

DIBATTITO LE PROBLEMATICHE DEGLI EXCHANGE-TRADED FUND

# Dove sta andando il mercato degli Etf

Come reagiscono questi prodotti alla crisi di fiducia dei mercati? Cosa fanno le società per promuoverli? E per garantirne la liquidità? Se ne è parlato nel corso di una tavola rotonda organizzata da BancaFinanza. Da cui è emerso anche...

■ MARCO MUFFATO

Presentano un rischio controparte non superiore al 10%, permettono agli investitori di aprire e chiudere rapidamente la loro posizione e costano meno. Stiamo parlando degli Etf, che sembrano un investimento adatto al tempo di crisi e di fuga dalla finanza.

Nonostante le loro caratteristiche, però, questi strumenti non riescono a imporsi nelle preferenze dei risparmiatori. Per quale motivo? E qual è la reazione degli Etf al difficile contesto del mercato? Di questo, e di altro, si è discusso nel corso della tavola rotonda dedicata al settore degli Etf, organizzata da BancaFinanza, cui hanno partecipato: Daniela Ballabio, responsabile marketing distribuzione esterna e istituzionali di Paribas Am sgr, in rappresentanza della piattaforma EasyEtf (di cui l'altro partner è Axa Im); Emanuele Bellingeri,

responsabile vendite in Italia di Ishares, il marchio degli Etf di Barclays global investors; Marcello Chelli, responsabile degli Etf, certificate e warrant quotati su Borsa Italiana da Lyxor-Société Générale; Mauro Giangrande, responsabile della piattaforma di Etf Db x-trackers (di Deutsche Bank) per l'Italia; Sergio Trezzi, country head Italy di Invesco e coordinatore per l'Europa di Invesco PowerShares; Giuseppe Romano, capo dell'Ufficio Studi di Consultique, Angela Maria Scullica, direttore di BancaFinanza e del Giornale delle Assicurazioni, e Marco Muffato, giornalista e moderatore dell'incontro.

**Domanda. Come stanno reagendo gli Etf alla crisi di fiducia del mercato?**

**Ballabio.** In questo contesto gli Etf rappresentano una soluzione molto interessante per chi se la sente di esporsi. E per diversi motivi: l'Etf è un fondo indicizzato che viene quotato in Borsa, come un'azione. Quest'ultima caratteristica lo rende uno strumento flessibile e veloce e quindi adatto a sfruttare situazioni di volatilità molto elevata. Un investitore, infatti, tramite un Etf può aprire e chiudere una posizione molto rapidamente, a differenza di quanto

avviene con i fondi d'investimento tradizionali che invece richiedono un orizzonte temporale di medio-lungo termine. Da un altro punto di vista, come confermano i numeri della raccolta degli Etf monetari e obbligazionari, possono rappresentare un ottimo parcheggio per la liquidità sia per il rendimento sia perché smobilizzabili in un arco di tempo molto breve.

**Bellingeri.** L'Etf non presenta un rischio credito. Ricordo, infatti, che l'Etf può essere costruito con due modalità: o tramite sottostante fisico, quindi titoli, o tramite un contratto swap. Nel primo caso, il portafoglio è composto dal paniere dei titoli che compongono l'indice che si vuole replicare. Quando viene costruito tramite swap c'è sempre un paniere, con titoli fisici che possono essere diversi dall'indice che si vuole trackare. E c'è un contratto con la banca d'investimento che garantisce la performance dell'indice che si vuole replicare. La normativa Ucits III indica nel 10% il livello massimo del rischio controparte che può essere inserito nello strumento finanziario. E bene ricordare come le case d'investimento che utilizzano swap diminuiscono abitualmente questo 10%.

**D.** Abbiamo, quindi, appurato che un seppur limitato rischio controparte in alcune tipologie di Etf strutturati esiste. Come viene fronteggiato dalle società emittenti?

**Giangrande.** È importante sottolineare che l'Etf è un fondo o un comparto di una sicav. E come tutti i fondi o i comparti di sicav armonizzati è tenuto a rispettare la normativa europea. Che è molto stringente in termini di rischio controparte. I gestori di Etf, in alcuni casi, utilizzano contratti derivati, come gli swap, perché per determinati sottostanti rappresentano l'unico modo per replicare l'indice, sia perché l'impiego di derivati può abbassare i costi per il cliente e migliorare la performance degli Etf soprattutto in termini

di tracking error. Nel nostro caso, l'Etf può fare il contratto swap solo nei confronti di Deutsche Bank. Ci stiamo impegnando per portare il livello di rischio controparte per gli investitori al più basso livello possibile, in media sotto al 3% e in molti casi anche azzerandolo. Come? Poniamo che un contratto swap abbia un peso del 3% sul totale del fondo e ipotizziamo di liquidarlo. Deutsche Bank interviene pagando il 3% del Nav al fondo stesso. Il fondo, con il 3% pagato da Db, compra altri titoli, quindi porta il valore della collaterazione al 100% del fondo. Successivamente si costituisce un nuovo contratto swap che ha un mark to market pari a zero. Così facendo si può ridurre a zero il rischio nei confronti della controparte.

**D.** Che impatto ha avuto la crisi sugli Etf strutturati?

**Chelli.** A causa della crisi, molti investitori istituzionali hanno deciso di realizzare una dettagliata due diligence sull'universo dei loro investimenti (Etf compresi) al fine di evidenziare eventuali rischi latenti. Nessuno dei nostri clienti istituzionali ha rilevato elementi di criticità nei nostri Etf: la cosa non ci ha stupito dal momento che gli Etf sono assoggettati ai limiti di investimento previsti dalla direttiva comunitaria Ucits III sui fondi.

**Trezzi.** Gestori e clienti istituzionali, nel momento in cui decidono di avere una posizione costantemente lunga sull'azionario Europa/Usa, piuttosto che sul monetario o sull'obbligazionario, iniziano a prefe-



**PARTECIPANTI**  
Alla tavola rotonda sugli Etf organizzata da BancaFinanza hanno partecipato Daniela Ballabio, responsabile marketing distribuzione esterna e istituzionali di Paribas Am sgr, in rappresentanza della piattaforma EasyEtf (di cui l'altro partner è Axa Im); Emanuele Bellingeri, responsabile vendite in Italia di Ishares, il marchio degli Etf di Barclays global investors; Marcello Chelli, responsabile degli Etf, certificate e warrant quotati su Borsa Italiana da Lyxor-Société Générale; Mauro Giangrande, responsabile della piattaforma di Etf Db x-trackers (di Deutsche Bank) per l'Italia; Sergio Trezzi, country head Italy di Invesco e coordinatore per l'Europa di Invesco PowerShares; Giuseppe Romano, capo dell'Ufficio Studi di Consultique, Angela Maria Scullica, direttore di BancaFinanza e del Giornale delle Assicurazioni, e Marco Muffato, giornalista e moderatore dell'incontro.

La normativa indica nel 10% il livello massimo del rischio controparte che può essere inserito negli Etf

rire, all'interno dei fondi di fondi e *gpf*, gli Etf rispetto ai fondi comuni per ragioni di trasparenza e costi. Proprio in questa direzione l'evoluzione degli indici da replicare è un passo necessario. Non solo indici a capitalizzazione, ma anche fondamentali, quantitativi e in futuro Etf attivi.

**D. Parlare di Etf attivi sembra quasi una contraddizione in termini...**

**Trezzi.** Non lo è, in Europa siamo ancorati all'idea di un Etf come un veicolo passivo su un indice. Ma l'Etf non è altro che una scatola, simile a un fondo, dove il sottostante può essere qualunque cosa: un indice fondamentale, un quantitativo o a capitalizzazione. In questo senso l'Etf è sempre passivo, ciò che cambia è il «motore» sottostante. Negli Usa invece esistono già Etf attivi, che non replicano un indice, ma il portafoglio di un gestore che ogni giorno compra e vende titoli. Questo offre la misura di cosa potrebbero rappresentare gli Etf, ovvero un veicolo strategico più che un puro strumento di gestione tattica.

**D. Le banche non hanno mai particolarmente promosso questi strumenti, probabilmente per le basse commissioni. Con quanto avvenuto sui mercati può cambiare qualcosa in meglio per il vostro settore?**

**Chelli.** Dipende dall'evoluzione dei modelli di business. Un promotore finanziario, remunerato sulla base dei prodotti collocati allo stato

attuale, non è messo nelle condizioni di offrire Etf (che non riconoscono *rebate*) in quanto non otterrebbe alcuna commissione per il suo servizio. Da questo punto di vista, l'introduzione della categoria dei consulenti indipendenti, pagati sulla base di una parcella non correlata ai titoli acquistati dal cliente, permette di superare tali problematiche.

**D. Quanto è più basso il costo di un Etf rispetto a un fondo?**

**Trezzi.** La differenza è di 1%-2%, se consideriamo non solo il *management fee* ma anche il Tier. Ancora una volta, però, non credo che sia scoppiata una guerra tra Etf e fondi. Anzi, ritengo che si tratti di due veicoli complementari. La contrapposizione reale è tra il mondo dell'Etf e sempre passivo, ciò che cambia è il «motore» sottostante. Negli Usa invece esistono già Etf attivi, che non replicano un indice, ma il portafoglio di un gestore che ogni giorno compra e vende titoli. Questo offre la misura di cosa potrebbero rappresentare gli Etf, ovvero un veicolo strategico più che un puro strumento di gestione tattica.

**D. In linea teorica un promotore potrebbe organizzare una diversificazione in soli Etf?**

**Ballabio.** L'asset allocation al 100% in Etf è possibile, però dipende dall'obiettivo dell'investitore. Che deve avere ben chiaro di essere esposto totalmente all'andamento degli indici di mercato. E di avere come obiettivo il *beta*, cioè la replica totale dell'indice. L'inserimento dei fondi comuni in un asset allocation rappresenta invece una ricerca dell'*alpha*, cioè del valore aggiunto derivante dalle scommesse prese



**BANCHE**  
Le banche non hanno mai promosso gli Etf a causa delle basse commissioni. Ma, con quanto accaduto sui mercati, qualcosa potrebbe cambiare. Sopra, una fase del dibattito.

dal gestore. L'Etf fino a oggi è stato visto come uno strumento «fai da te», dove il livello di consulenza necessaria non era particolarmente elevato. Forse anche perché gli Etf erano pochi e relativamente semplici e perché andavano a replicare gli indici principali. Ma ora sono cresciuti di numero e come livello di sofisticazione: esistono Etf che replicano aree geografiche specifiche, come i Paesi emergenti, o classi di attivo particolari come le commodity. Alcune case propongono Etf su indici semi attivi. Per un investitore privato può non essere semplice cogliere le differenze tra i vari indici ed Etf. Il livello attuale di sofisticazione rende necessario un servizio di consulenza *ad hoc* da parte dei distributori.

**Bellingeri.** Concordo. La parola chiave è consulenza, come avviene negli Usa con i *fee only*. Consulenza che deve essere effettuata anche da parte dei promotori per una parte del portafoglio. È vero che una parte consistente è investita in fondi, ma un'altra parte si trova anche in titoli dove la remunerazione è zero.

**D. Non spetterebbe anche a voi operatori dare suggerimenti di asset allocation?**

**Chelli.** Come tutti gli emittenti degli Etf non diamo alcun tipo di consulenza o di indicazione su asset allocation e scelte di investimento individuali. Cerchiamo di mettere a disposizione una gamma di strumenti e di lasciare all'investitore (se ne ha la competenza) o al

di business basato sulle commissioni a uno fondato sulla sola parcella pagata dal cliente potrebbe sicuramente favorirci, ma è un passaggio difficile da un punto di vista psicologico sia per i distributori, sia per gli investitori. L'attuale situazione di mercato, poi, è drammatica: gli investitori hanno tolto i loro soldi da qualsiasi tipologia di strumento e asset class e solo quando sarà passato questo periodo di sfiducia collettiva si potrà tornare a costruire asset allocation efficienti utilizzando, eventualmente, anche gli Etf.

**Giangrande.** Per un promotore, la cosa più importante è conservare il cliente. Soprattutto in questo momento di mercato. Noi abbiamo assistito nell'ultimo mese e mezzo a un fenomeno impensabile fino a qualche tempo fa. Siamo stati contattati da molti promotori che hanno

suo consulente la scelta degli Etf ottimali. Questo spiega come mai, anche in questa fase di mercato, continueranno le emissioni di Etf su mercati emergenti o su *asset class* azionarie che non hanno aspettative immediate di vendita: si perseguirà infatti una logica di semplice completamento della gamma. È un approccio molto differente rispetto ai certificati che, invece, sono emessi in un'ottica tattica al fine di cogliere opportunità e mode di breve/medio periodo.

**D. La fortuna degli Etf nei confronti dei clienti retail dipende esclusivamente dai distributori. Avete la sensazione che ci siano segnali di maggiore attenzione da parte dei distributori dopo la crisi sui mercati?**

**Chelli.** L'Etf è uno strumento nuovo applicato a un modello di business vecchio e da ciò discende la sua difficoltà di inserimento nella distribuzione tradizionale. Gli Etf nascono per gli investitori istituzionali. Con la loro quotazione in Borsa è iniziato il collocamento ai privati, ma il livello commissionale è rimasto il medesimo, rendendo impossibili i *rebate*. Questo rende l'Etf incompatibile con la distribuzione tradizionale, promotori compresi. Non hanno colpe specifiche: è normale che si uniformino alla realtà in cui operano. Passare da un modello

chiesto maggiori informazioni sugli Etf monetari e *short*, perché in cerca di strumenti che consentissero ai propri clienti di proteggere il portafoglio. È solo l'inizio. La corsa verso l'efficienza e la qualità non possono essere interrotte. La strada ormai è segnata.

**D. Si parla spesso di liquidità degli Etf: è davvero così o è una esagerazione?**

**Bellingeri.** La liquidità degli Etf è sicuramente una delle caratteristiche positive dello strumento. Anche se non possiamo pretendere di avere un'elevata liquidità sugli Etf dove il mercato sottostante non presenti questa caratteristica. Faccio un esempio per chiarire: le società quotate del ramo acqua sono meno trattate delle *blue chips* a livello europeo, quelle dell'Eurostoxx 50. Per gli investitori istituzionali c'è la possibilità di rivolgersi a un soggetto *market maker* che assicura la liquidità dello strumento così come avviene per il sottostante, mentre per il retail alcune volte il differenziale *bid/ask spread* è addirittura inferiore rispetto a quello che devono pagare gli istituzionali.

**Giangrande.** È importante sottolineare, visto che l'Etf è quotato in Borsa, che c'è un gestore del mercato, Borsa Italiana, che vigila sul comportamento dei *market maker*. Ogni Etf ha uno specialista ufficiale, che può essere legato o meno all'emittente, che deve rispettare nei confronti di Borsa Italiana degli obblighi sia in termini di spread massimi che di

## PROMOTORI

«Gli Etf nascono per gli investitori istituzionali», dice Marcello Chelli (in basso a sinistra), responsabile degli Etf, certificate e warrant quotati su Borsa Italiana da Lyxor-Société Générale. «Con la loro quotazione in Borsa è iniziato il collocamento ai privati, ma il livello commissionale è rimasto il medesimo, rendendo impossibili i *rebate*. Questo rende l'Etf incompatibile con la distribuzione tradizionale, promotori compresi. «Ma noi siamo stati contattati da molti promotori che hanno chiesto maggiori informazioni sugli Etf monetari e *short*, perché in cerca di strumenti che consentissero ai propri clienti di proteggere il portafoglio», ribatte Mauro Giangrande (a fianco), responsabile della piattaforma di Etf *Db x-trackers* (di Deutsche Bank) per l'Italia.

## CONSULENZA

«Per un investitore privato può non essere semplice cogliere le differenze tra i vari indici e gli Etf», afferma Daniela Ballabio (a fianco), responsabile marketing distribuzione esterna e istituzionali di Paribas Am. «Il livello attuale di sofisticazione rende necessario un servizio di consulenza ad hoc da parte dei distributori». «La parola chiave è consulenza, come avviene negli Usa con i *fee only*», aggiunge Emanuele Bellingeri (a destra), responsabile vendite in Italia di iShares, il marchio degli Etf di Barclays global investors. «Consulenza che deve essere effettuata anche da parte dei promotori titoli dove la remunerazione è zero».



**SOTTOSTANTE**  
«In Europa siamo ancorati all'idea di un Etf come un veicolo passivo su un indice», afferma Sergio Trezzi, country head Italy di Invesco e coordinatore per l'Europa di Invesco PowerShares. «Ma l'Etf non è altro che una scatola, simile a un fondo, dove il sottostante può essere qualunque cosa: un indice fondamentale, un quantitativo o a capitalizzazione. In questo senso l'Etf è sempre passivo, ciò che cambia è il motore sottostante. Negli Usa invece esistono già Etf attivi, che non replicano un indice, ma il portafoglio di un gestore che ogni giorno compra e vende titoli».



quantità minime da esporre sia in acquisto che in vendita. Oltre al market maker ufficiale spesso emergono altri soggetti, definiti *liquidity provider*, che non hanno obblighi formali verso Borsa Italiana, ma si impegnano a dare liquidità allo strumento e si aggiungono al market maker. Questo è un momento di mercato difficile per tutti, anche per settori del mercato azionario che fino a qualche tempo fa erano considerati immuni da problemi relativi alla liquidità. Anche le blue chips in alcuni momenti di mercato, quando perdevano il 7% e l'8% con una volatilità mai registrata prima, hanno presentato problemi di liquidità, soprattutto per ordini di dimensioni rilevanti. Tutto questo non può che riflettersi sull'operatività dei market maker, che si coprono ricorrendo proprio al mercato azionario o a quello dei future. Per fare un esempio, gli Etf azionari che replicano indici europei di blue chips, in condizioni di volatilità normali, hanno uno spread medio che si aggira intorno ai 15 *basis points*. Quindi hanno costi molto limitati. In queste anomale condizioni di mercato, lo spread è sicuramente lievitato, ma è rimasto comunque molto competitivo rispetto a soluzioni alternative.

**D. Con la crisi cosa è successo a chi aveva Etf in portafoglio? Ha guadagnato o ha perso? E che tipo di Etf ha guadagnato o perso?**

**Trezzi.** Chi ha investito sull'azionario Europa, che fosse un Etf, uno strutturato o un fondo, ha sicu-

mente perso. Chi aveva in portafoglio un monetario, che fosse un fondo o un Etf, ha registrato un andamento positivo. In generale chi ha fatto asset allocation corretta e ha utilizzato Etf può avere avuto risultati migliori perché a parità di condizioni i costi sottostanti sono inferiori.

**Giangrande.** Credo che la maggior parte degli investitori identifichi l'Etf come un prodotto per investire in un mercato azionario. In queste condizioni di mercato, e partendo da questo presupposto, la convinzione della maggior parte degli investitori è che un investimento in Etf avrebbe determinato perdite. Come già detto, è fondamentale l'asset allocation e quindi scegliere il sottostante corretto che si adatti alle varie situazioni di mercato. Gli Etf su indici di titoli di Stato sono praticamente tutti positivi da inizio anno, lo stesso si può dire per la versione short degli Etf su indici di credito. Senza contare che, anche per quanto riguarda il mercato azionario, gli investitori hanno avuto a disposizione Etf che permettono di guadagnare quando gli indici scendono. L'ottica con cui si costruisce una gamma di Etf è proprio quella di offrire prodotti che si adattano a tutte le condizioni di mercato.

**D. Vediamo il punto di vista dei consulenti finanziari. Che ruolo possono avere gli Etf nella difficile situazione attuale?**

**Romano.** Questo strumento replica un benchmark che ha pesi e titoli ben identificati. Quindi, rispetto ai fondi comuni, non posso trovare brutte sorprese, come quantità residuale di titoli tossici. Noi utilizziamo da sempre gli Etf per i clienti all'interno delle nostre asset allocation, per la trasparenza e per l'efficienza in termini di costi. E li inseriamo all'interno di un concetto di pianificazione finanziaria integrale, quindi di creazione a monte dell'asset allocation. Con gli eventi eccezionali dei mercati dell'ultimo periodo è emerso un altro aspetto. Gli Etf non sono strumenti per fare trading: quelli di natura azionaria hanno sofferto per un ampliamento degli spread. Noi produciamo un rating sugli Etf e teniamo monitorati costi, liquidità, spread e tracking error. Il consu-

lente indipendente, comunque non è un trader, ha come obiettivo una pianificazione di lungo periodo e fa un monitoraggio mediamente trimestrale degli asset. Naturalmente la nostra attenzione va anche ai fondi e sicav a vera gestione attiva.

**D. Cosa succederà nel mercato italiano e in quello europeo degli Etf. Prevarrà il mercato retail o quello istituzionale?**

**Romano.** A nostro avviso il mercato italiano degli Etf, in particolare quello retail, diventerà il protagonista. Lo deduciamo dal crollo dei fondi comuni con disinvestimenti andati nelle obbligazioni strutturate e nelle polizze index. Prima o poi questi flussi passeranno agli Etf. In Italia lo sviluppo degli Etf maturerà grazie anche alla progressiva sensibilizzazione dei mezzi d'informazione sull'argomento. I grandi giornali economico-finanziari stanno sensibilizzando la pubblica opinione sulla consulenza indipendente slegata dagli intermediari e soprattutto sull'utilizzazione degli Etf. Cosa che, per esempio, finora non è avvenuta in Spagna, perché i principali giornali sono di proprietà delle banche e di fatto il sistema è blindato. L'attenzione dei media verso gli Etf sta determinando anche una crescita della qualità della gamma rispetto agli altri Paesi europei.

**D. Come si innesca un circuito virtuoso?**

**Bellingeri.** Gestione patrimoniale in Etf; un fondo comune, una sicav o comunque una scatola di asset allocation con sottostante Etf. Diverse sgr le stanno preparando e le private bank e le reti di promotori finanziari presto le potranno collocare.

**D. Gli Etf verranno finalmente scoperti da altre tipologie di professionisti?**

**Romano.** I promotori in crisi con il proprio lavoro stanno iniziando a consigliare gli Etf, guadagnando di meno o nulla, perché avvertono la necessità di dare prodotti più efficienti al risparmiatore. Dove si arriverà? Ritengo che l'affermazione definitiva e lo sviluppo della consulenza indipendente porteranno a un'ulteriore espansione del mercato degli Etf. ■