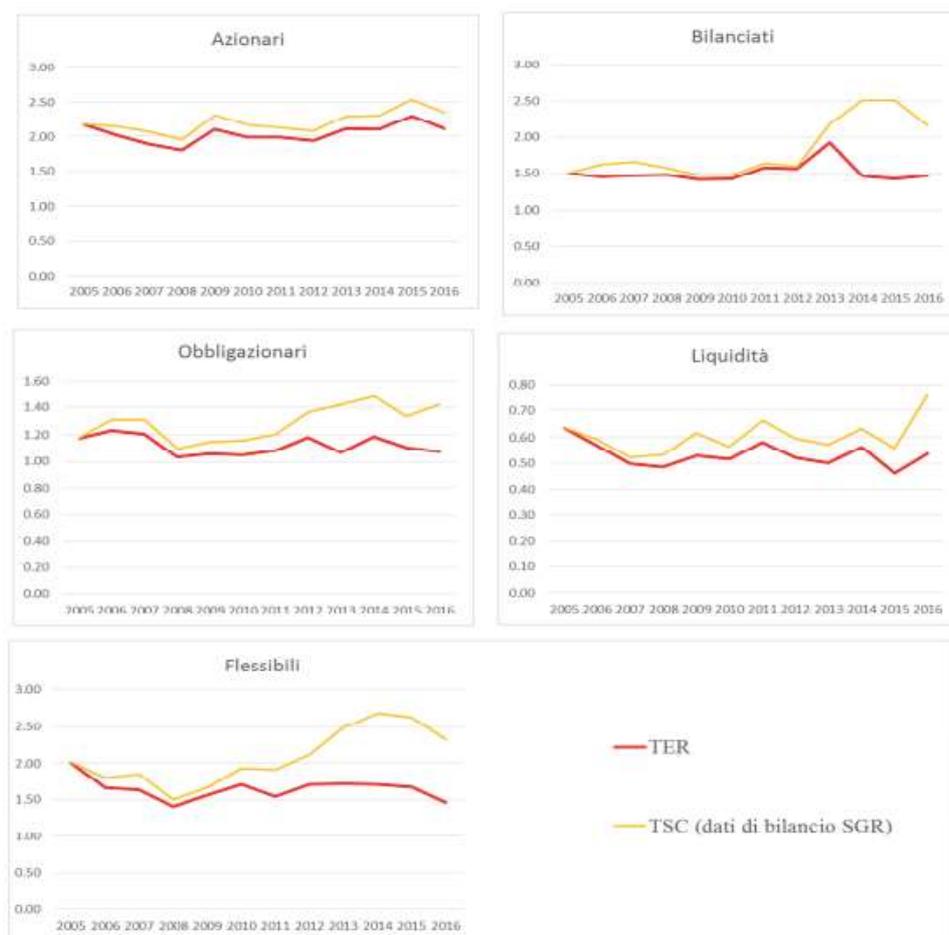
¹⁰⁷ Cfr. GUALTIERI, *I fondi comuni d'investimento in Italia. Performance, costi, visibilità e riscatto*, Bologna, il Mulino, 2006

crescita relativamente alla gestione dei fondi flessibili che passano dal 18,2% del 2012 al 41,4% del 2016. Il motivo è rappresentato dal fatto che questi strumenti possono scegliere liberamente e in qualsiasi momento le percentuali delle due componenti (azioni e obbligazioni). Questo fa sì che si generino rendimenti più elevati rispetto alle altre tipologie di fondi¹⁰⁸.

Un'altra evidenza del report della CONSOB è che circa il 70% delle commissioni complessive (incluse quelle di sottoscrizione e rimborso) percepite dalla SGR viene assorbito dai costi di distribuzione. Questo significa che le commissioni vanno alla rete che distribuisce il prodotto, come sportelli bancari e consulenti finanziari.

I costi variano a seconda della tipologia di fondo scelta.

Figura 14: confronto TER e TSC in percentuale del patrimonio



Fonte: elaborazione dati Banca d'Italia

Secondo le analisi effettuate dalla CONSOB:

- i fondi azionari rappresentano una delle macrocategorie più costose. Nello specifico solo i costi di gestione sono circa il 2,6%, a fronte di costi d'ingresso più contenuti di circa lo 0,6%;

¹⁰⁸ Cfr. FINIGUERRA, GRASSO, FRATI, *Il costo dei fondi comuni in Italia: evoluzione temporale e confronto internazionale*, CONSOB, 08/01/2018

- i fondi obbligazionari presentano costi di gestione pari a circa l'1,1%, mentre le commissioni di gestione sono simili a quelle dei fondi azionari, intorno allo 0,7%;
- i fondi flessibili rappresentano la categoria mediamente più costosa rispetto alle altre tipologie di fondi dato che i soli costi d'ingresso ammontano a cifre superiori al 2% del patrimonio investito. La conferma è data anche dal grafico elaborato da Banca d'Italia (vedere figura 14);
- i fondi bilanciati presentano costi piuttosto bassi relativamente alla gestione, circa 1,5%, ma sono svantaggiati dagli elevati costi d'ingresso che rappresentano l'1,7% del patrimonio;
- i fondi di liquidità rappresentano gli strumenti finanziari meno remunerativi. Il guadagno è di poco superiore agli interessi di qualsiasi conto bancario e investono principalmente in titoli di stato o in obbligazioni inferiori all'anno. Per questo motivo presentano costi complessivi inferiori allo 0,7%.

Mettendo a confronto i costi medi dei fondi comuni commercializzati in Italia con quelli europei, notiamo come gli strumenti finanziari italiani siano tra i più costosi rispetto alla media europea.

In particolare, secondo un report effettuato da Morningstar nel 2016, in Italia, Spagna, Francia e Belgio le spese dei fondi sono mediamente più alte rispetto agli altri paesi, nonostante le spese correnti ponderate sul patrimonio per i fondi europei siano scese dall'1,09% all'1% del 2013¹⁰⁹.

Dati simili vengono riportati anche dal report effettuato dalla CONSOB¹¹⁰. I fondi italiani relativi alle macrocategorie flessibili e bilanciati risultano meno cari rispetto alla media europea al contrario dei fondi d'investimento azionari e bilanciati. Nello specifico:

- i fondi obbligazionari presentano spese totali dell'1,169% contro lo 0,938% europeo;
- i fondi azionari chiedono il 2,038%, mentre la media europea si attesta sul 1,497%.

Le cause di questi prezzi superiori alla media sono da imputare¹¹¹:

- alle caratteristiche della struttura commissionale (in alcuni paesi i costi sono decrescenti rispetto all'ammontare complessivo);
- al quadro normativo, molto più restrittivo in Italia;
- alla struttura del mercato (si tengono più in considerazione i bond rispetto alle azioni)
- ai costi di distribuzione dato che circa il 70% delle commissioni complessive (incluse quelle di sottoscrizione e rimborso) percepite dalla SGR viene assorbito dai costi di distribuzione.

¹⁰⁹ Cfr. VILLEGAS, *Morningstar: fund fees fall across Europe*, International investment, 2016 consultabile presso il sito www.internationalinvestment.net

¹¹⁰ Cfr. FINIGUERRA, GRASSO, FRATI, *Il costo dei fondi comuni in Italia: evoluzione temporale e confronto internazionale*, op.cit.

¹¹¹ Cfr. CELLINO, *Risparmio, costi al top d'Europa e raccolta in frenata*, il sole 24 ore, 2019 consultabile sul sito www.ilsole24ore.com

2.3 DIFFERENZE DI GESTIONE

I fondi comuni d'investimento e gli Exchange Traded Funds sono strumenti finanziari ottimali per investire il proprio capitale invece di lasciarlo fisso in un conto corrente.

Entrambi consentono l'accesso a tutte le tipologie d'investitori, anche ai più piccoli, che possono investire somme modeste di denaro ed entrambi sono ottimi strumenti per diversificare velocemente un portafoglio d'investimenti.

Gli ETF, al pari dei fondi comuni, non possono fallire, in quanto il patrimonio è diviso da quello della società che gestisce il fondo o l'ETF. In caso di default della SGR, il patrimonio di entrambi gli strumenti non è aggredibile dai creditori.

Tuttavia presentano caratteristiche che portano i fondi e gli ETF ad essere molto diversi tra loro.

La prima differenza facilmente osservabile per chiunque è il **metodo di gestione**. Come precedentemente evidenziato, due sono le metodologie d'investimento: attivo e passivo.

Relativamente alla gestione attiva, il gestore ha l'obiettivo di battere il mercato, di solito un benchmark di riferimento. Al contrario un investimento passivo non tenta di battere il mercato ma replica nel modo più accurato possibile la performance del mercato di riferimento.

Quando si parla di fondi comuni, nella maggior parte dei casi, si fa riferimento alla gestione attiva, mentre se si considerano gli ETF bisogna parlare di gestione passiva.

Il metodo della gestione passiva garantisce un grado di diversificazione più elevato per gli ETF, poiché in genere cercano l'esposizione su indici più ampi. Questo consente di ridurre il rischio specifico riscontrabile quando si investe in pochi titoli e diminuisce la volatilità totale del portafoglio. Inoltre questo tipo di gestione costringe gli ETF, a differenza dei fondi, a tenere tutti i titoli che compongono l'indice di riferimento.

Importante è anche la figura del gestore che varia a seconda del tipo di gestione.

Per i tradizionali fondi comuni il gestore è rappresentato da un professionista il cui compito consiste nel selezionare i titoli che ritiene esser adatti per sovraperformare il mercato di riferimento e massimizzare dunque i rendimenti. La presenza del gestore influisce di conseguenza anche sui costi dei fondi, facendoli diventare uno strumento più caro.

Il ruolo del gestore negli ETF è molto più semplice, in quanto acquista tutti i titoli che compongono un determinato paniere di un benchmark, in proporzione ai pesi che essi hanno all'interno dell'indice. Il gestore deve semplicemente bilanciare periodicamente i pesi percentuali dei titoli.

Sempre in merito alla gestione, gli ETF sono prodotti quotati in via continuativa e in tempo reale in borsa, come qualsiasi altra azione. Pertanto possono essere acquistati e venduti in ogni momento della giornata.

Dal momento che un ETF è considerato alla stregua di un'azione, il suo valore è aggiornato in tempo reale sul mercato dall'incrocio tra domanda e offerta.

I fondi comuni d'investimento classici non sono quotati sul mercato e la partecipazione è ottenuta dal numero di quote, che si ottengono dividendo il patrimonio totale del fondo con il totale dei sottoscrittori che hanno investito nel fondo. In tal modo, si può fare solo un acquisto e una vendita al giorno e il valore delle quote di mercato è dato dal NAV¹¹².

Pertanto, a differenza degli ETF dove il prezzo varia continuamente durante l'arco della giornata, nei fondi comuni si potrà conoscere il numero di quote acquistate e il prezzo pagato per l'acquisto o il prezzo incassato dalla vendita solo il giorno successivo all'operazione. Questo perché tutte le operazioni sono regolate in base al valore di fine giornata del NAV¹¹³.

Bisogna considerare come disuguaglianza tra i due strumenti anche la modalità di creazione e di riscatto di azioni dell'ETF. Essi presentano il processo di "*creation/redemption in kind*", attraverso cui è possibile sottoscrivere nuove quote sul mercato primario. Nei fondi comuni il gestore tratta direttamente con gli azionisti, mentre l'emittente dell'ETF tratterà solo con i partecipanti autorizzati. Come descritto in precedenza, vi sono due tipi di mercati in cui è possibile negoziare gli ETF: primario e secondario.

Il mercato primario è il luogo dove l'emittente e gli AP creano o ritirano quote dell'ETF. Gli AP si muovono sul mercato dei titoli e acquistano quelli che fanno parte del portafoglio dell'emittente. Vengono poi consegnati al gestore dell'ETF che in cambio consegna agli AP le quote corrispondenti. Tali quote verranno poi rivendute agli investitori sul mercato secondario.

Si può svolgere anche il processo inverso, se gli AP raccolgono dal mercato un numero di quote sufficienti, possono consegnarle alla società emittente e ricevere in cambio i titoli.

Il processo di "*creation/redemption in kind*" genera a sua volta altre due discrepanze con i fondi comuni d'investimento:

- i costi di negoziazione gravano completamente sugli AP e non sugli investitori, diversamente dai fondi. In tal modo, gli ETF risultano meno costosi per i semplici investitori;
- il meccanismo di "*creation/redemption in kind*" permette di trarre vantaggi dalle opportunità di arbitraggio che si verificano quando il prezzo dell'ETF si discosta dal suo NAV. Questa forse rappresenta la principale distinzione tra un ETF e un normale fondo comune.

Un altro elemento da tenere in considerazione è il fatto che la gestione passiva può rappresentare una debolezza in quanto l'investitore non ha voce in capitolo sulla gestione dei titoli in possesso dell'ETF.

¹¹² Cfr. GUEDJ, HUANG, *Are ETFs replacing Index Mutual Funds?*, AFA 2009 San Francisco Meetings paper, 17/11/2009, consultabile sul sito www.ssrn.com

¹¹³ cfr. per approfondimento "*Introduzione ai fondi*", Finacobank, consultabile sul sito www.finacobank.com

Nel caso in cui l'indice benchmark cambi la sua composizione, l'ETF è costretto a seguirlo, vendendo o comprando azioni per riequilibrare le partecipazioni.

In particolare, si potrebbero verificare i seguenti due casi:

- vendita di titoli, invece ritenuti validi dai possessori di quote dell'ETF per ottenere buoni rendimenti futuri;
- acquisto di titoli molto più rischiosi che potrebbero avere un impatto negativo sulla performance dell'ETF.

Il gestore del fondo comune d'investimento opera in modo diverso da quello dell'ETF poiché seleziona i titoli più adatti per ottenere rendimenti superiori al mercato di riferimento.

La differenza tra i due tipi di gestione implica conseguenze sul piano dei **costi**. Nelle pagine precedenti si sono elencate e descritte le varie commissioni che gravano su questi due tipi di strumenti.

Di seguito un riassunto dei costi imputabili ai due strumenti finanziari

ETF	FONDI COMUNI D'INVESTIMENTO
<p>Costi interni:</p> <ul style="list-style-type: none"> • TER • costi di ribilanciamento • commissioni swap in caso di replica sintetica <p>Costi esterni:</p> <ul style="list-style-type: none"> • bid/ask spread • commissioni di brokeraggio • tasse 	<p>Costi indiretti:</p> <ul style="list-style-type: none"> • commissioni di gestione • remunerazione banca depositaria • costi di switch • costi di performance • costi di transazione <p>Costi diretti:</p> <ul style="list-style-type: none"> • costi d'entrata • costi d'uscita

Le numerose voci di spesa che caratterizzano i fondi comuni d'investimento sono state oggetto di revisione da parte della commissione europea. Infatti alcuni costi, come i costi di entrata e di uscita, risultano familiari per il semplice investitore, altre come i costi di switch o di transazione potrebbero essere più difficili da comprendere.

In particolare l'Unione Europea ha introdotto¹¹⁴:

- l'obbligo per le banche e per i consulenti finanziari di inviare un rendiconto dei costi ex post, attraverso la normativa MIFID II

¹¹⁴ Cfr. SILANO, *Quanto costano (in tutto) i fondi all'investitore*, Morningstar, 29/04/2019, consultabile sul sito www.morningstar.it

- il regolamento europeo sui Priips (n. 2014/1286), acronimo di *Packaged retail investment and insurance-based investments products*, la cui applicazione è stata tuttavia spostata al 2022. In base a quanto stabilito, nel KID verrà dedicata una specifica sezione per l'investitore che dovrebbe comprendere due tabelle: una che illustra l'impatto dei costi sull'investimento nel tempo e l'altra che fornisce l'entità delle singole tipologie di costo computate su base annuale.

Il Priips introduce anche un indicatore sintetico chiamato *reduction in yield* (RIY) che esprime l'impatto dei costi totali sostenuti sul possibile rendimento dell'investimento¹¹⁵.

Secondo uno studio sviluppato da Morningstar su 35mila fondi europei, si nota come le commissioni legate ai fondi comuni siano particolarmente più elevate rispetto agli ETF che, nella maggior parte dei casi, riescono ad ottenere performance superiori rispetto ai fondi pur presentando costi molto inferiori.

Figura 15: confronto costi medi percentuali tra ETF e Fondi comuni europei

ASSET CLASS	ETF	FONDI COMUNI
AZIONARI	0,36%	1,90%
OBBLIGAZIONARI	0,24%	1,09%
BILANCIATI	0,44%	1,83%
ALTERNATIVI	0,34%	2,21%

Fonte: Morning star direct per i fondi, Lipper at Refinitiv per gli ETF¹¹⁶.

Gli ETF presentano un costo complessivo decisamente inferiore poiché non è necessaria alcuna attività di analisi dei titoli o di mercati, ma un semplice replica dell'indice. Le operazioni interne all'ETF si limitano alle sole operazioni di ribilanciamento titoli, da attuare nel caso di eventuali variazioni della composizione dell'indice da replicare.

Il metodo di addebito dei costi è lo stesso di quello dei fondi comuni, vengono calcolati su base giornaliera come percentuale di patrimonio complessivamente gestito e scalati quotidianamente dal valore effettivo del fondo.

In merito al **regime di tassazione**, i fondi comuni d'investimento e gli ETF presentano lo stesso trattamento fiscale. In linea generale, secondo il decreto legge n°66 del 2014, sui redditi di capitale derivanti dalla partecipazione agli Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) è applicata una ritenuta del 26% (al 12,5% per i redditi su titoli del debito pubblico ed equiparati)¹¹⁷.

¹¹⁵ Cfr. per approfondimenti il documento di Borsa Italiana consultabile presso il sito www.borsaitaliana.it, "DOCUMENTO CONTENENTE LE INFORMAZIONI CHIAVE"

¹¹⁶ Cfr. GLOW, *Review of the European ETF Market – 2018*, International investment, 11/02/2019 consultabile sul sito www.internationalinvestment.net

¹¹⁷ Cfr. per approfondimenti *La tassazione delle rendite finanziarie*, Camera dei deputati, documento parlamentare, 2021, consultabile presso il sito temi.camera.it

Nel caso in cui il portafoglio dell'investitore sia composta sia da titoli di Stato che da azioni o obbligazioni, per calcolare l'imposta complessiva bisogna applicare l'imposta di 12,5% sui titoli di stato e del 26% alle azioni e obbligazioni.

Relativamente alle plusvalenze e alle minusvalenze¹¹⁸:

- secondo il regolamento degli OICR le **minusvalenze** sono ritenute redditi diversi e pertanto possono essere compensate con le plusvalenze da redditi appartenenti allo stesso settore;
- relativamente alle **plusvalenze** la situazione è più intricata. Esse infatti sono considerate redditi da capitale e quindi non compensabili. Ne deriva che, per quanto riguarda i fondi armonizzati, le minusvalenze realizzate sono sempre compensabili con plusvalenze aventi sempre la stessa natura di «redditi diversi», mentre le plusvalenze realizzate non sono mai compensabili e formano oggetto di autonoma tassazione con ritenuta al 26%.

Infine un'ulteriore differenza che contraddistingue i due strumenti è dato dal **diverso grado di trasparenza** che forniscono agli investitori. In particolare:

- i fondi comuni gestiti attivamente riportano le loro partecipazioni su base trimestrale o semestrale, mentre gli exchange traded funds rivelano la loro composizione su base giornaliera. Questo garantisce agli ETF un maggior grado di trasparenza finanziaria. La performance dell'ETF e la composizione del portafoglio sono la stessa dell'indice benchmark;
- quando si acquistano o si vendono delle quote di un fondo comune, la banca comunica il prezzo di acquisto, il numero delle quote acquistate e il prezzo di vendita solo il giorno successivo all'operazione. Questo perché tutte le operazioni sono regolate in base al valore di fine giornata del NAV. Al contrario, gli ETF vengono acquistati e venduti in borsa ai prezzi di mercato, che fluttuano in base alla domanda e all'offerta;

¹¹⁸ Cfr. per approfondimento *“Introduzione ai fondi”*, Finecobank, consultabile sul sito www.finecobank.com

2.4 PREVISIONI PER IL FUTURO, ETF A GESTIONE ATTIVA ED ETF SMART BETA

Gli Exchange Traded Funds hanno raggiunto un solido livello di crescita e diffusione nell'arco di pochi anni, soprattutto se paragonati ai fondi comuni d'investimento, che hanno ottenuto gli stessi risultati in un lasso di tempo più lungo.

Il risultato è ancora più impressionante se si tiene conto che il loro successo nel mondo della finanza è avvenuto nel mezzo di un difficile periodo storico. Ci si riferisce alla crisi finanziaria del 2007-2008 e alla crisi del debito sovrano europeo del 2011.

Gli ETF hanno dato un forte impulso agli investimenti basati sugli indici finanziari, facilitando l'accesso a segmenti di mercato altrimenti irraggiungibili per i semplici investitori, diminuendo i costi generali in modo tale da permettere a chiunque di diversificare il proprio portafoglio anche con cifre modeste, garantendo trasparenza dei prezzi, liquidità ed efficienza dal punto di vista fiscale.

Man mano che i mercati diventano più globali, molti più investitori inizieranno ad utilizzare ed adottare gli ETF. Il maggior uso porterà ad un incremento sostanziale della liquidità, contribuendo ad un'ulteriore diminuzione dei costi e rendendo il mercato più veloce ed efficiente¹¹⁹.

Una componente importante per la crescita degli ETF è rappresentata dal crescente utilizzo di questi strumenti da parte dei fondi pensione e delle grandi compagnie di assicurazione per cui si prevede, nel prossimo decennio, un aumento in tal senso di tali investimenti¹²⁰.

In aggiunta anche la maggior parte degli Hedge Funds dovrebbe usufruire degli ETF per la gestione del rischio e delle macro esposizioni.

Da recenti sondaggi si è notato come gli ETF stanno rapidamente guadagnando terreno in *asset class* diverse dalle azioni e i periodi di detenzione di questi strumenti si stanno allungando. In particolare agli inizi del 2011 solo il 20% degli investitori voleva detenere ETF per più di due anni di fila. Percentuale più che raddoppiata nel 2014 dato che si attesta attorno al 49%.

Gli ETF, di recente, stanno andando oltre alla semplice gestione passiva, poiché sempre più gestori di fondi comuni tradizionali stanno lanciando **ETF a gestione attiva**. Secondo Vanguard nei prossimi 10 anni questi prodotti prenderanno una buona parte del mercato.

Gli ETF a gestione attiva sono considerati come degli OICR, negoziati in tempo reale come delle azioni, tuttavia il loro obiettivo, a differenza della gestione passiva, è quello di investire in un portafoglio titoli, scelto da un gestore, senza limitarsi a seguire passivamente un indice benchmark.

¹¹⁹ Cfr. JAKUBOWSKI, *The Future of ETFs: Highlights from the Vanguard-sponsored Bloomberg ETF event series*, Vanguard, 30/07/2019

¹²⁰ HILL, NADING, HOUGAN, *A Comprehensive Guide to Exchange Traded Funds*, CFA Institute Research Foundation Series, 9/06/2015

Lo scopo è quindi quello di ottenere risultati migliori dell'indice benchmark attraverso una gestione più flessibile¹²¹.

Gli ETF a gestione attiva stanno rapidamente guadagnando popolarità. Rispetto ai fondi comuni tradizionali, questi strumenti forniscono agli investitori un modo per accedere a strategie di mercato che generano un'Alpha. Inoltre come gli ETF a gestione passiva offrono trasparenza e commissioni più basse.

Il valore di mercato di questa tipologia di ETF ha raccolto circa 141 miliardi, registrando un tasso di crescita annuale composto del 169% dal 2009¹²².

Per quanto riguarda i **vantaggi**, gli ETF a gestione attiva possono:

- esser negoziati in tempo reale durante l'arco della giornata come gli ETF a gestione passiva;
- diversificare il portafoglio per realizzare strategie più complesse e a basso costo;
- reagire prontamente agli imprevisti affidandosi alle competenze del gestore del fondo.

Al contrario, gli **svantaggi** invece:

- una gestione dinamica del portafoglio degli ETF attivi che influenza negativamente la loro liquidità. Secondo i test effettuati da Marshall et al. si scopre che, utilizzando un campione di ETF azionari attivi statunitensi, la loro liquidità è costantemente inferiore a quella dell'indice sottostante. Questo è dovuto anche alla diversificazione, la quale ha un impatto negativo sulla liquidità degli ETF attivi, mentre negli ETF a gestione passiva rappresenta una dei punti di forza dello strumento finanziario;
- gli ETF attivi tendono ad avere costi di gestione più elevati rispetto alla gestione passiva e una maggiore rotazione di portafoglio. In particolare la gestione attiva aumenta i costi per i market maker poiché diventa più difficile regolare il valore del NAV data la composizione incerta del portafoglio dell'ETF futuro.

Il movimento verso ETF attivi contrasta nettamente con ciò che sta accadendo nei fondi comuni d'investimento, poiché si registrano modesti flussi di investimenti verso **fondi comuni d'investimento a gestione passiva**¹²³.

I fondi comuni d'investimento indicizzati stanno guadagnando ampie fette di mercato negli ultimi anni, a discapito dei fondi gestiti attivamente.

¹²¹ Cfr. per approfondimenti Borsa Italiana, *Gli ETF a gestione attiva*

¹²² Cfr. MARSHALL, VISALTANACHOTI, NGUYEN, PHAM, *Active ETF Liquidity*, SSRN, 27/03/2020

¹²³ Cfr. EASLEY, MICHAYLUK, O'HARA, PUTNIS, *The Active World of Passive Investing*, Western Finance Association (WFA) Annual Meeting, 27/07/2018

Secondo i dati riportati da Morningstar nel primo semestre del 2019 tutti i prodotti a gestione passiva hanno registrato un tasso di crescita del 8% contro il -1,2% raccolto invece dai fondi gestiti attivamente.

Figura 16: fondi passivi vs fondi attivi

Tipo di gestione	Numero di fondi	Flussi netti a un anno (mld €)	Patrimonio in gestione (mld €)	Crescita organica a un anno%
Fondi passivi	3,289	115.63	1,656	7.95
Fondi attivi	27,733	-89.75	7,432	-1.22
Totale	31,022	25.88	9,088	4.54

Fonte: Morningstar direct

Figura 17: ETF vs fondi comuni d'investimento passivi

Tipo di fondo	Numero di fondi	Flussi netti a un anno (mld €)	Patrimonio in gestione (mld €)	Crescita organica a un anno %
ETF	2,305	65.91	793	9.18
Fondi passivi non quotati	984	49.72	863	6.50
Totale	3,289	115.63	1,656	7.95

Fonte: Morningstar direct

Come si evince dalle due figure, i fondi passivi (comprensivi anche degli ETP), nonostante siano, in totale, numericamente inferiore rispetto ai fondi attivi, ottengono una raccolta netta superiore di circa 115 miliardi con una crescita appunto del 8%. Dai dati della figura 17, si nota che gli ETF hanno un numero di fondi superiore a quello dei fondi passivi non quotati, ma al contrario registrano un patrimonio gestito inferiore, 793 miliardi contro 863 miliardi. I prodotti passivi stanno per sorpassare i fondi tradizionali e con il recepimento completo della MIFID II ci si aspetta che questo trend continui anche in futuro¹²⁴.

Mentre i prodotti indicizzati continuano a prosperare, si sviluppano e diffondono ETF più specializzati per settore e caratteristiche che forniscono esposizioni su tutto dall'intelligenza artificiale ai bitcoin.

In particolare l'ascesa del *factor investing* e delle strategie Smart Beta favoriscono lo sviluppo di una **nuova generazione di ETF**, caratterizzati da pesi variabili dei componenti dell'indice e da un ribilanciamento anche quotidiano.

¹²⁴ Cfr. BASELLI, *Raccolta, gli investitori puntano al low cost*, Morningstar, 18/09/ 2019

Il *factor investing* e lo Smart Beta sono sempre più popolari tra gli investitori. Un sondaggio svolto dal FTSE Russell nel 2016 evidenzia come tre quarti degli investitori stiano già utilizzando o hanno in programma di utilizzare strategie Smart Beta. Inoltre tra gli investitori circa i due terzi prevedono di aumentarne l'utilizzo nel futuro¹²⁵.

Mentre gli ETF classici passivi si limitano a replicare l'andamento di un indice benchmark, gli **ETF Smart Beta** tendono ad essere a gestione attiva. Lo scopo di questi strumenti è quello di battere il mercato di riferimento oppure di replicarlo assumendosi meno rischi. Offrono gli stessi vantaggi degli ETF a gestione passiva: trasparenza, semplicità e bassi costi.

Per comprenderne il funzionamento prima occorre specificare che se dovessimo definire il rendimento di un asset class, potremmo scomporlo in queste tre componenti

Rendimento = esposizione ai fattori di mercato + esposizione ai fattori di stile + alpha

L'esposizione ai fattori di stile determina la dispersione dei rendimenti e sono i fattori principalmente utilizzati dagli ETF Smart Beta.

Attraverso l'esposizione di questi fattori gli ETF Smart Beta si pongono l'obiettivo di ottenere rendimenti superiori rispetto agli ETF tradizionali riducendo allo stesso tempo il profilo di rischio.

Il mondo di questi strumenti è in continua evoluzione, ma i fattori di stile più comunemente utilizzati in questa strategia sono: *value*, *growth*, *momentum*, *equal weight* e *dividend weight*.

Gli ETF *value* si caratterizzano per selezionare i titoli che presentano un valore di mercato inferiore rispetto al loro valore intrinseco, ma che presentano però dei rendimenti migliori rispetto ai titoli con valore di mercato più elevato rispetto al loro valore intrinseco. Trattasi di titoli sottovalutati dagli investitori il cui valore reale è inferiore al valore di mercato e rappresentano un'opportunità di guadagno.

Le metriche utilizzate per valutare i titoli sono: il price to book ratio, il rapporto prezzo utili, il price to cash flow ratio e il rapporto prezzo vendite.

Gli ETF *growth* si concentrano su titoli di società che si distinguono per elevati tassi di crescita, come Apple o Amazon. Le società in crescita (growth) tipicamente presentano flussi di cassa, utili e fatturato consistenti. Ci si aspetta che in futuro la loro crescita possa aumentare in quanto sono società che mirano a espandersi e a esplorare nuove opportunità d'investimento. Gli investitori pagano di solito un prezzo elevato per questa tipologia di azioni, considerando i loro utili attuali, in quanto ritengono che queste possano distribuire premi più elevati in futuro. Un ETF growth quindi replica un indice con le caratteristiche appena descritte¹²⁶.

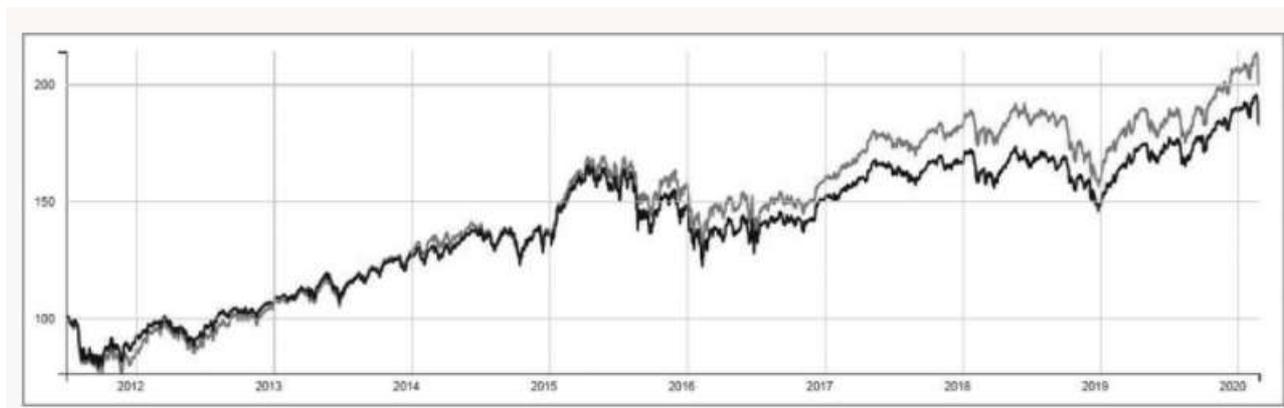
¹²⁵ Cfr. CASTAGNA, PALESA, SANDRIN, *Factor Investing*, Open Financial Communication Srl, Milano, 2018

¹²⁶ Cfr. RIEDL, Cosa si ottiene acquistando un ETF Growth?, justETF, 18/07/2016

Gli ETF *equal weight* si distinguono per applicare lo stesso peso percentuale a ogni titolo che compone l'indice benchmark. Questa metodologia differisce dal metodo di ponderazione più comune del settore finanziario in cui le azioni vengono ponderate in base alla loro capitalizzazione di mercato, attribuendo un peso maggiore ai titoli con maggiore capitalizzazione¹²⁷.

La figura 18 mette a confronto l'ETF "Xtrackers MSCI Europe Index UCITS ETF 1C", il quale replica un paniere composto dai principali titoli azionari di 15 paesi europei industrializzati, con l'ETF Smart Beta "Ossiam STOXX Europe 600 Equal Weight NR UCITS ETF 1C (EUR)" che replica un paniere composta da 600 titoli azionari con la metodologia descritta precedentemente¹²⁸.

Figura 18: confronto tra ETF e ETF Smart Beta



Fonte: Bellelli, "Investire con gli ETF e ETC"

L'ETF Smart Beta (linea chiara) e l'ETF normale (linea scura) presentano fino al 2015 un andamento tendenzialmente molto simile. Dal 2015 in poi i valori dell'ETF Smart Beta *equal weight* iniziano a mostrare una performance superiore.

Gli ETF *dividend weight* selezionano i titoli del paniere benchmark in base al dividendo, preferendo società con un dividend yield elevato e stabile nel corso degli anni. In particolare più è elevato il dividend yield e migliore è la capacità dell'azienda di remunerare il capitale investito.

Infine vi sono gli ETF *momentum*. Secondo tale approccio d'investimento le azioni con performance migliori nei 12 mesi precedenti tendono a prolungare la loro sovraperformance, mentre accade il contrario per quei titoli che presentano bassi rendimenti.

Questa modalità di pensiero è valida sia se si confronta uno strumento finanziario con un altro strumento finanziario (momentum relativo) sia se si prende un insieme di strumenti finanziari (momentum assoluto).

¹²⁷ Cfr. per approfondimenti CHEN, *Equal Weight*, Investopedia, 20/05/2020

¹²⁸ Cfr. Bellelli, *Investire con gli ETF e ETC*, op.cit.

Il momentum si basa sul concetto di acquistare quando tutti comprano partendo dalla considerazione che, anche se il prezzo di un'attività è già elevato rispetto ai fondamentali, qualcuno vorrà comunque continuare ad acquistare, sostenendo ulteriormente il prezzo¹²⁹.

Questa tipologia di ETF tendono:

- ad avere un costo (circa 0,65% - 0,70%) superiore a quelli classici;
- a non essere molto liquidi e a non essere ben scambiati;
- ad essere più rischiosi dei normali ETF per via della gestione attiva. Un ETF Smart Beta potrebbe sia sovraperformare che sottoperformare un ETF classico.

I lanci di queste nuove tipologie di ETF, a gestione attiva e Smart Beta, possono contribuire ad accelerare il ritmo, ma non saranno probabilmente il motore del mercato. La performance storiche suggeriscono che le condizioni di mercato a lungo termine favoriscono gli ETF a gestione passiva a basso costo fornendo liquidità al sistema finanziario.

Gli investitori continueranno, comunque, ad investire capitali negli strumenti finanziari a gestione attiva anche se le statistiche suggeriscono che, il più delle volte, gli investimenti attivi sottoperformano in termini di rendimenti¹³⁰. Questo a causa del fatto che le persone restano attratte dall'idea di voler rischiare per poter ottenere rendimenti superiori rispetto ad un indice benchmark e cercheranno sempre quei manager in grado di individuare quel titolo o obbligazione sottovalutata.

Inoltre, la scomparsa della gestione attiva potrebbe avere conseguenze negative su tutto il settore finanziario. John Bole in una riunione degli azionisti della Berkshire Hathaway del 2017 ha sottolineato: “se tutti si indicizzassero, l'unica parola che si potrebbe usare è caos, catastrofe...i mercati fallirebbero”¹³¹. La stessa posizione è stata presa anche da Charlie Munger, vicepresidente della Berkshire Hathaway che ha dichiarato che l'investimento indicizzato portato all'estremo non è sostenibile in futuro. Infatti senza investitori attivi, chi determinerebbe i prezzi del mercato?

La gestione attiva non serve solo a scambiare guadagni e perdite tra i partecipanti attivi, ma esiste anche per prevenire il caos dei prezzi e mancanza di liquidità.

Secondo Anderson gli investitori attivi non spariranno mai, per il semplice fatto che quando gli investitori sposteranno più denaro verso i fondi indicizzati, la liquidità della gestione attiva diminuirà e i prezzi diventeranno meno efficienti. Così facendo i rendimenti e i profitti degli investimenti attivi subiranno un rialzo fino ad ottenere premi superiori a quelli dei fondi passivi, costringendo gli investitori a fare un passo indietro.

¹²⁹ Cfr. per approfondimenti il sito di Banco BPM, *Che cos'è la strategia d'investimento momentum*,

¹³⁰ Cfr. HILL, NADING, HOUGAN, *A Comprehensive Guide to Exchange Traded Funds*, CFA Institute Research Foundation Series, op.cit.

¹³¹ Cfr. ANDERSON, *The Passive vs. Active Conundrum: A New Perspective on the Arithmetic of Index Investing*, 14/07/2017

CAPITOLO 3

3.1 INDICI DI PERFORMANCE UTILIZZATI

Nel terzo capitolo si effettua un'analisi di performance volta a comprendere quale opzione convenga di più ad un semplice investitore tra investire in un Exchange Traded Fund o continuare a puntare sui fondi comuni d'investimento.

L'analisi di performance permette di capire:

- se il fondo o l'ETF stiano ottenendo buoni risultati;
- le qualità e capacità del gestore del fondo che deve sempre cercare le strategie migliori per ottenere performance superiori.

Uno dei modi più semplici e veloci per valutare un investimento è la consultazione e l'uso della sua serie storica. Stabilendo un orizzonte temporale di riferimento, si realizzano e si confrontano le curve dei rendimenti dei vari titoli. L'analisi grafica permette di verificare, ad un primo impatto, quale fondo o ETF ha performato meglio nell'arco di tempo preso in esame.

Grazie al **modello della media-varianza** creato da Markowitz è possibile ricavare la covarianza, la correlazione, la deviazione standard e la media dei rendimenti¹³².

Il calcolo del rendimento medio è il primo passo nel modello di selezione del portafoglio di Markowitz. Tale rendimento è da intendersi come la media storica del rendimento di un fondo o di un'azione, in un determinato periodo di tempo. Pertanto, calcolando la media dei rendimenti del fondo e confrontandola con la media di altri fondi possiamo stabilire che il fondo migliore sarà quello con il rendimento medio maggiore di tutti.

Un'altra misura comunemente utilizzata è la deviazione standard di un titolo. Infatti, il modello di selezione del portafoglio di Markowitz parte dal presupposto generale che gli investitori prendono le loro decisioni di investimento in base ai rendimenti e alla deviazione standard del rischio. Per la maggior parte degli investitori, il rischio assunto quando acquistano un titolo è quello di ricevere rendimenti inferiori a quelli attesi. Di conseguenza si utilizza la deviazione standard per misurare tale rischio. Un valore elevato di deviazione standard si traduce in un rischio maggiore per il fondo e per questo, normalmente, gli investitori richiedono un rendimento più alto per investire nel fondo. Al contrario, un valore basso di deviazione standard è indice di una maggiore probabilità di ottenere un rendimento vicino al valore medio.

Nonostante la semplicità offerta dal modello di Markowitz, il criterio della media-varianza spesso da risultati non tanto attendibili. Uno dei motivi è riconducibile all'ipotesi di distribuzione normale

¹³² Cfr. MANGRAM, *A Simplified Perspective of the Markowitz Portfolio Theory*, Global Journal of Business Research, v. 7 (1), 2013

dei rendimenti. Se si considera un orizzonte temporale molto piccolo, si può verificare la possibilità che i rendimenti non si concentrino intorno alla propria media, bensì si disperdano per la maggior parte a destra e a sinistra della curva, creando un effetto di *Skewness*. In tal modo si creano dei dati poco attendibili se si utilizza il criterio della media varianza.

Per ottenere una stima più approfondita e sicura delle performance dei fondi comuni d'investimento si utilizzano, normalmente, criteri diversi. In questo capitolo, si valutano, in particolare, l'indice di Sharpe, l'indice di Sortino, l'indice di Treynor e l'Alpha di Jensen¹³³.

3.1.1 Indice di Sharpe

L'indice di Sharpe rappresenta uno degli indicatori di performance più utilizzati in finanza per valutare un investimento. La definizione del rapporto di Sharpe è molto semplice, misura la quantità di rendimento in eccesso per unità di volatilità fornita da un fondo.

$$\text{Sharpe ratio}_p = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

Al numeratore si calcola la differenza tra il rendimento medio del portafoglio (R_p) e il rendimento privo di rischio (R_f), che solitamente corrisponde al rendimento di un titolo di stato. Al denominatore invece è presente la deviazione standard del portafoglio.

L'interpretazione del rapporto di Sharpe è semplice: più alto è il rapporto, migliore sarà la performance del fondo analizzato.

Uno valore elevato significa che il fondo in questione ha un rendimento elevato per il suo livello di volatilità e che le sue performance saranno maggiori rispetto al rischio assunto, al contrario un valore basso indica un rendimento dell'investimento inferiore al rischio assunto.

Figura 19: confronto tra fondi mediante l'indice di Sharpe

	Fund 1	Fund 2	Fund 3	Fund 4	Fund 5
Mean return (%)	8.16	5.56	9.98	11.36	39.96
Volatility (%)	9.55	29.48	11.45	8.95	79.53
Sharpe ratio	0.41	0.05	0.50	0.80	0.45

Un esempio è fornito dalla tabella in figura 19, in particolare possiamo notare come il fondo 4 è sì al secondo posto, dietro al fondo 5 in termini di media dei rendimenti, però presenta un valore dell'indice di Sharpe superiore.

¹³³ Cfr. per approfondimenti LHABITANT, *Handbook of Hedge Funds*, Wiley finance, 2006

3.1.2 Indice di Sortino

Frank Sortino, riconsiderando la formula proposta da Sharpe, sostiene che il rischio più importante non è rappresentato dalla volatilità, ma dal non raggiungere il rendimento in relazione all'investimento.

$$\text{Sortino ratio}_p = \frac{R_p - \text{MAR}}{\text{DD}_p}$$

Nell'indice proposto da Sortino, il numeratore è composto da R_p che rappresenta i rendimenti percentuali medi di un portafoglio p , mentre il MAR (*minimum acceptable return*) indica il rendimento minimo accettabile. Ci possono essere vari livelli di MAR a seconda dell'obiettivo dell'investitore. Ad esempio, nel caso in cui l'obiettivo dell'investitore sia quello di non perdere in alcun modo denaro, il MAR viene posto uguale a zero. Nel caso, invece, l'obiettivo sia quello di raggiungere almeno il tasso privo di rischio, allora il MAR è fissato pari al tasso free risk. Di norma, gli investitori utilizzano quest'ultimo tasso, rendendo, sostanzialmente, il **numeratore uguale** all'indice di Sharpe.

La differenza principale si presenta al denominatore, dove DD_p indica il *downside deviation* dei rendimenti del portafoglio p .

Il *downside deviation* indica la volatilità che viene a manifestarsi in caso di risultati negativi ottenuti dal fondo. Per quantificarlo, si utilizzano solo le perdite riscontrate nei rendimenti, calcolandone poi la deviazione standard.

L'interpretazione dell'indice di Sortino è identica a quella di Sharpe, più è alto il valore trovato tramite la formula, migliore è il rendimento del fondo per il suo livello volatilità.

3.1.3 Alpha di Jensen

Altre due misure di performance ampiamente utilizzate sono l'indice di Treynor e l'Alpha di Jensen (spesso chiamato semplicemente Alpha). Entrambi devono la loro origine al *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) sviluppato da Sharpe nel 1964.

L'Alpha indica la capacità di un titolo o di un'attività finanziaria di variare in modo indipendente dal proprio indice di riferimento¹³⁴.

$$\alpha_p = [R_p - R_F] - \beta_p [R_M - R_F]$$

¹³⁴ Cfr. DI MURO, PEANO, MacroFinance, Investire sui mercati finanziari utilizzando i fondamentali macroeconomici, Hoepli, 2019

Nella formula R_p rappresenta il rendimento di portafoglio, R_f il tasso risk free e R_m il rendimento di mercato. È presente inoltre il beta del portafoglio che misura il rischio non sistematico del fondo.

L'Alpha è da interpretarsi come un indicatore di performance superiore quando è positivo, mentre rappresenta un indicatore di scarsa performance quando è negativo.

Quindi, nel caso in cui Alpha sia maggiore di zero, il titolo è in grado di generare autonomamente un risultato positivo. In caso di Alpha negativo si è in presenza di un trend negativo del titolo, indipendentemente dall'andamento del mercato.

L'Alpha di Jensen suggerisce la regola di optare per l'investimento che massimizzi il valore aggiunto e, pertanto, di scegliere il fondo con l'Alpha più elevato.

È possibile creare un Alpha positivo solo attraverso la gestione attiva di un fondo comune, poiché è necessario selezionare i titoli più remunerativi per sovraperformare un indice benchmark. Di conseguenza i fondi a gestione passiva solitamente hanno un alpha prossimo allo zero, dato che il loro obiettivo è replicare l'indice benchmark e ottenere gli stessi rendimenti. L'Alpha di Jensen è utile anche per comprendere se il gestore possiede le giuste competenze per creare un portafoglio titoli.

Nella formula è presente anche il **Beta di portafoglio**, che esprime il rischio di mercato di un singolo titolo e misura in che modo il rischio del titolo si discosta dal rischio di mercato.

$$\beta_p = \frac{Cov(r_p, r_b)}{Var(r_b)}$$

Per calcolarlo si deve fare il rapporto tra la covarianza fra i rendimenti di mercato (R_b) e i rendimenti dell'investimento in un portafoglio titoli (R_p) e la varianza dei rendimenti di mercato. In particolare:

- se $\beta = 1$, il fondo presenta un rischio identico a quello di mercato, si muove quindi nella stessa direzione e ha la stessa volatilità. Gli ETF a replica passiva avranno quasi sempre un β uguale a 1, dato che replicano esattamente il mercato di riferimento;
- se $\beta < 1$, il rischio del fondo è minore del rischio medio del mercato;
- se $\beta > 1$, il fondo presenta un rischio superiore al rischio medio di mercato.

3.1.4 Indice di Treynor

L'indice di Treynor è un indicatore che misura il rendimento extra realizzato da un portafoglio o da un fondo rispetto al tasso risk free. Tale valore viene poi rapportato al beta di portafoglio, che rappresenta il rischio sistematico

$$\text{Treynor ratio}_p = \frac{R_p - R_F}{\beta_p}$$

L'indice di Treynor è un indicatore molto simile a quello di Sharpe. La differenza sta nel fatto che in questo caso il rischio è misurato dall'indicatore beta, mentre nell'indice di Sharpe il rischio è misurato dalla deviazione standard. Il beta è un indicatore di rischio sistematico di un portafoglio mentre la deviazione standard è un indicatore di rischio complessivo di un portafoglio¹³⁵.

In un confronto tra diversi fondi si sceglie sempre il fondo con l'indice di Treynor più elevato, in quanto indica un maggiore rendimento per unità di rischio di mercato.

L'indice di Treynor fornisce informazioni aggiuntive rispetto all'alpha di Jensen: due titoli con diversi livelli di rischio che forniscono gli stessi rendimenti in eccesso nello stesso periodo hanno lo stesso alpha, ma presentano un indice di Treynor diverso. La differenza deriva dal fatto che Treynor calcola la performance di portafoglio per unità di rischio sistematico¹³⁶.

L'Alpha di Jensen, l'indice di Treynor e l'indice di Sharpe presentano un valore simile solo quando il portafoglio risulta ben diversificato in quanto la maggior parte del rischio sarà sistematico.

3.2 FONDI ED ETF UTILIZZATI

Per effettuare un'analisi di performance, in modo tale da capire se convenga di più, per gli investitori, puntare sugli Exchange Traded Funds o sui Fondi comuni d'investimento a gestione attiva, si selezionano tre fondi comuni d'investimento azionari e quattro ETF.

Tutti gli strumenti selezionati hanno come mercato di riferimento lo S&P 500, il noto indice azionario statunitense, che rappresenta la performance delle azioni americane a maggiore capitalizzazione.

Gli ETF considerati sono tutti quotati sulla Borsa Italiana e si selezionano alcune delle varie tipologie descritte nei capitoli precedenti. In particolare:

- l'iShares Core S&P 500 UCITS ETF (Acc) è un **ETF a replica passiva fisica** (completa);
- lo Xtrackers S&P 500 Swap UCITS ETF 1C è un **ETF a replica sintetica** (unfunded swap);
- il Lyxor S&P 500 UCITS ETF - Dist (EUR) è un **ETF a replica sintetica** (unfunded swap);
- l'iShares Edge S&P 500 Minimum Volatility UCITS ETF (Acc) è un **ETF Smart beta**, dove l'indice S&P 500 Minimum Volatility replica un portafoglio ottimizzato che comprende una selezione di titoli azionari la cui volatilità è tra le più basse dell'S&P 500.

I due ETF a replica sintetica presentano una differenza di costi di gestione. Secondo il prospetto dell'ETF emesso dalla Lyxor, il costo di gestione di questo strumento è pari allo 0,09% annuo, mentre l'Xtrackers ETF presenta un costo di gestione dello 0,15% annuo.

¹³⁵ Cfr. BORSAITALIANA, *Glossario finanziario – indice di Treynor*, consultabile sul sito www.borsaitaliana.it

¹³⁶ Cfr. HUBNER, *The Generalized Treynor Ratio: A Note*, University of Liege, Management Working Paper, 20/02/2003

L'iShares Core S&P 500 UCITS ETF (Acc) ha un costo di gestione pari allo 0,07% annuo, mentre l'iShares Edge S&P 500 Minimum Volatility UCITS ETF (Acc), essendo un ETF Smart beta presenta un costo più alto rispetto agli altri ETF, precisamente dello 0,20%.

Nella tabella 1 sono presenti tutti i dati degli ETF tenuti in considerazione.

Tabella 1: tipologie di ETF

NOME	CATEGORIA	CODICE ISIN	FUND SIZE	COSTO DI GESTIONE (SU BASE ANNUA)
iShares Edge S&P 500 Minimum Volatility UCITS ETF (Acc)	ETF SMART BETA	IE00B6SPMN59	USD 1,508,908,230	0,20%
Lycor S&P 500 UCITS ETF - Dist (EUR)	REPLICA SINTETICA UNFUNDED	LU0496786574	EUR 8,447,000,000	0,09%
Xtrackers S&P 500 Swap UCITS ETF 1C	REPLICA SINTETICA UNFUNDED	LU0490618542	USD 8,454,730,000	0,15%
iShares Core S&P 500 UCITS ETF (Acc)	REPLICA FISICA COMPLETA	IE00B5BMR087	USD 47,421,790,000	0,07%

Per quanto riguarda i fondi comuni d'investimento, si selezionano due fondi a gestione attiva e un fondo a gestione passiva, tutti e tre con lo S&P 500 come indice di riferimento.

In particolare, i due fondi a gestione attiva sono l'Allianz Azioni America, un fondo comune d'investimento italiano, e il JPM America Equity C Acc Eur, un fondo lussemburghese. Entrambi i fondi possono essere acquistati su Borsa Italiana. Il fondo a gestione passiva è l'iShares US Index Fund (IE) gestito da Blackrock. Si evidenzia che il benchmark dichiarato dell'Allianz Azioni America è composto per il 95% dallo S&P 500 e per il 5% dal FTSE MTS BOT.

La tabella 2 riassume i dati dei fondi comuni d'investimento tenuti in considerazione

Tabella 2: dati fondi comuni d'investimento attivi

NOME	CATEGORIA	CODICE ISIN	FUND SIZE	COSTO DI GESTIONE (SU BASE ANNUA)
Allianz Azioni America	AZIONARI USA LARGE CAP GROWTH	IT0000386562	EUR 188,450,000	2,25%
JPM America Equity C Acc Eur	AZIONARI USA LARGE CAP GROWTH	LU1303369224	USD 3,583,660,000	0,65%
iShares US Index Fund (IE)	AZIONARI USA LARGE CAP BLEND EQUITY	IE0001200389	USD 1,979,400,000	0,01%

Tutti gli strumenti finanziari scelti hanno come valuta l'Euro e l'orizzonte temporale scelto per l'analisi va dal 2015 al 2020. Pertanto, si valutano anche gli effetti dovuti alla pandemia causata dal Covid-19.

Si sceglie come **indice benchmark** lo S&P 500 dato che viene considerato dagli investitori più esperti come un benchmark di mercato generale e indice principale per analizzare e leggere l'economia del mercato statunitense.

L'andamento storico dell'indice è riportato in figura 19. Dal grafico si nota come la curva presenti, nell'arco di tempo preso in considerazione, un trend rialzista. La perdita più consistente si è verificata a inizio pandemia, nel marzo del 2020, subito però recuperata ad agosto dello stesso anno, grazie anche alla ripresa del settore immobiliare. Inoltre, di recente, l'indice S&P500 ha violato per la prima volta nella storia i 4mila punti, chiudendo a quota 4.020 (+1,2%)¹³⁷.

¹³⁷ Cfr. per approfondimenti MICHELI, MIELE, *Wall Street da record, S&P500 sopra 4mila. Il New Deal di Biden dà fiducia anche all'Europa*, ilsole24ore, 01/04/2021

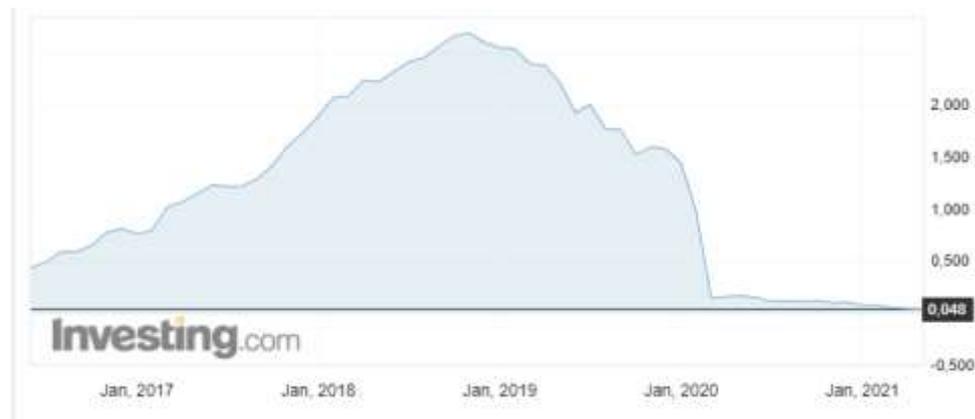
Figura 19: andamento storico S&P500



Fonte: Investing.com

Per il calcolo dei vari indici di performance, spiegati precedentemente, si sceglie di utilizzare, come **tasso privo di rischio**, il *1 year treasury rate*, ossia il rendimento di un'obbligazione USA a 1 anno. La scelta di tale tasso risk free dipende dal fatto che la curva dei rendimenti statunitensi, prima del Covid-19, risultava a prima vista decisamente allettante. Infatti, per le brevi scadenze il governo statunitense offriva tassi intorno al 2,5/2,6% per titoli a sei mesi e a dodici mesi, cedole molto al di sopra di quelle proposte dai paesi del vecchio continente¹³⁸.

Figura 20: storico rendimento obbligazione USA a 1 anno



Fonte: investing.com

Il picco più basso si è registrato dopo la diffusione della pandemia, dove i rendimenti sono scesi quasi del 96% in poco più di tre mesi, come si può notare dal grafico rappresentato in figura 20.

¹³⁸ Cfr. LOPS, *Perché investire in bond Usa (con tassi fino al 3%) ora è più rischioso*, ilsole24 ore, 24/01/2019

3.3 ANALISI SERIE STORICA E CRITERIO MEDIA VARIANZA

Il motivo alla base dell'analisi di performance, tra gli strumenti a gestione passiva e gli strumenti a gestione attiva, è quello di verificare quale dei due strumenti ha avuto performance migliori durante l'arco di tempo considerato.

Nei due capitoli precedenti, si sono analizzati i molteplici aspetti positivi che derivano dall'utilizzo degli Exchange Traded Funds, tra cui:

- la maggiore trasparenza rispetto ai fondi comuni d'investimento;
- la possibilità di diversificare il proprio portafoglio, prendendo posizione su ogni tipo di mercato;
- i bassi costi, possibili grazie al fatto che gli ETF non presentano di costi di entrata, di uscita o di performance. Al contrario i fondi comuni d'investimento sono strumenti finanziari molto più costosi per via delle numerose commissioni che li caratterizzano.

Dai dati pubblicati dal sito EFAMA, si è visto come gli AUM dei fondi comuni d'investimento siano passati da 10,8 trilioni di euro nel 2008 a 23,1 trilioni di euro alla fine del 2018. A partire dal 2011, di anno in anno, si è registrato un aumento costante. In particolare, è cresciuto sia il comparto azionario che quello obbligazionario. Tuttavia, gli ETF stanno rapidamente guadagnando terreno tanto da registrare una crescita costante del 19,5% a partire dal 2008. Al contrario, i fondi comuni tradizionali e quelli a gestione attiva stanno perdendo progressivamente quote di mercato.

Il motivo è dovuto al fatto che gli strumenti a gestione passiva realizzano performance superiori rispetto ai normali fondi comuni grazie soprattutto ai costi totali che sono relativamente più bassi.

Questa tendenza si è verificata anche durante il 2020, dove secondo Morningstar i fondi attivi non hanno ottenuto alcun beneficio dalla volatilità del mercato azionario causata dalla pandemia.

In uno studio condotto da Morningstar su 21 mila fondi d'investimento azionari circa il 50,2% ha performato meglio delle controparti passive durante il 2020, mentre nella prima metà dello stesso anno la percentuale era del 52,4%¹³⁹.

Gli investitori continueranno, comunque, ad investire capitali negli strumenti finanziari a gestione attiva anche se le statistiche suggeriscono che, il più delle volte, gli investimenti attivi sottoperformano in termini di rendimenti.

Questo a causa del fatto che le persone restano attratte dall'idea di voler rischiare per poter ottenere rendimenti superiori rispetto ad un indice benchmark. Esse cercheranno sempre quei manager in grado di individuare quel titolo o obbligazione, in modo tale da costruire un portafoglio di mercato

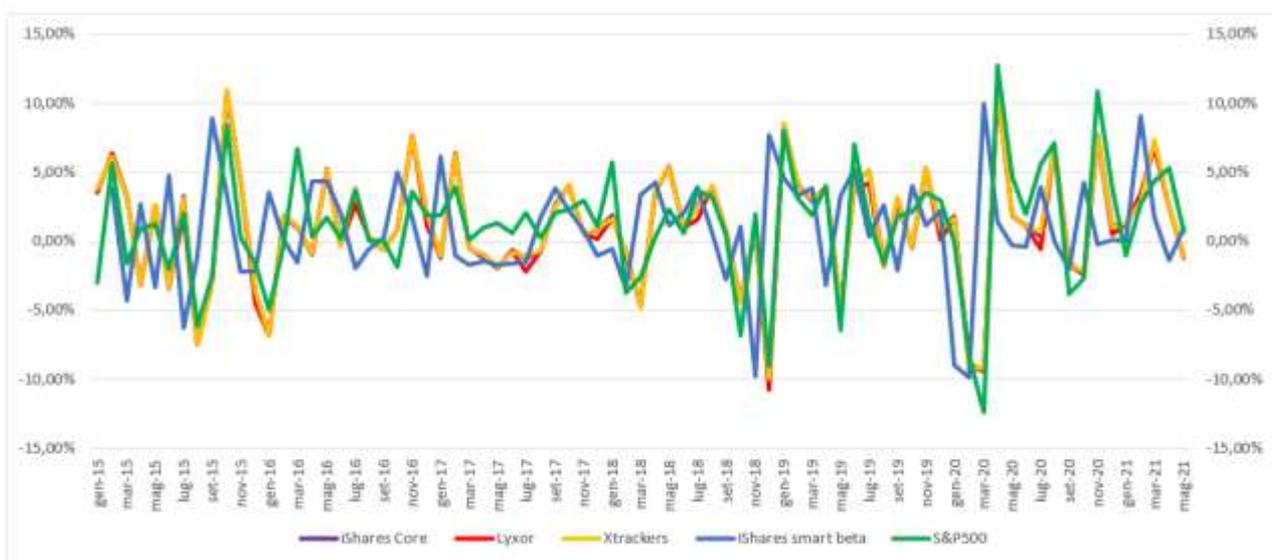
¹³⁹ Cfr. per approfondimenti GARD, *Fondi attivi bocciati al test 2020*, Morningstar, 06/04/2021

in grado di generare un'alpha di mercato positivo per ottenere performance superiori e creare rendimenti in eccesso.

3.3.1 Analisi performance ETF

Uno dei modi più semplici e veloci per valutare un investimento è quello di utilizzare la sua serie storica, data dai rendimenti realizzati da un strumento finanziario in un intervallo di tempo prestabilito. In aggiunta, attraverso l'analisi grafica possiamo verificare, ad un primo impatto se l'ETF stia effettivamente replicando il suo indice sottostante.

Figura 21: confronto rendimenti storici ETF



Si analizza dunque la figura 21 che mette a confronto l'andamento storico degli ETF selezionati con il benchmark scelto, lo S&P 500, dal 2015 al 2021.

Ad un primo impatto, si nota come, nel complesso, tutti gli ETF passivi abbiano seguito le performance dell'indice di riferimento non essendovi particolari scostamenti di mercato. Analizzando il grafico, solo un ETF ha registrato, nel tempo, performance superiori rispetto allo S&P 500, ossia Xtrackers S&P 500 Swap UCITS ETF 1C, a replica sintetica.

I rendimenti medi degli altri ETF sono **simili** ai rendimenti del benchmark a conferma di quanto precedentemente evidenziato, ossia che gli Exchange Traded Funds permettono di replicare l'andamento di un indice finanziario e di condividerne la performance.

L'ETF che non ha rispettato le performance attese è lo Smart beta, l'iShares Edge S&P 500 Minimum Volatility UCITS ETF (Acc). L'ETF, pur essendo a gestione attiva e con lo scopo di battere il mercato di riferimento, non ha ottenuto performance superiori rispetto allo S&P 500.

Al contrario, ha un andamento molto simile a quello del mercato di riferimento, quasi come uno strumento a gestione passiva, tranne che per alcuni momenti, nel periodo compreso tra ottobre 2018 e aprile 2019, in cui ha ottenuto dei rendimenti inferiori, rispetto all'indice di mercato.

Questo tipo di ETF si propone di utilizzare i titoli meno rischiosi così da ottenere rendimenti superiori in momenti in cui il mercato azionario è caratterizzato da grande volatilità. Elemento che, in occasione della volatilità del mercato azionario innescato dalla pandemia, non si è, però, rivelato tale come dimostra il periodo compreso tra marzo 2020 e maggio 2020 in cui l'ETF non ha ottenuto alcun beneficio particolare e conseguentemente gli investitori non hanno ottenuto i tanto attesi rendimenti superiori.

Il fatto che lo strumento ottenga performance simili a quello del suo benchmark, non giustifica lo 0,20% di commissioni di gestioni annue che è pure la percentuale di costo più elevata tra gli ETF presi in analisi.

3.3.2 Analisi performance fondi comuni d'investimento

Utilizzando lo stesso metodo, si procede all'analisi dei fondi comuni d'investimento che vengono presi in esame.

Osservando la figura 22 possiamo notare come l'andamento dei fondi comuni sia abbastanza simile a quello del mercato benchmark.

Figura 22: confronto fondi comuni d'investimento



In merito ai due fondi a gestione attiva considerati, il fondo peggiore è rappresentato dall'Allianz Azioni America. Il fondo presenta, per la maggior parte, delle oscillazioni al di sotto della retta dei rendimenti di mercato e non presenta mai performance superiori rispetto all'indice che si propone di superare. Nonostante le difficoltà nell'ottenere rendimenti superiori, il fondo a gestione attiva

dimostra di riuscire a gestire il crollo finanziario innescato della pandemia, limitando le perdite e ottenendo rendimenti quasi simili a quelli dello S&P 500.

Il fondo migliore, in termine di rendimenti, è rappresentato dal JPM America Equity C Acc Eur. Esso presenta tra fine 2015 e inizio 2017 oscillazioni particolarmente negative, arrivando quasi a perdere il 10% del proprio valore, ma comunque, molto più vantaggioso rispetto al fondo Allianz, dato che i suoi rendimenti sono il più delle volte superiori al benchmark. Al pari dell'Allianz, riesce a gestire bene la crisi pandemica, recuperando totalmente le perdite, dopo aver perso quasi il 15% a marzo 2020.

Infine, il fondo d'investimento gestito passivamente, l'iShares US Index Fund (IE), ha avuto in media un andamento simile a quello dello S&P 500 e del fondo JPM, riuscendo a replicare perfettamente il movimento dell'indice ad un costo molto più contenuto rispetto al fondo attivo.

3.3.3 Analisi rendimento annualizzato – standard deviation

Lo stesso tipo di analisi viene condotta attraverso il modello della media varianza. Nello specifico gli strumenti finanziari vengono confrontati utilizzando il rendimento medio annualizzato e la deviazione standard annualizzata.

Le caratteristiche degli Exchange Traded Funds sono riportate in tabella 3.

Tabella 3: confronto tra S&P 500 e ETF passivi

	Rendimento Medio	Deviazione Standard	Beta
S&P 500	15,01%	17,19%	1
iShares Core	14,86%	17,12%	0,91
Lyxor	13,12%	17,14%	0,904728586
Xtrackers	15,12%	17,12%	0,90447606
iShares smart beta	11,24%	15,78%	0,718872139

Dal punto di vista dei rendimenti medi annualizzati, tutti gli ETF a gestione passiva condividono mediamente la stessa performance dell'indice di riferimento. In particolare, come già preannunciato, l'ETF Xtrackers S&P 500 Swap UCITS ETF 1C sembra aver ottenuto rendimenti migliori rispetto allo S&P di circa 0,10 punti percentuali mentre l'iShares Edge S&P 500 Minimum Volatility UCITS ETF (Acc) si conferma essere l'ETF peggiore, con un valore medio del 11,24%.

In merito alla rischiosità, tutti gli strumenti a gestione passiva presentano una percentuale di deviazione standard vicina a quella dello S&P 500.

Per quanto riguarda l'ETF a gestione attiva, l'iShares Smart beta mantiene le aspettative presentando il valore più basso di deviazione standard di circa il 15,78%.

Un'ulteriore conferma che i fondi presentano un rischio identico a quello di mercato è data dal β di mercato. I fondi a gestione passiva avranno quasi sempre un β prossimo a 1 dato che replicano esattamente il mercato di riferimento. Osservando i beta degli ETF a gestione passiva, si nota che il fattore beta presenta un valore pari a 0,9, a conferma che essi seguono l'andamento del mercato di riferimento.

Il beta minore, 0,72, corrisponde all'iShares Smart beta minimum volatility e questo dimostra che lo strumento è costruito scegliendo i titoli di mercato meno rischiosi così da avere un rischio basso.

Nella tabella 5, si riportano le caratteristiche dei fondi comuni d'investimento analizzati

Tabella 4: confronto tra S&P 500 e fondi comuni d'investimento

	Rendimento Medio	Deviazione Standard	Beta
S&P 500	15,01%	17,19%	1
Allianz	13,33%	20,58%	1,021522226
JPM	16,80%	18,82%	0,420127727
iShares index fund	16,20%	18,16%	0,968433638

In relazione ai rendimenti medi, il fondo che ha ottenuto performance superiori durante l'arco di tempo considerato, è il JPM America Equity C Acc Eur, con un rendimento del 16,80%.

Il fondo rappresenta lo strumento finanziario che ha ottenuto la migliore performance tra il 2015 e il 2021 riuscendo a superare il suo mercato di riferimento. Inoltre, ottiene quasi la stessa performance del fondo passivo che presenta, però, commissioni annue più basse dello 0,5%.

Lo strumento finanziario che ha ottenuto rendimenti minori è rappresentato dal fondo gestito dall'Allianz con un rendimento del 13,33%, il punteggio più basso tra i prodotti finanziari scelti.

Inoltre, l'Allianz Azioni America ha il grado di rischiosità più elevato tra tutti, con una deviazione standard del 20,58%. La rischiosità del prodotto è evidenziato anche dal suo beta che ha un valore maggiore di 1 e, dunque, il fondo presenta un rischio superiore al rischio medio di mercato.

In merito al fondo gestito passivamente, dal punto di vista dei rendimenti, ottiene un valore poco superiore al benchmark di riferimento, con un indice di rischiosità più alto di un punto percentuale. Tuttavia, dai calcoli effettuati il beta risulta minore di 1, quindi si dimostrano strumenti particolarmente sicuri.

3.4 ANALISI INDICI DI PERFORMANCE

In questo paragrafo, si valutano gli strumenti finanziari utilizzando i vari indici di performance precedentemente descritti, così da avere una stima più approfondita e sicura delle prestazioni dei fondi comuni d'investimento utilizzati. Nello specifico, vengono analizzati gli indici dal 2015 al 2019 e dal 2020 al 2021, in modo da visualizzare gli effetti della crisi finanziaria causata dalla pandemia di Covid-19.

3.4.1 Indice di Sharpe

Secondo l'interpretazione del rapporto di Sharpe più alto è il rapporto, migliore sarà la performance del fondo analizzato.

Un valore elevato significa che il fondo in questione ha un rendimento elevato per il suo livello di volatilità e che le sue performance saranno maggiori rispetto al rischio assunto mentre un valore basso indica un rendimento dell'investimento inferiore al rischio assunto.

Nella tabella 5, è riportata la graduatoria dei prodotti presi in analisi, in base al valore dell'indice di Sharpe, dal valore più basso al valore più alto.

Tabella 5: graduatoria indice di Sharpe 2015/2019

2015/2019	Ranking Indice di Sharpe
Xtrackers	0,97
iShares Core	0,95
iShares index fund	0,94
iShares smart beta	0,93
JPM	0,90
Lyxor	0,82
Allianz	0,65

Al primo posto è presente l'ETF passivo sintetico, Xtrackers S&P 500 Swap UCITS ETF 1C, con un rapporto dell'indice di Sharpe di 0,97, che lo pone come miglior prodotto per il suo livello di volatilità. Al secondo posto, vi è l'Ishare Core con un valore di 0,95, seguito dal fondo comune d'investimento gestito passivamente con un rapporto di Sharpe di 0,94. Da osservare come ad occupare le prime tre posizioni siano strumenti a gestione passiva. L'ETF Lyxor S&P 500 UCITS ETF - Dist (EUR) si posiziona invece al penultimo posto. Questo può dipendere dal fatto che alcuni titoli del paniere dell'ETF a replica sintetica abbiano un grado di correlazione più basso rispetto all'indice benchmark.

Relativamente agli strumenti a gestione attiva, il prodotto con il più alto valore del rapporto di Sharpe è dato dall'ETF Smart beta mentre i due fondi si posizionano nella parte bassa della classifica, ad indicare un rendimento dell'investimento inferiore al rischio assunto.

La composizione della graduatoria cambia con l'avvento della crisi causata dal Covid-19. Nella tabella 6 sono riportati i valori dell'indice di Sharpe dal 2020 al 2021.

Tabella 6: graduatoria indice di Sharpe 2020/2021

2020/2021	Ranking Indice di Sharpe
iShares index fund	0,987
JPM	0,939
Xtrackers	0,748
iShares Core	0,738
Allianz	0,731
Lyxor	0,691
iShares smart beta	0,355

Il primo posto della classifica è sempre occupato da uno strumento a gestione passiva, in questo caso dal fondo gestito da Blackrock, con un valore di 0,987, mentre sale al secondo posto il JPM America, segno che i gestori hanno saputo reagire meglio alla crisi finanziaria. Nel complesso i prodotti passivi continuano ad occupare le prime posizioni pur presentando valori decisamente minori rispetto al periodo pre-covid.

Il fondo Allianz ha mostrato un leggero miglioramento, ma rimane, comunque, non adatto a garantire un maggiore extra rendimento.

Lo strumento peggiore, in questo caso, è dato dall'ETF Smart beta che, nonostante sia un ETF a bassa volatilità, non sembra indice di un prodotto in grado di assicurare un buon rendimento medio.

3.4.2 Indice di Sortino

La formula dell'indice di Sortino è simile a quella di Sharpe, con la differenza che utilizza come indicatore di rischio, il *downside deviation*, che indica la volatilità che può manifestarsi in caso di risultati negativi ottenuti dal fondo.

Diversamente da Sharpe, **si considerano solo le perdite riscontrate nei rendimenti**, calcolandone poi la deviazione standard.

L'interpretazione da dare al valore dell'indice di Sortino è la stessa di quella per l'indice di Sharpe, più è alto il valore trovato tramite la formula, migliore è il rendimento del fondo per il suo livello di volatilità.

Nella tabella 7, viene riportata la graduatoria dei valori dati dall'indice di Sortino con i relativi valori di *downside deviation*.

Tabella 7: graduatoria indice di Sortino 2015/19

2015/2019	Ranking Indice di Sortino	Downside Deviation
iShares smart beta	1,321	0,090
Xtrackers	1,320	0,107
iShares Core	1,289	0,108
JPM	1,229	0,116
iShares index fund	1,128	0,113
Lyxor	1,122	0,107
Allianz	0,839	0,128

Come si evince dalla tabella 7, nello stesso periodo di tempo considerato, a differenza del rapporto di Sharpe, l'ETF Smart beta si posiziona al primo posto in classifica, con un valore di Sortino pari a 1,321 e un *downside deviation* di 0,090. Tale differenza è data dal fatto che l'indice di Sortino si utilizza per discriminare prodotti finanziari che presentano un indice di Sharpe molto simile tra loro. Per quanto riguarda gli strumenti gestiti passivamente, due ETF, l'Xtrackers e l'iShares Core, si mantengono nelle prime posizioni e si confermano delle valide alternative ai fondi comuni più costosi dal punto di vista delle commissioni. Il fondo comune d'investimento passivo, con il rapporto di Sortino, perde due posizioni in classifica, ma continua a dimostrarsi un investimento più proficuo rispetto al fondo comune gestito attivamente. L'Allianz Azioni America si piazza, infatti, all'ultimo posto della classifica, confermando quanto precedentemente trovato con l'indice di Sharpe.

Nella tabella 8, viene riportato ranking di Sortino nel periodo Covid, 2020/2021

Tabella 8: graduatoria indice di Sortino 2020/2021

2020/2021	Ranking Indice di Sortino	Downside Deviation
iShares index fund	1,141711	0,2513
JPM	1,083722	0,2225
Allianz	0,840849	0,2672
Xtrackers	0,760920	0,2379
iShares Core	0,745998	0,2389
Lyxor	0,717883	0,2318
iShares smart beta	0,357356	0,2338

In merito alla graduatoria basata sull'indice di Sortino durante il periodo Covid, al pari della tabella 6, il primo posto è occupato dal fondo comune d'investimento passivo, segno che la gestione passiva, in particolari periodi di stress di mercato, rimane una valida alternativa rispetto alla gestione attiva.

Anche il fondo JPM rimane in seconda posizione, mentre l'Allianz raggiunge il terzo posto avendo saputo sfruttare il periodo di grande volatilità causato dalla pandemia e ottenendo rendimenti simili a quelli dello S&P 500, come si nota anche in figura 22.

L'ultima posizione continua ad essere occupata, nel periodo Covid, dall'ETF Smart beta. Tale valore è imputabile al basso rendimento che l'ETF ha realizzato in questo periodo di tempo e si ribadisce,

nuovamente, come la commissione di gestione dello 0,20% della gestione attiva non sia affatto giustificabili.

3.4.3 Indice di Treynor

L'indice di Treynor è un indicatore molto simile a quello di Sharpe. La differenza sta nel fatto che in Treynor il rischio è misurato dall'indicatore beta, mentre in Sharpe il rischio è misurato dalla deviazione standard. Il beta è un indicatore di rischio sistematico di un portafoglio mentre la deviazione standard è un indicatore di rischio complessivo di un portafoglio.

In un confronto tra diversi fondi si sceglie sempre il fondo con l'indice di Treynor più elevato, in quanto indica un maggiore rendimento per unità di rischio di mercato.

Nella tabella 9 sono riportati i valori ottenuti con il calcolo dell'indice di Treynor.

Tabella 9: graduatoria indice di Treynor 2015/2019

2015/2019	Ranking Indice di Treynor
JPM	0,340
iShares smart beta	0,166
Xtrackers	0,157
iShares Core	0,153
Lyxor	0,133
iShares index fund	0,132
Allianz	0,105

A differenza della graduatoria riportata dalla tabella 5, in questo caso il ranking vede ai primi posti due posti due strumenti gestiti attivamente, il JPM e l'ETF Smart beta. Un risultato che può dirsi del tutto atteso perché sebbene l'indice di Treynor sia un indicatore molto simile al rapporto di Sharpe, i valori diversi ottenuti dipendono dall'utilizzo del fattore Beta al denominatore.

Più è piccolo il valore associato al rischio sistematico, più è alto il valore che riporta l'indice di Treynor. Nello specifico, i beta dei due strumenti attivi sono pari a:

- 0,71 per l'ETF Smart beta;
- 0,42 per il fondo JPM America.

Gli ETF passivi e il fondo comune passivo, avendo un β maggiore rispetto ai fondi attivi, dato che replicano il mercato di riferimento, si collocano in posizioni inferiori rispetto alla graduatoria data dall'indice di Sharpe.

L'ultimo posto viene occupato dal fondo Allianz Azioni America, dato che presenta un β pari a 1,02 e questo influenza il rapporto di Treynor.

Calcolando il rapporto, durante il periodo pandemico, si ottengono risultati diversi. Pertanto si riportano i valori trovati nella tabella 10.

Tabella 10: graduatoria indice di Treynor 2020/2021

	Ranking Indice di Treynor	Beta
JPM	0,446	0,540086081
iShares index fund	0,278	1,03223343
Allianz	0,240	0,941443521
Xtrackers	0,184	0,980068766
iShares Core	0,184	0,96998395
Lyxor	0,170	0,982544682
iShares smart beta	0,085	0,984408988

Relativamente al periodo 2020/2021, il fondo attivo JPM continua ad occupare la prima posizione, nonostante un lieve rialzo del fattore Beta. Al secondo posto si posiziona il fondo gestito passivamente da Blackrock, nonostante un valore di Beta di poco superiore a 1.

Il motivo è dovuto al fatto che, durante il periodo Covid, l'index fund ha replicato la performance dello S&P 500 di circa il 27%. Il rendimento ha compensato il valore più alto di beta. I prodotti passivi possono considerarsi, anche in questo caso, una valida opzione rispetto agli strumenti attivi.

Per quanto riguarda il secondo fondo gestito attivamente, il rapporto di Treynor conferma il trend positivo realizzato da Allianz, osservato anche in figura 22, piazzandosi dunque al terzo posto.

Si riconferma in fondo alla classifica l'ETF Smart beta avendo realizzato, nel periodo pandemico, tra tutti gli strumenti presi in analisi, il rendimento peggiore pari a circa l'8,45% contro il 27% dello S&P 500.

3.4.4 Alpha di Jensen

In base a quanto enunciato in precedenza l'Alpha di Jensen è un indicatore di performance che fornisce un giudizio positivo sull'investimento quando il valore trovato dell'Alpha è maggiore di zero, mentre fornisce un giudizio negativo nel caso in cui l'Alpha sia minore di zero.

L'Alpha di Jensen suggerisce la regola di optare per l'investimento che massimizzi il valore aggiunto e, conseguentemente, di scegliere il fondo con l'Alpha più elevato.

L'Alpha assume valori diversi in relazione ai due tipi di gestione: attiva e passiva.

Normalmente si può creare un valore maggiore di zero solo attraverso la gestione attiva poiché è necessario selezionare i titoli più remunerativi per sovraperformare un indice benchmark. Di conseguenza, i fondi a gestione passiva hanno di solito un'Alpha prossimo allo zero, dato che il loro obiettivo è replicare l'indice benchmark e ottenere gli stessi rendimenti.

Nella tabella 11 si riportano i valori dell'Alpha di Jensen per gli strumenti finanziari selezionati.

Tabella 11: graduatoria Alpha di Jensen periodo 2015/2019

2015/2019	Ranking Alpha di Jensen
JPM	0,092
iShares smart beta	0,033
Xtrackers	0,033
iShares Core	0,030
Lyxor	0,012
iShares index fund	0,011
Allianz	-0,015

In merito agli ETF a gestione passiva, i valori variano in un intervallo tra 0,033 e 0,011, prossimi quindi allo zero come già sottolineato precedentemente.

In relazione ai fondi gestiti attivamente, il valore maggiore realizzato appartiene al fondo della JP Morgan, con un'Alpha pari a 0,092. Un valore non particolarmente elevato, ma che testimonia come il gestore posseda le giuste competenze per creare un portafoglio titoli in grado di generare buoni rendimenti per gli investitori.

L'ETF Smart beta ottiene un valore sì positivo, pari a 0,033, ma non particolarmente elevato, tale da giustificare lo 0,20% di costo di commissioni imputabili alla gestione attiva.

Come già notato nei precedenti indici di performance per il periodo 2015/2019, lo strumento peggiore è rappresentato dal fondo Allianz, che ottiene un'Alpha di Jensen negativo, pari a -0,015. Il gestore non è quindi stato in grado di utilizzare le giuste strategie per ottenere rendimenti superiori al mercato di riferimento, nonostante la commissione di gestione annua, pari al 2,25%, la più elevata tra tutti gli strumenti presi in esame.

Infine, si riportano i valori dell'Alpha di Jensen, utilizzando i rendimenti realizzati durante il periodo della pandemia.

Tabella 12: ranking Alpha di Jensen periodo 2020/2021

2020/2021	Ranking Alpha di Jensen
JPM	0,101
iShares index fund	0,018
Allianz	-0,020
Xtrackers	-0,073
iShares Core	-0,074
Lyxor	-0,089
iShares smart beta	-0,172

Anche in questo caso si piazza al primo posto il fondo JP Morgan, con un valore pari a 0,101. Il fondo d'investimento conferma la sua capacità di sapere gestire periodi di mercato caratterizzati da grande volatilità e incertezza.

Nel complesso, il fondo a gestione passiva e gli ETF a gestione passiva mantengono valori prossimi allo zero, anche se leggermente negativi.

Per quanto riguarda il fondo Allianz e l'ETF Smart beta, il fondo attivo continua ad avere un Alpha negativo, nonostante gli ottimi rendimenti realizzati nel periodo della pandemia (circa il 23%).

L'ETF Smart beta ottiene l'ultimo posto in classifica con un valore di Alpha di Jensen particolarmente negativo, complice il fatto di aver ottenuto rendimenti molto più bassi rispetto agli altri strumenti finanziari analizzati.

3.4.5 Considerazioni finali

Complessivamente, dall'analisi degli indici di performance, osserviamo come, per la maggior parte delle volte, gli Exchange Traded Funds passivi si posizionino nella parte alta della classifica.

Nella tabella 13, vengono riportate le graduatorie finali di tutti gli indici per il periodo 2015/2019.

Tabella 13

2015/2019			
Sharpe	Treynor	Alpha di Jensen	Sortino
Xtrackers	JPM	JPM	iShares smart beta
iShares Core	iShares smart beta	iShares smart beta	Xtrackers
iShares index fund	Xtrackers	Xtrackers	iShares Core
iShares smart beta	iShares Core	iShares Core	JPM
JPM	Lyxor	Lyxor	iShares index fund
Lyxor	iShares index fund	iShares index fund	Lyxor
Allianz	Allianz	Allianz	Allianz

Nella tabella 14, vengono invece riportate le graduatorie finali per il periodo 2020/2021.

Tabella 14

2020/2021			
Sharpe	Treynor	Alpha di Jensen	Sortino
iShares index fund	JPM	JPM	iShares index fund
JPM	iShares index fund	iShares Core	JPM
Xtrackers	Allianz	iShares index fund	Allianz
iShares Core	Xtrackers	Lyxor	Xtrackers
Allianz	iShares Core	Xtrackers	iShares Core
Lyxor	Lyxor	Allianz	Lyxor
iShares smart beta	iShares smart beta	iShares smart beta	iShares smart beta

Relativamente agli indici di **Sharpe** e di **Sortino**, gli strumenti gestiti passivamente dominano nel periodo che va dal 2015 al 2019. Solo l'ETF Smart beta occupa la prima posizione dell'indice nel periodo di Sortino per via del basso livello di *downside deviation*, dato che l'ETF utilizza il fattore di stile minimum volatility.

Nel periodo caratterizzato dal Covid-19, il migliore prodotto su cui investire rimane quello a gestione passiva, invece su tre strumenti a gestione attiva, solo il fondo JPM sembra una valida alternativa alla gestione passiva.

In merito agli indici di **Treynor** e **Alpha di Jensen**, si ricorda che:

- l'indice di Treynor utilizza il parametro beta al denominatore. Questo influenza il risultato poiché gli strumenti passivi di norma hanno sempre un β pari a 1 mentre i beta dei due prodotti attivi sono minori di 1;
- i valori assunti dagli strumenti a gestione passiva, per quanto riguarda l'Alpha di Jensen, sono sempre prossimi a 0 dato che replicano un indice di mercato.

Sia nel periodo 2015/2019 che 2020/2021, il fondo JPM rimane l'unico strumento a gestione attiva a convincere, poiché:

- sebbene l'ETF Smart beta ottenga un buon Alpha nel periodo 2015/2019, nel periodo pandemico ottiene invece un valore decisamente negativo per gli scarsi rendimenti ottenuti. Stessa cosa emerge con i valori che si ottengono usando l'indice di Treynor;
- il fondo Allianz ha ottenuto valori sempre negativi nel calcolo dell'Alpha di Jensen anche se nel periodo di crisi finanziaria è riuscito a recuperare dai minimi di marzo. Pesa soprattutto l'alta livello di deviazione standard che lo classifica come strumento troppo rischioso.

In generale, dall'analisi effettuata, si può affermare che gli strumenti a gestione passiva sono da considerarsi un **buono strumento alternativo** ai fondi gestiti attivamente in quanto capaci di ottenere rendimenti e performance simili ai fondi attivi a un costo di gestione più contenuto.

Gli strumenti a gestione attiva non mettono in evidenza gli extra rendimenti che si propongono di ottenere battendo il benchmark di riferimento. Inoltre, non si giustificano le elevate commissioni richieste per la gestione del fondo.

Gli alti costi sono il motivo principale per cui i prodotti a gestione passiva si stanno diffondendo in modo veloce, prendendo percentuali di mercato sempre più ampie.

La gestione passiva si dimostra anche sufficientemente sicura, dato che la posizione degli strumenti passivi rimane quasi sempre invariata, sia nei periodi caratterizzati da stabilità finanziaria che nei periodi in cui il mercato azionario è influenzato da grande volatilità.

Si ricorda, inoltre, che gli strumenti passivi sono generalmente più diversificati dei fondi comuni aperti perché cercano l'esposizione su indici più ampi. Questo consente di ridurre il rischio specifico diminuendo la volatilità totale del portafoglio di un investitore.

CONCLUSIONE

Gli ETF hanno dato un forte impulso agli investimenti basati sugli indici finanziari, facilitando l'accesso a segmenti di mercato altrimenti irraggiungibili per i semplici investitori, diminuendo i costi generali in modo tale da permettere a chiunque di diversificare il proprio portafoglio anche con cifre modeste, garantendo trasparenza dei prezzi, liquidità ed efficienza dal punto di vista fiscale.

Il metodo della gestione passiva garantisce un grado di diversificazione più elevato per gli ETF, poiché in genere cercano l'esposizione su indici più ampi. Questo consente di ridurre il rischio specifico riscontrabile quando si investe in pochi titoli e diminuisce la volatilità totale del portafoglio. Il patrimonio netto dei fondi comuni a livello globale è nettamente superiore a quello raccolto dagli ETF. Nel terzo quadrimestre del 2019 i fondi hanno ottenuto 51 trilioni di euro contro i 5 trilioni degli ETF raccolti nello stesso periodo.

A fare da traino sono il comparto azionario e quello obbligazionario. Tuttavia, gli ETF hanno registrato una crescita costante del 19,5% partendo dal 2008, mentre i fondi comuni tradizionali e quelli a gestione attiva perdono progressivamente quote di mercato. Il motivo è dovuto al fatto che gli strumenti a gestione passiva realizzano performance superiori rispetto ai normali fondi comuni, grazie anche al differenziale di commissioni, che impattano sul risultato complessivo.

In aggiunta, da recenti sondaggi si nota come gli ETF stiano rapidamente guadagnando terreno in *asset class* diverse dalle azioni e i periodi di detenzione di questi strumenti si stiano allungando. In particolare agli inizi del 2011, solo il 20% degli investitori voleva detenere ETF per più di due anni di fila. Percentuale più che raddoppiata nel 2014 dato che si attesta attorno al 49%.

In merito alla trasparenza, gli ETF sono prodotti quotati in via continuativa e in tempo reale in borsa, come qualsiasi altra azione. Pertanto possono essere acquistati e venduti in ogni momento della giornata.

A differenza degli ETF, dove il prezzo varia continuamente durante l'arco della giornata, nei fondi comuni si può conoscere il numero di quote acquistate e il prezzo pagato per l'acquisto o il prezzo incassato dalla vendita solo il giorno successivo all'operazione.

Per verificare se gli Exchange Traded Funds possono considerarsi una valida alternativa ai fondi comuni d'investimento è stata condotta un'analisi di performance su quattro strumenti a gestione passiva e tre strumenti a gestione attiva, dal 2015 al 2021. Sono stati utilizzati il criterio media-varianza, l'indice di Sharpe, l'indice di Sortino, l'indice di Treynor e l'Alpha di Jensen.

Complessivamente, dall'analisi degli indici di performance, osserviamo come, per la maggior parte delle volte, gli strumenti a gestione passiva si posizionino nella parte alta della classifica.

La conclusione che si trae è che, gli strumenti a gestione passiva, sono da considerarsi un buono strumento alternativo ai fondi gestiti attivamente, capaci infatti di ottenere rendimenti e performance simili ai fondi attivi, ma con un costo di gestione più contenuto.

Gli strumenti a gestione attiva non mettono in evidenza gli extra rendimenti che si propongono di ottenere, battendo il benchmark di riferimento. In questo modo non si giustificano le elevate commissioni richieste per la gestione del fondo.

I costi elevati sono il motivo principale per cui i prodotti a gestione passiva si stanno diffondendo in modo veloce, prendendo percentuali di mercato sempre più ampie.

La gestione passiva si dimostra anche sufficientemente sicura, poiché la posizione degli strumenti passivi rimane quasi sempre invariata, sia nei periodi caratterizzati da stabilità finanziaria che nei periodi in cui il mercato azionario è influenzato da grande volatilità.

Man mano che i mercati diventano più globali, molti più investitori inizieranno ad utilizzare e ad adottare gli ETF. Il maggior uso porterà ad un incremento sostanziale della liquidità, contribuendo ad una diminuzione ulteriore dei costi e rendendo il mercato più veloce ed efficiente.

Una componente importante per la crescita degli ETF è rappresentata dal crescente utilizzo di questi strumenti da parte dei fondi pensione e delle grandi compagnie di assicurazione per cui si prevede, nel prossimo decennio, un aumento in tal senso di tali investimenti.

In aggiunta anche la maggior parte degli Hedge Funds dovrebbe usufruire degli ETF per la gestione del rischio e delle macro esposizioni.

Per concludere, gli investitori continueranno, comunque, ad investire capitali negli strumenti finanziari a gestione attiva anche se le statistiche suggeriscono che, il più delle volte, gli investimenti attivi sottoperformano in termini di rendimenti. Questo a causa del fatto che le persone restano attratte dall'idea di voler rischiare per poter ottenere rendimenti superiori rispetto ad un indice benchmark e cercheranno sempre quei manager in grado di individuare quel titolo o obbligazione sottovalutata.

BIBLIOGRAFIA

- Albareto, G., Zucchelli, L., Cardillo, A., & Cappelletti, G. *Il costo totale dell'investimento in fondi comuni*. Banca d'Italia. 2017
- Altmann, J. *Portafogli ETF e portafogli a gestione attiva - chi vince?* justETF. 2018
- Anderson, C. *The Passive vs. Active Conundrum: A New Perspective on the Arithmetic of Index Investing*. SSRN. 2017
- Annunziata, F. *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme, tra continuità e discontinuità*. Rivista delle Società, n°4. 2017
- Annunziata, F. *Investment Services and Investment Funds*. SSRN. 2019
- Baiden, J. E. *Exchange Traded Funds-Advantages and Disadvantages*. SSRN. 2011
- Baker, S. *Europe in line for ETF boom, thanks to MIFID II*. Pensions & investments, p. fascicolo 4. 2018
- Baselli, V. *Raccolta, gli investitori puntano al low cost*. Morningstar. 2019
- Bellelli, G. *Investire con gli ETF e ETC*. Hoepli. 2020
- Bellomo, S. *Oro sopra 1.800 dollari, a trainare solo gli acquisti record di Etf*. Il sole 24 ore. 2020
- Ben-David, I., Franzoni, F. A., & Moussawi, R. *Exchange Traded Funds (ETFs)*. Annual Review of Financial Economics. 2017
- Blitz, D., Huij, J., & Swinkels, L. *The Performance of European Index Funds and Exchange-Traded Funds*. ERIM Report Series Reference. 2009
- Bonafede, A. *Così la Mifid 2 dà una spinta agli Etf gestori a caccia di prodotti meno costosi*. La Repubblica. 2018
- Borzi, N. *Il 54% dei fondi azionari non batte la Borsa*. Il sole 24 ore. 2017
- Calicchio, S. *I FONDI COMUNI D'INVESTIMENTO RESI SEMPLICI. La guida introduttiva ai fondi comuni e alle strategie d'investimento più efficaci nel campo del risparmio gestito*. Stefano Calicchio. 2013
- Caracino, U., & Pavesi, F. *ETF: i nuovi scenari regolamentari*. Diritto Bancario. 2012
- Casarin, R., Lazzarin, M., Pelizzon, L., & Sartore, D. *Relative benchmark rating and persistence analysis: Evidence from Italian equity funds*. Taylor & Francis. 2005
- Castagna, M., Palesa, E., & Sandrin, G. *Factor investing. Factor investing*. CFA Society Italy. 2018
- Cellino, M. *Risparmio, costi al top d'Europa e raccolta in frenata*. Il sole 24 ore. 2019

- Cesari, R., & Panetta, F. *The performance of Italian equity funds*. Journal of Banking and Finance. 2002
- Cilento, A. *I doveri di informazione del consulente finanziario tra regole di validità e regole di responsabilità*. Il foro napoletano. 2017
- Cohen, S. *Six months into MiFID II: What has changed for ETFs so far?* ETFstrategy. 2018
- Coin, D., & Vacca, V. *Non-bank finance for firms. The role of private equity funds in north-western Italy*. Empirical economics, p. 221-243. 2016
- Degregori, & Partners. *Fondi Comuni d'Investimento*. Edizioni R.E.I. 2016
- Degregori, & Partners. *E.T.F. - Exchange Traded Funds*. Edizioni R.E.I. 2019
- Easley, D., Michayluk, D., O'Hara, M., & Putniņš, T. J. *The Active World of Passive Investing*. Western Finance Association (WFA) Annual Meeting. 2018
- Engle, R. F., & Sarkar, D. *Pricing Exchange Traded Funds*. NYU Working Paper No. S-DRP-02-11. 2002
- Fan, Y., & Lin, C. Y. *Investing in U.S. Sectors: Mutual Funds vs. ETFs*. SSRN. 2019
- Ferrante, A. *La fiscalità degli ETF in Italia*. justETF. 2020
- Ferraro, T. *Borsa Italiana: ETFplus tocca nuovi record nel primo trimestre, corsa agli ETF ESG*. Finanza Online. 2021
- Ferri, R. *All You Need to Know About Exchange-Traded Funds*. New Jersey. John Wiley & Sons,inc. 2011
- FERRI, R. A., & BENKE, A. C. *A Case for Index Fund Portfolios*. 2013
- Filippou, I., Gozluklu, A. E., & Rozental, H. *ETF Arbitrage and International Diversification*. WBS Finance Group Research Paper No. 260. 2019
- Finiguerra, G. N., Frati, G., & Grasso, R. *Il costo dei fondi comuni in Italia. Evoluzione temporale e confronto internazionale*. CONSOB Discussion Papers No. 8. 2018
- Fiordelisi, F., Galloppo, G., Lattanzio, G., & Paimanova, V. *An ESG Ratings Free Assessment of Socially Responsible Investment Strategies*. SSRN. 2020
- Franceschi, A. *Gli Etf ora gestiscono 4mila miliardi. Ecco perché il mercato li preferisce*. Il sole 24 ore. 2017
- Gard, J. *Fondi attivi bocciati al test 2020*. Morningstar. 2021
- Giorgio, G. D., & Richter, M. S. *La regolamentazione dei fondi comuni: una analisi comparata*. Roma. Editrice Minerva Bancaria. 2014
- Glode, V. *Why mutual funds 'underperform'*. Journal of Financial Economics, p. 546–559. 2011

- Glow, D. *Review of the European ETF Market – 2018*. Internatiol Investment. 2019
- Gruber, M. J., Elton, E. J., & Souza, A. d. *Passive mutual funds and ETFs: Performance and comparison*. Journal of Banking and Finance, p. 265–275. 2019
- Gualtieri, P. *I fondi comuni di investimento in Italia. Performance, costi, visibilità e riscatto*. Bologna. Il mulino. 2006
- Haslem, J. A. *Exchange-Traded Funds: Nature, Developments, and Implications*. Brian R. Bruce, ed., Exchange-Traded Funds II: New Approaches and Global Outreach. New York, NY, Institutional Investor, Fall 2003, pp.116-126. 2003
- Hill, J. M., Nadig, D., & Hougan, M. *A Comprehensive Guide to Exchange Traded Funds*. CFA Institute Research Foundation. 2015
- Huang, J. C., & Guedj, I. *Are ETFs Replacing Index Mutual Funds?* San Francisco. AFA 2009 San Francisco Meetings Paper. 2009
- Hübner, G. *The Generalized Treynor Ratio: A Note*. University of Liege. 2003
- Jakubowski, P. *The Future of ETFs: Highlights from the Vanguard-sponsored Bloomberg ETF event series*. Vanguard. 2019
- Lemma, V. *La sicurezza degli strumenti finanziari derivati dopo le nuove definizioni della Mifid II*. In V. Troiano, & R. Motroni, La MiFID 2: rapporti con la clientela, regole di governance, mercati (p. capitolo 13). Wolters Kluwer. 2016
- Lemma, V. *Le società di gestione del risparmio*. In F. Capriglione, Manuale di diritto bancario e finanziario (p. 415). Padova. CEDAM. 2019
- Lops, V. *Perché investire in bond Usa (con tassi fino al 3%) ora è più rischioso*. Il sole 24 ore. 2019
- Mangram, M. E. *A Simplified Perspective of the Markowitz Portfolio Theory*. Global Journal of Business Research, v. 7 (1) pp. 59-70. 2013
- Marangoni, M. *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio*. Banca d'Italia. 2015
- Marshall, B. R., Nguyen, N. H., Pham, S. D., & Visaltanachoti, N. *Active ETF Liquidity*. SSRN. 2020
- Meziani, A. S. *Exchange-Traded Funds: Investment Practices and Tactical Approaches*. Londra. Palgrave Macmillan. 2017
- Micheli, E., & Miele, E. *Wall Street da record, S&P500 sopra 4mila. Il New Deal di Biden dà fiducia anche all'Europa*. Il sole 24 ore. 2021
- Millet, F. *ESMA earns strong credentials thanks to its convincing approach concerning ETF regulation*. Journal of Securities Operations & Custody. 2013

- Minetti, F. *Exchange Traded Fund and Italian Equity Market: Part I*. Dirigenza Bancaria No. 116. 2005
- Minetti, F. *Exchange Traded Fund and Italian Equity Market Part II*. Dirigenza Bancaria No. 117. 2006
- Muro, A. D., & Peano, A. *MacroFinance, Investire sui mercati finanziari utilizzando i fondamentali macroeconomici*. Hoepli. 2019
- Patassi, N. *ETFs vs Structured Notes: The Equity Yield Enhancement Puzzle*. SSRN. 2016
- Petrova, E. *A BRIEF OVERVIEW OF THE TYPES OF ETFS*. Bulgaria. 2016
- Polimeno, V. *Il funzionamento degli ETF*. Professione finanza. 2010
- Poterba, J. M., & Shoven, J. B. *Exchange Traded Funds: A New Investment Option for Taxable Investors*. 2002
- Riedl, P. *Cost of ETFs: Total Expense Ratio (TER) vs. Total Cost of Ownership (TCO)*. justETF. 2015
- Riedl, P. *Cosa si ottiene acquistando un ETF Growth?* justETF. 2016
- Riedl, P. *Struttura giuridica degli ETF: UCITS*. justETF, 2017
- Riedl, P. *ETFs physical gold: come investire in oro con gli ETP*. justETF. 2020
- Savona, R. *Tax-Induced Dissimilarities between Domestic and Foreign Mutual Funds in Italy*. EFMA 2004 Basel Meetings. 2004
- Silano, S. *ETF Analisi e Strategie Quanto costano (in tutto) i fondi all'investitore*. Morningstar. 2019
- Stafford, P. *The differences between US and European ETF markets*. Financial times. 2016
- Stefano, G. D. *Contango trade non è un ballo. Cosa succede quando il petrolio crolla*. Il sole 24 ore. 2020
- Ursino, G. *Etf, prodotto finanziario valido per tutte le tasche*. Il sole 24 ore. 2018
- Villegas, A. *Morningstar: Fund fees fall across Europe*. International investment. 2016
- Volpe, M. *Consulenza finanziaria: le sfide della Mifid 2 per i professionisti del futuro*. Finanza.com. 2016

SITOGRAFIA

- www.agenziaentrate.gov.it
- www.borsaitaliana.it
- www.dirittobancario.it
- www.assogestioni.it
- www.investopedia.com
- www.morningstar.it
- www.repubblica.it
- www.ssrn.com
- www.ilsole24ore.com
- www.bancobpm.it
- www.investopedia.com
- www.consob.it
- www.esma.europa.eu
- www.etfgi.com
- www.justetf.com
- www.finanzaonline.com
- www.help.fincobank.com
- www.internationalinvestment.net
- www.vanguardieurope.com
- www.professionefinanza.com
- www.eur-lex.europa.eu

Exchange Traded Funds e Fondi comuni d'investimento

Analisi empirica e valutazione di performance

Riassunto

L'aumento degli investimenti in strumenti finanziari passivi è stato significativo negli ultimi decenni e sta causando una drastica riduzione del patrimonio gestito attivamente.

L'evidenza empirica dimostra che il gestore attivo medio non può battere l'indice di mercato che tende ad ottenere rendimenti inferiori per via degli elevati costi di gestione.

Questo risultato ha influenzato, nel tempo, molti investitori ad aumentare le allocazioni in fondi e strumenti a gestione passiva, in particolar modo negli Exchange Traded Funds.

Sin dal momento della loro introduzione sul mercato statunitense, il settore ha conosciuto una crescita costante. Una delle peculiarità di questo strumento è la capacità di reinventarsi e aggiornarsi continuamente, suscitando un interesse verso nuovi investitori, nel tempo pure inalterato, che porta a un incremento del volume degli investimenti.

La dimensione totale degli investimenti raggiunge i 200 miliardi nel 2019 con ben 4500 fondi ETF creati. Il presente lavoro mira a comprendere quali siano le ragioni che portano gli Exchange Traded Funds ad ottenere una fetta sempre più ampia del mercato degli investimenti.

In particolar modo, si analizzano le caratteristiche che portano gli investitori a scegliere questa tipologia di prodotto, svolgendo anche un confronto con i principali competitors quali i fondi comuni d'investimento attivi.

CAPITOLO 1

GLI EXCHANGE TRADED FUNDS

Gli ETF, acronimo di *Exchange Traded Funds*, la cui traduzione letterale sta per "Fondi quotati indicizzati", rappresentano una delle innovazioni più importanti in campo finanziario.

Gli ETF iniziano a catturare l'attenzione degli investitori nella metà degli anni '90, quando l'indice S&P 500 comincia il suo lungo periodo di performance positivo. Il boom definitivo inizia nel 2005 quando i portafogli gestiti passivamente superano quelli gestiti attivamente in termini di performance.

Gli ETF sono fondi, negoziati in tempo reale, il cui obiettivo d'investimento è replicare fedelmente un indice benchmark, condividendone le performance e i rischi associati. Pertanto, all'acquisto di un ETF, un investitore acquista uno strumento di replica passiva del benchmark di riferimento.

Se per esempio l'indice S&P 500 realizza un apprezzamento del 2%, l'ETF legato a tale indice di mercato registra un rialzo proporzionalmente identico.

Tali strumenti possono, per certi aspetti, esser equiparati ai fondi comuni d'investimento indicizzati in quanto vi è accumulo di denaro raccolto tramite partecipazione azionaria dei soci, anche se la dottrina

italiana non li considera fondi comuni e neppure SICAV. Questo è dovuto a differenze tecniche, una delle quali è rappresentata dal fatto che il patrimonio dell'ETF è autonomo e separato da quello dell'emittente. In caso d'insolvenza, i creditori non possono rifarsi sul patrimonio dell'ETF che rimane dunque intatto. Questo fattore li rende più sicuri dei normali fondi comuni d'investimento.

L'investitore che utilizza un ETF non deve preoccuparsi di effettuare un ribilanciamento del fondo ogni volta che si verifica un'acquisizione societaria o un fallimento, in quanto è compito del gestore dell'ETF ribilanciare i pesi percentuali in modo da mantenere il paniere il più possibile allineato con il benchmark. È ammesso, comunque, uno scostamento, ma generalmente, non deve superare l'1 o il 2 %.

Un ETF sintetizza e mantiene le caratteristiche di un'azione e di un fondo comune d'investimento attraverso la diversificazione e riduzione del rischio dei fondi e la flessibilità e trasparenza informativa delle negoziazioni in tempo reale delle azioni.

Infatti, come per qualsiasi azione, è possibile comprare o vendere quote di ETF in ogni momento poiché l'ETF permette di monitorare in maniera continuativa l'andamento dell'investimento.

Le classi d'attività su cui è possibile investire sono molte, tra cui: indici azionari; indici obbligazionari; indici azionari di mercati emergenti come Turchia e India; indici su materie prime, ad esempio oro e petrolio.

In merito alla modalità di creazione degli ETF, il processo di "*creation/redemption in Kind*" è uno dei tanti elementi innovativi introdotti dagli *Exchange Traded Funds*. Grazie a questa modalità è possibile creare ETF e far sì che il loro prezzo sia allineato con il NAV (*net asset value*). Inoltre, la flessibilità e la trasparenza, qualità importanti per gli ETF, vengono garantite da questo metodo di creazione

Il punto di partenza del processo di creazione di un ETF è rappresentato dall'iniziativa di una società di gestione del risparmio (SGR), la quale decide di acquistare direttamente sul mercato, dopo aver ottenuto le necessarie autorizzazioni, i titoli del paniere di riferimento del futuro ETF.

Le azioni vengono selezionate nella stessa proporzione in cui queste rientrano nell'indice. Per esempio, se il peso dei titoli della società Atlantia nel FTSE MIB è del 15%, il portafoglio ETF deve essere composto per il 15% di azioni di Atlantia.

Successivamente, dopo aver creato il portafoglio, i titoli vengono collocati presso una banca depositaria, la cui funzione è quella di svolgere da garante dell'effettiva esistenza di questi titoli. La banca rilascia dei certificati che rappresentano la prova del deposito dei titoli. I certificati a loro volta vengono divisi in quote per poi essere immessi sul mercato ed essere negoziati come ETF.

Gli ETF non sono tutti uguali e il rendimento può cambiare per via delle diverse modalità di replica che un *Exchange Traded Fund* può svolgere. In particolare, si distinguono ETF a replica fisica ed ETF a replica sintetica.

Gli ETF a replica fisica, che rappresentano il metodo classico, prevedono l'acquisto diretto e materiale delle azioni e obbligazioni che compongono il paniere di riferimento del benchmark. Si distinguono in ETF a replica fisica completa e a replica fisica a campione.

La replica fisica completa prevede che il gestore acquisti tutti i titoli che compongono un determinato paniere di un benchmark, in proporzione identica ai pesi che essi hanno all'interno dell'indice. Così facendo, la performance del benchmark è totalmente allineata a quella del fondo ETF.

Attraverso la replica a campione si acquistano, invece, solo gli strumenti finanziari più liquidi e rilevanti in modo tale da creare un portafoglio, quasi simile a quello dell'indice di riferimento, costituito però da un numero più ristretto di titoli. L'obiettivo, in questi casi, è quello di ottimizzare l'impatto che i costi di negoziazione potrebbero creare. Per fare in modo che l'ETF sia quanto più possibile in linea con il benchmark vengono scelti soltanto i titoli a maggiore capitalizzazione e vengono collocati presso una banca depositaria. I vantaggi sono rappresentati dalla trasparenza degli strumenti del fondo ETF e da una riduzione dei costi amministrativi dato che il numero di titoli in gestione rappresenta solo una parte dell'indice che si vuole replicare.

Gli ETF a replica sintetica sono sempre progettati per replicare il rendimento di un indice, ad esempio lo S&P500 o il FTSE 100. Tuttavia, anziché detenere i titoli, per tentare di replicare il paniere del benchmark selezionato, si utilizzano i derivati, in tal caso i contratti swap. Questa tecnica viene utilizzata quando si vuole investire in un mercato poco liquido o difficilmente accessibile oppure quando il paniere di riferimento è numeroso.

Esistono due tipi di ETF sintetici: *funded e unfunded*.

La modalità di replica unfunded utilizza il denaro raccolto tramite la sottoscrizione di quote per acquistare un paniere sostitutivo, chiamato anche "*substitute basket*", che può essere comprato direttamente sul mercato o da una controparte swap, solitamente bancaria. Di norma il paniere sostitutivo è composto da titoli diversi da quelli dell'indice scelto come benchmark. Tuttavia, sono attività con un alto grado di correlazione positiva con il paniere di riferimento. I titoli sono sempre di proprietà dell'ETF e sono custoditi presso una banca depositaria. Nell'ETF con replica *unfunded* il fondo indicizzato dà alla controparte swap il rendimento del paniere sostitutivo e in cambio riceve la performance del paniere benchmark di riferimento dell'ETF.

La modalità di replica funded prevede sempre la stipulazione da parte dell'ETF di un contratto swap con una controparte, con la differenza però che il denaro raccolto tramite sottoscrizione delle quote non viene usato per acquistare un paniere sostitutivo ma viene direttamente inviato alla controparte, la quale darà in cambio il rendimento del paniere benchmark scelto. In questo caso l'intero patrimonio ETF è investito nel contratto, aumentando così enormemente il rischio di controparte. Alla controparte è richiesto di mettere come garanzia dei titoli depositati presso una banca, in modo tale da poter esser utilizzati, in caso di default, come risarcimento.

La crisi finanziaria del 2008 ha dato prova di quanto possa esser complicato il settore finanziario, costantemente soggetto a un gran numero di fattori difficili da comprendere e prevedere.

Negli anni successivi alla crisi, il mercato ha dovuto fare i conti con il comprensibile crollo della fiducia da parte degli investitori, i quali hanno optato per strumenti più semplici da capire e in grado di garantire facili guadagni.

È in questo periodo di incertezza che gli ETF hanno la loro definitiva consacrazione per i molteplici vantaggi che possono offrire a un semplice investitore *retail*.

La diversificazione rappresenta il concetto chiave per gli investimenti ed è forse il vantaggio più importante. Gli ETF sono generalmente più diversificati dei Fondi comuni aperti, perché in genere cercano l'esposizione su indici più ampi. Questo consente di ridurre il rischio specifico riscontrabile quando si investe in pochi titoli e diminuisce la volatilità totale del portafoglio. L'unico rischio che l'ETF non può eliminare è il rischio di mercato. Attraverso la diversificazione degli ETF si può ottenere, rapidamente e molto semplicemente, posizioni su specifici mercati d'interesse, come quello azionario o obbligazionario. In particolare, gli ETF permettono di investire anche su mercati difficilmente accessibili per un semplice risparmiatore. Inoltre, si può ottenere una facile esposizione a uno specifico segmento di mercato data l'ampia varietà di settori, stili, industrie.

Gli ETF non presentano né costi di entrata né di uscita o di performance, come di solito accade per i fondi comuni d'investimento. La gestione passiva rimuove i tipici costi della gestione attiva, quali il pagamento di un team di analisti e i costi legati alla distribuzione, garantendo agli investitori l'accesso a mercati e a strategie d'investimento altrimenti difficili da raggiungere con commissioni così ridotte. Pertanto, due sole sono le tipologie di costi: i costi bancari e i costi legati al prodotto finanziario.

Gli ETF sono più trasparenti dei normali fondi comuni d'investimento. La composizione dell'ETF viene pubblicata giornalmente, il che permette agli investitori di esser perfettamente consapevoli del proprio profilo di rischio-rendimento dell'investimento e della composizione del portafoglio titoli. Il valore patrimoniale netto (NAV) dell'ETF è regolarmente calcolato e pubblicato durante le ore di negoziazione; l'investitore è sempre informato sull'andamento delle componenti dell'indice e del prezzo dell'ETF.

Gli ETF, oltre che prendere posizioni su qualsiasi tipo di materiale o mercato, permettono anche di pianificare strategie rialziste, ribassiste o a leva. Inoltre, si comportano come azioni ordinarie e creano diversi vantaggi in termini di flessibilità rispetto ai normali fondi comuni. Sono scambiati continuamente in borsa ed è possibile investire sia nel breve termine (*trading intraday*) sia nel medio/lungo termine. Lo scambio può realizzarsi in qualsiasi quantità, anche con una sola quota/azione, e il trading borsistico apre alla possibilità dell'uso di vendite allo scoperto, ordini limit and stop e prestito titoli.

Infine, gli ETF non possono fallire e in caso di default, da parte delle società che si occupano dell'amministrazione, della gestione e promozione del fondo, i creditori non possono rifarsi sul patrimonio dell'ETF.

Tuttavia, come ogni strumento finanziario anche gli ETF presentano delle criticità, che devono essere tenute sempre in considerazione quando si vuole effettuare un investimento in ETF.

Uno svantaggio è dato dal *Tracking error*. Esso è la differenza tra la performance effettiva di un ETF e la performance realizzata dal benchmark di riferimento. Tale indicatore, comunemente, usato per valutare un investimento, mostra se il portafoglio ETF è coerente con il paniere di riferimento.

La *gestione passiva* dell'ETF può rappresentare una debolezza, in quanto l'investitore non ha voce in capitolo sulla gestione dei titoli. È vero che l'emittente di un ETF si attiene ai parametri prestabiliti, ossia se si investe su un ETF che segue società finanziarie non cambia improvvisamente gestione e inizia a comprare titoli di società tecnologiche, ma potrebbe decidere di sostituire titoli che, secondo l'investitore, sono da ritenersi validi e non rischiosi.

Infine, è presente il rischio di mercato. Il rischio di questi strumenti finanziari è classificato come medio/alto in quanto seguono l'andamento di un indice benchmark.

Per quanto riguarda la regolamentazione, la legislazione italiana identifica gli ETF come dei particolari fondi comuni d'investimento aperti, che soddisfano i requisiti relativi alla disciplina UCITS, acronimo di "*undertakings for the collective investment in transferable securities*".

La regolamentazione è un fattore che ha contribuito al successo degli ETF, complice anche il fatto che la direttiva ha permesso agli OICVM (organismi di investimento collettivo in valori mobiliari), autorizzati da uno Stato membro dell'UE, di esser distribuiti liberamente anche negli altri paesi membri, promuovendo così una maggiore armonizzazione dei mercati.

Le regole più importanti introdotte dalle varie direttive UCITS sono:

- diversificazione dell'ETF in modo che nessuna singola posizione valga più del 20% del NAV. La soglia può esser portata al 35%, ma comunque costituisce un valore massimo verso un singolo strumento finanziario. In questo modo è più facile per gli ETF replicare in modo efficiente gli indici con titoli di grandi dimensioni;
- un elevato grado di liquidità in quanto la direttiva obbliga i fondi a detenere un livello minimo di liquidità qualora un investitore voglia riscattare le sue quote in qualsiasi momento. A fronte di precisi problemi di mercato, quali inaspettate turbolenze o crolli improvvisi, un investitore può chiedere direttamente alla società emittente, tramite il proprio broker, il riscatto delle sue quote omettendo il mercato secondario;
- la garanzia di un efficiente supervisione e regolamentazione in modo da assicurare tranquillità e trasparenza all'investitore. Particolarmente importanti sono le novità introdotte dalla direttiva UCITS IV che impone agli emittenti, l'obbligo di pubblicare, per gli investitori interessati all'acquisto, oltre al prospetto e alla scheda informativa, anche il KIID, acronimo di "*key investor information document*".

Di particolare importanza è l'effetto dell'introduzione della direttiva MIFID II sul mercato degli ETF. Tra le principali novità troviamo la trasparenza delle negoziazioni. Secondo Annunziata sono stati ampiamente rimodellati e resi più persuasivi gli obblighi di trasparenza pre e post negoziazione. La MIFID

Il punta a rafforzare il ruolo degli internalizzatori sistematici e la robustezza del loro ruolo nel processo di rilevazione dei prezzi. In tale contesto si segnalano:

- sia l'obbligo dell'intermediario di informare il cliente riguardo al tipo di consulenza fornita, se dipendente o indipendente, che l'obbligo di consegnare al cliente una dichiarazione che spieghi il perché un servizio, uno strumento finanziario o una combinazione di strumenti finanziari risultino adeguati al cliente stesso;
- l'obbligo dell'intermediario di informare periodicamente il cliente sull'andamento degli strumenti finanziari presenti in portafoglio;
- l'ampliamento degli obblighi di segnalazione delle operazioni in quanto tutte le negoziazioni devono essere segnalate alle autorità competenti per rafforzare la trasparenza. In aggiunta vi è l'obbligo di comunicare tutti i dati identificativi dei clienti in sede di negoziazione.

Lo scorso 27 febbraio è stato approvato il ritocco veloce o "*Quick fix*" per rispondere alla crisi causata dalla pandemia di covid-19. Gli stati membri dovranno adottare i provvedimenti entro il 28 novembre 2021. Tra le principali novità elencate da Assogestioni si evidenzia che:

- tutte le informazioni alla clientela siano fornite in formato elettronico, fatta salva espressa richiesta del cliente;
- per le transazioni in strumenti finanziari effettuate con mezzi di comunicazione a distanza, le informazioni su costi e oneri possano essere fornite dopo la conclusione dell'operazione (sempreché il cliente vi abbia acconsentito e gli sia stata data la possibilità di ritardare la chiusura dell'operazione al fine di ricevere preventivamente tali informazioni);
- per i clienti professionali: i) le informazioni su costi e oneri siano dovute soltanto per la consulenza in materia di investimenti e gestione del portafoglio, ii) non sia dovuta l'informativa relativa ai costi e benefici degli switch di portafoglio, salva esplicita richiesta del cliente e iii) non siano dovute, salvo che il cliente ne faccia espressa richiesta, la relazione periodica sui servizi prestati e la relazione di adeguatezza;
- nelle operazioni di ricezione, trasmissione ed esecuzione ordini con controparti qualificate, le imprese di investimento abbiano la possibilità di non sottostare agli obblighi di natura informativa, a quelli di valutazione di adeguatezza, a quelli di best execution e a quelli relativi alla gestione degli ordini;
- sospende fino al 28 febbraio 2023 l'obbligo della comunicazione periodica al pubblico in relazione alla qualità dei servizi di esecuzione (best execution) forniti da sedi di negoziazione europee e altri sedi di esecuzione.

CAPITOLO2

ETF E FONDI COMUNI D'INVESTIMENTO

I fondi comuni d'investimento e gli Exchange Traded Funds sono strumenti finanziari ottimali per investire il proprio capitale invece di lasciarlo fisso in un conto corrente. Tuttavia, presentano caratteristiche che portano i fondi e gli ETF ad essere molto diversi tra loro.

La prima differenza facilmente osservabile per chiunque è il metodo di gestione. Come precedentemente evidenziato, due sono le metodologie d'investimento: attivo e passivo.

Relativamente alla gestione attiva, il gestore ha l'obiettivo di battere il mercato, di solito un benchmark di riferimento. Al contrario un investimento passivo non tenta di battere il mercato ma replica nel modo più accurato possibile la performance del mercato di riferimento.

Quando si parla di fondi comuni, nella maggior parte dei casi, si fa riferimento alla gestione attiva mentre se si considerano gli ETF bisogna parlare di gestione passiva.

Il metodo della gestione passiva garantisce un grado di diversificazione più elevato per gli ETF poiché in genere cercano l'esposizione su indici più ampi. Questo consente di ridurre il rischio specifico riscontrabile quando si investe in pochi titoli e diminuisce la volatilità totale del portafoglio. Inoltre, questo tipo di gestione costringe gli ETF, a differenza dei fondi, a tenere tutti i titoli che compongono l'indice di riferimento.

Importante è anche la figura del gestore che varia a seconda del tipo di gestione.

Per i tradizionali fondi comuni il gestore è rappresentato da un professionista il cui compito consiste nel selezionare i titoli che ritiene esser adatti per sovraperformare il mercato di riferimento e massimizzare dunque i rendimenti. La presenza del gestore influisce di conseguenza anche sui costi dei fondi, facendoli diventare uno strumento più caro.

Il ruolo del gestore negli ETF è molto più semplice in quanto acquista tutti i titoli che compongono un determinato paniere di un benchmark in proporzione ai pesi che essi hanno all'interno dell'indice. Il gestore deve semplicemente bilanciare periodicamente i pesi percentuali dei titoli.

Sempre in merito alla gestione, gli ETF sono prodotti quotati in via continuativa e in tempo reale in borsa come qualsiasi altra azione. Pertanto, possono essere acquistati e venduti in ogni momento della giornata.

Un altro elemento da tenere in considerazione è il fatto che la gestione passiva può rappresentare una debolezza in quanto l'investitore non ha voce in capitolo sulla gestione dei titoli in possesso dell'ETF.

Nel caso in cui l'indice benchmark cambi la sua composizione, l'ETF è costretto a seguirlo, vendendo o comprando azioni per riequilibrare le partecipazioni.

In particolare, si potrebbero verificare i seguenti due casi: vendita di titoli, invece ritenuti validi dai possessori di quote dell'ETF per ottenere buoni rendimenti futuri; acquisto di titoli molto più rischiosi che potrebbero avere un impatto negativo sulla performance dell'ETF.

La differenza tra i due tipi di gestione implica conseguenze sul piano dei costi.

Secondo uno studio sviluppato da Morningstar su 35mila fondi europei, si nota come le commissioni legate ai fondi comuni siano particolarmente più elevate rispetto agli ETF che, nella maggior parte dei casi, riescono ad ottenere performance superiori rispetto ai fondi pur presentando costi molto inferiori.

Gli ETF presentano un costo complessivo decisamente inferiore poiché non è necessaria alcuna attività di analisi dei titoli o di mercati, ma un semplice replica dell'indice. Le operazioni interne all'ETF si limitano alle sole operazioni di ribilanciamento titoli da attuarsi nel caso di eventuali variazioni della composizione dell'indice da replicare.

Infine, un'ulteriore differenza che contraddistingue i due strumenti è dato dal diverso grado di trasparenza che forniscono agli investitori. In particolare:

- i fondi comuni gestiti attivamente riportano le loro partecipazioni su base trimestrale o semestrale, mentre gli Exchange Traded Funds rivelano la loro composizione su base giornaliera. Questo garantisce agli ETF un maggior grado di trasparenza finanziaria. La performance dell'ETF e la composizione del portafoglio sono la stessa dell'indice benchmark;
- quando si acquistano o si vendono delle quote di un fondo comune, la banca comunica il prezzo di acquisto, il numero delle quote acquistate e il prezzo di vendita solo il giorno successivo all'operazione. Questo perché tutte le operazioni sono regolate in base al valore di fine giornata del NAV. Al contrario, gli ETF vengono acquistati e venduti in borsa ai prezzi di mercato che fluttuano in base alla domanda e all'offerta;

Gli *Exchange Traded Funds* hanno raggiunto un solido livello di crescita e diffusione nell'arco di pochi anni, soprattutto se paragonati ai fondi comuni d'investimento che hanno ottenuto gli stessi risultati in un lasso di tempo più lungo. Il risultato è ancora più impressionante se si tiene conto che il loro successo nel mondo della finanza è avvenuto nel mezzo di un difficile periodo storico. Ci si riferisce alla crisi finanziaria del 2007-2008 e alla crisi del debito sovrano europeo del 2011.

Gli ETF hanno dato un forte impulso agli investimenti basati sugli indici finanziari, facilitando l'accesso a segmenti di mercato altrimenti irraggiungibili per i semplici investitori, diminuendo i costi generali in modo tale da permettere a chiunque di diversificare il proprio portafoglio anche con cifre modeste, garantendo trasparenza dei prezzi, liquidità ed efficienza dal punto di vista fiscale.

Gli ETF, di recente, stanno andando oltre alla semplice gestione passiva, poiché sempre più gestori di fondi comuni tradizionali stanno lanciando ETF a gestione attiva. Secondo Vanguard nei prossimi 10 anni questi prodotti prenderanno una buona parte del mercato.

Questi strumenti a gestione attiva sono considerati come degli OICR, negoziati in tempo reale come delle azioni. Tuttavia il loro obiettivo, a differenza della gestione passiva, è quello di investire in un portafoglio titoli, scelto da un gestore, senza limitarsi a seguire passivamente un indice benchmark. Lo scopo è quindi quello di ottenere risultati migliori dell'indice benchmark attraverso una gestione più flessibile.

Il movimento verso ETF attivi contrasta nettamente con ciò che sta accadendo nei fondi comuni d'investimento, poiché si registrano modesti flussi di investimenti verso fondi comuni d'investimento a gestione passiva. I fondi comuni d'investimento indicizzati stanno guadagnando ampie fette di mercato negli ultimi anni, a discapito dei fondi gestiti attivamente.

In aggiunta, l'ascesa del *factor investing* e delle strategie Smart Beta favoriscono lo sviluppo di una nuova generazione di ETF caratterizzati da pesi variabili dei componenti dell'indice e da un ribilanciamento anche quotidiano.

Mentre gli ETF classici passivi si limitano a replicare l'andamento di un indice *benchmark*, gli ETF Smart Beta tendono ad essere a gestione attiva. Lo scopo di tali strumenti è quello di battere il mercato di riferimento oppure di replicarlo assumendosi meno rischi. Offrono gli stessi vantaggi degli ETF a gestione passiva quali trasparenza, semplicità e bassi costi.

Per comprenderne il funzionamento, prima occorre specificare che se dovessimo definire il rendimento di un *asset class*, potremmo scomporlo in queste tre componenti.

$$\text{Rendimento} = \text{esposizione ai fattori di mercato} + \text{esposizione ai fattori di stile} + \text{alpha}$$

L'esposizione ai fattori di stile determina la dispersione dei rendimenti e sono i fattori principalmente utilizzati dagli ETF Smart Beta. Attraverso l'esposizione di questi fattori gli ETF Smart Beta si pongono l'obiettivo di ottenere rendimenti superiori rispetto agli ETF tradizionali riducendo allo stesso tempo il profilo di rischio.

Il mondo di questi strumenti è in continua evoluzione, ma i fattori di stile più comunemente utilizzati in questa strategia sono: *value, growth, momentum, equal weight e dividend weight*.

I lanci di queste nuove tipologie di ETF, a gestione attiva e Smart Beta, possono contribuire ad accelerare il ritmo, ma non saranno probabilmente il motore del mercato. Le performance storiche suggeriscono che le condizioni di mercato a lungo termine favoriscono gli ETF a gestione passiva a basso costo fornendo liquidità al sistema finanziario.

CAPITOLO 3

ANALISI DI PERFORMANCE

Nel terzo capitolo si effettua un'analisi di performance volta a comprendere quale opzione convenga di più ad un semplice investitore tra investire in un Exchange Traded Fund o continuare a puntare sui Fondi comuni d'investimento. L'analisi di performance permette sia di capire se il fondo o l'ETF stiano ottenendo buoni risultati che le qualità e capacità del gestore del fondo che deve sempre cercare le strategie migliori per ottenere performance superiori.

Per svolgere l'analisi si utilizzano: analisi grafica, il criterio della media-varianza, l'indice di Sharpe, l'indice di Sortino, l'indice di Treynor e l'Alpha di Jensen. Tutti gli strumenti finanziari scelti hanno come valuta l'Euro e l'orizzonte temporale scelto per l'analisi va dal 2015 al 2020. Pertanto, si valutano anche gli effetti dovuti alla pandemia causata dal Covid-19. Tutti gli strumenti selezionati hanno come mercato

di riferimento lo S&P 500, il noto indice azionario statunitense, che rappresenta la performance delle azioni americane a maggiore capitalizzazione.

Gli ETF considerati sono tutti quotati sulla Borsa Italiana e si selezionano alcune delle varie tipologie descritte nei capitoli precedenti. In particolare:

- l'iShares Core S&P 500 UCITS ETF (Acc) è un **ETF a replica passiva fisica** (completa);
- lo Xtrackers S&P 500 Swap UCITS ETF 1C è un **ETF a replica sintetica** (*unfunded swap*);
- il Lyxor S&P 500 UCITS ETF - Dist (EUR) è un **ETF a replica sintetica** (*unfunded swap*);
- l'iShares Edge S&P 500 Minimum Volatility UCITS ETF (Acc) è un **ETF Smart beta**, dove l'indice S&P 500 Minimum Volatility replica un portafoglio ottimizzato che comprende una selezione di titoli azionari la cui volatilità è tra le più basse dell'S&P 500.

NOME	CATEGORIA	CODICE ISIN	FUND SIZE	COSTO DI GESTIONE (SU BASE ANNUA)
iShares Edge S&P 500 Minimum Volatility UCITS ETF (Acc)	ETF SMART BETA	IE00B6SPMWS9	USD 1,508,908,230	0,20%
Lyxor S&P 500 UCITS ETF - Dist (EUR)	REPLICA SINTETICA UNFUNDED	LU0496786574	EUR 8,447,000,000	0,09%
Xtrackers S&P 500 Swap UCITS ETF 1C	REPLICA SINTETICA UNFUNDED	LU0490618542	USD 8,454,730,000	0,15%
iShares Core S&P 500 UCITS ETF (Acc)	REPLICA FISICA COMPLETA	IE00B5BMR087	USD 47,421,790,000	0,07%

Per quanto riguarda i Fondi comuni d'investimento, si selezionano due fondi a gestione attiva e un fondo a gestione passiva, tutti e tre con lo S&P 500 come indice di riferimento.

In particolare, i due fondi a gestione attiva sono l'Allianz Azioni America, un fondo comune d'investimento italiano, e il JPM America Equity C Acc Eur, un fondo lussemburghese. Entrambi i fondi possono essere acquistati su Borsa Italiana. Il fondo a gestione passiva è l'iShares US Index Fund (IE) gestito da Blackrock. Si evidenzia che il benchmark dichiarato dell'Allianz Azioni America è composto per il 95% dallo S&P 500 e per il 5% dal FTSE MTS BOT.

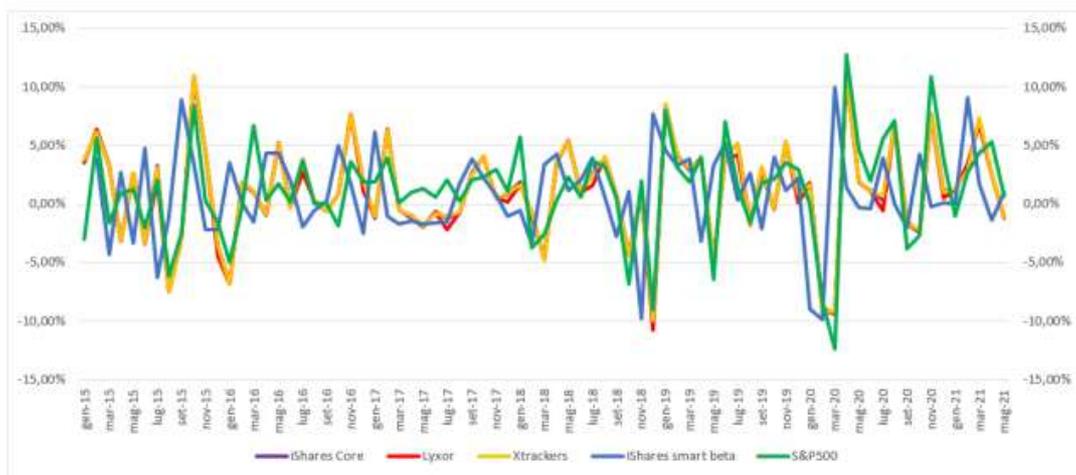
NOME	CATEGORIA	CODICE ISIN	FUND SIZE	COSTO DI GESTIONE (SU BASE ANNUA)
Allianz Azioni America	AZIONARI USA LARGE CAP GROWTH	IT0000386562	EUR 188,450,000	2,25%
JPM America Equity C Acc Eur	AZIONARI USA LARGE CAP GROWTH	LU1303369224	USD 3,583,660,000	0,65%
iShares US Index Fund (IE)	AZIONARI USA LARGE CAP BLEND EQUITY	IE0001200389	USD 1,979,400,000	0,01%

Si sceglie come indice benchmark lo S&P 500 dato che viene considerato dagli investitori più esperti come un *benchmark* di mercato generale e indice principale per analizzare e leggere l'economia del mercato statunitense. Per il calcolo dei vari indici di performance, spiegati precedentemente, si sceglie di utilizzare, come tasso privo di rischio, il *1 year treasury rate*, ossia il rendimento di un'obbligazione USA a 1 anno.

La scelta di tale tasso risk free dipende dal fatto che la curva dei rendimenti statunitensi, prima del Covid-19, risultava a prima vista decisamente allettante.

Uno dei modi più semplici e veloci per valutare un investimento è quello di utilizzare la sua serie storica, data dai rendimenti realizzati da un strumento finanziario in un intervallo di tempo prestabilito. In

aggiunta, attraverso l'analisi grafica possiamo verificare, ad un primo impatto se l'ETF stia effettivamente replicando il suo indice sottostante.



Il grafico mette a confronto l'andamento storico degli ETF selezionati con il benchmark scelto, lo S&P 500, dal 2015 al 2021.

Ad un primo impatto, si nota come, nel complesso, tutti gli ETF passivi abbiano seguito le performance dell'indice di riferimento non essendovi particolari scostamenti di mercato. Analizzando il grafico, solo un ETF ha registrato, nel tempo, performance superiori rispetto allo S&P 500, ossia Xtrackers S&P 500 Swap UCITS ETF 1C, a replica sintetica.

I rendimenti medi degli altri ETF sono **simili** ai rendimenti del benchmark a conferma di quanto precedentemente evidenziato, ossia che gli Exchange Traded Funds permettono di replicare l'andamento di un indice finanziario e di condividerne la performance.

L'ETF che non ha rispettato le performance attese è lo Smart beta, l'iShares Edge S&P 500 Minimum Volatility UCITS ETF (Acc). L'ETF, pur essendo a gestione attiva e con lo scopo di battere il mercato di riferimento, non ha ottenuto performance superiori rispetto allo S&P 500.

Al contrario, ha un andamento molto simile a quello del mercato di riferimento, quasi come uno strumento a gestione passiva, tranne che per alcuni momenti, nel periodo compreso tra ottobre 2018 e aprile 2019, in cui ha ottenuto dei rendimenti inferiori rispetto all'indice di mercato.

Questo tipo di ETF si propone di utilizzare i titoli meno rischiosi così da ottenere rendimenti superiori in momenti in cui il mercato azionario è caratterizzato da grande volatilità. Elemento che, in occasione della volatilità del mercato azionario innescato dalla pandemia, non si è, però, rivelato tale come dimostra il periodo compreso tra marzo 2020 e maggio 2020 in cui l'ETF non ha ottenuto alcun beneficio particolare e conseguentemente gli investitori non hanno ottenuto i tanto attesi rendimenti superiori.

Il fatto che lo strumento ottenga performance simili a quello del suo benchmark, non giustifica lo 0,20% di commissioni di gestioni annue che è pure la percentuale di costo più elevata tra gli ETF presi in analisi. Utilizzando lo stesso metodo, si procede all'analisi dei fondi comuni d'investimento che vengono presi in esame.



In merito ai due fondi a gestione attiva considerati, il fondo peggiore è rappresentato dall'Allianz Azioni America. Il fondo presenta, per la maggior parte, delle oscillazioni al di sotto della retta dei rendimenti di mercato e non presenta mai performance superiori rispetto all'indice che si propone di superare. Nonostante le difficoltà nell'ottenere rendimenti superiori, il fondo a gestione attiva dimostra di riuscire a gestire il crollo finanziario innescato della pandemia, limitando le perdite e ottenendo rendimenti quasi simili a quelli dello S&P 500.

Il fondo migliore, in termine di rendimenti, è rappresentato dal JPM America Equity C Acc Eur. Esso presenta tra fine 2015 e inizio 2017 oscillazioni particolarmente negative, arrivando quasi a perdere il 10% del proprio valore, ma comunque, molto più vantaggioso rispetto al fondo Allianz, dato che i suoi rendimenti sono il più delle volte superiori al benchmark. Al pari dell'Allianz, riesce a gestire bene la crisi pandemica, recuperando totalmente le perdite, dopo aver perso quasi il 15% a marzo 2020.

Infine, il fondo d'investimento gestito passivamente, l'iShares US Index Fund (IE), ha avuto in media un andamento simile a quello dello S&P 500 e del fondo JPM, riuscendo a replicare perfettamente il movimento dell'indice ad un costo molto più contenuto rispetto al fondo attivo.

Lo stesso tipo di analisi viene condotta attraverso il modello della media varianza. Nello specifico gli strumenti finanziari vengono confrontati utilizzando il rendimento medio annualizzato e la deviazione standard annualizzata.

	Rendimento Medio	Deviazione Standard	Beta
S&P 500	15,01%	17,19%	1
iShares Core	14,86%	17,12%	0,91
Lyxor	13,12%	17,14%	0,904728586
Xtrackers	15,12%	17,12%	0,90447606
iShares smart beta	11,24%	15,78%	0,718872139

Dal punto di vista dei rendimenti medi annualizzati, tutti gli ETF a gestione passiva condividono mediamente la stessa performance dell'indice di riferimento. In particolare l'ETF Xtrackers S&P 500 Swap UCITS ETF 1C sembra aver ottenuto rendimenti migliori rispetto allo S&P di circa 0,10 punti percentuali mentre l'iShares Edge S&P 500 Minimum Volatility UCITS ETF (Acc) si rivela essere l'ETF peggiore, con un valore medio del 11,24%. In merito alla rischiosità, tutti gli strumenti a gestione passiva

presentano una percentuale di deviazione standard vicina a quella dello S&P 500. Per quanto riguarda l'ETF a gestione attiva, l'iShares Smart beta mantiene le aspettative presentando il valore più basso di deviazione standard di circa il 15,78%.

Un'ulteriore conferma che gli ETF presentano un rischio identico a quello di mercato è data dal β di mercato. I fondi a gestione passiva avranno quasi sempre un β prossimo a 1 dato che replicano esattamente il mercato di riferimento. Osservando i beta degli ETF a gestione passiva, si nota che il fattore beta presenta un valore pari a 0,9, a conferma che essi seguono l'andamento del mercato di riferimento.

Il beta minore, 0,72, corrisponde all'iShares Smart beta minimum volatility e questo dimostra che lo strumento è costruito scegliendo i titoli di mercato meno rischiosi così da avere un rischio basso.

	Rendimento Medio	Deviazione Standard	Beta
S&P 500	15,01%	17,19%	1
Allianz	13,33%	20,58%	1,021522226
JPM	16,80%	18,82%	0,420127727
iShares index fund	16,20%	18,16%	0,968433638

In relazione ai rendimenti medi, il fondo che ha ottenuto performance superiori durante l'arco di tempo considerato, è il JPM America Equity C Acc Eur, con un rendimento del 16,80%.

Il fondo rappresenta lo strumento finanziario che ha ottenuto la migliore performance tra il 2015 e il 2021 riuscendo a superare il suo mercato di riferimento. Inoltre, ottiene quasi la stessa performance del fondo passivo che presenta, però, commissioni annue più basse dello 0,5%.

Lo strumento finanziario che ha ottenuto rendimenti minori è rappresentato dal fondo gestito dall'Allianz con un rendimento del 13,33%, il punteggio più basso tra i prodotti finanziari scelti.

Inoltre, l'Allianz Azioni America ha il grado di rischiosità più elevato tra tutti, con una deviazione standard del 20,58%. La rischiosità del prodotto è evidenziato anche dal suo beta che ha un valore maggiore di 1 e, dunque, il fondo presenta un rischio superiore al rischio medio di mercato.

In merito al fondo gestito passivamente, dal punto di vista dei rendimenti, ottiene un valore poco superiore al benchmark di riferimento con un indice di rischiosità più alto di un punto percentuale. Dai calcoli effettuati il beta risulta minore di 1, quindi si dimostrano strumenti particolarmente sicuri.

In seguito, si valutano gli strumenti finanziari utilizzando i vari indici di performance precedentemente descritti, così da avere una stima più approfondita e sicura delle prestazioni dei fondi comuni d'investimento utilizzati.

Dall'analisi degli indici di performance, osserviamo come, per la maggior parte delle volte, gli Exchange Traded Funds passivi si posizionino nella parte alta della classifica.

2015/2019			
Sharpe	Treynor	Alpha di Jensen	Sortino
Xtrackers	JPM	JPM	iShares smart beta
iShares Core	iShares smart beta	iShares smart beta	Xtrackers
iShares index fund	Xtrackers	Xtrackers	iShares Core
iShares smart beta	iShares Core	iShares Core	JPM
JPM	Lyxor	Lyxor	iShares index fund
Lyxor	iShares index fund	iShares index fund	Lyxor
Allianz	Allianz	Allianz	Allianz

2020/2021			
Sharpe	Treynor	Alpha di Jensen	Sortino
iShares index fund	JPM	JPM	iShares index fund
JPM	iShares index fund	iShares Core	JPM
Xtrackers	Allianz	iShares index fund	Allianz
iShares Core	Xtrackers	Lyxor	Xtrackers
Allianz	iShares Core	Xtrackers	iShares Core
Lyxor	Lyxor	Allianz	Lyxor
iShares smart beta	iShares smart beta	iShares smart beta	iShares smart beta

Relativamente agli indici di **Sharpe** e di **Sortino**, gli strumenti gestiti passivamente dominano nel periodo che va dal 2015 al 2019. Solo l'ETF Smart beta occupa la prima posizione dell'indice nel periodo di Sortino per via del basso livello di *downside deviation*, dato che l'ETF utilizza il fattore di stile minimum volatility.

Nel periodo caratterizzato dal Covid-19, il migliore prodotto su cui investire rimane quello a gestione passiva, invece su tre strumenti a gestione attiva, solo il fondo JPM sembra una valida alternativa alla gestione passiva.

In merito agli indici di **Treynor** e **Alpha di Jensen**, si ricorda che:

- l'indice di Treynor utilizza il parametro beta al denominatore. Questo influenza il risultato poiché gli strumenti passivi di norma hanno sempre un β pari a 1 mentre i beta dei due prodotti attivi sono minori di 1;
- i valori assunti dagli strumenti a gestione passiva, per quanto riguarda l'Alpha di Jensen, sono sempre prossimi a 0 dato che replicano un indice di mercato.

Sia nel periodo 2015/2019 che 2020/2021, il fondo JPM rimane l'unico strumento a gestione attiva a convincere, poiché:

- sebbene l'ETF Smart beta ottenga un buon Alpha nel periodo 2015/2019, nel periodo pandemico ottiene invece un valore decisamente negativo per gli scarsi rendimenti ottenuti. Stessa cosa emerge con i valori che si ottengono usando l'indice di Treynor;
- il fondo Allianz ha ottenuto valori sempre negativi nel calcolo dell'Alpha di Jensen anche se nel periodo di crisi finanziaria è riuscito a recuperare dai minimi di marzo. Pesa soprattutto l'alto livello di deviazione standard che lo classifica come strumento troppo rischioso.

In generale, dall'analisi effettuata, si può affermare che gli strumenti a gestione passiva sono da considerarsi un **buono strumento alternativo** ai fondi gestiti attivamente in quanto capaci di ottenere rendimenti e performance simili ai fondi attivi a un costo di gestione più contenuto.

Gli strumenti a gestione attiva non mettono in evidenza gli extra rendimenti che si propongono di ottenere battendo il *benchmark* di riferimento. Inoltre, non si giustificano le elevate commissioni richieste per la gestione del fondo.

I costi elevati sono il motivo principale per cui i prodotti a gestione passiva si stanno diffondendo in modo veloce, prendendo percentuali di mercato sempre più ampie.

La gestione passiva si dimostra anche sufficientemente sicura, dato che la posizione degli strumenti passivi rimane quasi sempre invariata, sia nei periodi caratterizzati da stabilità finanziaria che nei periodi in cui il mercato azionario è influenzato da grande volatilità.

Si ricorda, inoltre, che gli strumenti passivi sono generalmente più diversificati dei fondi comuni aperti perché cercano l'esposizione su indici più ampi. Questo consente di ridurre il rischio specifico diminuendo la volatilità totale del portafoglio di un investitore.

CONCLUSIONI

Gli ETF hanno dato un forte impulso agli investimenti basati sugli indici finanziari, facilitando l'accesso a segmenti di mercato altrimenti irraggiungibili per i semplici investitori, diminuendo i costi generali in modo tale da permettere a chiunque di diversificare il proprio portafoglio anche con cifre modeste, garantendo trasparenza dei prezzi, liquidità ed efficienza dal punto di vista fiscale.

Da recenti sondaggi è emerso come gli ETF stiano rapidamente guadagnando terreno in *asset class* diverse dalle azioni e i periodi di detenzione di questi strumenti si stiano allungando. In particolare agli inizi del 2011, solo il 20% degli investitori voleva detenere ETF per più di due anni di fila. Percentuale più che raddoppiata nel 2014 dato che si attesta attorno al 49%

Man mano che i mercati diventano più globali, molti più investitori inizieranno ad utilizzare e ad adottare gli ETF. Il maggior uso porterà ad un incremento sostanziale della liquidità, contribuendo ad una diminuzione ulteriore dei costi e rendendo il mercato più veloce ed efficiente.

Una componente importante per la crescita degli ETF è rappresentata dal crescente utilizzo di questi strumenti da parte dei fondi pensione e delle grandi compagnie di assicurazione per cui si prevede, nel prossimo decennio, un aumento in tal senso di tali investimenti.

In aggiunta anche la maggior parte degli Hedge Funds dovrebbe usufruire degli ETF per la gestione del rischio e delle macro esposizioni.

Per concludere, gli investitori continueranno, comunque, ad investire capitali negli strumenti finanziari a gestione attiva anche se le statistiche suggeriscono che, il più delle volte, gli investimenti attivi sottoperformano in termini di rendimenti. Questo a causa del fatto che le persone restano attratte dall'idea di voler rischiare per poter ottenere rendimenti superiori rispetto ad un indice benchmark e cercheranno sempre quei manager in grado di individuare quel titolo o obbligazione sottovalutata.

