



Prof. Francesco Franzoni

Francesco Franzoni è Professore di Finanza dello Swiss Finance Institute presso l'Università della Svizzera italiana. Ha un dottorato in Economia del MIT e dirige l'Istituto di Finanza dell'USI. La sua ricerca si concentra sugli investitori istituzionali come gli hedge fund e gli ETF e sul loro effetto sui prezzi delle attività.

Gli ETF aumentano la volatilità del mercato azionario?

Gli ETF hanno riscosso un successo sempre maggiore negli ultimi due decenni. La quota della capitalizzazione di mercato dell'S&P 500 posseduta dagli ETF (c.d. ownership) è salita dallo 0,1% del 2000 al 7,1% nel 2015: l'ammontare di masse in gestione degli ETF è attualmente pari a oltre due volte quello gestito dei fondi comuni indicizzati. La crescente popolarità degli ETF rispetto ai tradizionali fondi indicizzati è in gran parte ascrivibile al maggiore accesso che forniscono alla liquidità e alla diversificazione. Ci si potrebbe tuttavia chiedere se la facilità di negoziazione all'origine del loro successo possa avere conseguenze indesiderate per i titoli sottostanti nei loro panieri. Il SFI Prof. Francesco Franzoni, ed i co-autori Itzhak Ben-David, Ohio State University, e Rabih Moussawi, Villanova University, contribuiscono alla letteratura con lo studio di prossima pubblicazione nel *Journal of Finance*. I loro risultati mostrano che gli aumenti nell'ownership degli ETF accrescono la volatilità non fondamentale dei titoli, poiché gli shock di liquidità si propagano tramite il canale dell'arbitraggio.

Cosa sono gli ETF?

Gli ETF sono società d'investimento il cui obiettivo è replicare la performance di un indice, analogamente ai fondi comuni indicizzati, ma a differenza di questi ultimi sono quotati in borsa e negoziati durante l'intera giornata. Gli ETF sono simili ai futures in quanto replicano un indice, ma a differenza dei futures non prevedono il rinnovo del contratto in scadenza. Nel complesso gli ETF offrono agli investitori con orizzonti di investimento incerti una soluzione liquida e a costi contenuti per replicare un indice.

Come vengono creati gli ETF?

Gli ETF sono negoziati nel mercato secondario da investitori retail e istituzionali. Tuttavia, a differenza dei fondi chiusi, nuove azioni possono essere create o riscattate da specifici investitori istituzionali chiamati "partecipanti autorizzati" e tali transazioni costituiscono il mercato primario degli ETF. Possono presentarsi opportunità di arbitraggio quando il prezzo delle azioni degli ETF, determinato dalla domanda e dall'offerta nel mercato secondario, diverge dal valore dei titoli sottostanti. Ad esempio, qualora un ETF quoti a premio rispetto ai titoli sottostanti, i partecipanti autorizzati hanno un incentivo ad acquistare i sottostanti e creare nuove azioni dell'ETF per venderle poi nel mercato secondario.

Qual è l'impatto degli ETF sul mercato?

I dati empirici, che coprono gli ETF quotati sulle borse USA tra il 2000 e 2015, mostrano che poiché gli investitori spinti dall'arbitraggio acquistano e vendono ETF e contemporaneamente vendono e acquistano le azioni sottostanti, gli shock di domanda e di offerta si trasferiscono dagli ETF ai sottostanti e la volatilità aumenta. Stando ad alcuni operatori del settore, il 50% del volume dell'ETF sull'S&P 500 è legato all'arbitraggio. I risultati delle ricerche mostrano come un aumento di una deviazione standard nell'ownership degli ETF determini un rialzo della volatilità delle azioni dell'S&P 500 fino al 16%. Ulteriori stime mostrano come tali aumenti della volatilità azionaria siano difficilmente imputabili al miglioramento nella price discovery dovuto agli ETF.

Quali sono le implicazioni della maggiore volatilità azionaria dovuta agli ETF?

L'aumento della volatilità azionaria dovuto agli ETF è in parte non diversificabile e pertanto rappresenta, specie per gli investitori con un orizzonte di trading breve, una forma di rischio sistematico. I dati supportano il fatto che l'ownership degli ETF possa meritare un premio per il rischio; stime empiriche suggeriscono che i portafogli di azioni caratterizzate da un'alta ownership evidenziano alfa positivi di circa 50 pb.

A cosa dovrebbero prestare attenzione gli investitori?

Gli eventi recenti hanno mostrato che l'andamento degli ETP, di cui gli ETF sono un sottoinsieme, non sempre corrisponde alle aspettative degli investitori. Ad esempio, il tracollo della ETN "XIV", che forniva l'inverso del rendimento del VIX, mostra come alcuni di questi strumenti comportino rischi elevati e possano causare perdite estreme.

In conclusione, gli ETF hanno apportato un'auspicata diversificazione ai portafogli degli investitori a costi ridotti e sono nel complesso una gradita innovazione nei mercati finanziari. Al pari di tutte le forme di innovazione finanziaria, tuttavia, possono presentare conseguenze indesiderate. Tanto gli investitori quanto le autorità dovrebbero prestare particolare attenzione ai rischi legati a tali strumenti finanziari per evitare che questi ultimi diventino tossici.





Giordano Lombardo

Giordano Lombardo è Presidente di Rationis Srl. In passato è stato CEO e Group CIO di Pioneer Investments, ex responsabile dell'Asset Management di Unicredit ed ex Presidente di Assogestioni, l'associazione italiana del risparmio gestito. Ha una formazione di economista con 30 anni di esperienza nel settore dell'asset management e ha iniziato la sua carriera come analista e gestore di portafogli.

ETF: l'importanza dell'educazione finanziaria

Gli exchange-traded fund (ETF) sono stati probabilmente la maggiore storia di successo degli ultimi 25 anni nell'industria del risparmio gestito. Con oltre 3.000 miliardi di USD in gestione, sono uno dei segmenti in più rapida espansione di questo settore, con prospettive di una crescita futura sostenuta. Come tutte le storie di successo, gli ETF attraggono sia grande entusiasmo che aspre critiche. Il loro principale punto di forza è l'accesso al mercato a bassi costi. Gli ETF hanno reso possibile l'investimento in un'ampia gamma di asset class, dalle semplici azioni e obbligazioni a investimenti meno tradizionali quali i metalli preziosi, i mercati emergenti, la volatilità o gli asset alternativi. Sono disponibili a prezzi analoghi a quelli dei fondi indicizzati e sono quotati in borsa: presentano quindi costi di gestione e distribuzione inferiori a quelli dei fondi comuni.

Critiche: vecchie e nuove

Le critiche si sono focalizzate sull'adeguatezza per i clienti retail, sulla loro complessità e sui costi di transazione. Gli ETF coprono talvolta asset esotici che sono poco noti agli investitori retail. Alcuni ETF ("ETF sintetici") forniscono esposizione tramite swap o notes, che comportano strutture di portafoglio e rischi di controparte. Gli ETF che offrono esposizione a rendimenti a leva o inversi o alla volatilità sono particolarmente complessi. L'investimento in ETF comporta commissioni di negoziazione, bid-ask spread e talvolta divari significativi tra la quotazione e il NAV, specie nel caso in cui gli asset sottostanti siano meno liquidi. Lo studio del SFI Prof. Franzoni et al. aggiunge un ulteriore punto critico in merito agli ETF, ossia l'aumento della volatilità dei titoli sottostanti dovuto all'attività di trading degli arbitraggisti in ETF. Questo effetto è poco noto persino agli investitori professionali e desta alcuni interrogativi in merito al possibile uso effettivo di questi strumenti.

L'impiego strategico e tattico degli ETF

Vi sono due modalità con cui gli investitori professionali possono utilizzare gli ETF: tattica e strategica. Esempi di utilizzo tattico degli ETF possono essere l'investimento di liquidità in eccesso per rimanere pienamente investiti o l'impiego di questi strumenti in reazione ad andamenti di breve termine del mercato. Per chi effettua questi investimenti, l'aumento della volatilità causato dagli ETF è sicuramente importante, alla luce dell'orizzonte di breve periodo di questi investitori.

È possibile che con un orizzonte a breve termine la maggiore volatilità indotta dall'inclusione degli ETF influenzi il risultato di una data strategia. In teoria questo effetto dovrebbe avere un'incidenza minore sugli utilizzatori strategici di ETF, con un orizzonte di lungo periodo, in quanto dovrebbe esservi più tempo per una price discovery fondamentale relativa ai titoli sottostanti. In realtà, tuttavia, persino l'utilizzo strategico degli ETF comporta sfide e opportunità.

Si prenda l'esempio di un'applicazione strategica: un prodotto smart beta utilizzato per sostituire un fondo a gestione attiva al fine di assumere un'esposizione a uno specifico premio per il rischio di un fattore (ad es. mid-cap value). La sfida: la proliferazione degli indici e delle strategie smart beta potrebbe generare un effetto di "posizione affollata" su singoli titoli, in quanto la maggior parte dei prodotti tende a seguire regole simili per generare esposizioni fattoriali. Queste "posizioni affollate", a loro volta, amplificherebbero gli effetti di volatilità studiati dal SFI Prof. Franzoni et al., causando un'attuazione meno efficiente della strategia fattoriale stessa. Con riferimento alle opportunità, l'effetto di inclusione degli ETF genera un "premio per il rischio ETF" con uno specifico alfa ad esso associato. Ciò consente agli investitori di cogliere fonti di alfa aggiuntive sia investendo nei titoli maggiormente interessati dall'effetto di inclusione, oppure, al contrario, investendo nei titoli *non* inclusi nelle posizioni ETF affollate, che offrono quindi un profilo di rendimento più stabile nel tempo.

In sintesi, lo studio del SFI Prof. Franzoni et al. contribuisce al dibattito sulla possibilità che la proliferazione di strumenti (quasi-)passivi produca maggiori inefficienze nel mercato. Lo studio evidenzia altresì l'importanza dell'educazione finanziaria in merito agli ETF date le loro complessità specifiche e non sempre comprese. E ciò non vale solo per gli investitori retail: sebbene vengano dedicate significative risorse professionali all'analisi e alle ricerche sui gestori attivi, gli acquirenti di fondi e i consulenti d'investimento dedicano molto meno tempo e risorse all'analisi di strumenti passivi o basati su regole come gli ETF. Anche qui, quindi, vale il vecchio motto *caveat emptor* (stia in guardia il compratore).

