



Il mondo degli Exchange Traded Funds

PERIODICO TRIMESTRALE
LUGLIO - SETTEMBRE 2017 **N.2**

PRESENTAZIONE



PERIODICO TRIMESTRALE LUGLIO - SETTEMBRE 2017 N.2

Ecco il secondo numero di una nuova iniziativa editoriale di

Primosegno Edizioni S.r.l.

L'innovazione che si registra nella scienza, nello sviluppo tecnologico, nella medicina non è isolata.

Gli strumenti finanziari interagiscono sistematicamente, e con grande carica, nelle dinamiche macroeconomiche, influenzando, con un vincolo di necessarietà, anche quelle microeconomiche.

Primosegno Edizioni, con l'indispensabile supporto di Markets Advisor, ha voluto quindi dare voce ad uno strumento finanziario che ha delle indubbie peculiarità: gli Exchanged Trade Funds hanno una capitalizzazione sul mercato mobiliare estremamente rilevante, ponendosi come concreta contropartita ai più diffusi titoli azionari ed obbligazionari.

Il magazine, con uscita trimestrale, raccoglierà articoli specifici sul tema realizzati da professionisti del settore e pubblicati sul nostro sito

www.primosegno.com.

L'obiettivo di questa pubblicazione è consentire al lettore un'agile consultazione del materiale specialistico sul mondo degli ETF.

Buona lettura.

Il Direttore Responsabile
Giuseppe Politi

in collaborazione con



GLI ETF DI HSBC SBARCANO ANCHE SU BORSA ITALIANA

COSTI RIDOTTI E REPLICA FISICA
CONTINUANO A "FARE" IL MERCATO

Anche il segmento ETFplus di Borsa Italiana si conferma un mercato interessante per le grandi firme dell'asset management sia europeo che internazionale grazie soprattutto alla crescita significativa degli scambi su base giornaliera e ad una sempre maggiore consapevolezza da parte degli investitori sulla natura di questi strumenti. Dopo le prime quotazioni dei player americani VanEck e First Trust e a le dichiarazioni circa il previsto ritorno degli Easy ETF di BNP nei primi mesi dell'anno, il mercato italiano ha accolto mercoledì 14 giugno l'arrivo dei primi cinque prodotti della gamma HSBC ETF. L'offerta HSBC, che, nella sua interezza, deteneva a inizio anno una quota ridotta del mercato europeo degli ETF e pari allo 0.9% con AUM complessivi a quota

4.9 miliardi di euro (su un totale investito in ETF che si attesta, nella sola Eurozona, a 545 miliardi), si dimostra da subito aggressiva: i nuovi prodotti emessi da HSBC ETFs PLC si allineano infatti perfettamente con la realtà odierna del mercato ETF italiano ed europeo, sempre più competitiva sul piano dei costi e in linea con le esigenze di una clientela più attenta alle modalità di replica e ai presunti rischi insiti in pratiche come il prestito titoli. I prodotti HSBC offrono infatti TER da subito altamente competitivi pur non praticando lending e adottano la replica fisica dell'indice di riferimento. Secondo Morningstar, all'inizio dell'anno, l'ormai evidente processo di conversione in atto dalla replica sintetica a quella fisica era arrivato a far registrare a livello europeo una quota pari al 77% di ETF che facevano ricorso a quest'ultima: la gamma Xtrackers (ex dbxtrackers), ad esempio, continua nel passaggio alla replica fisica di molti suoi strumenti sintetici (oltre ad avere una gamma fisica a basso costo dedicata ormai dal 2014) ed oggi è il secondo fornitore di prodotti ETF a replica diretta nel panorama europeo in termini di AUM, mentre Amundi ETF, in origine sostenitore di un approccio sintetico, ha proposto dodici emissioni fisiche nel solo mese di aprile. Relativamente al regime commissionale low cost offerto da HSBC ETF, questo non sorprende se pensiamo che negli ultimi mesi abbiamo assistito a importanti cambiamenti nella struttura dei costi anche da parte della concorrenza e che, proprio il giorno di prima quotazione dei prodotti HSBC, anche ventiquattro ETF azionari Xtrackers hanno ridotto il proprio TER. I prodotti HSBC, primi del brand ad arrivare sul mercato retail italiano su un totale di ventiquattro già registrati ma per ora accessibili esclusivamente ad un pubblico istituzionale, replicano, con distribuzione dei proventi, alcuni dei principali

equity indexes internazionali ossia MSCI Emerging Markets, MSCI Japan, S&P 500, MSCI World e EURO STOXX 50 nelle loro versioni Total Return Net. Se il TER dello 0.40% richiesto dall'HSBC MSCI Emerging Markets UCITS ETF si dimostra al livello minimo per i prodotti sul medesimo indice per una replica non sintetica (le repliche sintetiche sono spesso più economiche), lo stesso vale per il prodotto replicante il MSCI Japan, in assoluto il meno costoso per un'esposizione su questo indice TRN (TER 0.19%), mentre, per l'HSBC S&P 500 UCITS ETF, il confronto finisce con un podio condiviso con lo SPDR S&P 500 UCITS ETF di SSGA SPDR ETFs Europe anch'esso dotato di replica fisica, distribuzione dei proventi e TER allo 0.09%. La stessa attenzione alla voce "spese" è stata riposta nella struttura del replicante fisico del MSCI TRN World Index, che viene offerto ad un TER dello 0.15% quando fino ad oggi, le migliori offerte sul mercato italiano erano quelle di MSCI World Index UCITS ETF (DR) 1C appartenente alla gamma Xtrackers di Deutsche AM (con replica fisica ottimizzata, prestito titoli e accumulazione proventi) e del Source MSCI World UCITS ETF (replicante in questo caso sintetico, senza ricorso a prestito titoli ma sempre ad accumulazione) e cioè pari a 0.19%. Anche iShares Core MSCI World UCITS ETF fornisce replica fisica sul medesimo indice con un TER molto simile quello dei due prodotti visti sopra (0.2%) praticando però, come il prodotto Xtrackers, il prestito titoli. HSBC Euro STOXX 50 UCITS ETF, invece, propone un TER dello 0.05% al livello di quello del SOURCE Euro STOXX 50 UCITS ETF che non pratica il security lending ma che però si avvale di una replica sintetica che lo aiuta a contenere i costi. Commertzbank AG ricopre il ruolo di Specialist e di liquidity provider unico per questi strumenti.

IL RITORNO DEGLI EASY ETF DI BNP PARIBAS AM SU ETFPLUS

ETICA E BETA, SOLO PER
COMINCIARE

BNP Paribas Asset Management torna con i suoi prodotti su Borsa Italiana, e lo fa in grande stile con tredici nuove quotazioni la cui natura evidenzia una strategia mirata a competere sin da subito sui settori che oggi trainano la domanda ETF, ossia smart beta e ESG tematici. Secondo gli ultimi dati diffusi dagli analisti di FTSE Russell, la percentuale di investitori che possiede in portafoglio prodotti smart beta ammonta addirittura al 46% contro un 36% registrato solo l'anno scorso e si conferma in continua ascesa ormai dal 2015, soprattutto in Europa: questi prodotti

sembrano sempre più apprezzati dalla clientela europea rispetto a quanto si evidenzia nel resto del mondo, con oltre il 60% degli investitori che prevede di ampliare addirittura l'investimento. Sempre sulla base dei dati diffusi dal provider, emerge anche che spesso queste strategie vengono associate all'altra grande tendenza del momento, rappresentata proprio dall'investimento sostenibile. Sono infatti oltre 8 mila miliardi di dollari quelli investiti negli USA in portafogli costruiti abbracciando logiche di selezione riconducibili a selezioni ESG, con una crescita che, in meno di tre anni, ha fatto registrare il + 30% ma che in Europa risulta "rallentata" dallo scarso numero di fondi e ETF per ora disponibili sul tema. L'offerta BNP Paribas AM propone dunque cinque prodotti smart beta Europe e U.S. classici e sei sostenibili costruiti su indici della famiglia MSCI ESG Indexes. Questi specifici indici MSCI non adottano criteri di rating e scoring ESG per la selezione dei singoli titoli, ma preferiscono focalizzare l'approccio sostenibile solo su una tematica specifica (ex Controversial Weapons) eliminando in sostanza dal relativo indice geografico di base le aziende coinvolte nella produzione di bombe a grappolo, mine terrestri, armi chimiche e biologiche e uranio impoverito. Quello che potrebbe sembrare un dettaglio da poco a livello di portafoglio in realtà, secondo quanto portato alla luce dalla stessa MSCI non lo è affatto. Secondo il noto index provider, infatti, ben 6678 fondi detengono ancora oggi una quota minima pari al 5% del portafoglio investita in aziende operanti anche in questi settori nonostante la quasi totalità di queste armi sia bandita o soggetta a pesanti restrizioni. Le posizioni più discutibili sarebbero ovviamente in mano a prodotti settoriali aerospace e defence ma MSCI, in generale, non fa sconti

nemmeno ai più grandi Asset Manager mondiali chiamando in causa Invesco, BlackRock e State Street che, secondo lo studio, deterrebbero quote non inferiori al 38% dei propri asset in queste attività con una poco gratificante leadership di Fidelity. Non si deve pensare a nulla di particolarmente "esotico" quando si pensa a società coinvolte in queste produzioni, in quanto si tratta spesso di produttori molto conosciuti il cui business globale e variegato si estende fino ad una partecipazione in questi settori. Comparando tali indici con i rispettivi "non ESG", non notiamo sensibili differenze nelle allocazioni paese mentre minimo si dimostra il sottopeso al settore industrials, esposto al sub sector aerospace and defense. La minimizzazione di queste differenze riflette la bontà della selezione e la capacità di mantenere intatte le caratteristiche di rappresentatività dell'indice di base eliminando però l'equity "discutibile". La quotazione presenta metodologie di replica variegata. Queste sono dichiaratamente fisiche (totali o ottimizzate) per i prodotti replicanti gli indici MSCI tematici ad esclusione, però, del prodotto sull'MSCI Emerging Markets ex Controversial Weapons che abbraccia la replica sintetica. Diverso il discorso per i prodotti smart beta, basati su indici proprietari della BNP Paribas Equity Factor Europe Index Family, realizzati per gestire un'esposizione ai quattro factors Low Volatility, Momentum, Quality e Value tramite la metodologia di replica reputata, a seconda delle condizioni di mercato, la più idonea. I rimanenti due prodotti si focalizzano invece su specifici settori. Il BNP Easy FTSE Epra/Nareit Eurozone Capped UCITS ETF si concentra sul settore real estate con una replica fisica completa del FTSE EPRA/NAREIT Eurozone Capped che include titoli di società del settore immobiliare quotate in borse dell'Eurozona mentre il BNP Easy NMX 30 Infrastructure Global UCITS ETF, si

concentra invece sulle infrastrutture con l'acquisto diretto delle componenti dell'indice, in questo caso il NMX 30 Infrastructure Global (TR) in EUR. Quest'ultimo indice raggruppa trenta delle più grandi e liquide società quotate sulle borse di tutto il mondo, queste classificate, in base ai criteri di LPX, come appartenenti al settore "infrastrutture": l'esposizione appare primariamente energy



(60%). BNP ,che si dichiara pronta alla quotazione su Borsa Italiana di altri prodotti già entro la fine dell'anno, è intenzionata ad allargare la propria quota di mercato fino a rientrare almeno tra i primi dieci providers in Europa entro il 2020.

TRE NUOVI BOND ETF PER LYXOR

HIGH YIELD E CEDOLE VARIABILI
RESTANO UN'ALTERNATIVA GRAZIE A
INDICI DIVERSIFICATI

The logo of Societe Generale, featuring a red rectangle above a white horizontal bar, which is above a black rectangle.

**SOCIETE
GENERALE**

Sono tre i nuovi ETF a firma Lyxor (fondi istituiti a giugno) che hanno iniziato nel mese di luglio le negoziazioni su Borsa Italiana, proponendo soluzioni competitive per chi non vuole contenere a priori le proprie chances di profitto pur tutelandosi dall'incertezza sull'andamento dei cambi e dei tassi d'interesse grazie ad accorgimenti come la duration corta e le coperture valutarie. Lyxor minimizza anche le spese nonostante le coperture e la tipologia di investimento high yield di due dei nuovi ETF. I prodotti ETF su obbligazioni ad alto rendimento sono tipicamente

offerti agli investitori a fronte di TER più importanti, pagando a caro prezzo l'esigenza di continui ribilanciamenti e la scarsa liquidità del mercato sottostante: vedendosi appunto costretti ad affrontare queste inefficienze, spesso questi ETF falliscono il confronto con le gestioni attive (pur portando risultati buoni anche in scenari di tassi in moderato rialzo). Lyxor, sempre nel mese di luglio, ha apportato un profondo restyling alla propria gamma equity settoriale in termini di total expense ratio: dieci ETF, basati su indici MSCI, hanno visto ridursi le spese dallo 0.4% allo 0.3% , mentre altri due prodotti, questi ultimi basati sulle componenti di Euro STOXX 300 e STOXX Europe 600, hanno dimezzato del 50% i propri costi passando dallo 0.15% ad uno 0.07% che la società francese addirittura definisce "competitivo con l'offerta istituzionale". Se alla base di queste considerazioni sull'azionario ci sono stati senza dubbio anche i dati dei primi sei mesi dell'anno (che hanno esplicitato un deciso ricorso all'equity europeo da parte degli investitori), non sorprende nemmeno l'attenzione per l'ampiezza e il posizionamento della gamma bond: i primi mesi dell'anno hanno infatti mostrato la continuazione di un trend importante per questi strumenti e in molti sostengono che proprio la componente bond dell'offerta sarà decisiva per affrontare al meglio il boom previsto già dal 2018, i cambiamenti conseguenti alle nuove normative e, forse, anche una conseguente maggiore operatività istituzionale non OTC. L'indice BofA Merrill Lynch BBB-CCC 1-3 Year Euro Developed Markets High Yield Constrained Index, replicato sinteticamente dal Lyxor BofAML € Short Term High Yield Bond UCITS ETF, è un indice capped al 3% per emittente e composto da 98 obbligazioni corporate con durata residua tra 1 e 3 anni (la duration indice è pari a 2 anni a fronte di una scadenza media

oggi a 2.66) denominate in EUR. Con ciascuna un nominale emesso almeno pari a 250 milioni e rating non investment grade, queste obbligazioni sono emesse in mercati di paesi sviluppati: la composizione paese di Lyxor BofAML € Short Term High Yield Bond UCITS ETF vede infatti al primo posto l'Italia con il 23.47%, seguono poi Francia 14.77%, Regno Unito 12.12%, Germania 10.76%, Lussemburgo 9.75%, Paesi Bassi 8.20%, Spagna 5.19, Stati Uniti 3.83%, Svezia 2.52%, Irlanda 2.43%, Austria 2.04% ed infine il Giappone 1.36%. Il prodotto contiene le spese fino allo 0.3% diventando un punto di riferimento per la categoria anche se, essendo appena stato lanciato, conta per ora su AUM di poco superiori ai trenta milioni. Lo swap è sovracollateralizzato dal paniere sostitutivo/patrimonio che, con rating principalmente AAA 34.46% e AA 44.93%, mostra la seguente composizione paese: Francia 47.08%, Germania 34.47%, Italia 7.66%, Stati Uniti 5.18%, Lussemburgo 2.96%, Finlandia 2.65%.

Con AUM a quasi quaranta milioni di EUR, Lyxor BofAML \$ Short Term High Yield Bond Eur Monthly Hedged UCITS ETF replica, sempre indirettamente e con overcollateralization, il BofA Merrill Lynch BB-CCC 1-3 Year US High Yield Constrained Euro Hedged Index, indice capped al 2% ma ancora più diversificato del precedente con 248 obbligazioni corporate non investment grade (il 76% è compreso tra BB e BBB) che presentano le stesse caratteristiche viste con il precedente ETF in termini di vita residua (scadenza media pari a 1.77), duration (pari ad anni 2.07), ed emissione in mercati di paesi sviluppati ma, questa volta, in USD. Il cambio è coperto mensilmente in Euro e Lyxor propone un TER dello 0.4% . L'indice presenta ovviamente una composizione improntata

sugli Stati Uniti con l'81.29 %, questi seguiti dal Regno Unito con il 6.07%, Canada 3%, Lussemburgo 2.67% e Giappone al 2%. Il patrimonio/paniere sostitutivo dell'ETF è invece composto, sempre a livello paese, da Germania 44.86%, Lussemburgo 23.44%, Stati Uniti 15.51%, Filippine 7.96%, Regno Unito 3.81%, Finlandia 2.51%, e Canada 1.91% , titoli che presentano per il 97.73% un rating AAA.

Il terzo prodotto, ossia il Lyxor \$ Floating Rate Note EUR Monthly Hedged UCITS ETF, istituito anch'esso a giugno ma con AUM nettamente superiori e a quota oltre 100 milioni di euro, replica, a fronte di un TER dello 0.15%, il Bloomberg Barclays US Corporate FRN 2-7 Yr Index, che esplicita l'evoluzione di un paniere costituito da 150 obbligazioni corporate (in questo caso 500 milioni minimo di nominale) a tasso variabile (Libor 3 m) emesse in USD da emittenti con merito creditizio investment grade. La scadenza residua è tra i due e i sette anni (scadenza media quattro anni) pur mantenendo una duration di appena 0.16 anni. Per l'ammissibilità nel paniere dell'indice le obbligazioni devono anche rispettare il requisito di "età del titolo" risultando emesse da non più di due anni. L'indice investe per il 63.78% negli Stati Uniti, Regno Unito 8.01%, 7.67% Australia, Giappone 5.90%, Canada 4.8% ed infine 2.48% Paesi Bassi. Il rating di questi bond è per oltre il 60% superiore a BBB. Il paniere sostitutivo è investito principalmente in USA 33.66% Regno Unito 18.69%, Germania 16.67% e Lussemburgo 11.21% con oltre l'ottanta per cento delle componenti che presenta un merito creditizio tra AAA e A. Il prodotto offre, anche in questo caso, una copertura dal rischio di cambio ribilanciata mensilmente. Tutti gli indici sottostanti ai

prodotti elencati sono rivisti mensilmente nella ponderazione delle loro componenti. La controparte swap è singola e si tratta naturalmente di Société Générale, istituto che riveste anche il ruolo di Specialist su Borsa Italiana per tutti i prodotti. I tre nuovi ETF distribuiranno dividendi con cadenza semestrale.

LYXOR QUOTA ANCHE IN ITALIA UN ETF PER L'INFLAZIONE

PROPONE UNA REPLICA DELL'EURO
STOXX 50 MENO ONEROSA E LIQUIDA

Una strategia long/short su titoli governativi europei, questo è il meccanismo che permette al Lyxor EUR 2-10Y Inflation Expectations UCITS ETF, quotato il 12 settembre sul segmento ETFplus di Borsa Italiana, di fornire esclusiva esposizione alle aspettative d'inflazione dell'Eurozona tutelando nel contempo l'investitore dal rischio di rialzo dei tassi (maggiore inflazione si traduce tipicamente in rialzo dei tassi). Il prodotto arriva sulla piazza di Milano dopo aver già raccolto AUM oltre gli 800 milioni di EUR, questo nonostante la prima quotazione sia

molto recente e datata 2016. Con un TER annuo pari allo 0.25% e dividendi capitalizzati, la nuova emissione firmata Lyxor è la sola in Europa a fornire questa strategia, ottenuta tramite replica sintetica dell'indice Markit iBoxx EUR Breakeven Euro inflation France & Germany che, nel dettaglio, traccia lo spread tra una posizione long su inflation linked government bonds e una short su governativi tradizionali annullando, grazie alla duration nulla, il rischio di tasso altrimenti implicito in una posizione long only su



bond collegati all'inflazione. L'issuer propone, sempre dal 2016 (ma su Borsa Italiana solo dal febbraio 2017), un prodotto che impiega una metodologia del tutto simile per tracciare le aspettative d'inflazione USA come implicite nell'andamento del Markit iBoxx USD Breakeven 10-Year Inflation Index, il Lyxor USD 10Y Inflation Breakeven UCITS ETF, oggi disponibile, come il gemello con focus europeo, a fronte di un TER annuo dello 0.25%. Lyxor EURO STOXX 50 (DR) UCITS ETF, prodotto che vanta ormai

16 anni di track record ed oltre sette miliardi di EUR di AUM (risultando tra i prodotti più apprezzati in Europa), condivide invece l'indice equity sottostante con il neonato Lyxor EURO STOXX 50 UCITS ETF, un'alternativa che l'issuer rende ora disponibile su Borsa Italiana con il TER più basso della categoria: solo sette punti base annui contro i venti richiesti dal fratello maggiore. I due strumenti differiscono, oltre che per liquidità, per il trattamento dei dividendi, capitalizzati nel caso del nuovo prodotto mentre soggetti a distribuzione per l'ETF più grande. Marcello Chelli, Referente per i Lyxor ETF in Italia, ha commentato: "Il nuovo Lyxor ETF sull'indice EURO STOXX 50 risponde alle esigenze degli investitori che ricercano un costo molto contenuto e che non hanno esigenze di liquidabilità nel breve termine".

“WELCOME TO FRANKLIN TEMPLETON INVESTMENTS”

XETRA E LSE DANNO IL BENVENUTO AI PRIMI FRANKLIN LIBERTYSHARES, SMART BETA EVOLUTI CON UN NOME CHE “PESA” PER RINCORRERE LA CONCORRENZA

A solo un anno dalle prime quotazioni negli Stati Uniti e a pochi mesi dallo sbarco in Canada, Franklin Templeton Investments, come Fidelity pochi mesi prima (aprile), arriva anche in Europa con la sua offerta ETF e un programma ambizioso che, secondo recenti dichiarazioni, dovrebbe portare entro breve quella che è una delle firme più note della gestione attiva a proporre un'offerta ETF globale di assoluto spessore in grado di competere sulle principali borse del continente (Xetra è il primo mercato ETF europeo) con concorrenti che vantano un'esperienza ormai più

che decennale. Pesano, e molto, i flussi in uscita dai fondi d'investimento attivi che la casa californiana non era finora in grado di compensare con una altrettanto importante e positiva raccolta derivante da una gamma ETF con il proprio brand, come vale invece da anni per concorrenti come BlackRock (iShares) o Vanguard. Anche il downgrading inflitto alla società da Moody's nel giugno di quest'anno deve aver spinto per un accorciamento dei tempi e per uno sbarco repentino in Europa. L'abbassamento delle commissioni sugli ETF registrato negli ultimi mesi è sicuramente un altro fattore in grado di impattare negativamente sulla raccolta della gestione attiva come pure l'entrata in vigore dei regolamenti europei MIFID II previsti per il prossimo gennaio, i quali porteranno infatti in dote anche un'esplicitazione dei costi alla clientela che difficilmente potrebbe produrre benefici alla raccolta della gestione tradizionale. In piena fee war e con una sempre maggiore concentrazione degli AUM su pochi leader di mercato, la discesa in campo di Templeton potrebbe anche sembrare oggi un azzardo ma è pur vero che mancare l'appuntamento con la crescita che il mercato ETF dovrebbe registrare ancora almeno fino al 2025 (70 miliardi di dollari investiti solo da inizio anno negli ETF quotati in Europa contro i circa 47 miliardi confluiti negli stessi nel corso del 2016) con ritmi sempre a doppia cifra si tradurrebbe, per un gestore squisitamente attivo, in una situazione ancor più scomoda, specialmente in considerazione delle ottime conferme ricevute dai primi dodici prodotti smart beta e alternativi attivamente gestiti quotati oltreoceano con circa 900 milioni di dollari finora raccolti tra USA e Canada.

L'offerta Franklin LibertyShares, quotata dal sette/otto settembre sia su Xetra (ma naturalmente anche sul circuito classico di Francoforte) che su LSE, si estrinseca in quattro strumenti con caratteristiche che evidenziano la volontà del provider di posizionarsi sin da subito su quelle che sono le colonne portanti della prossima generazione di ETF, i multifattoriali smart beta, diretti concorrenti delle sue gestioni tradizionali e, per converso, anche la categoria di ETF tramite i quali è possibile "valorizzare" maggiormente il brand del gestore. I listini europei vedono infatti sbarcare quattro smart beta ETF (non market cap weighted quindi) costruiti sui Franklin LibertyQ indices, una gamma di sottostanti appunto multifactor. I LibertyQ indices, desumono le proprie componenti da indici più noti per poi applicarvi le metodologie proprietarie smart beta a firma Templeton. Il Franklin LibertyQ Global Equity SRI UCITS ETF (TER 0.40%) replica il LibertyQ Global Equity SRI Index che desume le sue componenti dal MSCI ACWI SRI (large e mid cap da 23 paesi sviluppati e 24 emergenti) secondo una selezione multifactor che comprende Quality, Value, Momentum and Low Volatility e che si giova delle considerazioni Environmental, Social and Governance (ESG) già operate dall'indice MSCI di partenza (che si avvale di sofisticati sistemi di rating e scoring sulla sostenibilità dell'investimento), anch'esse oggi molto apprezzate dal pubblico. Franklin LibertyQ U.S. Equity UCITS ETF (TER 0.25%) investe invece in large e mid cap a stelle e strisce ricomprese nel Russell 1000 replicando il multifattoriale LibertyQ U.S. Large Cap Equity Index (FTSE Russell) anch'esso basato su una strategia che considera gli stessi factors sopra descritti per l'azionario globale ma senza considerazioni SRI. Questi multifattoriali capitalizzano i proventi a differenza dei prodotti che completano l'offerta, i quali offrono distribuzioni con frequenza

quarterly. Il Franklin LibertyQ Global Dividend UCITS ETF (TER 0.45%) e il Franklin LibertyQ European Dividend UCITS ETF (TER 0.25%)costituiscono invece la parte dell'offerta focalizzata solo su Quality e Dividend replicando rispettivamente gli indici di MSCI LibertyQ Global Dividend Index (composto da titoli desunti dal MSCI AC World ex-REITS Index) e LibertyQ European Dividend Index (componenti del MSCI Europe IMI ex REITS Index, ossia 80 tra large mid e small cap europee quotate in 15 mercati sviluppati) che impiegano anch'essi una strategia smart beta Templeton. La selezione delle componenti dagli indici MSCI si basa appunto sul criterio Quality associato a valutazioni sul rendimento da dividendo che deve essere alto, regolare e in crescita. Quality e Dividend sono gli approcci single factor che hanno raggiunto i migliori e più stabili risultati negli anni (senza considerare quelli esplicitamente protettivi) tanto che alcuni analisti li considerano migliori di strategie più complesse e necessariamente più onerose come le multifattoriali di nuova generazione, anch'esse costruite proprio per essere buy and hold. La stessa Moody's ha dichiarato che il downgrading ricevuto dalla società(outlook sul debito senior da stable a negative), considera anche il ritardo che, secondo l'agenzia, l'asset manager californiano avrebbe accumulato sulla tabella di marcia rispetto ai concorrenti. Fidelity, un altro nome illustre della gestione attiva, era entrato già nel 2013 nel business degli ETF (dopo non poche critiche proprio per essersi mosso troppo lentamente rispetto alla concorrenza su quello che considerava un business poco attraente): oggi Fidelity consta AUM investiti nei propri ETF quotati in USA per 5.5 miliardi di dollari e la sua offerta occupa la ventesima posizione oltreoceano ben lontana dai mille miliardi di BlackRock, leader indiscusso con

iShares. Anche Fidelity per lo sbarco della sua offerta europea, che risale solo all'aprile di quest'anno, ha puntato sugli smart beta più evoluti, anello di congiunzione tra una gestione passiva e una attiva che, forse, semplicemente non può più permettersi di stare a guardare aggredita ormai sul proprio campo da replicanti sempre più "intelligenti" e competitivi.

CHAPTER 6

AMUNDI ETF LANCIA IL SUO PRIMO PRODOTTO PIR COMPLIANT

FTSE RUSSELL È INDEX PROVIDER
CON LA SUA NUOVA GAMMA INDICI
DEDICATA AI PIR

Amundi AM, ha varato su ETFplus il suo primo ETF specificatamente studiato per godere della qualifica “PIR compliant”, l'AMUNDI ETF FTSE Italia PIR UCITS ETF DR. Il prodotto traccia l'altrettanto neonato indice (29 maggio 2017) FTSE Italia PIR Benchmark (dividendi netti reinvestiti), un indice basato sulla capitalizzazione di mercato corretta per il flottante composto dalle azioni facenti parte degli indici FTSE Italia PIR PMI Plus, il quale ricomprende le 80 società medio piccole italiane (quotate) più liquide, e del FTSE MIB, queste ultime,

però, mantenute non oltre la soglia del 60% (nel rispetto dei vincoli della normativa sui PIR) in fase di ribilanciamento: attualmente l'indice FTSE Italia PIR Benchmark comprende 114 società con il 67% del capitale allocato nelle top 10 holdings, come prevedibile, principalmente titoli bancari e energetici. Più nel dettaglio, il supersector breakdown (Industry Classification Benchmark) di FTSE Italia PIR Benchmark si estrinseca nelle sue principali componenti come segue: banks 22.64%, utilities 17.46%, industrial goods & services 15.97%, oil & gas 8.87% e insurance al 7.30%. Le società con sede fuori dall'Italia e quelle del settore real estate vengono escluse dall'indice. Pur esponendosi anche su titoli potenzialmente molto volatili, il prodotto beneficia, a livello di diversificazione, dell'ampio raggio di capitalizzazioni incluse nella composizione finale dell'indice mentre i limiti del 10% per singolo componente nonché del 40% complessivo per i titoli con ponderazione compresa tra il 5% e il 10% tutelano da esposizioni eccessivamente concentrate. La replica è naturalmente fisica in quanto imprescindibile requisito di un prodotto PIR compliant, mentre i costi sono ridotti da Amundi al minimo: il prodotto è infatti arrivato sul mercato con un TER di solo lo 0.35% (al lancio era il meno oneroso ETF PIR compliant) che ha spinto anche la concorrenza a rivedere al ribasso i costi. Il nuovo prodotto Amundi non distribuisce dividendi. Ricordiamo che i prodotti PIR compliant sono destinati all'impiego nell'ambito di gestioni professionali e l'acquisto diretto da parte del cliente retail porterà i sopracitati vantaggi fiscali solo nel caso il cliente goda di un deposito titoli specificatamente strutturato a questo scopo. La nuova gamma indici dedicati ai PIR (FTSE Italia PIR Indexes) lanciata da FTSE Russell consta di sei indici ed è stata scelta tanto da Amundi

quanto da iShares come sottostante ai loro nuovi prodotti lanciati in questo settembre proprio per rincorrere la leadership di Lyxor sull'offerta ETF PIR compliant.



La nuova campagna pubblicitaria Amundi ETF "smarter, cheaper" richiama le evidenze rilevate da ETF Research che a giugno 2017 individuavano il TER medio dei prodotti Amundi a quota 0.23% contro una media dello 0.30% calcolata su fondi ed ETF concorrenti.

ISHARES QUOTA UN ETF PIR COMPLIANT

SULLE MID E SMALL CAP DI PIAZZA
AFFARI

iShares ha quotato oggi su Borsa Italiana un ETF che offre agli investitori retail un accesso ai titoli di società quotate italiane di piccola e media capitalizzazione. L'iShares FTSE Italia Mid-Small Cap UCITS ETF replica fisicamente il FTSE Italia PIR Mid Small Cap, indice costruito per riflettere i requisiti della nuova legge italiana sui vantaggi fiscali legati ai "Piani Individuali di Risparmio" (PIR), se l'investimento è mantenuto per almeno cinque anni. L'ETF permette un'esposizione trasparente e diversificata ad oltre 150 società di piccola e media



capitalizzazione del mercato azionario italiano, con l'esclusione di società appartenenti al settore immobiliare o costituite fuori dall'Italia. In particolare, l'universo investibile del fondo è costituito per l'86% da titoli di società "mid cap", mentre le "small cap" rappresentano il restante 14% dei componenti dell'indice di riferimento. Il FTSE Italia PIR Mid-Small Cap è un indice a rendimento totale netto, vale a dire che i dividendi netti dei titoli da cui è composto sono reinvestiti al netto delle eventuali imposte applicabili e ha un TER dello 0.33%. "Nell'ambito del continuo processo di innovazione dei prodotti – commenta Emanuele Bellingeri, Responsabile iShares per l'Italia -Si tratta di uno strumento rivolto ai gestori che intendono costruire soluzioni a misura di PIR, sostenendo l'economia reale e il mondo delle PMI e incentivando al contempo il risparmio di lungo periodo. Gli ETF possono essere strumenti ideali per la costruzione di portafogli PIR grazie all'efficienza a livello di costi e alla possibilità di un'ampia e trasparente diversificazione all'interno di una classe di attivi potenzialmente volatile".

MBA
Consulting & Services Srl

Valutare il rapporto con la banca è generalmente molto complicato. Come puoi tutelarti?

Sapere cosa si paga è un dovere, verificarne la correttezza è un diritto.

I NOSTRI SERVIZI :

- MBA Analisi Centrale dei Rischi
- MBA Corsi di formazione
- MBA Analisi conto corrente
- MBA Analisi derivati
- MBA Analisi contratti bancari
- MBA Riduzione oneri bancari

MBA Consulting & Services S.r.l.
soluzioni d'impresa per un mondo che cambia

Sede Legale e Operativa
Via Teodoro Frizzoni, 22 | 24121 Bergamo
www.mba.srl
opportunity@mba.srl

NEL 2018 LE A SHARES DI SHENZHEN E SHANGHAI ANCHE PER INDICI MSCI

ASPETTANDO IL “BOND CONNECT

Al terzo tentativo, finalmente, MSCI Inc, in occasione dell'annua MSCI MARKET CLASSIFICATION REVIEW, ha deliberato l'inclusione delle A shares quotate a Shenzhen e Shanghai nel portafoglio dei suoi indici MSCI Emerging Markets, MSCI ACWI e in tutti quelli su questi basati. L'inclusione avverrà in due steps e a partire da maggio 2018 (agosto 2018 per la seconda fase) per ovviare ai limiti di trading imposti dalle autorità cinesi nell'ambito del programma China Stock Connect. La notizia dell'inclusione del secondo mercato azionario mondiale (7.5 mila miliardi di



dollari e secondo solo a quello americano), negli indici della famiglia MSCI, principale index provider al mondo i cui indici costituiscono anche il sottostante di moltissimi ETF, non era affatto inattesa e già prima del comunicato di martedì, la decisione era da molti data come altamente probabile. Legati agli indici MSCI, si tratti di replica passiva ETF o di fondi indicizzati, ci sono infatti oltre 10000 miliardi di dollari di investimenti dei quali circa 2000 miliardi solo sull'equity emerging. Il flusso di denaro aggiuntivo che sarà incanalato verso il mercato interno dell'equity cinese via A shares entro i prossimi dieci anni è stimato oltre i 500 miliardi di dollari. Le A shares cinesi a Shenzhen e l'accesso ai gli investitori attraverso il Market collegamento continentali



borsa di Hong Kong implementato al fine di ridurre le restrizioni che storicamente hanno diviso il mercato azionario cinese tra azioni destinate agli investitori locali e quelle disponibili anche agli investitori internazionali (rendendo di fatto più accessibili anche le borse di Shenzhen e Shanghai). Nato nel 2014 sul solo asse Shanghai - Hong Kong, il primo programma Stock Connect non era esteso alla borsa di Shenzhen ma la domanda per le 881 azioni quotate in quella che è la seconda borsa valori della Cina è salita rapidamente finché, a dicembre 2016, con un accordo tra la China Securities Regulatory Commission e la Hong Kong's Securities & Futures Commission è nato il Shenzhen-Hong

sono i titoli quotati Shanghai in yuan, quali è possibile esteri solo China Stock Connect, un tra i mercati della Cina e la

ridurre le restrizioni

che storicamente hanno diviso il mercato azionario cinese tra azioni destinate agli investitori locali e quelle disponibili anche agli investitori internazionali (rendendo di fatto più accessibili anche le borse di Shenzhen e Shanghai). Nato nel 2014 sul solo asse Shanghai - Hong Kong, il primo programma Stock Connect non era esteso alla borsa di Shenzhen ma la domanda per le 881 azioni quotate in quella che è la seconda borsa valori della Cina è salita rapidamente finché, a dicembre 2016, con un accordo tra la China Securities Regulatory Commission e la Hong Kong's Securities & Futures Commission è nato il Shenzhen-Hong

Kong Stock Connect che ha dato via libera alle negoziazioni di complessive 1400 azioni domestiche aperte anche agli investitori internazionali. Le A shares costituiscono pertanto la quota "continentale" del mercato azionario cinese che



va ad aggiungersi alle H shares quotate a Hong Kong in dollari HKD e a New York in USD, abitualmente negoziate sui mercati internazionali e già incluse negli indici MSCI. La decisione arriva al termine di anni di consultazioni e negoziazioni tra Asset Managers, istituzioni cinesi e la stessa MSCI (azienda che però è nei fatti partecipata dagli AM) e costituisce un compromesso: se le autorità cinesi, grazie a questi accordi, potranno godere d'ingenti capitali in ingresso e segnare un importante passo avanti nell'ambito del programma di apertura del proprio mercato interno agli investitori internazionali, di contro, i grandi AM mondiali si vedranno attribuire minori restrizioni all'investimento in queste azioni, più trasparenza e, specificatamente, anche meno limiti al lancio di nuovi prodotti in Cina. Di compromesso si può parlare anche per la quantità di titoli ammessi e per il peso nell'indice ad oggi destinato alle stesse A shares. A fronte di un quantitativo di titoli quotati sulle borse di Shenzhen e Shanghai pari a circa 3000 e ad una proposta iniziale di inclusione di oltre 450, si è scelto di aprire le porte dei più famosi indici a livello mondiale soltanto alle 222 large cap A stocks più stabili che non abbiano superato i 50 giorni di sospensione dalle negoziazioni negli ultimi 12 mesi, rimandando poi del tutto l'accesso

delle mid cap. In termini di peso nel portafoglio degli indici, il cambiamento non è quindi ad oggi rilevante ma bensì quasi solo simbolico, e si estrinseca in una quota effettivamente attribuita di solo lo 0.73% dell'indice MSCI Emerging Markets Index, del quale la Cina è già leader con le H shares al 28%. Si tratta di solo il 5% del mercato A shares, veramente una quota ridotta se pensiamo che la Corea del Sud durante il processo di inclusione partì con una quota del 20%. A preoccupare gli investitori è appunto l'altissimo tasso di sospensioni registrato sulle borse continentali nonché il controllo sul capitale sempre in agguato. Quello che veramente conta, è però l'apertura di entrambe le parti verso l'inclusione sempre maggiore di queste azioni negli indici più importanti, in un contesto che vede Pechino intenta in un processo di forte apertura al mondo finanziario globale (necessario anche per sostenere gli ambiziosissimi progetti di sviluppo interno) e, nel contempo, il mercato degli ETF in costante crescita, specialmente per quanto attiene proprio al segmento emerging. Questi titoli (A Shares) sono poi strettamente connessi all'industria dei consumi e dei



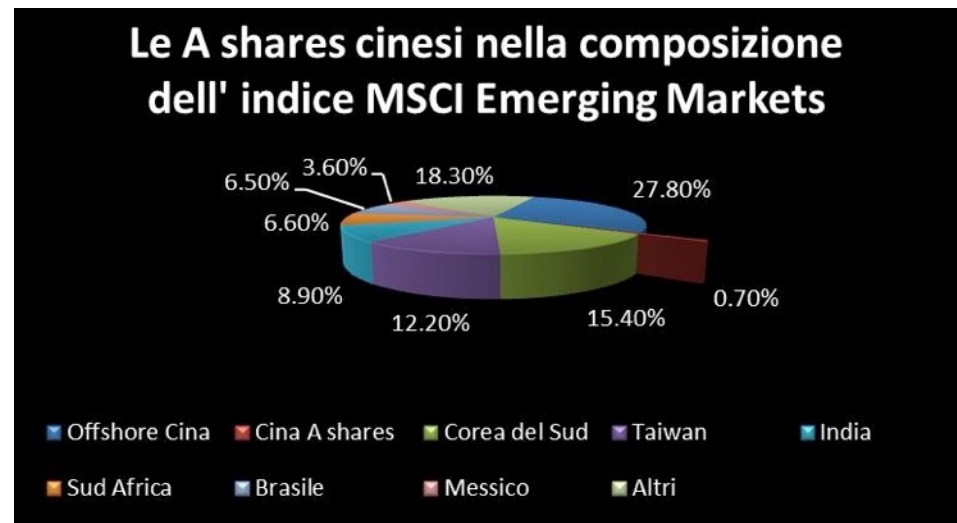
servizi interni, proprio uno dei settori previsti in maggior crescita in un paese che dovrebbe, secondo le stime più recenti, stabilire un'espansione interna da record. Da non sottovalutare è anche la possibilità per gli investitori in A shares di assumere un'esposizione a una valuta, quella cinese appunto, suscettibile di

assurgere ad un ruolo molto importante nei prossimi anni.

L'enorme mercato delle A shares è ad oggi prevalentemente in mano ad investitori individuali (oltre 124 milioni) mentre è molto ridotta la presenza degli istituzionali: Pechino si augura che l'ingresso di investitori esteri porterà un ribilanciamento tra queste due categorie con una conseguente riduzione della volatilità e

importanti benefici anche per stesse società. I tempi tecnici necessari per l'inclusione di quote più ampie del mercato continentale cinese sono invece molto incerti: si tratta, osservano gli analisti, di un processo che, in taluni casi, può andare anche ben oltre il decennio quand'anche durare in toto cinque o sei anni per una copertura del 100% del mercato. Certamente, a trarre

beneficio da questi segnali di apertura, sarà anche l'enorme mercato obbligazionario interno cinese, terzo a livello mondiale, con un'ipotetica futura inclusione negli indici Emerging Fixed income.



Si tratta di un mercato da migliaia di miliardi di dollari che necessiterebbe però di un Bond Connect Plan (alla stregua di quello visto per l'equity) come passaggio intermedio e di una serie di interventi mirati anche in questo caso ad un allentamento controllato della normativa. In effetti le autorità cinesi, come dichiarato dal Primo Ministro Li Keqiang, stanno pensando di aprire un simile canale entro la fine del 2017.



BOND CONNECT ED ETF CONNECT: LE GRANDI POTENZIALITÀ DELLA CINA

ASPETTANDO L'INCLUSIONE NEGLI
INDICI "CHE CONTANO"

Era in programma per luglio, in occasione delle celebrazioni per il ventennale del passaggio di Hong Kong dalla dominazione inglese allo statuto di regione amministrativa speciale della Cina, e, come abbiamo avuto modo di apprezzare sia in termini di raggiungimento di obiettivi di crescita quanto del rispetto degli impegni presi in altri contesti (come ad esempio in termini di investimenti su temi ambientali), quando a Pechino decidono di fare qualcosa, lo portano a termine nei tempi e nei modi descritti (soprattutto se si tratta di qualcosa di vitale per la propria

economia). Dopo l'apertura degli indici mondiali (in primis MSCI) al mercato delle A shares della Cina continentale via Stock Connect, l'asse finanziario Pechino Hong Kong si allarga ora al mercato obbligazionario facilitando ulteriormente l'accesso degli investitori esteri anche a quello che oggi è, con circa 10000 miliardi di dollari di valore, il terzo mercato obbligazionario globale dopo quelli di Stati Uniti e Giappone. Ci riferiamo al debito governativo (e delle Policy Banks controllate al 100% dallo stato), a quello corporate statalizzato e a quello di commercial banks e compagnie assicurative, queste ultime solo in parte controllate dalla Repubblica Popolare. Diversamente da quanto accade con l'equity, questo mercato è quasi completamente OTC con solo il 10% dei bond negoziato su borsa: gli investitori esteri, in sostanza, non si incontreranno sulla borsa come accade con lo Stock Connect ma negozieranno invece con un'entità locale verso la quale saranno esposti in termini di rischio di controparte. Quest'ultima attualmente evidenzia un merito di credito che le agenzie di rating individuano come addirittura superiore a quello della Repubblica Popolare stessa e pari a S&P AAA Moody's Aa2 Fitch AA+. Il Bond Connect rappresenta l'ultimo tassello di un percorso poliennale iniziato nel 2002 con il QFII, continuato nel 2011 con il RQFII e intensificatosi nel 2016 con l'apertura, a determinati investitori istituzionali stranieri, del China Interbank Bond Market (CIBM), fino ad arrivare, in questo 2017, all'inclusione di questi bond negli indici Bloomberg Barclays e al lancio di prodotti dedicati anche da parte di Citigroup. Il Bond Connect fonde de facto le piattaforme on shore e off shore coinvolte nelle negoziazione dei bond trattati sul China Interbank Bond Market semplificando di molto l'investimento: si elimina ad esempio la

necessaria interposizione di un onshore settlement agent (ma si accede direttamente con un dealer affiliato al China Foreign Exchange Trading System) e le quote previste per singolo investitore istituzionale sono annullate (che permangono ancora in parte nello stock connect) come pure la necessità di un deposito onshore. Secondo gli analisti di Goldman Sachs, si parla di potenziali investimenti internazionali per oltre 1000 miliardi di dollari che potrebbero riversarsi sul debito cinese nei prossimi dieci anni partendo da una condizione odierna che vede meno del 2% del mercato detenuto da investitori esteri. Focalizzandosi sul solo government debt, a maggior crescita ed oggi già in mani estere al 4%, il finanziamento estero si traduce in poco più di 100 miliardi di dollari rispetto ai 6000 miliardi di debito pubblico USA in mani estere (su 14 000 miliardi di dollari complessivi) e ai mille miliardi di dollari piazzati fuori dai confini nazionali dai giapponesi (su complessivi 10000 miliardi di dollari di debito). Il debito è equamente diviso tra government, Policy Banks, corporate e commercial banks ma finora gli investitori non hanno mostrato grande interesse per la parte corporate. L'India non è molto lontana dalla Cina, per ora, con meno di 100 miliardi di dollari di bond governativi in mano a foreign investors. Le intenzioni di Pechino sono evidenti: il paese è



consapevole del probabile rallentamento della crescita economica e dell'impatto dell'espatrio di capitali nel tempo, tanto in termini di crescita interna (mancati reinvestimenti) quanto per l'impatto sullo yuan, questo in grado di rendere insufficienti anche gli allettanti extra rendimenti (10yr bond yield oltre il 3%, 100 punti base oltre il decennale americano). Il downgrading incassato a maggio dall'agenzia Moody's da A1 a Aa3 sul debito sovrano (anche S&P ha declassato il debito cinese a fine settembre) e su quello di 26 corporation controllate dallo stato stesso, il primo dal 1989, motivato dall'agenzia proprio argomentando circa la crescita eccessiva del debito stesso a fronte di misure correttive insufficienti, ha spinto le autorità cinesi a velocizzare ulteriormente i tempi. Se incoraggiare l'uso della moneta cinese da parte degli investitori internazionali è quindi un imperativo, facilitare l'accesso ad asset denominati in renminbi è il mezzo principale, oltre che



una sorta di copertura contro i deflussi di capitale. In tal senso è stata fondamentale anche l'inclusione della valuta cinese a ottobre 2016 nel novero delle valute di riserva accettate dai paesi membri nell'ambito del IMF reserve currency system

(peraltro da subito con un peso dell'11% che rende lo yuan cinese la terza valuta per peso relativo tra quelle considerate), ma le iniziative cinesi non si sono certo fermate qui: a febbraio è stata introdotta la possibilità di currency hedging sfruttando il mercato locale dei derivati FX on shore. Anche l'apertura alle valutazioni di

rating da parte delle agenzie proprio sui bond a partire da luglio è stata un segnale importante, finalizzato a infondere sicurezza negli investitori stranieri. Ci vorrà del tempo, probabilmente molto se si osservano le esperienze di altri paesi nel passato, ma la Cina ha dalla sua un enorme ed evidente potenziale interno, una rivoluzione economica guidata e vitale, mercati finanziari come mai prima d'ora interconnessi e caratterizzati da nuove tipologie di investimento come ad esempio gli ETF, che, per le loro caratteristiche e per la loro rapida espansione, sono uno dei modi più rapidi per attirare risorse. E proprio l'inclusione di questi bond on shore nei principali indici globali emerging e world, sottostanti anche agli Exchange Traded Funds più blasonati, è lo step successivo, (che avverrà presumibilmente a spese di economie più deboli e senza le medesime prospettive). A marzo gli indici Bloomberg Barclays si sono ampliati con due prodotti sul debito cinese RMB-denominated destinati ad affiancare i tradizionali world bond e emerging bond indexes: Global Aggregate + China Index include bond governativi cinesi (CGBs) e le emissioni obbligazionarie delle tre Policy Banks cinesi mentre Emerging Market Local Currency Government + China Index solo le emissioni governative. Bloomberg è stato il primo index provider ad inserire i bond cinesi in indici specifici anche se la mancata inclusione della Cina nel suo indice principale, il Bloomberg-Barclays Global Aggregate Index, va letta, come lo stesso provider non manca di specificare, anche come un segnale di prudenza circa i tempi e i modi con i quali l'effettiva apertura del mercato cinese on shore saprà conquistare una fetta rilevante dell'investimento globale. Tra i tre principali bond indexes globali figura anche il Citibank World Government Bond Index. Citi ha

mostrato la stessa considerazione per il mercato dei bond onshore cinesi ma anche la stessa prudenza del competitor. Infatti, Citi, pur non inserendo le emissioni cinesi nel più importante Citi World Government Bond Index nella sua versione base (che rimane dunque a ventitré paesi) ha introdotto, insieme alla nuova versione specificatamente “developed markets” del celebre indice, anche il Citi World Government Bond Index – Extended che ricomprende il

paese asiatico come anche la Corea del Sud e, in prospettiva da dicembre 2017, Israele dopo che questi paesi hanno soddisfatto per tre mesi consecutivi i requisiti necessari all’inclusione. Pechino entra con i suoi bond governativi e interbancari anche nelle versioni regionali ossia negli Asia Government Bond Indices - Extended del gruppo americano e nel dettaglio nei Citi Asia Government Bond index, Citi Asia Pacific Government Bond Index e il Citi

Emerging Markets Government Bond Index . A seguito dell’evidente e prevedibile preminenza dei bond di Pechino negli indici, il provider ha introdotto contestualmente delle versioni capped del EMGBI in cui la Cina vede limitato il suo peso al 10% e una del AGBI nella quale il paese raggiunge il massimo consentito al 20% del totale. La famiglia degli indici Citi è destinata ad ampliarsi anche per quanto attiene i dedicati Onshore Chinese Bond Index family: Citi Chinese Government Bond Index e Citi Chinese Government and Policy Bank Bond Index saranno



affiancati da due nuovi indici sempre in valuta locale, il Citi Chinese (Onshore CNY) Broad Bond Index (partito ad agosto 2017), che tra le varie asset class e settori include anche una componente corporate, e il Citi Chinese (Onshore CNY) Broad Bond Index – Interbank, un sotto indice del precedente disponibile a partire da settembre 2017. Neppure il JP Morgan Government Bond Index – Emerging Markets , che insieme ai due

visti sopra rappresenta la triade di top bond indices globali, ha visto l’inclusione dei titoli di debito cinesi nella sua versione più restrittiva (naturalmente la Cina è presente nella versione Broad, ad esempio), ma questi, restano comunque sotto osservazione da almeno un anno: secondo alcuni analisti questi bond peserebbero per il 40% dell’indice. Una delle ragioni principali per le quali si è evitato l’ingresso del gigante asiatico negli indici “che contano”

consiste nel timore di “costringere” gli investitori ad entrare in possesso anche di questi titoli; si è optato dunque per dar loro piuttosto “una possibilità” di investimento, un’ alternativa in attesa di osservare il reale appetito per questi bond. La pressione sui provider è comunque forte: solo dal febbraio 2016, ossia dall’apertura del mercato interbancario all’investimento straniero, nonostante le limitazioni, i flussi in ingresso sono aumentati di oltre il 50% . I tre maggiori indici bond globali visti sopra sono tracciati per almeno 4 000 miliardi di dollari, molto più di quanto accade

per MSCI Emerging Markets, e, pertanto, ci si aspetta che l'inclusione negli stessi, prevedibilmente entro massimo due anni, dovrebbe avere un impatto per la Cina molto maggiore di quello registrato con l'inclusione negli equity indeces. La crescita dei bond ETF, al massimo storico in questa prima metà dell'anno, nonché il boom previsto per i prossimi anni dovrebbero dare ulteriore slancio alla richiesta. Ma il mercato ETF è destinato a crescere anche grazie al maggior ricorso agli stessi proprio da parte degli investitori dei paesi emergenti, cinesi in primis. Da gennaio ormai si parla di estendere l'impianto " Stock Connect "anche alla la strumentazione ETF, collegando quindi Hong Kong alle borse della Cina continentale: Hong Kong, diventerebbe per gli ETF il primo centro asiatico per capitalizzazione (oggi con 37 miliardi di dollari è seconda solo a Tokyo) offrendo una grade varietà di opportunità agli investitori cinesi che, alla ricerca di diversificazione per i propri portafogli, starebbero proprio guardando agli ETF e ai listini del sud con sempre maggior interesse aprendo anche migliaia di conti trading proprio in questi mesi. Con quello che viene genericamente identificato come "ETF Connect", infatti, la clientela continentale potrebbe investire liberamente anche sugli oltre 140 ETF attualmente quotati nell'ex colonia britannica e i benefici sarebbero evidenti anche per investitori e AM occidentali. Sulla piazza di Hong Kong quotano



naturalmente i prodotti dei principali asset manager mondiali, da iShares a Vanguard, da SSGA alla gamma X-trackers ma anche Amundi ed emittenti locali come Hang Seng, Mirae BOCI, China Universal AM, Ping an of China AM, solo per citarne alcuni. Si tratta di un mercato tutt'altro che diversificato quanto ad alternative d'investimento (per la stragrande maggioranza equity asiatica con 148 prodotti fisici e 8 sintetici) ma che comunque offre maggiori alternative rispetto ai listini di Shenzhen e Shanghai dove gli emittenti stranieri sono quasi assenti. Stock Connect e Bond Connect sono comunque l'output di anni di interventi mirati anche da un punto di vista normativo, e ,purtroppo, quando si parla di prodotti ibridi tra fondi comuni e equity come appunto gli ETF, non sono poche le zone d'ombra nell'impianto normativo cinese: buona parte delle discussioni in atto si concentrerebbe proprio sulla valutazione di queste peculiarità dello strumento, se vada cioè considerato equity o fondo d'investimento: in quest'ultimo caso il numero di prodotti immediatamente disponibili sarebbe ancora più ridotto.. Va constatato anche che ad oggi la scarsità di proposte quotate è tale che, anche a borse unificate, l'effettivo salto di qualità in termini di diversificazione avverrebbe solo a mezzo di un conseguente immediato allargamento dell'offerta da parte degli AM occidentali. In Cina sperano di portare a compimento l'ETF Connect entro l'anno in corso. Intanto, solo il 3 luglio due Policy Bank cinesi Agricultural Development Bank of China and China Development

Bank, hanno provveduto a maxi emissioni di nuovo debito per un valore complessivo di oltre cinque miliardi di dollari indirizzati sia agli investitori on shore che a quelli offshore proprio grazie al Bond Connect. Sempre più diffuso è anche il collocamento nella Cina continentale di bonds emessi da entità estere (ad esempio di recente la Polonia, l'Ungheria e il Portogallo) e denominati in yuan, i noti "Panda Bonds", le cui sottoscrizioni sono aumentate nel paese asiatico da 10 miliardi di dollari nel 2015 fino ad oltre 120 nel 2016 (e continuano ad aumentare in questa prima parte del 2017). Tutte queste emissioni saranno fonte di ulteriore diversificazione nel mercato interno oltre che uno stimolo per la valuta locale. Il mercato Cinese sta cambiando, e lo sta facendo più in fretta di qualunque altro. Sarà sufficiente?



BITCOIN E ETHEREUM CONTINUANO LA SCALATA AI MERCATI REGOLAMENTATI

TRA LUGLIO E SETTEMBRE IL VIA
LIBERA A CRYPTOCURRENCY SWAPS,
OPZIONI E FUTURES PER PREPARARE
IL TERRENO AL PRIMO ETF SULLE
CRIPTOVALUTE

Le criptovalute continuano a corteggiare la liquidità dei mercati borsistici più importanti collezionando in questi mesi importanti traguardi sulla strada che porta ad un definitivo riconoscimento quale strumento finanziario regolamentato. La U.S. Commodity Futures Trading Commission ha autorizzato Ledger X (start up con base a New York partecipata dalla branch di venture capital della molto più nota Alphabet) a fornire servizi di clearing per fully collateralized digital currency swaps, option e futures su svariate cryptocurrencies, con la società che si dice pronta ad

assurgere al ruolo di prima trading venue autorizzata ad offrire derivati su queste (quindi anche possibilità di hedging...). La risposta della Chicago Board Options Exchange (CBOE Holdings, Inc.), seconda sul mercato solo a CME Group, non si è fatta attendere e, solo ad una settimana di distanza, la società ha dichiarato di essere in attesa dell'autorizzazione da parte della stessa CFTC al lancio di cash-settled bitcoin futures (sembra si tratti solo di una formalità) e, più in generale, di mettere sul mercato tutta la propria innovativa gamma di prodotti derivati sulla famosa criptovaluta. Chicago Board Options Exchange farà ricorso ai dati forniti dalla piattaforma Gemini, questa specializzata proprio in cryptocurrencies. Gemini non è certo una società sconosciuta per chi segue le vicende legate all'approvazione del primo ETF su cryptocurrencies negli Stati Uniti. Intensificatesi proprio quest'anno, le proposte pervenute alla SEC per lo sbarco sul mercato del primo ETF legato a Bitcoin o Ethereum hanno finora avuto esito negativo, in primis la nota proposta dei gemelli Winklevoss, che prevedeva di collegare il valore del sottostante ai prezzi negoziati sulla piattaforma/borsa per asset digitali di loro proprietà, la già citata Gemini, creando un ETF "fisico" che, de facto, deterrebbe Bitcoin. Pur restando ancora dubbio l'esito del "ricorso" su tale decisione, presentato dal circuito Bats Exchange (il quale fa capo proprio al CBOE, che, anche in questo caso, non maschera quindi il proprio interesse per le possibilità commerciali che ruotano intorno alle criptovalute) nell'inedita veste di "sponsor" per questo innovativo ETF destinato proprio ai suoi listini, sono invece note le motivazioni che hanno portato all'iniziale rigetto della proposta da parte della SEC: esse sono riconducibili alla natura della criptovaluta stessa e si basano sui timori che

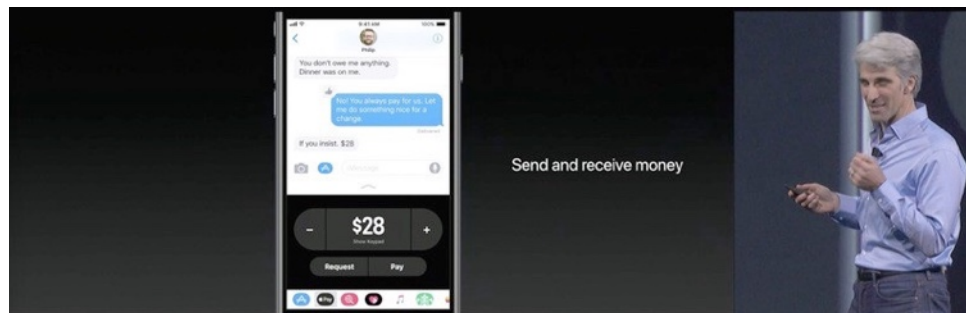
quest'ultima sia troppo esposta ad episodi di frode o comunque non ancora adeguatamente regolamentata e stabile per sbarcare sui mercati sotto il suo controllo.



Ideata da Satoshi Nakamoto nel lontano 2009, Bitcoin è stata la prima criptovaluta. Da quell'anno in poi, è stato un proliferarsi di criptovalute, le cosiddette "Altcoins", un grande insieme di alternative a Bitcoin

La SEC, in tale occasione, non aveva però mancato di esaltare i pregi della cryptocurrency auspicando miglioramenti su tali carenze in vista di una futura approvazione. Resta pendente anche il giudizio presentato sulla proposta per il primo ETF sulla principale alternativa al Bitcoin ovvero Ethereum, che, negli ultimi mesi, ha fatto registrare record di crescita soprattutto grazie ad un atteggiamento più possibilista da parte della SEC stessa, dettato certo da alcune peculiarità della cryptocurrency ma, anche, dalla presenza di un potente consorzio di società in sostegno della sua diffusione, l'Enterprise Ethereum Alliance (de quale fa parte anche il Chicago Mercantile Exchange Group, leader del mercato dei derivati e principale concorrente del CBOE). Un altro fattore che gioca a favore dell'approvazione di un ETF su Ethereum è rappresentato dal fatto che Gemini stessa è stata la prima borsa mondiale a ricevere un'autorizzazione "ufficiale" alla negoziazione di una cryptocurrency, Ethereum appunto, (da parte del NY State Department of Financial Services). Questo non è un particolare di poca rilevanza in quanto la SEC difficilmente potrà trascurare il parere espresso da un'altra autorità proprio in relazione alla sicurezza delle negoziazioni di una

criptovaluta, negoziazioni che avvengono tra l'altro proprio su Gemini (che ovviamente tratta oggi sia "Ether" che Bitcoin). Questo fattore, insieme con la decisione della U.S. Commodity Futures Trading Commission che spiana la strada a opzioni e swap, futures e opzioni sulle cryptocurrencies, renderà davvero complesso motivare un eventuale nuovo rigetto delle proposte ETF Bitcoin. La possibilità di accedere a futures e swap sui Bitcoin amplia poi ulteriormente il ventaglio di possibilità per la realizzazione di ETF sulle criptovalute: basti pensare a come sono oggi costruiti ad esempio alcuni ETC sulle materie prime e a come questi impieghino contratti futures in qualità di sottostante nonché al fatto che il Bitcoin, per le sue caratteristiche, non è riconosciuto ufficialmente come una "valuta" ma ha piuttosto ricevuto proprio la qualifica di "commodity" dalla Commodity Futures Trading Commission nel 2015.



Craig Federighi, Vice Presidente di Apple Inc. per l'ingegneria software, spiega, durante un Apple Event, il funzionamento di Apple Cash. Ormai il BTC si avvia a superare i 3 miliardi di dollari scambiati in una singola giornata avvicinandosi al titolo Apple Inc che oggi è in assoluto l'azione più liquida con 4 miliardi di dollari di scambi al giorno.

Sempre più evidente, infine, l'interesse della Silicon Valley per questo business, oggi evidente osservando le mosse di Alphabet, ex Google, ma già presente con l'appoggio di colossi come Intel e Microsoft nel consorzio che sostiene la diffusione di Ethereum. E Apple? Si muove eccome, ma sottotraccia secondo alcuni. Le app presentate di recente da Cupertino permettono il trasferimento di denaro tra account attraverso la presenza di Apple PayCash all'interno dell'Apple Wallet. A



detenere valore trasferibile tra utenti oltre che impiegabile per pagamenti quotidiani (Apple Pay) esattamente come una criptovaluta (Ether è famoso soprattutto per l'ecosistema nel quale è già spendibile proprio grazie al consorzio che lo supporta) è quindi Apple PayCash che, tra le altre cose, può già avvalersi del potenziale impiego su oltre mille milioni di device della Mela già in circolazione e della diffusione sempre maggiore che Apple Pay registrerà nei prossimi anni proprio come metodo di pagamento rapido e sicuro.



CHAPTER 11

JAMIE DIMON, CEO E PRESIDENTE DI JP MORGAN CHASE, NON FA SCONTI ALLA CRYPTOCURRENCY

FUTURES, OPTIONS E SWAPS SUI “TULIPANI” SONO GIÀ PRONTI, MANCANO SOLO GLI ETF

Sarebbe una “truffa”, e, in quanto tale, uno strumento destinato a creare ingenti perdite a tutti coloro che ancora lo considerano un investimento interessante. La madre di tutte le criptovalute sarebbe l'ideale solo per un impiego in contesti come il narcotraffico ed in paesi come il Venezuela (ritiro della moneta e inflazione galoppante) e l'Ecuador oppure la Corea del Nord. Jamie Dimon, boss di JP Morgan Chase, non usa mezzi termini quando, durante una conferenza organizzata da Barclays sul canale Cnbc, menziona i record al rialzo segnati dal Bitcoin



imputandoli ad una condizione di evidente bolla speculativa, che, secondo il massimo dirigente di JP Morgan, sarebbe peggiore addirittura di quella “esemplare” dei bulbi di tulipano verificatasi nell’Olanda del 1600 perché sostenuta, principalmente, dall’assenza di controlli adeguati sulle transazioni. Dimon pensa che il Bitcoin possa spingersi anche molto oltre le attuali quotazioni ma non ha alcun dubbio su quale sarà il triste epilogo cui andrà incontro chi non saprà cogliere per tempo i segnali di scoppio della bolla tanto che, per chiarire meglio il concetto, pur convinto dell’infondatezza delle attuali quotazioni raggiunte dalla valuta digitale, garantisce che certo non si azzarderà a shortarla. Il massimo dirigente di JP Morgan ammette però l’apparente attrattiva dell’investimento rendendo noto che la figlia ha puntato sullo strumento e riferendo, senza troppi giri di parole, anche lo stato d’animo poco razionale che accompagna, a suo avviso, tale la scelta con un difficilmente fraintendibile “ lei pensa di essere un genio”. Se l’attenzione di Dimon si concentra sul Bitcoin, la prima criptovaluta nonché in assoluto quella che ha raggiunto le valutazioni più alte, è bene ricordare che la stessa JPMorgan appartiene all’Enterprise Ethereum Alliance, un consorzio che comprende anche altre primarie istituzioni finanziarie, leader tecnologici e circuiti borsistici, il quale opera per la promozione dell’unica cryptocurrency che attualmente merita l’appellativo di “concorrente diretta” del Bitcoin, ossia appunto Ethereum. Il commento di Dimon giunge proprio nel momento di massima



debolezza delle criptovalute da inizio anno e ottiene l’effetto di dare un’ulteriore spinta al ribasso dei corsi. Il 2017 non ha infatti portato in dote solo una strabiliante crescita delle quotazioni ma pure oscillazioni al ribasso importanti che, soprattutto a inizio settembre, ne hanno mostrato tutta la fragilità in occasione dello stop imposto da Pechino (solo due settimane dopo che il Bitcoin aveva toccato i suoi massimi storici) alle ICOs, con le stesse ora identificate come “illegali e destabilizzanti per il sistema finanziario cinese”. “Ether”, che aveva incrementato il suo valore dagli otto dollari d’inizio anno fino a toccare i 400 dollari di giugno, dopo il crollo, valeva intorno ai 260 dollari, mentre, se per avere un Bitcoin oggi servono meno di 4000 dollari (dopo le dichiarazioni di Dimon la diminuzione di valore va oltre il 20%), il valore di un BTC prima del crollo aveva quasi raggiunto quota 5000 dollari. I flussi in uscita dalle criptovalute a causa dell’iniziativa cinese erano stati quantificati come pari a circa 35 miliardi di dollari in soli quattro giorni ma, come alcune importanti teste giornalistiche USA avevano preannunciato, proprio durante la stesura di questo articolo giunge la notizia che Pechino ha iniziato a bloccare le negoziazioni sulle borse valori locali specializzate sulle criptovalute (la prima borsa cinese per queste transazioni, la BTC China, ha appena indicato il 30 settembre come data di sospensione delle negoziazioni). Le perdite si quantificano in queste ore intorno ad un ulteriore 20% sui principali listini e coinvolgono, in misura diversa, tutte le principali criptovalute. Il ruolo centrale della Cina nel sostegno del business delle criptovalute è cosa nota, come anche l’influenza che il paese asiatico in generale ha finora esercitato sui corsi delle stesse. Solo tra Pechino e Shanghai si sono registrate oltre 70 Initial Coin Offers (ICOs) da inizio anno, con le relative startup in grado di raccogliere, nei soli primi sette mesi

dell'anno, l'equivalente di quasi 400 milioni di dollari con uno slancio evidente nei due mesi successivi che ha portato l'ammontare dei fondi investiti addirittura a raddoppiare richiamando, appunto, l'attenzione delle autorità. Le Initial Coin Offers sono infatti assimilabili alle classiche IPOs ma presentano importantissime differenze, principalmente riconducibili all'assoluta mancanza di regolamentazione e tutela di chi investe e al fatto che



il finanziamento avviene esclusivamente tramite le criptovalute principali (delle quali pertanto sostengono i corsi). Quindi, in generale, tali operazioni si prestano particolarmente ad essere impiegate per frodi informatiche o trasferimento di fondi di dubbia provenienza, truffe, in sostanza. La Cina continentale sta aprendo agli investitori stranieri i suoi mercati azionari ed obbligazionari con i programmi Stock e Bond Connect e proporsi al mondo come un paese in grado di arginare e contrastare fenomeni potenzialmente destabilizzanti è oggi fondamentale per Pechino, ancor più in considerazione del National Congress ormai prossimo. La Cina,

paese di miners (soggetti fondamentali per le cryptocurrencies) che grazie a componentistica elettronica ed energia low cost apporta buona parte della capacità di calcolo necessaria a realizzare nuovi COIN, aveva già intrapreso misure radicali sulle transazioni in criptovalute congelandone in passato i depositi per evitarne l'impiego massiccio ai fini dell'espatrio di capitali verso l'estero (altro fattore in grado di sostenerne i corsi del Bitcoin visto che la maggior parte delle transazioni in criptovaluta proveniva originariamente dalla Cina), una dinamica che avrebbe danneggiato ulteriormente lo yuan e gli investimenti locali, questi considerati non altrettanto affidabili quanto quelli esteri dai nuovi ricchi cinesi. Volatilità, assenza di regolamenti dedicati ed eccessiva dipendenza dalla Cina sono però problematiche destinate ad essere presto, almeno in parte, risolte con Bitcoin e Ether pronti a cercare appoggio tramite canali differenti, più trasparenti, diversificati e soprattutto regolamentati. Proprio in questa seconda metà del 2017, infatti, le criptovalute collezionano anche importanti consensi dalle autorità di sorveglianza divenendo a tutti gli effetti sottostante per derivati quotati sulle principali borse dedicate. Proprio tra agosto e settembre alcune importanti trading venues (CBOE) e startup (Ledger X, controllata da Alphabet / Google) hanno annunciato il lancio di derivati (swaps, options e futures) su Bitcoin negli USA ottenendo l'autorizzazione della Commodity Futures Trading Commission (i contratti forward su Bitcoin trovano invece in Tera Exchange la prima borsa autorizzata già nel 2016). A seguito di questi eventi, la trepidazione per le prossime decisioni SEC sul via libera alla quotazione dei primi ETF appositamente realizzati per puntare sulle cryptocurrencies è quindi ai massimi livelli. Se le proposte pervenute alla SEC per la



creazione di ETF fisici sul Bitcoin non sono una novità (il verdetto definitivo su alcune di esse è ancora pendente), la disponibilità di derivati specifici sul Bitcoin ed in generale sulle principali valute

digitali, apre ora la strada a strutture di replica che potrebbero rendere davvero difficile per la SEC porre il proprio veto alla quotazione di questi strumenti. VanEck, storico brand di prodotti ETF spesso tra i più innovativi, ha preso infatti posizione sul Bitcoin richiedendo alla SEC l'autorizzazione al lancio di un ETF che, anziché detenere fisicamente Bitcoin, investirebbe proprio in futures sulla valuta digitale. Se il parere di Dimon sulle dinamiche del Bitcoin appare verbalmente molto diretto, il massimo dirigente di JP Morgan non è certo il solo a considerare il Bitcoin (per le sue dinamiche) qualcosa di molto lontano da un investimento stabile. VanEck stessa non manca, infatti, di far notare come la criptovaluta debba considerarsi oggi a suo avviso più che altro una "moda" e destinata, grazie alla regolamentazione, a diventare innanzitutto un prodotto speculativo di nicchia piuttosto che un'alternativa all'oro (il Bitcoin ha superato a marzo il valore di un oncia d'oro) come ventilato da alcuni che addirittura lo impiegherebbero quale bene rifugio. Si tratta di un parere da considerare con attenzione visto che nel 1968 fu proprio VanEck a lanciare il primo fondo sul

metallo giallo negli USA. Una cosa è certa, l'accesso ai mercati regolamentati e ai portafogli degli investitori anche retail tramite i sempre più diffusi ETF è prossima, e sembra che il Bitcoin si stia mettendo il "vestito buono" per sedersi al tavolo che conta più maturo. Questo significherebbe abbandonare la definizione di criptovaluta ("cripto" significa "oscuro", "nascosto") e adeguarsi alla domanda da parte di un pubblico differente e più eterogeneo, ma non necessariamente meno interessato....

Quale sarà il reale valore di un Bitcoin "trasparente"?



SCONTRO TRA TITANI: LA RIDUZIONE FEE

IL RUOLO DI VANGUARD

Un scontro tra titani, questo è oggi il mercato degli ETF, tanto negli Stati Uniti quanto in Europa. Oltreoceano l'83% degli asset investiti in ETF è, ad oggi, in mano a sole tre società, BlackRock 39.6 % Vanguard 24.8% e State Street Global Advisors 19.2% (Invesco PowerShares 4.3% e Schwab 2.6%) le quali incassano oltre la metà delle fees pagate lasciando spartire il rimanente agli oltre 70 competitors presenti su un mercato che conta circa 2000 prodotti attualmente quotati. Se l'ascesa degli ETF come strumento finanziario alternativo ai fondi comuni tradizionali

risulta evidente osservando il recente successo degli Smart Beta, ossia della classe di ETF che più di tutte fa da anello di congiunzione tra gestione attiva e passiva, meno immediato è cogliere il consolidamento in atto all'interno dell'industria stessa con un numero sempre maggiore di nuovi provider e strumenti introdotti sul mercato americano cui fa però da contrappeso un altrettanto importante quantità di ETF in liquidazione perché non in grado di centrare gli obiettivi minimi di AUM per sopravvivere e fare profitto. Secondo dati Bloomberg, nei soli Stati Uniti sono stati 98 gli ETF che hanno abbandonato la borsa nel 2016 non essendo



risusciti ad attirare capitali superiori ai 50 milioni di dollari, soglia

Mortimer J. Buckley, nella foto, assumerà a gennaio la carica di CEO del gruppo Vanguard al posto di William McNabb II. Buckley, in Vanguard dal 1991, ha lavorato a stretto contatto con John Clifton "Jack" Bogle, fondatore del

da molti ritenuta minima per competere nel mercato. In Europa, invece, in attesa di raggiungere i mille miliardi di euro in AUM previsti entro il 2020, il numero di nuovi prodotti lanciati sul mercato è in calo ormai da anni a fronte di liquidazioni e delisting in ascesa: osservando lo storico, si passa dal picco del 2010 con

oltre 350 quotazioni sulle borse europee a meno di 150 attualmente registrate, mentre liquidazioni e delisting passano dalla trentina registrata negli anni del boom fino alle oltre 120 annue di fine 2016. Da quanto emerge però, chiusure e nuove quotazioni ormai convergono evidenziando una situazione di consolidamento in atto e stabilizzazione evidente che fa pensare ad un mercato che ha forse raggiunto una condizione di maturità. Nel caso europeo a fare la parte del leone sono gli ETF iShares di BlackRock 46.4%, seguiti, a non trascurabile distanza, dagli Xtrackers di Deutsche AM con il 9.8% e dai Lyxor ETF con una quota di mercato del 9.3%, con infine i prodotti UBS 5.5% e Amundi 4.6% a completare il quadro dei principali emittenti. I primi cinque AM sopra riportati coprono il 75.6% (di un mercato che consta di oltre 26 issuers per "soli" 545 miliardi di euro di AUM), una concentrazione simile a quelle evidenziata nel caso americano. Colpisce, in questo senso, tanto il predominio assoluto della gamma iShares di BlackRock che il posizionamento del colosso Vanguard, solo sesto con una quota di mercato di appena il 4.4%. Probabilmente le cose sono destinate a cambiare. Non è infatti un caso se Vanguard, entrata solo nel 2001 in un mercato ETF dominato dai prodotti iShares sia arrivata nel 2015 fino a battere per la prima volta BlackRock in quello che è oggi a tutti gli effetti il suo core business, gli ETF appunto, costringendo il gigante ad operare importantissimi (e costosissimi) interventi per arginare il concorrente low cost. In uno scenario di rendimenti al minimo, equity ai massimi e una gestione attiva che ha evidentemente fallito nel sovraperformare i propri benchmark pur a fronte di commissioni più elevate, gli investitori non hanno avuto dubbi in merito all'opportunità offerta dalle ridottissime fees richieste dagli ETF, decretandone il successo e premiando, in particolare

modo, proprio gli emittenti più attenti alla voce “spese” come appunto Vanguard. Solo nel 2016, BlackRock, ha visto oltre il 30% dei suoi fondi attivi fallire nel sovraperformare il benchmark al netto delle spese come peraltro l’80% dei prodotti gestiti a livello mondiale, ma anche un trasferimento netto degli investimenti alla gamma ETF iShares, ormai fiore all’occhiello del colosso americano. Solo nell’ultimo trimestre del 2016 sono stati oltre 600 i milioni usciti dalle gestioni attive BlackRock mentre nei replicanti ETF e fondi indicizzati della casa sono confluìti miliardi di dollari. Anche Goldman Sachs, entrata solo due anni fa nel business dei “deep discount ETF”, in questo caso smart beta, a fine 2016 aveva già accumulato oltre 2.6 miliardi di dollari di afflussi su questi strumenti che risultavano comunque molto più convenienti dell’offerta del leader BlackRock. Nel 2016, pertanto, BlackRock, si è vista costretta ad operare tagli alle commissioni su 15 prodotti di punta in termini di AUM (216 miliardi di AUM interessati dai tagli ossia il 18% degli assets di iShares) della gamma Core (gamma low cost lanciata ormai nel 2012 che alcuni analisti Bloomberg definiscono come “la sola cosa che può impedire a Vanguard il dominio totale”) come ad esempio su iShares MSCI Emerging Markets, terzo fondo equity emerging al mondo, iShares Core S&P 500, un ETF con asset netti per 118 miliardi di dollari che ha visto l’expense ratio passare da 0.07% a 0.04%, ma anche sull’iShares Core US Aggregate Bond, un altro mostro da 46 miliardi di dollari passato dai precedenti 8 punti base agli attuali cinque. La risposta di Vanguard non si è fatta attendere e tra dicembre a

febbraio, il concorrente ha operato ben 3 tagli nelle fees (già tra le più basse di categoria) su complessivamente 124 classi di prodotto tra le quali 12 ETF tra i più importanti a livello mondiale tra cui il più grande equity emerging del mondo (tagliato anch’esso di un punto base come il corrispondente BlackRock). Nonostante la ridotta presenza su suolo europeo in campo ETF, Vanguard insidia ormai da anni il primato globale di BlackRock puntando proprio sulla convinzione del fondatore John Bogle secondo la quale, per chi voglia possedere una quota di un mercato, la migliore strategia

possibile sia cominciare dal controllo dei costi. Si tratta di un obiettivo raggiunto già dal 1976 con il primo fondo equity indicizzato al mondo e continuata fino ad oggi con 7 dei 10 fondi più richiesti del 2016 che portano la sua firma. Anche la struttura della società è differente da quella delle dirette concorrenti ed ha inciso sulla capacità di Vanguard di mantenere commissioni tanto ridotte. Vanguard è infatti una società 100% posseduta dai risparmiatori, il che non

significa assolutamente no profit, ma bensì che le sue attività sono per definizione esenti da conflitto di interesse visto che azionisti e investitori spesso coincidono. I profitti sono redistribuiti tramite la riduzione delle commissioni sui prodotti stessi oggi in media sotto lo 0.12% (BlackRock grazie ai tagli è riuscita ad arrivare, in media, quasi allo stesso livello su buona parte dell’offerta). Investiti in prodotti Vanguard ci sono oggi 4.200 miliardi di dollari tra fondi indicizzati e ETF (700 miliardi) rispetto ai 5140 miliardi di dollari investiti in BlackRock comprendendo ovviamente la gestione attiva: BlackRock riesce a battere il rivale grazie alle gestioni



istituzionali ma primeggia oggi anche sugli ETF (1.1 mila miliardi di dollari) mentre Vanguard resta leader della gestione fondi indicizzata e mantiene il secondo posto sul mercato ETF mondiale. Il trasferimento di risorse dai colossi dell'Asset Management agli investitori ammonta, solo per i recenti tagli su ETF cui si è accennato, a centinaia di milioni di dollari, ma si tratta di riduzioni ormai imprescindibili per continuare a competere in un mercato che offre margini di manovra minimi alla voce costi ma nel contempo interessantissime prospettive di crescita su volumi ed annesse economie di scala, quelle stesse che da sempre sostengono l'offerta low cost a marchio Vanguard e che, probabilmente, per la difficoltà nel riproporle in Europa (un sistema troppo frammentato), hanno contribuito a moderarne fino ad oggi la presenza. Vedremo se la l'integrazione tra mercati e la trasparenza promesse dalla MIFID II insieme a una maggiore attenzione ai costi costituiranno terreno fertile per un allargamento dell'offerta Vanguard. Confrontando i due dominatori indiscussi del panorama ETF globale, senza questa volta limitare il campo d'indagine ai soli ETF, a metà 2017 gli ultimi dati disponibili parlano di un netto predominio di Vanguard in termini di flussi netti investiti nella società rispetto ai concorrenti di BlackRock: mentre BlackRock ha totalizzato tra il 2012 e il 2017 net inflows cumulati di poco inferiori agli 800 miliardi di dollari, Vanguard si avvicina a toccare quota 1400 miliardi. Si tratta di un predominio confermato anche nei primi sei mesi del 2017 con 215 miliardi di dollari confluiti in prodotti Vanguard a fronte dei 168 miliardi raccolti da BlackRock. Il predominio di BlackRock si evidenzia però ancora saldo in termini di AUM, dove il colosso di New York mantiene il

primato viaggiando verso i sei mila miliardi di dollari contro i 4.5 mila di Vanguard condividendo però con questa i ritmi di crescita.



MIFID II E DOL FIDUCIARY RULE

UN NUOVO IMPIANTO NORMATIVO
ANCHE PER GLI ETF



Se costi ridotti e i volumi sono alla base dell'odierno confronto tra i giganti del panorama ETF, non stupisce che la “guerra dei costi”, si sia intensificata negli ultimi mesi con l'ormai imminente entrata in vigore delle normative MIFID II in Europa e della Fiduciary Rule elaborata dal Labour Department (nonché dei nuovi regolamenti di borsa voluti dalla SEC) negli USA. L'impatto delle nuove regole, in vigore entrambe entro gennaio 2018, dovrebbe dare ulteriore impulso, alla crescita del settore ETF esplicitandone ancor di più il differenziale di costo rispetto alla

gestione attiva e aumentando il livello di confidenza da parte degli investitori più scettici: secondo un sondaggio di BNY Mellon il 55% degli investitori in ETF aumenterà infatti la quota di capitale investita in questi strumenti proprio in considerazione dell'entrata in vigore della nuova normativa. Negli USA la Department of Labour Fiduciary Rule, anche definita Rule on Conflict of Interest, ridefinisce il termine "fiduciario" dai tempi dell'Employee Retirement Income Security Act ossia dopo oltre 40 anni, ed entrerà definitivamente in vigore a partire da gennaio 2018 dopo



un periodo di prova partito già da questo giugno e una serie di rimandi quasi infinita: citiamo, ad esempio, le richieste delle

stesse BlackRock, Vanguard e Invesco che chiedevano più tempo per adeguarsi ai nuovi requisiti, le molte proteste da parte degli stessi AM (Vanguard esclusa...) e la richiesta del neo eletto Presidente Trump di uno stop di oltre 100 giorni per compiere un studio che analizzasse gli effetti dell'entrata in vigore di queste normative sul settore dell'AM americano (la riforma era stata fortemente appoggiata da Obama). Il nuovo impianto normativo obbligherà "de facto" i professionisti della finanza a comportarsi appunto come fiduciari nei confronti della loro clientela, antepoendo, per legge, l'interesse del cliente al proprio. Le nuove regole riguardano tutti i soggetti che forniscono i loro servizi in

riferimento ai retirement plans tradizionali o 401(k) s (a seconda che sia la compagnia presso la quale si lavora a scegliere il tipo di portafoglio o il contribuente in autonomia), ossia i risparmi pensionistici americani, e, di conseguenza, tutti big dell'AM oltre a brokers, traders, assicuratori etc. In assenza di conflitti d'interesse, con maggiore trasparenza e fees ridotte il successo degli ETF nella conquista dei nuovi investitori sarà garantito. E si tratta di molti nuovi investitori, come sa bene iShares, per il quale i retirement plans americani sono in assoluto il miglior cliente, ormai da diversi anni. Oltretutto, la generazione dei baby boomers (oltre sette milioni nei soli Stati Uniti) raggiunge proprio in questi anni l'età pensionabile o comincia comunque a prendere in considerazione di iniziare ad accumulare risorse in questo senso (pre-retirement plans). Si parla di quasi 7 mila miliardi di dollari, insomma di un business immenso che i colossi del mercato ETF non vogliono certo farsi sfuggire anche in ragione del necessario raggiungimento di quei volumi indispensabili per sopravvivere in un futuro ipotetico scenario zero fee. Secondo BNY Mellon, l'inevitabile aumento nei costi di compliance e il necessario supporto tecnologico e di know how necessario a far fronte a queste nuove esigenze, porterà molto probabilmente ad una concentrazione ancora maggiore nel mercato. Saranno molti i piccoli brokers, traders o advisors ad essere acquisiti da operatori di maggiori dimensioni o che con questi dovranno stringere necessariamente delle partnership perdendo magari la propria indipendenza. Non è un caso che noti colossi assicurativi USA come MetLife e AIG abbiano di recente venduto le rispettive divisioni di brokeraggio a causa del previsto aumento dei costi (o riduzione dei margini...). In Europa, se la MIFID aveva contribuito a ridurre le barriere tra paesi per i servizi finanziari e ad

aumentare trasparenza e sicurezza (secondo molti non a sufficienza), la MIFID II, in vigore dal 3 gennaio 2018, tra le molte implicazioni comporterà anche la precisa ed esplicita quantificazione dei costi dell'investimento in valuta locale e la fine delle retrocessioni pagate dalle case di gestione alle banche collocatrici (e quindi ai promotori finanziari). L'effetto di una maggiore trasparenza sui costi e la riduzione degli episodi di conflitto d'interesse dovrebbe essere il medesimo di quello auspicato negli USA, ossia afflussi record sugli ETF. Un'altra implicazione interessante: fino ad ora la strumentazione ETF non è stata regolata dalla normativa MIFID mentre la MIFID II genererà maggiore trasparenza anche su questi strumenti portando in maggiore evidenza le dinamiche di prezzo e dei volumi. Emergeranno quelle che si presumono essere ingenti porzioni di liquidità sommersa e della quale finora non si teneva conto. L'obbligo di rendicontazione per gli ETF potrebbe far infatti emergere volumi ufficiali anche quattro volte superiori praticamente di colpo. Il risultato finale sarà quello di rendere questi strumenti ancora più liquidi. Le implicazioni della MIFID II tuttavia non si limiteranno a quanto visto finora ma avranno ripercussioni pure sulle pratiche del security lending. Secondo molti analisti, la MIFID II aumentando i livelli di trasparenza sui costi dell'investimento, evidenzierà anche i benefici del security lending sui TER. Questa pratica è utilizzata da oltre il 30% degli ETF quotati negli Stati Uniti ma risulta invece ancora poco diffusa



nel panorama europeo a causa delle molte perplessità circa i rischi da esso derivanti per la non immediata disponibilità dei titoli prestatati in caso di necessità, coperture a parte. Per quanto riguarda le retrocessioni ai collocatori, in un sistema come quello sud europeo e specialmente in Italia, dove è ancora saldo il ruolo di intermediazione delle banche (che aumenta enormemente i costi dell'investimento), il nuovo impianto normativo costituirà senza dubbio un cambiamento radicale e l'eliminazione di una

potenziale fonte di conflitto d'interesse non potrà che spingere assets più interessanti. Per quanto riguarda l'integrazione tra i mercati finanziari europei non sono da sottovalutare i nuovi poteri di cui godrà l'ESMA, che si appresta a ricoprire un ruolo assimilabile a quello della SEC americana. Su

Borsa Italiana gli emittenti di ETF rivedono i propri "listini" al ribasso (Xtrackers ad esempio) mentre le nuove quotazioni puntano sin da subito su regimi commissionali aggressivi come nel caso degli HSBC ETF appena sbarcati su Borsa Italiana. La gestione attiva, dal canto suo, impossibilitata a ridurre le fees oltre un certo limite, prova a contenere i costi tramite la disintermediazione data dalla quotazione diretta dei prodotti in borsa e spera in un cambiamento delle condizioni di mercato viste negli ultimi anni, particolarmente favorevoli all'investimento in ETF.

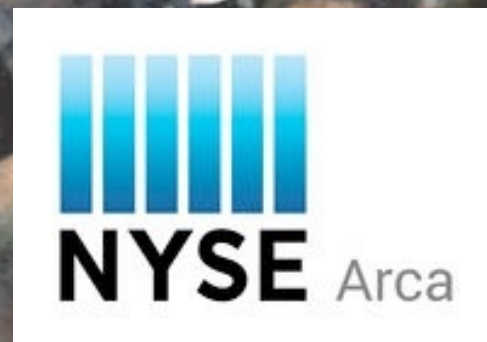
ISHARES RIBILANCIA L'OFFERTA SULLE PRINCIPALI BORSE USA

TRA INCENTIVI, AFFIDABILITÀ E FEE
WAR, ANCHE LA PRIMARY TRADING
VENUE DIVENTA STRATEGICA PER GLI
ETF

Dopo gli undici strumenti che a gennaio hanno lasciato i listini del NYSE per raggiungere quelli della concorrenza, saranno questa volta addirittura 50 gli ETF iShares che abbandoneranno il prossimo primo agosto il segmento Arca del NYSE per iniziare le negoziazioni sulle piattaforme Bats e Nasdaq. NYSE Arca manterrà le leadership sulle negoziazioni ETF per quanto riguarda la vastità dell'offerta con 1515 ETF rispetto ai 324 del Nasdaq e ai soli 158 attualmente quotati sul circuito Bats, confermandola anche in termini di AUM con 2.57 mila miliardi di

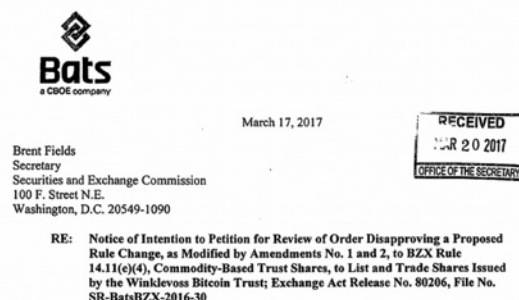
dollari (92% del totale rispetto ai 210 miliardi di dollari del Nasdaq e 13 miliardi della Bats. iShares, in particolare, resterà il principale emittente tra quelli che scambiano su questa borsa pur passando dagli attuali 259 prodotti ai 209 di agosto (sui 337 ETF quotati dalla controllata di BlackRock sulle borse americane). NYSE sarà però così insidiata sempre più da vicino dalla Bats Exchanges nel suo primato in termini di volumi di trading: l'offerta ETF di Bats Exchange copre già ora il 21.56% del volume complessivo degli scambi del mercato ETF contro il 23.33% del NYSE mentre il Nasdaq solo il 13.98%. Nel dettaglio, trenta prodotti arriveranno sulla Bats Exchanges, per larga parte smart beta (13) e settoriali con AUM in alcuni casi anche per decine di miliardi di dollari, mentre 20, più diversificati quanto a tipologia, approderanno al Nasdaq.

Quella che viene definita da iShares in una nota come un semplice "scelta strategica" per riallocare e quindi "diversificare" la propria offerta su più piattaforme è solo l'ultimo capitolo di una serie di partenze eccellenti che ha visto nell'ultimo anno e mezzo oltre novanta ETF di importanti issuer abbandonare il segmento Arca in favore di Bats Exchanges e Nasdaq ed oltre la metà delle nuove quotazioni del 2016 preferire sin da subito le concorrenti del NYSE (pur lasciando a quest'ultimo, per ora, la leadership negli strumenti di maggiori dimensioni). Le motivazioni di questo esodo sono molteplici. La "diversificazione" di cui parla iShares insomma, ricercata anche dagli altri principali emittenti, ha



motivazioni varie e si intende tanto a livello di rischio e regolamenti della piattaforma quanto a livello di competitività presente e futura della propria offerta. In questi anni la competizione fra trading venues si è molto intensificata, sussecandosi innanzitutto in un crescente impatto dei cosiddetti "programmi di incentivo alla liquidità". La Bats Exchanges, ad esempio, come visto già oggi reale antagonista del NYSE per volumi di trading, prevede di diventare entro il 2020 la principale trading venue negli Stati Uniti e ha nel tempo implementato programmi d'incentivazione per market makers, liquidity providers ed emittenti spesso molto più aggressivi di quelli della concorrenza come il Lead Market Maker program e il Competitive Liquidity Provider Program, strategie queste atte a sostenere il ruolo fondamentale di liquidity providers e market makers aumentandone i guadagni. Questi programmi, de facto, remunerano MM e liquidity providers in base ai risultati ottenuti (Consolidated Average Daily Volume ad esempio) secondo schemi spesso concordati con gli emittenti degli strumenti: gli AM possono ad esempio pagare una fee ai market makers in cambio di una maggiore liquidità disponibile mentre i liquidity providers competono tra loro per ottenere dalla borsa una fee in base a migliori e più numerose proposte in acquisto o di vendita. Altri programmi mirano a ridurre fino ad addirittura annullare (si parla di decine o centinaia di migliaia di dollari annui a seconda dello strumento) i costi della quotazione per strumenti con determinati volumi: Bats Exchanges, in particolare, aveva rivoluzionato il mercato con il suo Issuer Incentive program, il primo programma ad offrire denaro in cambio della quotazione di strumenti con sufficienti volumi di trading (anziché appunto richiedere, come consueto, una commissione per la quotazione). I benefici per la borsa sono evidenti, con il richiamo di

AUM maggiori, migliori condizioni di trading spread e un numero maggiore di proposte esposte per gli investitori finali. Questi programmi, in generale, incentivano anche l'accesso alla piattaforma per ETF non ancora dotati di size e liquidità importanti (o ancora di nicchia perché innovativi) ponendo migliori condizioni già in fase di quotazione e nei mesi immediatamente successivi supportandoli così nella difficile fase di lancio e rendendoli da subito più attrattivi e tradati. Le migliori condizioni di trading e i conseguenti maggiori volumi sono imprescindibili per sostenere la riduzione delle fee chieste dalla clientela anche per prodotti complessi come gli smart beta, che dovrebbero fare da traino affinché il preannunciato boom del settore previsto per il 2018 possa realmente verificarsi. Non è infatti un caso che Vanguard, principale concorrente di BlackRock, ma focalizzata sull'offerta low cost (pur con un'offerta smart beta meno articolata), sia ad oggi il solo tra i tre principali AM in ETF a livello globale a non essere ancora presente su Bats Ex. Anche NYSE, naturalmente, propone programmi di incentivo come l'ETP Incentive Program o il ETF Liquidity Provider Program ma tuttavia le sue politiche non sembrano incontrare, come visto, altrettanto successo. Se gli investitori vogliono fees ridotte o nulle in cambio di prodotti sempre più complessi, un altro requisito dal quale gli AM non possono prescindere è però anche quello rappresentato dalla sicurezza offerta dalla stessa piattaforma di negoziazione. In questo caso, per il NYSE, le cose si fanno molto più complicate. Il



sette marzo 2017 infatti, il NYSE Arca ha dovuto affidare ai meccanismi di default la fase di closing auction delle negoziazioni per molti strumenti a seguito di un aggiornamento software della piattaforma non andato a buon fine. La closing auction ha visto notevolmente incrementato il suo peso specifico proprio con la diffusione della replica passiva, ossia degli ETF ed, insieme alla fase di pre apertura, costituisce prerogativa della primary listing venue sulla quale è quotato lo strumento. Secondo Bloomberg, sul totale degli strumenti ETF quotati sul segmento Arca, solo una trentina ha potuto in quell'occasione completare le procedure di chiusura in maniera ottimale. La cosa risulta particolarmente grave perché non si tratta certo di un caso isolato. A tornare alla mente è soprattutto l'estate del 2015, quando, dopo un blocco improvviso (di quattro ore) causato a luglio sempre da un aggiornamento software, i limiti della piattaforma si ripresentarono nella loro gravità in occasione del lunedì nero dell'Asia, ossia il 24 agosto del 2015. In quella che è ricordata come la seconda giornata di maggior attività di trading nella storia dell'equity USA, sul NYSE, tra azioni ed ETF, si registrarono, oltre 1200 sospensioni (61 i prodotti iShares colpiti, il 20% della gamma) con il Dow Jones che archiviò il maggior ribasso da agosto 2011. Durante la notte precedente il crollo, un forte calo dell'equity asiatica aveva scatenato importanti ribassi sugli indici futures azionari europei e



U.S., questi ultimi addirittura a - 7% prima dell'apertura di Wall Street, il tutto in un contesto già in partenza molto difficile. Naturalmente si scatenò una corsa alle vendite e alle coperture in previsione dei cali sulla borsa di New York con conseguente altissima volatilità già nelle fasi precedenti l'apertura vera e propria del mercato. Con un mercato, quello di agosto, già non particolarmente liquido, le amplissime oscillazioni sull'equity fecero scattare le sospensioni per moltissimi titoli con 765 stocks incluse nel Russell 3000 che persero oltre il 10% ed, in generale, solo metà dei componenti dell' S&P 500 in grado di iniziare

regolarmente le consueti orari di essere stoppate (avevano cioè al 5% dei primi 5 10 nei primi 10). crash del maggio stock circuit



quotazioni al apertura senza dai LULD variazioni inferiori minuti, inferiori al Dopo il flash 2010, i single-breakers erano

stati sostituiti dal meccanismo dei Limit Up Limit Down (LULD), progettato per entrare in funzione in condizioni di estrema volatilità e tagliare con forza acquisti e vendite per cinque minuti al fine di dare il tempo agli investitori di fare il punto della situazione e calmierare, di conseguenza, gli episodi di panic sell. Gli ETF, invece, subirono ben 600 stop e, ancor più rilevante, l'evidenza non riguardò solo prodotti poco liquidi per natura ma anche prodotti di ben altro spessore. Furono molte le critiche mosse alle modalità di applicazione degli stop di cui sopra, secondo alcuni troppo grossolani nel gestire situazioni tanto delicate. Per gli ETF, in particolare, non si trattò però del solo problema. All' apertura,

infatti, furono fortissime le divergenze tra valori dell'equity e valori della strumentazione ETF su di essi costruita e molti i problemi per gli investitori che chiusero le posizioni a prezzi molto svantaggiosi rispetto al reale valore dell'investimento: il Guggenheim S&P 500 equal weight ETF, celebre smart beta, perse il 45% in quell'occasione restando ben distante da quotazioni ragionevoli per gli asset sottostanti mentre strumenti correlati con lo stesso mantenevano invece quotazioni più stabili come nel caso dello SPY che registrava "solo" un meno 3.5% a fronte di un S&P 500 a meno 4%. Questo, almeno in linea teorica, non potrebbe accadere grazie alle pratiche di arbitraggio alla base dei replicanti le quali garantiscono l'allineamento tra ETF e valore del paniere sottostante, eppure, in quell'occasione, le procedure automatizzate alla base delle pratiche di market making fallirono nel loro ruolo evidenziando book ETF in apertura disallineati, presi poi d'assalto dal panic sell e dal trading automatizzato. Le motivazioni sono molteplici, e ancora oggetto di dibattito, ma, in questa sede, il focus va necessariamente posto sulle peculiarità della piattaforma NYSE. All'apertura della borsa i market makers non furono in sostanza in grado di stabilire il fair value delle azioni interessate dagli stop ritardando di pochi minuti l'impatto riequilibrante dei meccanismi di arbitraggio in grado di ricollegare il prezzo dell'ETF al valore del suo benchmark, meccanismi, questi, poi rallentati anche nella fase di riallineamento dagli stessi Limit Up Limit Down che avevano fatto scattare le sospensioni. Se i LULD, però non costituivano esclusiva del NYSE, questi dimostrarono però i suoi limiti soprattutto in relazione all'integrazione con altre regolamentazioni della specifica piattaforma. Parte del problema va infatti imputato alla Rule 48,

una componente a dir poco “storica” dei regolamenti NYSE che entra in vigore in casi di estrema volatilità al fine di garantire un’apertura delle negoziazioni ordinata in giornate che si preannunciano particolarmente volatili già prima della campana. La Rule 48, applicata 3 volte in quella settimana e 77 dalla sua entrata in vigore, agisce velocizzando l’apertura tramite la sospensione dei normali requisiti informativi che vogliono il prezzo delle azioni annunciato solo previa approvazione degli specialisti del floor prima della campana di apertura. Questa procedura, avrebbe però la controindicazione di limitare fortemente la capacità dei market makers di analizzare correttamente le informazioni prima dell’apertura e, se associata all’operato dei LULD, sarebbe di conseguenza in grado di limitare proprio i meccanismi di arbitraggio alla base dei replicanti. Anche per



questo deficit informativo i market makers non sarebbero stati in grado di calcolare il fair value dell’equity sospesa lasciando libera la strada al divario tra prezzi ETF e quotazioni dei titoli in apertura.

Gli AM hanno chiesto e ottenuto la revisione delle regole chiedendo più trasparenza e soprattutto un miglior feed in fase di pre apertura. Il legame tra emittenti e trading venues sarà in futuro sempre più stretto ed episodi come quello riportato aiutano, seppur a caro prezzo, a strutturare mercati più attenti alle peculiarità degli ETF e alle loro specifiche esigenze. Oggi una nuova rivoluzione a livello regolamentare è in procinto di mettere nuovamente alla prova le specificità di questa categoria di strumenti finanziari in relazione alle caratteristiche intrinseche dei canali borsistici. I cambiamenti approvati in marzo dalla SEC per la modifica degli standard di quotazione degli ETF, ossia le nuove “regole di quotazione continua” o “Continued Listing Standards”, porteranno alcuni requisiti iniziali a dover essere monitorati e rispettati costantemente e non solo, come sempre accaduto, solo in sede di quotazione iniziale, costringendo gli operatori, tanto emittenti che trading venues, a spese importanti per il monitoraggio continuo di prodotti e indici soprattutto in termini di diversificazione e liquidità. Bats Exchanges, NYSE Arca e Nasdaq hanno presentato alla SEC differenti proposte in merito alla possibilità di introdurre questi “ongoing standard” e non poche sono state le critiche dei principali Asset Managers circa la fattibilità di questi controlli, ma, nonostante questo, le nuove regole saranno applicate a far data dal primo ottobre 2017 su Bats Exchanges e NYSE e dal primo agosto sul Nasdaq. Concludiamo ricordando che il circuito Bats si è esposto direttamente per l’approvazione di una proposta di quotazione per il primo ETF sul Bitcoin, chiedendo la revisione di un verdetto SEC inizialmente contrario: in tale occasione la SEC aveva argomentato la propria decisione principalmente facendo riferimento a problematiche di

sicurezza inerenti la criptovaluta. Un verdetto SEC favorevole allo strumento potrebbe portare a Bats un ulteriore ed enorme vantaggio in termini di immagine se la piattaforma riuscisse a fornire i requisiti di sicurezza necessari a concretizzare la quotazione del primo ETF sulla famosa criptovaluta.



primosegno MAGAZINE



The screenshot shows the website's navigation bar with links for 'The News', 'Seconda pagina', 'I nostri speciali', 'Arte ed eventi', 'Info', and 'Shop'. Social media icons for LinkedIn, Facebook, and Twitter are also present, along with a 'Login/Sign up' button. The main content area features a large 'The News' heading, a 'Notiziario' section with a play button icon, and a 'golf awards' badge. A sidebar on the right includes a 'unique' logo and a 'E' uscito il primo numero' announcement. The footer contains a grid of categories: 'Economia', 'Finanza', 'Impresa', 'Curiosità', and 'I nostri speciali', each with a representative image and brief description.

SMART BETA AL COSTO DI UN PLAIN VANILLA?

MOODY'S AVVERTE SUI RISCHI DI UNA NUOVA CORSA AL RIBASSO SUGLI ETF SMART BETA MA GOLDMAN SACHS INSEGUE VANGUARD E SCENDE ANCORA SOTTO LO 0.10%

GOLDMAN
SACHS

Mentre gli ETF continuano a trionfare nella raccolta ai danni della gestione attiva e la fee war imperversa da quasi un anno tra gli stessi issuers, negli USA si cominciano a vedere i segnali dell'inasprirsi del confronto anche in campo smart beta. Giovedì quindici settembre, Moody's, nel suo consueto Sector Comment settimanale, ha deciso di portare all'attenzione una problematica già in parte affrontata dall'agenzia, seppur indirettamente, in occasione del recente downgrading inflitto al senior debt targato Templeton (da un anno anche emittente di ETF), ossia le

implicazioni negative che una eccessiva riduzione delle fee avrebbe sui margini dei relativi issuer e sulle relative valutazioni di rating. Il riferimento, in questo caso, non riguarda solo gli ETF tradizionali, ma, appunto, i sempre più diffusi smart beta, insomma la più recente evoluzione della specie. E' noto che single e multifactor beta stanno già osservando una dinamica di



contrazione delle fees richieste alla clientela, ma questa, fino ad oggi, si è dimostrata più contenuta rispetto a quanto visto sui prodotti tradizionali che sono ormai offerti con expense ratio annue anche inferiori allo 0.10%. Insomma, in media, gli ETF smart beta, anche in ragione della maggiore complessità, non possono ancora considerarsi oggi un prodotto cheap: Moody's, prendendo in

esame i 100 prodotti più grandi, calcola infatti un'expense ratio media dello 0.33% (0.27% se non si esclude Vanguard dal calcolo) mostrando costi che oscillano in generale tra lo 0.20% e lo 0.40% annuo con soltanto i dieci prodotti smart beta più grandi, e dunque più competitivi, in grado di minimizzare le spese fino a una media dello 0.18%. Le expense ratio richieste dalla maggior parte degli

smart beta restano dunque pari alla metà di quanto richiesto da una gestione attiva tradizionale (concorrente diretta soprattutto per i multifactor) e sono pertanto già più che allettanti per gli investitori che considerano le repliche rule based un'alternativa concreta. Negli ultimi due anni, però, la diffusione sempre maggiore di smart beta single factor e da quest'anno anche multifactor (questi ultimi hanno preso il posto delle strategie dividend quali allocazione privilegiata per i nuovi investimenti smart beta) insieme con la conseguente maggior competizione, hanno spinto gli issuer più grandi a prendere posizione anche sulla nicchia di mercato rappresentata dall'offerta di questi prodotti, e specificatamente di strategie value, growth e high dividend, a costi anche inferiori allo 0.10% annuo. In sostanza, questi prodotti si sono dimostrati in grado di accumulare ingenti AUM e volumi di

trading sufficienti a giustificare spese tanto contenute. Parliamo comunque di un numero estremamente ridotto di ETF, che tra iShares, Vanguard (leader con oltre 70 miliardi di dollari investiti nei suoi tre prodotti SB sotto lo 0.10%), Schwab (anche questa storicamente improntata su un'offerta low cost) e la stessa Goldman

non supera la decina. Tuttavia, qualcosa sta cambiando. Il commento di Moody's fa esplicito riferimento all'annuncio della prossima quotazione sul circuito Bats (sarebbe poi avvenuta il giorno 12/9), da parte di Goldman Sachs AM, di un nuovo ETF della gamma smart beta low cost dell'asset manager, il Goldman Sachs Equal Weight U.S. Large Cap Equity ETF (un equal

weighted su titoli large cap a stelle e strisce che replica il Solactive US Large Cap Equal Weight Index) per il quale GSAM richiede infatti, già in fase di prima quotazione, solo lo 0.09% di spese annue. Si tratta di meno della metà di quanto richiesto per accedere a prodotti assimilabili gestiti dalla concorrenza tra i quali il famoso Guggenheim S&P 500 Equal Weight

ETF, tra gli smart beta più grandi (oltre 13.5 miliardi di dollari di AUM) e che oggi è disponibile sul mercato al costo dello 0.20% annuo. Se pensiamo che il prodotto Guggenheim era già stato costretto a dimezzare le spese dallo 0.40% nel giugno scorso, la spinta al ribasso in atto è ancor più evidente. Ma non finisce qui. Osservare prodotti smart beta sotto il livello simbolo dello 0.10%



colpisce a maggior ragione in quanto questo livello di spese coincide con quanto mediamente richiesto su un prodotto plain vanilla di successo, quelli più diffusi e cheap in assoluto. A titolo di esempio, le spese coincidono infatti con quelle dell'ETF tradizionale (market cap weighted) più grande e più scambiato, ossia il noto SPY, lo State Street Corp. S&P 500 ETF Trust con

AUM per 246 miliardi di dollari. L'offensiva di GSAM colpisce anche perché mirata a rompere nuovamente lo status quo del mercato smart beta "aggredendo" un prodotto simbolo riproponendo quanto già visto l'inverno scorso quando iShares era stata costretta a ridurre di molto le fees richieste su buona parte dell'offerta multifactor proprio per

arginare il divario con GSAM anche in questo segmento (dopo che la gamma ETF di BlackRock aveva già da poco rinunciato a centinaia di milioni per adeguare il proprio regime commissionale a quello imposto da sui plain vanilla da Vanguard). Inevitabile l'alert dell'agenzia di rating sul possibile inizio di una corsa al ribasso dei prezzi anche da parte di tutti i concorrenti e su altre

strategie smart beta e quindi anche le più recenti e onerose multifattoriali. L'ambizione di GSAM di riuscire, nonostante l'ingresso recente sul mercato ETF, a guadagnare quote di mercato puntando sugli smart beta ma a costi estremamente ridotti (di essere "la Vanguard degli smart beta", come ormai la definisce Bloomberg Intelligence) era già evidente nel 2015, quando sorprese il mercato con il lancio del Goldman Sachs ActiveBeta US Large Cap Equity ETF, ossia proprio un multifattoriale low cost con solo lo 0.09% di fee che ad oggi ha superato i due miliardi di AUM. Secondo Moody's, se la spinta al ribasso coinvolgesse, come prevedibile, l'intero mercato smart beta, la riduzione dei margini sarebbe tale da minare non solo le valutazioni di rating di BlackRock, Inc. (A1 positive), State Street Corporation (A1 stable), WisdomTree (unrated) e Invesco Ltd. (A2 stable) riducendo i margini della loro estesa e remunerativa gamma ETF smart beta, ma anche di impattare sui conti di quegli AM attivi sbarcati sul mercato ETF con un certo ritardo. Questi ultimi speravano di godere dei margini più interessanti tipicamente generati da un'offerta smart beta multifattoriale per compensare gli ingenti deflussi sperimentati per troppi anni dalle relative gestioni attive, puntando sulla qualità e su indici proprietari in grado di valorizzare brand molto noti. Il riferimento va a Janus Capital Group Inc. (Baa3 Positive anche e soprattutto grazie alla fusione con Henderson), Legg Mason, Inc. (Baa1 Negative), Franklin Templeton (A1 Negative), che negli ultimi dodici mesi hanno mosso i primi passi nel mondo ETF e alcuni dei quali hanno già ricevuto commenti non particolarmente positivi da parte delle agenzie di rating.

BERGAMÉ
la Bergamo Curiosa

L'importante riconoscimento
Le mura di Città Alta diventano patrimonio dell'Unesco

Arte e Teatro
Va in scena il territorio bergamasco

Festival dell'Economia
Il Prof. Remuzzi parla del diritto alla salute

VIVERE I LAGHI
L'atmosfera magica dei bacini naturali

PRIMOSEGNO EDIZIONI SRL | Numero 26 | Luglio Agosto Duemiladiciassette | € 2,00

PRIMOSEGNO EDIZIONI SRL | Numero venticinque | Maggio Giugno Duemiladiciassette | € 2,00

ARTE | CULTURA | NATURA | TRADIZIONI | STORIA | ECONOMIA

LA SINTESI

TABELLE DI SINTESI

Con questo numero intendiamo fornire ai lettori ulteriori indicazioni con l'ausilio di tabelle. Potrete quindi accedere a questi contenuti alla pagina di



nella sezione dedicata a



[Clicca qui per ACCEDERE.](#)

Disclaimer

Il regime fiscale proprio dei proventi derivanti dall'investimento in ETF varia in funzione della natura del soggetto investitore e del suo paese di residenza. Non esiste, pertanto, un'unica aliquota fiscale applicabile a detti proventi.

Si consiglia a ciascun investitore di rivolgersi al proprio consulente fiscale per verificare quale sia il regime di tassazione applicabile ai proventi derivanti dall'investimento in ETF effettuato. La tabella riporta la percentuale investita dagli ETF quotati su Borsa Italiana in titoli a tassazione agevolata, strumentale per il calcolo dell'aliquota fiscale di ciascun ETF e applicabile nel secondo semestre 2017. Vengono riportate esclusivamente le percentuali diffuse dagli emittenti e limitatamente agli strumenti per i quali queste differiscono da valore nullo. I dati riportati non costituiscono in alcun modo informativa legale riconosciuta dagli emittenti e Primosegno Edizioni non si assume nessuna responsabilità circa il loro impiego.

Ogni informazione contenuta nel presente trimestrale non costituisce sollecitazione al risparmio, né può essere considerata attività di consulenza o divulgativa di indicazioni sull'investimento.



© PRIMOSEGNO EDIZIONI S.R.L.

Via Teodoro Frizzoni, 22 - 24121 Bergamo

www.primosegno.com

primosegno@icloud.com

Direttore Responsabile: Giuseppe Politi

Direttore Scientifico: Emanuele Basso Ricci

ETFNews è un periodico trimestrale

registrato al Tribunale di Bergamo

n. 13/2017 il 05 luglio 2017