



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

"Gli ETF e lo Smart Beta"

RELATORE:

PROFESSOR LORENZO ROCCO

LAUREANDO: MARCO BASSAN

MATRICOLA N. 1088762

ANNO ACCADEMICO 2016 – 2017

INDICE GENERALE

INTRODUZIONE	7
CAPITOLO 1	9
IL FUNZIONAMENTO DEGLI ETF	9
1.1 Creation/Redemption Process e il Mercato Secondario degli ETF	11
1.2 La valutazione degli ETF attraverso il Tracking Error	14
1.4 Rischi ETF	16
1.5 Gli ETF nelle strategie di Asset Allocation	19
CAPITOLO 2	23
LO SMART BETA	23
2.1 Il contesto di sviluppo.....	23
2.2 Il Factor Investing.....	24
2.2.1 Cosa sono i Fattori?.....	24
2.2.2 L'importanza della ciclicità dei fattori	27
2.2.3 Dalle ricerche accademiche sui fattori alle strategie Smart Beta	29
2.3 Gli ETF Smart Beta	30
2.3.1 Attivo, passivo o qualcosa nel mezzo?.....	31
2.3.2 Classificare le strategie Smart Beta.....	32
2.3.3 Perché scegliere gli Smart Beta ETF.....	33
2.3.4 Implementare gli ETF Smart Beta nel portafoglio.....	34
2.4 Smart Beta ETF un valore aggiunto per il portafoglio o una semplice trovata di marketing?	35
2.4.1 Factor investing e market-cap investing a confronto	37
CONCLUSIONE	41
BIBLIOGRAFIA	43
RINGRAZIAMENTI	45

INTRODUZIONE

“The Revolution Has Just Began”. Questo era ciò che diceva Steve A. Schoenfeld, fondatore e CIO della società BlueStar Global Investors, LLC, quindici anni fa descrivendo la crescita dell’indicizzazione ma soprattutto quella di una recente introduzione che sta cambiando le logiche di asset allocation dei portafogli. Gli Exchange Traded Fund (ETF).

La nascita degli ETF e la più recente implementazione di nuove strategie d’investimento chiamate Smart Beta hanno ottenuto un così ampio successo nel mercato che attualmente sono considerati gli strumenti d’investimento con la più rapida crescita dell’industria del risparmio gestito. La crisi del 2008, generata anche a causa delle attività degli istituti finanziari i quali vendevano prodotti d’investimento senza tener in considerazione della cultura finanziaria e del profilo di rischio degli investitori, ha indotto questi ultimi a cercare prodotti sempre più trasparenti che garantiscono elevata liquidità ad un costo più accessibile.

Il presente lavoro mira a trovare quali sono le ragioni che hanno portato gli Exchange Traded Fund, prima, e gli Smart Beta ETF, poi, a raccogliere numerosi consensi nel mercato, in particolar modo analizzando le caratteristiche peculiari che rendono tali prodotti così attrattivi ma con occhio critico, esplicitando anche quali sono le accortezze che gli investitori dovrebbero tenere in considerazione nella scelta e l’implementazione di tali prodotti.

Nella prima parte dell’elaborato, dopo aver chiarito che cosa sono gli Exchange Traded Fund, vengono presentati i principali vantaggi che essi offrono all’investitore: accesso, trasparenza, liquidità ed efficienza nella tassazione. Una volta definiti questi aspetti verrà approfondito il tema del creation/redemption process, in particolare, mostrando come l’attività di arbitraggio compiuta dagli Authorized Participant, gli unici legittimati a creare e rimborsare le quote degli ETF, consente di mantenere il prezzo con cui vengono scambiate le quote del fondo in borsa in linea con il proprio fair value. Il potenziale di questi ETF non risiede solo nella trasparenza e i bassi costi, ma anche nella possibilità concessa all’investitore di utilizzare tali prodotti nell’attività di asset allocation sia per la parte core che per l’allocation strategica e tattica della parte satellite.

Nel secondo capitolo si presenta la più recente introduzione delle strategie Smart Beta, mostrando come queste abbiano cambiato le logiche dell’asset allocation nella costruzione dei portafogli. Tali strategie, pur essendo innovative, trovano origine nel factor investing. Sviluppato per la prima volta negli anni ’70 è stato argomento di numerose ricerche accademiche volte a individuare quali erano i fattori che potessero spiegare al meglio le fonti

di rischio e rendimento delle azioni. Le strategie Smart Beta, definite come criteri di ponderazione dei titoli alternativi al tradizionale schema della capitalizzazione di mercato, sono state inizialmente adottate dai gestori attivi nei propri portafogli con lo scopo di generare un Alpha positivo. Solo in seguito, l'utilizzo di tali strategie nella costruzione di indici di borsa ha consentito ai provider di ETF di aumentare la propria gamma di prodotti offerti agli investitori. Si dice che l'avvento degli Smart Beta ETF nel panorama degli investimenti abbia "democratizzato" queste fonti di rendimento e rischio consentendo a tutti gli investitori di beneficiare dei vantaggi offerti dal factor investing. In particolar modo, attraverso gli Smart Beta ETF gli investitori hanno l'opportunità di perseguire strategie mirate ad ottenere un rendimento in eccesso rispetto al mercato, in precedenza possibile solo dai gestori attivi, combinando allo stesso tempo trasparenza, economicità ed elevata liquidità, tipiche dei prodotti puramente passivi.

Tuttavia l'extra-rendimento generato dagli Smart Beta ETF rispetto al mercato non deve indurre gli investitori a considerare tali prodotti migliori rispetto ai tradizionali ETF, che replicano indici a capitalizzazione di mercato, sostituendoli sistematicamente nei propri portafogli, in quanto ognuno consente di perseguire due tipi di strategie differenti: Se il primo si basa su una decisione attiva che riflette la visione dell'investitore offrendo un'esposizione parziale al mercato azionario, il secondo è adatto ad una strategia d'investimento puramente passiva, di lungo periodo e che non determini elevati turnover nel portafoglio.

Nonostante le numerose critiche gli ETF e gli SB ETF hanno ampliato in modo significativo il panorama delle opportunità d'investimento, soddisfacendo completamente quelle che sono le esigenze attuali degli investitori e consentendo ad essi di accedere ad una gamma sempre più vasta di asset class, prima irraggiungibili a causa dei costi troppo elevati.

CAPITOLO 1

IL FUNZIONAMENTO DEGLI ETF

Gli Exchange Traded Fund (ETF) sono fondi d'investimento quotati in borsa che si propongono di replicare un determinato indice attraverso l'acquisto dei titoli che lo compongono e offrendo all'investitore un'esposizione il cui valore dipende dalla performance di questi ultimi. A seconda del metodo di replica utilizzato, gli ETF possono essere classificati in due macro categorie: Gli ETF a replica fisica e quelli a replica sintetica. Con la replica fisica il fondo intende seguire il più fedelmente possibile l'andamento dell'indice di riferimento attraverso l'acquisto di tutti i titoli sottostanti o solo di un campione rappresentativo (se il numero è estremamente elevato e difficilmente reperibile per questioni di liquidità) utilizzando lo stesso schema di ponderazione adottato dall'indice. La replica sintetica invece traccia l'indice di riferimento attraverso la stipula di un contratto swap con una controparte selezionata, in base al quale il fondo trasferisce ad essa il denaro, derivante dalle sottoscrizioni, vedendosi riconoscere in contropartita la performance total return del benchmark al netto del costo dello swap.

Il primo ETF, Toronto Index Participation Shares, nasce in Canada nel 1990 come replica dell'indice TSE 35 (indice che comprende le maggiori 35 società canadesi per capitalizzazione di mercato). Nonostante il successo del primo periodo, non si diffuse sul mercato e il fondo venne chiuso. Per questo motivo l'Exchange Traded Fund considerato il più vecchio è lo S&P 500 SPDR (Standard & Poor's Depositary Receipt); conosciuto come SPY, è l'ETF che ha avuto il maggiore successo tra tutti. Difatti, alla fine del primo anno terminò con \$475 milioni in Asset Under Management (AUM) e oggi rappresenta il più grande ETF nel mondo.¹

Dagli anni '90 in poi la domanda, sia di investitori istituzionali che privati, è cresciuta esponenzialmente, così che oggi gli ETF possono essere considerati come lo strumento d'investimento che ha avuto la più veloce crescita e diffusione tra tutti gli strumenti finanziari innovativi negli ultimi 20 anni. Alla fine del 2003 gli asset netti investiti ammontavano a 151 miliardi di dollari con 119 ETF registrati sul mercato americano contro i 1832 miliardi di

¹ JOANNE, M.HILL, NADI, D., e HOUGAN, M., 2015. *A comprehensive guide to exchange traded funds (ETFs)*. p. 14.

dollari e 1364 registrazioni del 2014.² A metà del 2016, gli ETF rappresentavano il 10% della capitalizzazione di mercato dei titoli scambiati presso la Borsa valori americana.³

A fine Aprile 2017 gli ETF hanno raggiunto i 4.000 miliardi di dollari in AUM per un totale di quasi 7.000 exchange-traded product gestiti da 313 case di gestione di tutto il mondo.⁴

Alcuni dei fattori che hanno determinato questa rapida diffusione degli ETF sono collegati alle caratteristiche che rendono tali prodotti attrattivi per gli investitori:

Economicità: Rispetto ai Fondi Comuni d'investimento gli ETF sono più economici poiché, essendo per la maggior parte fondi indicizzati, non sopportano i costi di gestione di un portafoglio attivo. Inoltre, essendo scambiati in Borsa (exchange traded), un investitore che intende acquistare delle quote di un ETF può semplicemente effettuare l'operazione attraverso il proprio intermediario il quale sopporterà tutti i costi riguardanti l'analisi del profilo del cliente e la produzione della documentazione necessaria. Al contrario, nel caso di un Fondo Comune d'Investimento, è proprio il fondo a sopportare tali costi.

Accesso: Gli ETF hanno aperto la possibilità a tutti i tipi di investitori, dal più piccolo al più grande, di beneficiare di una grande varietà di asset class su cui investire permettendo di diversificare il proprio portafoglio. Grazie agli ETF, ora anche un piccolo risparmiatore può investire in asset come oro, obbligazioni di mercati emergenti, valute, volatilità e asset alternativi i quali, in precedenza, erano troppo costosi e accessibili solo dai grandi investitori istituzionali.

Trasparenza: I fondi d'investimento comune, per legge, sono obbligati a rendere pubblici i titoli presenti nei propri portafogli trimestralmente. Ciò comporta che nel periodo tra una pubblicazione e l'altra gli investitori non hanno alcuna idea dei titoli presenti all'interno del fondo. Tale riluttanza dei fondi d'investimento comune a rendere pubbliche le informazioni riguardo ai propri portafogli è dovuta anche dal fatto che i gestori non hanno alcuna intenzione di rivelare informazioni che possano svelare ai competitor la propria strategia d'investimento che, in genere, è diretta allo sfruttamento delle imperfezioni del mercato per trarne profitto. Al contrario, i provider di ETF pubblicano nel proprio sito internet l'intero contenuto dei portafogli con una cadenza giornaliera e queste informazioni possono essere raccolte dalle società che curano l'informazione finanziaria.

² ANTONIEWICZ, R., e HEINRICHS, J., 2014. *Understanding Exchange-Traded Funds: How ETFs Work*. p.2.

³ BEN-DAVID, I., A. FRANZONI, F., MOUSSAWI, R., 2016. *Exchange Traded Funds (ETFs)*. p. 2.

⁴ ROBIN WIGGLESWORTH, 10 Maggio 2017. Global ETF assets reach \$4tn, *The Financial Times*. Disponibile su <<https://www.ft.com/content/89c18106-3591-11e7-bce4-9023f8c0fd2e>>

Liquidità e Price Fairness: Sempre per la loro natura di essere quotati in borsa, gli ETF possono essere acquistati e venduti sul mercato secondario in ogni momento nel corso del trading day. Ciò garantisce agli investitori un'elevata liquidità e una rapida liquidabilità della propria posizione. Inoltre, grazie al creation/redemption process l'investitore coinvolto nello scambio è certo che l'azione non sia scambiata a premio o a sconto rispetto al NAV (net asset value) poiché il prezzo con cui circolano gli ETF nel mercato secondario è approssimativamente molto vicino al valore di mercato dei titoli sottostanti al fondo. Tale processo, utilizzato per la creazione e il rimborso delle azioni di un ETF, consente solo ad alcuni investitori istituzionali autorizzati, chiamati Authorized Participant (in genere market maker), di operare come arbitraggisti, approfittando di eventuali disallineamenti tra prezzo di mercato e Net Asset Value, andando a sottoscrivere nuove quote del fondo o a chiedere il rimborso di quelle di cui entrano in possesso sulla base della convenienza economica, ristabilendo così la parità tra il prezzo dell'ETF e i titoli sottostanti al fondo.

Efficienza nella tassazione: Poiché gli ETF utilizzano come benchmark di riferimento un indice, essi sono meno soggetti ad attività di portfolio turnover che caratterizzano i fondi d'investimento con gestione attiva. L'efficienza nella tassazione è dovuta anche dalla minore realizzazione e distribuzione di capital gain da parte dell'ETF rispetto ad un fondo d'investimento comune. Inoltre, attraverso il meccanismo di in-kind redemption i manager degli ETF hanno la possibilità di estinguere le proprie azioni consegnando agli AP (Authorized Participant) un basket di titoli acquistati ad un prezzo minore del valore corrente piuttosto che utilizzare liquidità, cosicché non si generi alcuna imposizione fiscale in capo al Fondo.

1.1 Creation/Redemption Process e il Mercato Secondario degli ETF

Come suggerisce il nome (Exchange Traded), le quote di un ETF possono essere scambiate in borsa durante tutto il giorno. Quindi, i sottoscrittori possono comprare tali quote direttamente nel mercato di borsa senza dover entrare in contatto diretto con il provider, cosa invece che accade nei fondi comuni d'investimento.

Ma se l'unico modo per ottenere delle quote di un ETF è acquistarle da un altro investitore, chi può crearle ed estinguerle? Gli unici soggetti nel mercato con il permesso di partecipare al cosiddetto creation/redemption process sono gli Authorized Participant (AP), uno speciale gruppo di investitori istituzionali, generalmente market maker, che interagiscono con i gestori degli ETF per la creazione o il rimborso delle proprie quote.

Ogni giorno, al fine di mantenersi costantemente allineati con la performance del proprio benchmark di riferimento tutti i gestori degli ETF pubblicano una lista comprendente tutti titoli (creation basket) che hanno intenzione di detenere nel proprio portafoglio al termine della giornata. Ad esempio, se un ETF replica in modo esatto l'Euro Stoxx 50 pubblicherà un creation basket formato da tutte le azioni che compongono l'indice con lo stesso schema di pesi utilizzato. Per creare le nuove quote l'AP acquisterà nel mercato tutti titoli appartenenti al creation basket e li scambierà a fine giornata con il fondo, il quale si impegnerà a consegnare numero di quote con un valore pari a quello del basket di titoli ricevuto. Una volta ottenute le nuove quote, l'Authorized Participant potrà decidere se metterle in circolazione attraverso la vendita nel mercato secondario oppure tenerle nel proprio portafoglio.

Per il rimborso delle quote di un ETF il meccanismo funziona esattamente al contrario: l'Authorized Participant acquisterà un numero determinato di quote dell'ETF che verranno restituite al fondo in cambio di un basket contenente i titoli sottostanti (redemption basket), i quali verranno successivamente rivenduti nel mercato, oppure in cambio di una somma di denaro del valore complessivo delle quote rimborsate.

Nel creation/redemption process gli Authorized Participant hanno la possibilità di acquistare e vendere i titoli appartenenti al creation/redemption basket, pubblicato prima dell'apertura dei mercati, durante tutto il corso della giornata. L'attività di acquisto/vendita dei titoli e del successivo scambio a fine giornata con il gestore del fondo consente di mantenere il prezzo delle quote di un ETF intorno al proprio fair value (NAV dei titoli sottostanti al fondo).

A differenza dei fondi attivi, le cui azioni possono essere acquistate solo a fine della giornata ad un unico prezzo, il NAV⁵ (net asset value), il prezzo pagato dagli investitori per l'acquisto delle quote degli ETF in borsa dipende dall'interazione tra domanda e offerta presente al momento in cui viene eseguito lo scambio. Nel caso in cui la domanda di ETF dovesse essere maggiore dell'offerta il prezzo dell'azione salirebbe creando un'opportunità di arbitraggio per l'Authorized Participant il quale adotterebbe una posizione attiva nel mercato acquistando il basket di titoli sottostanti al fondo e vendendo le nuove azioni dell'ETF al prezzo inflazionato, lucrando sulla differenza di prezzo e ristabilendo l'equilibrio tra domanda e offerta. Ad esempio, se in borsa un ETF è quotato a €25.10 ma il valore del fondo calcolato sulla base del NAV dei titoli sottostanti è solamente pari a €25.00, l'Authorized Participant acquisterà il basket di titoli che l'ETF traccia e lo scambierà con il fondo in cambio di un

⁵ Il Net Asset Value si calcola come il rapporto tra la somma dei valori di mercato delle attività del portafoglio di un fondo e il numero di quote in circolazione. Esso viene sempre calcolato utilizzando i prezzi di chiusura dei titoli.

numero di quote di pari valore. Successivamente l'AP venderà queste nuove quote nel mercato ottenendo un profitto pari a €0,10 per-share (acquista per 25,00 e vende per 25,10). Tale processo genera pressioni al ribasso sul prezzo dell'ETF fino al punto in cui verrà ristabilito l'equilibrio.

Le possibilità in capo agli AP di sfruttare le opportunità di arbitraggio che si manifestano nel mercato, talvolta, vengono limitate dal fatto che la creazione ed il rimborso delle quote di un ETF può essere eseguita solamente per grandi quantità che generalmente si attestano intorno alle 50.000 unità. Infatti, nel caso in cui la quantità di quote da scambiare sia inferiore al limite minimo, ad esempio perché la domanda è solamente di 30.000 quote, l'Authorized Participant non entrerà nel mercato per evitare di dover sopportare i costi di copertura delle restanti 20.000 per il periodo in cui rimangono nel suo portafoglio, ma si attiverà solo nel momento in cui la differenza tra prezzo dell'azione e valore dei titoli sottostanti sia tale da consentire uno scambio di almeno 50.000 unità.

Com'è già stato detto, gli ETF, per loro natura, essendo quotati in borsa possono essere scambiati in ogni momento della giornata ad un prezzo che fluttua in ragione dell'offerta e la domanda. Perciò gli investitori sono interessati che tale prezzo si mantenga allineato con il valore dei titoli sottostanti al fondo per tutto il corso della giornata. I provider di ETF, per rispondere a quest'esigenza del mercato, pubblicano durante il corso di tutta la giornata una stima aggiornata del valore delle quote del proprio ETF, chiamata INAV (Intraday net asset value), calcolata sulla base del valore giornaliero dei titoli sottostanti. L'INAV, talvolta, non risulta uno strumento utile per la stima dell'intraday price di un ETF. Supponendo l'esistenza di un ETF che traccia un indice con solo titoli quotati nella borsa di Tokio, durante il trading day della borsa americana nessuno di questi titoli può essere scambiato a causa del fatto che la borsa giapponese è chiusa. L'INAV per questo specifico fondo sarà effettivamente piatto (a meno di fluttuazioni delle valute) e gli investitori scambieranno le proprie quote sulla base di previsioni ed ipotesi di come si muoverebbe il mercato dei titoli sottostanti all'ETF se la borsa giapponese fosse aperta. Nonostante ciò gli Authorized Participants hanno a disposizione strumenti per ovviare a queste differenze tra orari di aperture e chiusura delle varie borse mondiali: future e opzioni sui equity index Giapponesi, American Depositary Receipts e proxy di portafogli scambiati anche nel mercato di riferimento.

Un vantaggio significativo del creation/redemption process è che tutti i costi di trading associati all'acquisto del basket di titoli per la replica dell'indice di riferimento sono assorbiti interamente dagli AP. Questi costi si riflettono sullo spread che gli investitori sono tenuti a pagare nel momento in cui entrano o escono dal fondo ma non si ha nessun impatto negativo

sugli shareholder dell'ETF già esistenti. Infatti, a differenza di un Fondo Comune d'Investimento, se un soggetto intende estinguere la propria posizione può farlo attraverso un'operazione di scambio nel mercato secondario senza che il fondo sia costretto a ritirare e liquidare l'ammontare complessivo delle quote detenute dall'investitore attraverso la vendita dei titoli acquistati per la replica dell'indice di riferimento. Questa possibilità di scambio delle quote tra investitori senza impattare sul patrimonio del provider rappresenta un vantaggio per gli shareholder già esistenti i quali non saranno tenuti a sostenere costi aggiuntivi dovuti all'entrata o all'uscita di altri soggetti.

Il creation/redemption process risulta di facile attuazione per ETF che tracciano indici i cui titoli sottostanti sono di facile accesso e molto liquidi poiché vengono scambiati molto frequentemente durante la giornata (S&P 500) ma non per ETF il cui benchmark è rappresentato da titoli appartenenti ad asset class particolarmente illiquide e di difficile reperimento. Ad esempio, per un ETF che replichi un indice obbligazionario sui mercati emergenti, il basket di titoli, che dovrà essere consegnato all'emittente, sarà in genere più ampio e comprenderà dei titoli non particolarmente liquidi. Tali difficoltà si traducono in costi di acquisto maggiori per l'Authorized Participant e la conseguente imputazione al fondo emittente dell'ETF.

1.2 La valutazione degli ETF attraverso il Tracking Error

Com'è già stato spiegato, un ETF è un fondo d'investimento passivo che si propone di offrire all'investitore un'esposizione legata alla performance dell'indice da replicare. Una delle questioni più importanti è l'effettiva capacità da parte del fondo di mantenersi il più possibile vicino al proprio benchmark. Per un investitore ciò che veramente importa è di quanto la performance dell'ETF si scosta (in aumento o riduzione) da quella del proprio indice di riferimento considerando l'orizzonte temporale atteso dell'investimento. Lo strumento più diffuso, grazie alla sua semplicità ed immediatezza, per la valutazione della performance di un fondo di gestione passiva, come l'ETF, è il tracking error. Misura di quanto il rendimento di un fondo sia distanziata dalla performance del proprio benchmark.

Il metodo più comune per stimare il tracking error è quello di esaminare la differenza tra performance giornaliera dell'indice e quella del fondo che lo replica.

La principale causa della differenza di performance del Fondo rispetto al proprio benchmark va indagata nell'attività di campionamento dei titoli sottostanti da parte dei gestori degli ETF. Alcuni indici contengono al proprio interno un numero elevatissimo di titoli e ciò causa un'oggettiva difficoltà nella gestione di un fondo che si lega a un benchmark di questo tipo.

Una prima difficoltà emerge nel reperimento di tutti i titoli sottostanti all'indice che potrebbe diventare complicato a causa della scarsa circolazione nel mercato di alcune categorie di asset class; la seconda invece fa riferimento agli elevati costi che il fondo dovrebbe sostenere per l'attività di monitoraggio dei cambiamenti che si manifestano all'interno della struttura dell'indice replicato e la successiva riconfigurazione dei titoli detenuti dall'ETF per mantenersi costantemente allineati rispetto al proprio benchmark. Per ovviare a tali difficoltà i gestori degli ETF scelgono un campione rappresentativo di titoli appartenenti all'indice selezionato, scartando quelli che per minor importanza e per scarsa liquidità hanno un impatto poco significativo sulla performance dell'indice stesso. Tuttavia tale attività genera delle differenze tra il rendimento dell'ETF e quello del indice replicato a causa della differenza di titoli presenti all'interno di ciascuno ma anche dello schema di ponderazione adottato dal fondo. Il campionamento non ha sempre effetti negativi sugli investitori ma è solo una fonte potenziale del tracking error.

Altri fattori che condizionano l'entità del tracking error possono essere:

- Total Expense Ratio (TER): È un indicatore sintetico che viene misurato come il rapporto tra gli oneri posti a carico del fondo e il patrimonio medio dello stesso. Rappresenta la quota parte del patrimonio del fondo che viene destinata al pagamento di tutte le commissioni di gestione in un anno solare.
- Costi di transazione: Comprendono tutti i costi relativi all'acquisto e la vendita dei titoli sottostanti al fondo ma anche i costi associati all'attività di ribilanciamento del peso assegnato ad ogni titolo in risposta a cambiamenti nella struttura dell'indice replicato.
- Capacità di risposta tempestiva ai cambiamenti da parte del gestore dell'ETF: Periodicamente, in qualsiasi indice avvengono dei cambiamenti sullo schema di ponderazione dei titoli oppure sui tipi di titoli facenti parte; un ETF per mantenere il proprio benchmark deve adattarsi a tali cambiamenti, in particolar modo se l'obiettivo è la replica esatta dell'indice. Tuttavia l'attività di adattamento non è istantanea, perciò il tempo necessario per portarla a termine e i costi associati contribuiscono ad alimentare il tracking error.
- Volatilità nelle asset class degli ETF o dei specifici titoli sottostanti: Una maggiore volatilità nel mercato degli ETF o nel mercato di riferimento dei titoli aumenta l'intervallo di variazione del prezzo degli ETF o dei titoli sottostanti all'indice rispetto al NAV. Possono accadere situazioni dove la volatilità è alta solo per alcune asset class di ETF anche se l'intero mercato si trova in condizioni di normalità.

- Regolamentazione o requisiti in materia di tassazione: L’emanazione di una nuova regolamentazione in materia di tassazione o di quali titoli sia consentito tenere all’interno di un ETF può costringere il gestore a cambiare la struttura interna per adeguarsi a tali normative.

È doveroso ricordare che la valutazione del tracking error dovrebbe tenere conto dell’orizzonte temporale in cui si detiene l’ETF all’interno del proprio portafoglio, poiché l’importanza della differenza tra performance del fondo e quella dell’indice di riferimento diminuisce all’aumentare del tempo di detenzione dell’ETF. Inoltre, la valutazione della performance di un ETF attraverso il tracking error deve sempre essere associata ad altri indicatori come la liquidità, espressa con il volume giornaliero di capitali scambiati, l’expense ratio, rappresentativo del costo complessivo da pagare al fondo oppure gli AUM per ETF, misura che indica la solidità di un fondo, per consentire un’analisi che tenga conto dei diversi fattori rilevanti nella scelta tra investimenti alternativi.

1.4 Rischi ETF

Gli ETF hanno numerosi vantaggi che li rendono molto attrattivi, ma gli investitori dovrebbero essere a conoscenza di quelli che sono i lati negativi ed i potenziali rischi a cui andrebbero incontro se li utilizzassero per i propri obiettivi d’investimento.

Una delle ragioni per cui gli ETF si sono diffusi rapidamente negli ultimi due decenni risiede nel fatto che questi hanno aperto la possibilità a tutti gli investitori, dal più piccolo al più grande, di accedere ad una grandissima varietà di asset class e di strategie d’investimento che in precedenza erano limitate solo a grandi investitori istituzionali oppure ad investitori con una conoscenza approfondita dei derivati. Considerato che la performance del fondo dipende quasi esclusivamente da quella del proprio benchmark, gli investitori che si affacciano al mondo degli ETF per seguire le proprie strategie d’investimento devono comprendere in modo approfondito tutte le caratteristiche ed i rischi associati sia al tipo di investimento ma anche quelli riferiti alla categoria di titoli acquistati per replicare il proprio indice di riferimento. Il caso dove meglio si osserva una situazione di scarsa conoscenza del prodotto si nota nell’utilizzo dei leveraged o inverse ETF (fondi con l’obiettivo di moltiplicare la performance dell’indice di riferimento oppure di ottenere un risultato uguale ma di segno opposto rispetto al benchmark). Tali prodotti richiedono un costante aggiustamento dell’obiettivo di fondo, cosicché ogni giorno i gestori resettano la propria esposizione per mantenersi in linea con il target che si sono proposti. Se un investitore decidesse di non seguire l’attività di ribilanciamento del gestore e mantenesse la propria esposizione per un orizzonte temporale maggiore si avrebbe una performance differente da quella ottenuta dal

fondo (Ad esempio se il fondo si propone di duplicare il rendimento dello S&P 500 l'investitore non otterrà esattamente il doppio della performance dell'indice). Infatti la natura dei leveraged o inverse ETF non è adatta per una gestione di tipo buy-and-hold per un'esposizione maggiore di un mese.

Pertanto il rischio maggiore che si può incontrare nell'utilizzo degli ETF può semplicemente essere quello di non comprendere correttamente cos'è un ETF e come questo funziona, generando errori di valutazione che possono riflettersi in perdite per l'investitore, talvolta anche consistenti. Per ridurre la possibilità di incorrere in perdite dovute da scarsa conoscenza del prodotto utilizzato, i provider di ETF dovrebbero mettere a disposizione dell'investitore documenti che spieghino in modo semplice e trasparente tutto ciò che è necessario conoscere prima di acquistare un determinato prodotto finanziario ma, soprattutto, prima di proporre un determinato veicolo d'investimento, dovrebbero valutare l'effettiva padronanza del tema da parte del proprio cliente.

Recentemente si sono sviluppati ETF sempre più complessi che, invece di replicare direttamente l'indice, acquistano i titoli sottostanti utilizzano derivati, come contratti swap, per ottenere i risultati desiderati, introducendo però una maggiore complessità nell'investimento e quello che viene chiamato rischio di controparte.

Con un contratto swap l'ETF paga ad un altro soggetto una somma di denaro con l'obiettivo che questo acquisti i titoli desiderati, li tenga nel proprio portafoglio e trasferisca i flussi monetari generati dall'investimento al fondo. Tali flussi monetari sono regolati attraverso un conto che deve essere continuamente riadattato in relazione a come si muove l'indice di riferimento. Quindi, se l'indice dovesse avere una performance positiva, la società che detiene i titoli è tenuta a trasferire al fondo un flusso monetario pari alla crescita di valore ottenuta dal benchmark, viceversa, nel caso in cui il mercato dovesse peggiorare, l'ETF è costretto a pagare un premio oltre alle commissioni associate al contratto swap. Per ridurre al minimo il rischio di controparte ed i danni che verrebbero a crearsi se la società dovesse dichiarare banca rotta i conti vengono aggiustati continuamente su base settimanale e giornaliera. Fortunatamente l'esposizione al rischio di controparte per i soggetti che investono in ETF che utilizzano contratti swap è limitata solo alla parte di ricavi generati nell'intervallo di tempo che va dall'ultima volta che i conti accesi tra fondo e società sono stati bilanciati ed il momento in cui la società detentrica dei titoli dichiara bancarotta poiché l'attività di compensazione del conto avviene su base giornaliera.

La circolazione degli Exchange Traded Funds in borsa talvolta genera dei costi di trading causati dalla possibilità che le quote siano scambiate a premio o a sconto rispetto al NAV o dalla differenza denaro-lettera (bid-ask spread); questi sono tutti fattori che possono ridurre i potenziali ricavi generati dall'investimento. Però, la differenza tra costi di transazione di un fondo comune d'investimento e quelli di un ETF è che, per questi ultimi, i costi sono reali ed espliciti, al contrario, in un fondo comune d'investimento spesso gli investitori si trovano a dover pagare commissioni di cui non ne sono responsabili (ad esempio quando un altro soggetto vende la propria posizione).

Talvolta un ETF potrebbe ottenere performance talmente insoddisfacenti che il gestore potrebbe decidere di chiudere il fondo. L'attività di chiusura di un fondo si concretizza nella liquidazione totale delle posizioni così da non generare perdite per l'investitore. Tuttavia però la chiusura del fondo può avere degli effetti negativi per l'investitore poiché la somma ottenuta dalla liquidazione è soggetta a tassazione in quanto classificata come distribuzione di capital gain; inoltre l'investitore dovrà mobilitarsi per trovare un nuovo veicolo d'investimento su cui allocare tali flussi monetari.

Esistono tre principali ragioni per cui un fondo è costretto a chiudere e liquidare tutte le proprie posizioni:

- Regolamentazione: L'emanazione di nuove direttive e normative in materia di ETF possono influenzare in modo significativo la struttura di un fondo, costringendo questo ad adattarsi. Talvolta però questi cambiamenti risultano troppo radicali per alcuni fondi i quali si vedono costretti alla chiusura.
- Concorrenza: La rapida crescita degli ETF ha fatto sì che numerosi providers entrassero nel mercato per sfruttare i trend positivo aumentando in questo modo la concorrenza. Con l'aumento del numero di providers aumenta la competizione tra i fondi, alcuni dei quali non riuscendo ad attirare investimenti si vedono costretti a chiudere. Un investitore per valutare la robustezza di un fondo dovrebbe confrontare gli AUM (asset under management) con quelli degli altri competitors.
- Corporate action: Quando un fondo viene acquisito da un'altra società, il nuovo management cambierà la struttura del fondo eliminando gli ETF con performance insoddisfacenti e investendo in nuove opportunità, anche in relazione al proprio obiettivo.

1.5 Gli ETF nelle strategie di Asset Allocation

Il punto di partenza e la principale attività da tenere in considerazione per la costruzione di un portafoglio è l'asset allocation, cioè il processo con il quale si decide in che modo distribuire le risorse fra le diverse categorie d'investimento. Esso è di primaria importanza per raggiungere una gestione ottimale del portafoglio che equilibri nel miglior modo possibile il rendimento potenziale e il rischio delle attività rispetto alle esigenze e alle aspettative dell'investitore.

Nella gestione dell'asset allocation il portafoglio viene generalmente diviso secondo un criterio chiamato core/satellite. La parte "core" del portafoglio è costruita sulla base del profilo di rischio e rendimento ricercato dall'investitore. La parte "satellite" invece ha l'obiettivo di generare una performance maggiore rispetto al benchmark selezionato attraverso due tipi di strategie: l'asset allocation strategica, orientata verso investimenti di medio/lungo periodo, e l'asset allocation tattica, indirizzata verso investimenti con orizzonte temporale di breve periodo che sfruttino i trend temporanei che si manifestano nel mercato.

Liquidità, flessibilità ed accessibilità fanno degli Exchange Traded Fund un veicolo d'investimento ideale per soddisfare le esigenze eterogenee di un portafoglio. Infatti, essi potenzialmente possono essere utilizzati come porzione core ma anche per sostenere attività di asset allocation strategica e tattica.

Tradizionalmente gli ETF vengono utilizzati come investimenti di tipo buy-and-hold, cioè un investimento di lungo periodo per la componente "core" di un portafoglio, all'interno della quale si prediligono maggiormente strumenti d'investimento passivi che replichino un benchmark tendenzialmente stabile nel tempo. La possibilità concessa dagli Exchange Traded Fund di offrire esposizioni ad un numero elevatissimo di asset class consente agli investitori di poter scegliere tra una vasta gamma di alternative da utilizzare per raggiungere gli obiettivi d'investimento desiderati.

L'asset allocation strategica ha come obiettivo la diversificazione del portafoglio per contenere il rischio specifico e si attua attraverso l'ottenimento di esposizione in diverse asset class, generalmente tra loro poco correlate oppure con correlazione inversa. Si investe in prodotti le cui caratteristiche li rendono adatti a investimenti su orizzonti pluriennali, durante i quali gli investitori aggiustano l'asset mix a seconda di come cambia la propria visione in merito ai ricavi attesi associati a ogni categoria in un determinato momento, a seconda della propria propensione/avversione al rischio o, semplicemente, per mantenere un determinato target su tutto il periodo. La possibilità di investire in un gran numero di asset class differenti

fa sì che gli Exchange Traded Fund siano un prodotto d'investimento ideale per il raggiungimento di tale obiettivo, grazie anche alle basse commissioni, all'elevata trasparenza e soprattutto alla facilità di scambio. Per queste ragioni molti investitori hanno iniziato ad utilizzare gli ETF come alternativa rispetto ai fondi comuni d'investimento.

Le strategie di asset allocation tattica selezionano gli investimenti basandosi su stime e previsioni riguardo la situazione corrente delle condizioni di mercato e sui trend futuri verso cui questo si muoverà. Il posizionamento tattico di un investitore si può basare su fattori di rischio, esposizione ad un paese, a un settore oppure anche sul controllo volatilità. Chi sceglie di utilizzare a questo fine gli Exchange Traded Fund lo fa anche grazie ai costi contenuti, l'elevata liquidità e le ampie possibilità di scelta tra diverse asset class.

Per sfruttare un trend che si sta manifestando in un certo periodo, gli investitori potrebbero essere interessati a sovra-ponderare o sotto-ponderare le posizioni in determinate categorie d'investimento generando, per gli investitori, una componente di rischio causata dall'incertezza sulla durata del periodo in questione. Gli investitori perciò sono alla ricerca di prodotti finanziari che amplifichino degli effetti positivi ma allo stesso tempo che consentano una rapida liquidazione della posizione. Per queste ragioni prodotti come leveraged ETF, che creano un effetto leva duplicando o triplicando la performance dell'indice di riferimento, ed inverse ETF, che forniscono un'esposizione uguale ma di segno opposto rispetto al proprio benchmark, vengono adottati sempre più spesso per strategie di questo tipo.

Elevata liquidità e commissioni contenute fanno sì che gli ETF vengano spesso utilizzati come investimenti temporanei in periodi dove si è alla ricerca di opportunità d'investimento attive oppure per consentire il passaggio da un'asset class all'altra allo scopo di minimizzare l'impatto del cambiamento sul mercato ma anche per assicurare che gli investitori mantengano la propria posizione durante la fase di cambiamento della strategia d'investimento generale del fondo o del gestore dei fondi comuni d'investimento.

Nelle attività di cash equitization l'ETF risulta un buon strumento per investitori che devono mantenere una parte del proprio portafoglio liquida grazie alla facilità della vendita delle quote nel mercato borsistico. Le ragioni del mantenimento di una posizione liquida possono riguardare l'esigenza da parte di un gestore attivo, ad esempio, di far fronte ad eventuali disinvestimenti inaspettati del fondo.

In sintesi le caratteristiche intrinseche ed i vantaggi collegati rendono gli Exchange Traded Fund adatti per qualsiasi strategia d'investimento che possa utilizzare un approccio index-based e la gran varietà di esposizioni che offrono consente ad ogni investitore di

personalizzare il proprio portafoglio secondo le proprie esigenze, il grado di avversione al rischio ed le aspettative di rendimento che si vogliono ottenere.

Infine con l'introduzione di una nuova categoria di Exchange Traded Fund chiamata Alternative ETF si è aperta la possibilità di una gestione completamente attiva del proprio portafoglio attraverso prodotti puramente passivi.

CAPITOLO 2

LO SMART BETA

2.1 Il contesto di sviluppo

L'industria del risparmio gestito tradizionalmente può essere classificata in due macro categorie di investimenti: attivi e passivi, Sivaprakash (2015). Il più conosciuto investimento attivo è il “classico” fondo comune d'investimento, gestito sulla base di scelte discrezionali che il gestore intraprende con lo scopo di battere il relativo benchmark creando un alpha positivo. Le attività principali svolte dal gestore hanno come obiettivo l'individuazione di imperfezioni del mercato per sfruttare opportunità di arbitraggio createsi e modificando continuamente la composizione del portafoglio sulla base della visione che si ha sulle condizioni attuali e future del mercato. La performance di un fondo attivo generalmente tende a deviare rispetto al benchmark, sia in positivo che in negativo, e viene misurata in termini di rendimento assoluto. Al contrario, un fondo passivo è un fondo che semplicemente decide di legarsi ad un determinato indice attraverso la detenzione nel portafoglio dei titoli contenuti all'interno dell'indice replicato e attraverso l'utilizzo dello stesso schema di ponderazione adottato. I cambiamenti che avvengono all'interno del portafoglio non sono basati su una decisione del gestore del fondo ma sono in risposta alle modifiche nella struttura dell'indice replicato. Tipicamente in un fondo passivo la performance tende ad essere allineata con quella dell'indice replicato ed è misurata dall'abilità a minimizzare il tracking error.

Nell'ultimo decennio, gli investimenti passivi sono diventati sempre più popolari tra gli investitori privati e istituzionali e ciò ha stimolato i ricercatori a trovare le ragioni per cui si sta manifestando questo trend di migrazione di capitali dall'attivo verso il passivo. Oltre ai vantaggi di costo e trasparenza che i prodotti index-based offrono, una probabile spiegazione, discussa da Ben-David, Franzoni, Moussawi e Sedunov (2015), può far riferimento alle economie di scala che godono i gestori degli investimenti passivi, così da rendere tale settore attrattivo. Nel modello sviluppato da Stambaugh (2014), nel quale gestione attiva e passiva coesistono, emerge come in equilibrio il capitale residuo non ancora utilizzato venga sistematicamente investito nei fondi passivi, a indicare che le opportunità di arbitraggio stanno scomparendo e questo è segnale come il mercato stia diventando sempre più efficiente. Non tutti i ricercatori però condividono questa visione che l'aumento degli investimenti nel settore passivo del risparmio gestito è un'indicazione della maggiore efficienza nel mercato. Altri, come Wurgler (2011), mostrano come l'accrescimento dell'indicizzazione possa provocare nel mercato degli effetti avversi. Egli sostiene che l'indicizzazione possa provocare

distorsioni nelle valutazioni dei titoli, come effetti d'inclusione ed eliminazione, movimenti correlati delle azioni con l'indice e un'elevata sensibilità ai crolli di borsa (poiché molti investitori cambiano la propria esposizione sulla base di performance passate).

Dopo la crisi finanziaria del 2008, il rischio ha assunto un ruolo di protagonista all'interno del contesto economico e per tale motivo le necessità dei risparmiatori sono mutate verso una maggiore domanda di prodotti che assicurino trasparenza e liquidità, attributi propri degli ETF che nel periodo antecedente alla crisi erano considerati di secondaria importanza. Il cambiamento dei bisogni dei risparmiatori si è tradotto in una domanda sempre maggiore di strumenti d'investimento volti a minimizzare la componente rischiosa, anche a scapito di obiettivi di rendimento contenuti. In tempi moderni perciò l'attenzione degli investitori si è indirizzata maggiormente sul controllo del Beta, anche a scapito di rendimenti minori.

Una nuova forma d'investimento è emersa recentemente, le strategie Smart Beta. Gli Smart Beta ETF sono prodotti con lo scopo di replicare un indice il quale viene costruito attraverso la selezione dei titoli utilizzando criteri alternativi alla tradizionale capitalizzazione di mercato esprimendo un'esposizione a determinati aspetti del mercato.

John Rekenthaler, in una sua ricerca sull'evoluzione del tipo di gestione dei fondi dal 1994 afferma: "Active management dominated for the first 10 years ... market indexes took control after the 2008 market crash and has never looked back; and ... strategic beta, the newest member of the troika, is rapidly becoming a major force."

2.2 Il Factor Investing

L'espressione Smart Beta è recente ma il concetto che ne sta alla base no. Le strategie Smart Beta trovano origine nel factor investing, argomento largamente trattato e discusso nella letteratura accademica tra i ricercatori. Con il termine factor investing ci si riferisce alle strategie dirette a investire in segmenti di mercato per ottenere dei rendimenti maggiori rispetto agli altri attraverso l'utilizzo sistematico di indicatori di rendimento e rischio chiamati fattori.

2.2.1 Cosa sono i Fattori?

I fattori sono caratteristiche relative ai singoli titoli aventi un elevato potere esplicativo del loro profilo di rischio/rendimento. Il concetto non è nuovo, infatti già dagli anni '70 erano stati condotti diversi studi accademici per migliorare la comprensione delle determinanti del rischio e del rendimento dei titoli all'interno di un portafoglio.

Il più antico e meglio conosciuto modello sul rischio e rendimento delle azioni è il CAPM (Capital Asset Pricing Model), sviluppato da William Sharpe (1964) e successivamente adottato come il fondamento delle moderne teorie di portafoglio, definisce una relazione tra rendimento di un titolo e la sua rischiosità.

Nel CAPM i titoli presentano due tipi di rischi: il rischio sistematico ed il rischio specifico. Il rischio specifico è anche detto diversificabile, in quanto può essere eliminato investendo in un portafoglio di attività finanziarie. Il rischio sistematico è un fattore di rischio associato all'andamento del mercato nel suo complesso che non può essere eliminato con la diversificazione ed è rappresentato dal beta (β)⁶, misura della sensibilità del rendimento del titolo in conseguenza a variazioni nel rendimento del mercato. Perciò un investitore investendo in un determinato titolo sarà compensato solo per il rischio sistematico non per quello specifico. In altre parole, il rendimento atteso di ogni azione può essere espresso come una funzione del proprio beta rispetto al mercato.

Successivamente venne pubblicato un nuovo modello che tentava descrivere quali fattori influenzassero il rendimento di un'azione, l'Arbitrage Pricing Theory, Ross (1976). L'APT si tratta del primo modello multifattoriale che, presupponendo l'assenza di opportunità di arbitraggio, definisce come più attività con la medesima sensitività a un dato insieme di fattori macroeconomici devono necessariamente offrire gli stessi rendimenti attesi in condizioni di equilibrio nel mercato. Quindi, il rendimento atteso di un titolo può essere determinato come combinazione lineare dei valori attesi dei premi al rischio di diversi fattori macroeconomici moltiplicati per la sensitività del titolo a ciascuno di questi.

Nel modello la scelta del numero e della natura dei fattori da includere nella determinazione del rendimento atteso di un titolo varia in relazione al tempo ed in relazione alla categoria di appartenenza del titolo. Tuttavia, a differenza del CAPM, Ross non afferma esplicitamente quali debbano essere questi fattori macroeconomici da considerare. Così le difficoltà nell'implementazione di modelli basati su fattori macroeconomici crebbero anche a causa dei problemi nei confronti tra paesi o mercati differenti ma soprattutto per il ruolo decisivo che le aspettative avevano nell'influenzare i prezzi dei titoli.

Fama e French (1992,1993), con lo scopo di spiegare i rendimenti dei titoli nel mercato azionario americano, crearono un modello basato su tre fattori: "mercato" (espresso attraverso il CAPM), size (titoli a grande o piccola capitalizzazione) e value (basato sul market-to-book

⁶ Il beta è calcolato come il rapporto tra la covarianza del rendimento del titolo i-esimo con il rendimento di mercato, e la varianza del rendimento del mercato. Il Beta di un titolo può assumere valori negativi, positivi o nulli.

ratio⁷). Il modello proposto da Fama e French, che oggi include come quarto fattore il momentum, è diventato un canone nella letteratura finanziaria.

Nel tempo sempre più ricercatori hanno approfondito questo argomento introducendo nuovi fattori ricavati dai documenti di bilancio e indicatori tecnici come la volatilità. Tuttavia, a causa della difficoltà nell'osservazione diretta di tali fattori, rimane ancor oggi aperto il dibattito accademico su come definirli e stimarli. Recentemente Hsu e Kalesnik (2014) hanno proposto una lista di caratteristiche che i fattori dovrebbero avere per essere accettati come tali; dopo aver esaminato l'intera letteratura accademica, il risultato emerso è un elenco di sei attributi, secondo cui il fattore dovrebbe:

1. Essere stato scoperto molti decenni fa e deve aver superato numerose revisioni.
2. Avere un forte base accademica ed essere stato pubblicato e dibattuto nei giornali accademici più importanti.
3. Spiegare in modo corretto il rendimento ed il rischio di titoli non americani.
4. Mantenersi materialmente identico anche a seguito di piccole variazioni nella definizione o nel metodo di costruzione che non ne modificano la natura.
5. Generare extra-rendimenti che ci si aspetti persistano in futuro e che siano correlati con:
 - Esposizioni a rischi macroeconomici, o
 - Una tendenza a comportarsi in un determinato modo per una frazione significativa di investitori, o
 - A un aspetto istituzionale difficile da cambiare.
6. Aver superato un test-t di significatività statistica con una soglia di accettazione più stringente (3,5 o preferibilmente 4 invece di 2).

In generale esistono due tipi di fattori che possono guidare il rendimento di un titolo: I fattori macroeconomici e gli style factor. I fattori macroeconomici includono misure come inflazione, prodotto nazionale lordo, tasso di crescita, tasso interesse e altre misure macroeconomiche che possono influenzare l'andamento del mercato, di un settore o di diverse asset class. Gli style factor sono indicatori (come value, momentum, minimum volatility, quality, size) che aiutano a spiegare i rendimenti e i rischi all'interno di un'asset class. La differenza tra i due tipi di fattori è che gli style factor si concentrano solo su un aspetto del mercato mentre quelli macroeconomici si riflettono sull'intero mercato lungo svariate asset class.

⁷ Il market-to-book ratio è il rapporto il valore di mercato tra il valore contabile del patrimonio netto. Un M/B ratio > 1 significa che l'azienda è sopravvalutata nel mercato, viceversa se < 1.

Una delle questioni su cui è ancora aperto il dibattito tra accademici e tra investitori riguarda quali sono i driver che guidano la generazione dei rendimenti in eccesso nel lungo periodo attraverso l'investimento fattoriale. In generale esistono due teorie che tentano di spiegare le ragioni della creazione di extra-rendimenti focalizzandosi sul concetto di "sistematico".

Nella prima teoria il termine sistematico fa riferimento, in accordo con l'APT Model di Ross (1976), alla parte di rischio di un investimento che non può essere eliminata attraverso la diversificazione (rischio sistematico). Il modello dell'Arbitrage Pricing Theory, sviluppato da Ross, rientra in quel gruppo di teorie che ipotizzano l'efficienza del mercato e assumono la razionalità degli investitori. In un mercato efficiente, dove i prezzi riflettono tutte le informazioni disponibili, non esistono opportunità di arbitraggio che gli investitori possono sfruttare per battere il mercato. In questa situazione il rendimento in eccesso, generato attraverso i fattori, rappresenta il premio per il rischio non diversificabile che gli investitori hanno dovuto sopportare nel tempo. Ricercatori come Winkelmann (2013) hanno mostrato che, ad esempio, fattori come Value, Size e Momentum essendo fortemente sensibili agli shock che si generano nel mercato comportano un premio per il rischio sostenuto dagli investitori.

Nella seconda teoria, fondata sull'aspetto psicologico delle decisioni d'investimento, gli extra-rendimenti generati grazie ai fattori dipendono dal fatto che gli investitori esibiscono una propensione a comportarsi sempre nello stesso modo. Qui il concetto di sistematico si riferisce al fatto che gli investitori, a causa delle proprie inclinazioni nelle decisioni di investimento, commettono sistematicamente gli stessi errori. Ad esempio, i soggetti sono più propensi ad acquistare titoli quando il loro prezzo, in un determinato momento, è in rialzo e a venderli quando questo inizia a scendere; reagiscono maggiormente alle perdite piuttosto che ai guadagni (avversione miope alle perdite); scelgono più facilmente titoli di società per cui lavorano o che operano nello stesso paese di residenza (home bias). Se abbastanza persone mostrano queste inclinazioni di comportamento verrebbero a crearsi delle opportunità di arbitraggio che un investitore razionale attraverso l'utilizzo dei fattori, i quali descrivono in modo inequivocabile le caratteristiche del mercato, potrebbe sfruttare, generando così un extra-rendimento.

2.2.2 L'importanza della ciclicità dei fattori

Investendo in fattori che descrivono il rischio di un titolo, nel lungo periodo si può potenzialmente generare un extra-rendimento rispetto ai benchmark di mercato.

Tuttavia anche se nel lungo periodo gli investimenti fattoriali hanno storicamente ottenuto un rendimento positivo, nel breve termine ogni singolo fattore mostra un andamento estremamente ciclico con alternarsi di periodi in cui i rendimenti possono essere positivi o negativi. La ciclicità nella performance dei fattori determina la necessità per gli investitori

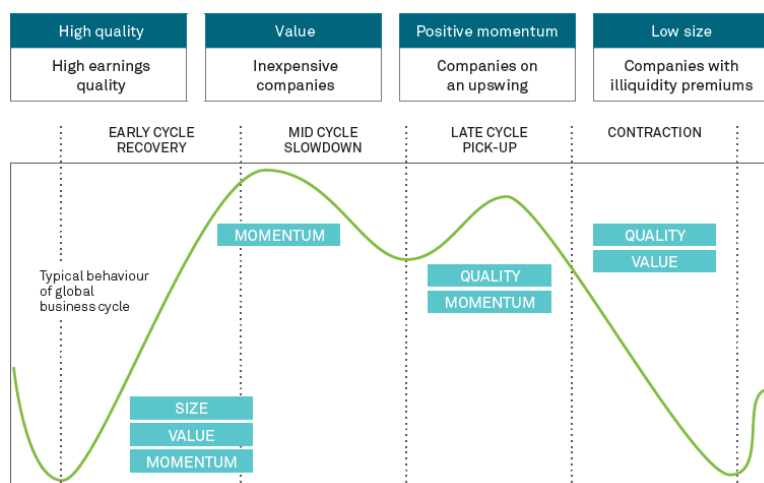


Figura 1: IMPLEMENTAZIONE FATTORI IN UN CICLO ECONOMICO

Fonte: Kozlov, Petajisto (2015)

intenzionati ad ottenere i potenziali rendimenti in eccesso di adottare prospettive di lungo periodo e di tener conto della possibilità di incontrare periodi dove la performance sarà insoddisfacente.

Nel processo di decisione e di implementazione del factor allocation l'elemento chiave da

considerare è come gestire tale ciclicità intrinseca nei fattori, per evitare che si generino delle perdite per l'investitore. Tre sono i possibili approcci che possono essere adottati:

- Stabilire un appropriato orizzonte temporale di lungo periodo: Di difficile implementazione perché l'orizzonte temporale necessario per terminare un intero ciclo è troppo ampio rispetto alle revisioni periodiche del programma strategico di ogni investitore; solo gli investitori istituzionali con un orizzonte temporale estremamente lungo (circa 15 anni) potrebbero essere probabilmente insensibili al timing d'ingresso.
- Stabilire un esplicito meccanismo di timing per l'investimento iniziale: consiste nella valutazione del momento in cui sia più agevole entrare per sfruttare le fasi ascendenti del ciclo di un fattore. Tuttavia le grandi difficoltà di valutazione e di stima del timing corretto rendono questa opzione poco adottabile.
- Adottare un approccio multi fattoriale utilizzando fattori che aumentino la diversificazione tra di loro: Mentre tutti i fattori sono soggetti a ciclicità, i periodi in cui questi esibiscono una sotto-performance non si presentano contemporaneamente. Perciò combinando più fattori caratterizzati da fasi di sotto-performance diverse è possibile ridurre la probabilità di incorrere in perdite e ottenere una diversificazione su cicli pluriennali. In sintesi, la diversificazione che è possibile ottenere con il multi-factor investing, attraverso la combinazione di più fattori che presentano una diversa correlazione rispetto ai trend di cambiamento, ha storicamente ridotto la lunghezza dei

periodi di sotto-performance ed ha consentito a mitigare le potenziali fluttuazione nel rendimento dei singoli fattori nel breve periodo.

La performance di ogni singolo fattore è influenzata da differenti fenomeni di mercato e tende generalmente ad avere un comportamento distinto dagli altri. Ad esempio, le società più piccole e più flessibili spesso ottengono una performance migliore nelle fasi iniziali della ripresa economica; al contrario, società stabili, con bilanci “forti” tendono ad andare meglio negli stati finali del ciclo economico. Per questo motivo la natura ciclica ed il comportamento distinto dei singoli fattori offre, ad investitori maggiormente orientati ad un asset allocation tattica, un nuovo strumento d’investimento che potrebbe essere utilizzato per esprimere determinate visioni ed obbiettivi di portafoglio nel breve periodo. Tuttavia l’utilizzo di singoli fattori in una strategia tattica introduce una componente di rischio aggiuntiva dovuta da due cause principali: l’incapacità di prevedere per quanto durerà il periodo in cui il fattore selezionato nel portafoglio compenserà l’investitore con un rendimento in eccesso e la possibilità che i rendimenti futuri dello stesso potrebbero diminuire in seguito alla crescente adozione da altri investitori di tale strategia d’investimento, Watson (2013). In sintesi il timing di implementazione in queste strategie diventa cruciale se si vuole beneficiare degli extra-rendimenti generati in futuro, Burton G. Malkiel (2015).

2.2.3 Dalle ricerche accademiche sui fattori alle strategie Smart Beta

I primi studi accademici condotti sui fattori avevano come unico scopo quello di identificare quali caratteristiche potessero spiegare al meglio il rendimento e il rischio di un’azione, ma non consideravano la possibilità che gli investitori avrebbero potuto utilizzarli per sfruttare nuove opportunità d’investimento. I portafogli che venivano costruiti nelle ricerche accademiche non erano pensati per l’utilizzo attuale che viene fatto dei fattori e, per questo, non tenevano conto degli aspetti salienti della loro implementazione nelle strategie d’investimento: costi di transazione, investibilità e liquidità.

Inizialmente solo i gestori attivi dei fondi avevano la capacità di generare extra-rendimenti attraverso strategie d’investimento factor-based. Infatti, il value investing, strategia basata l’acquisto di titoli scambiati ad un prezzo minore rispetto al loro valore intrinseco, e lo small cap investing, per anni sono stati ad utilizzo esclusivo della gestione attiva di un portafoglio. Nell’ultimo decennio anche i provider di indici riconobbero la possibilità di utilizzare criteri di ponderazione dei titoli factor-based nella creazione dei propri prodotti, aprendo così agli investitori l’opportunità di ottenere un potenziale extra-rendimento attraverso il factor-investing mantenendo comunque un’elevata liquidità, garantita dalla facilità di scambio degli

indici azionari. Oggi queste strategie d'investimento basate sui fattori prendono il nome di Smart Beta o Alternative Beta.

L'avvento degli indici factor-based e dei fondi che intendono replicarli annuncia un cambiamento nei paradigmi d'investimento tradizionali. L'utilizzo di questi nuovi prodotti potrebbe determinare un cambiamento radicale nella visione che gli investitori hanno dell'asset allocation e la gestione attiva. La diversificazione potrebbe essere ottenuta attraverso l'investimento in diversi Smart Beta ETF piuttosto che attraverso investimenti in fondi attivi che utilizzano strategie fattoriali diverse. In questo modo si avrebbero effetti positivi nelle attività di controllo del rischio che si concentrerebbe nella gestione delle esposizioni ai diversi fattori piuttosto che ai diversi fondi, i quali per natura sono caratterizzati da una maggiore rischiosità della performance. È però necessario evidenziare che questi fattori non rimpiazzano completamente la gestione attiva poiché esistono molte attività che creano valore aggiunto, come ad esempio la selezione delle azioni messa in atto dai gestori attivi che non potranno mai essere replicate attraverso gli indici factor-based. Inoltre gli investitori dovrebbero comprendere che gli ETF Smart Beta non sostituiscono i tradizionali Exchange Traded Funds che replicano indici costruiti secondo il criterio di ponderazione basato sulla capitalizzazione di mercato, bensì si inseriscono nel panorama delle possibilità d'investimento offerte all'investitore fornendo esposizioni a determinati aspetti del più generale mercato azionario. Infatti, i fondi che replicano gli indici market-cap sono gli unici su che permettono di perseguire una strategia d'investimento buy-and-hold puramente passiva, con una consistenza macroeconomica, bassi turnover, elevata liquidità e una capacità d'investimento estesa. Al contrario il factor investing e, di conseguenza, gli Smart Beta ETF consentono agli investitori di creare il proprio portafoglio sulla base di una visione puramente attiva richiedendo però un'attività di monitoraggio e bilanciamento molto più elevata.

2.3 Gli ETF Smart Beta

Il concetto di Smart Beta o Alternative Beta definisce l'insieme delle strategie d'investimento che utilizzano criteri di ponderazione dei titoli alternativi rispetto al tradizionale metodo della capitalizzazione di mercato, attraverso esposizioni a caratteristiche desiderabili oppure a fattori che descrivono il rischio e il rendimento di un'azione, con l'obiettivo di ottenere un miglior rendimento rettificato per il rischio, ridurre il rischio e accrescere la diversificazione del portafoglio rispetto al benchmark di riferimento.

Le strategie Smart Beta hanno avuto un consenso così ampio nel mercato che spesso vengono definite come un'innovazione dirompente con il potenziale di cambiare significativamente il panorama del risparmio gestito ed in particolar modo il settore della gestione attiva.

Inizialmente esposizioni attraverso strategie Smart Beta erano e sono una parte significativa della gestione attiva. Tuttavia i gestori attivi le utilizzavano nelle proprie strategie ottenendo una parte significativa dei rendimenti attraverso esposizioni statiche in fattori Smart Beta ma facendo pagare agli investitori commissioni tipiche dei fondi comuni d'investimento. Successivamente, grazie all'implementazione delle strategie Smart Beta in prodotti come gli ETF è stata data la possibilità agli investitori di beneficiare di questa innovazione ad un costo minore, significativamente più basso rispetto alle commissioni di gestione attiva.

Gli ETF Smart Beta rappresentano l'applicazione di queste nuove strategie d'investimento alternative nel contesto generale, sempre più in rapida ascesa, dei tradizionali Exchange Traded Funds. La differenza sostanziale tra i due è che gli ETF Smart Beta replicano indici costruiti su schemi di ponderazione alternativi al criterio market-cap, utilizzato invece in quelli replicati da un tradizionale ETF. Recentemente l'introduzione di questi *nuovi* ETF ha avuto grande successo tra gli investitori al punto che, in Europa, il valore degli AUM è passato da poco più di un miliardo nel 2009 a quasi 9 miliardi nel 2013, con una crescita del +900% in soli quattro anni (dati Morningstar).⁸

2.3.1 Attivo, passivo o qualcosa nel mezzo?

La domanda che spesso gli investitori si pongono è se queste nuove strategie Smart Beta possono essere classificate come attive o passive. La verità è che esse giacciono nel mezzo.

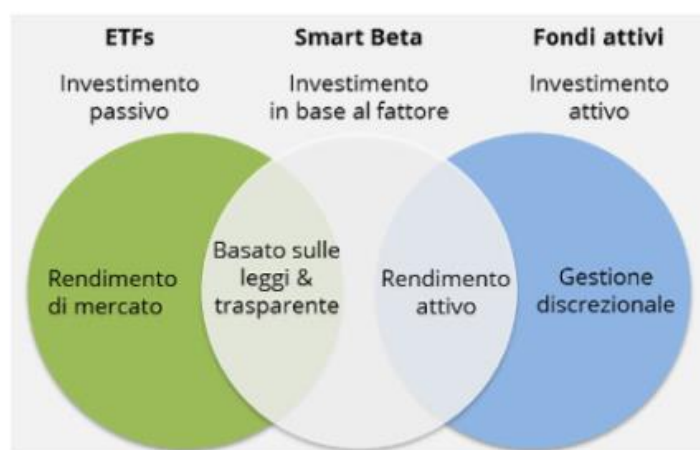


Figura 2: Gli Smart Beta ETF combinano gli elementi di interesse delle gestioni passive tradizionali e di quelle attive

Da un lato le strategie Smart Beta hanno come obiettivo principale l'aumento del rendimento risk-adjusted del portafoglio attraverso un'esposizione factor-based ad una determinata parte del mercato e ciò è esattamente quello che viene offerto da un prodotto d'investimento attivo.

Dall'altro l'implementazione di queste strategie in prodotti

tipicamente passivi come gli Exchange Traded Funds consente all'investitore di beneficiare di vantaggi come trasparenza nella costruzione del portafoglio basata su un set di regole ampiamente documentate e divulgate, elevata liquidità ma soprattutto commissioni minori ed

⁸ ENRICO MARRO, 17 Luglio 2014, Investire con gli Etf smart beta: ecco che cosa sono e perché piacciono. Ma convengono davvero? *Il Sole 24 Ore*. Disponibile su <<http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2014-07-16/investire-gli-etf-smart-beta-ecco-che-cosa-sono-e-perche-piacciono-ma-convengono-davvero-203620.shtml?uuid=ABKWdKbB>>

una più alta capacità rispetto alle tradizionali strategie attive. Insomma gli ETF Smart Beta sono prodotti che dal punto di vista teorico si collocano a metà tra le strategie attive e quelle passive, consentendo all'investitore di beneficiare dei vantaggi che entrambe le categorie offrono.

Combinando trasparenza e commissioni contenute, attributi tipici dei prodotti passivi, con metodi di ponderazione alternativi al tradizionale market-cap, è possibile costruire un portafoglio efficiente attraverso fattori che offrono un'esposizione ad hoc per ogni esigenza dell'investitore e che riflettano la visione che quest'ultimo ha delle condizioni di mercato attuali e future.

2.3.2 Classificare le strategie Smart Beta

All'interno degli style factor Carson, Shores e Nefouse (2017) individuano due gruppi di strategie Smart Beta: quelle che mirano ad aumentare il rendimento del portafoglio e altre utilizzate per la riduzione del rischio. Le strategie Smart Beta definite return-enhancing comprendono diversi fattori che si propongono, anche se in modo diverso, di selezionare i titoli in maniera tale da aumentare il rendimento rispetto al mercato e di mantenere lo stesso rischio offerto da quest'ultimo. Alcuni fattori compresi in questa categoria sono:

- Value e Quality factor: Le strategie value-based, come definite per la prima volta da Graham e Dodd (1934), si propongono di identificare i titoli meno costosi ma più profittevoli attraverso semplici indicatori come il P/E (price-earning ratio) o il P/B (price to book ratio) che esprimono se una società è sopra o sottovalutata. Le strategie quality-based, sempre introdotte da Graham, si basano su un criterio che seleziona i titoli di società sulla base di indicatori tipici dell'analisi di bilancio (come indici di redditività, di indebitamento, di stabilità degli utili), ma anche su misure che rappresentano, ad esempio, la credibilità del management. Studi empirici hanno mostrato come questi due fattori abbiano ottenuto nel lungo periodo un extra rendimento rispetto al mercato.
- Momentum: La logica di selezione dei titoli attraverso il momentum consiste nell'acquistare prima le azioni delle società "winner" e, se permesso, vendere prima quelle "loser", basandosi sull'assunzione che le azioni acquistate continuino ad andare sempre meglio e quelle vendute continuino a peggiorare anticipando tutti gli altri investitori.

- Small size factor: Introdotto da Banz (1981), seleziona i titoli di società a piccola capitalizzazione sulla base del fatto che queste tendono nel lungo periodo a generare rendimenti maggiori rispetto alle azioni large-cap semplicemente perché implicano per l'investitore un maggior rischio. Infatti, il rendimento in eccesso generato dalle azioni small-cap nel lungo periodo riflette il premio per il rischio sostenuto.

Di contro, le strategie Smart Beta risk-reducing hanno l'obiettivo di selezionare i titoli per offrire un'esposizione meno rischiosa rispetto al tradizionale benchmark market-cap weighted ma generando allo stesso tempo un rendimento identico al mercato. Clarke, De Silva, Thorley (2011) affermano come le osservazioni empiriche mostrano che le azioni con un elevato Beta non sono compensate da un equo premio per il rischio, come dovrebbe accadere secondo il CAPM. Altri ricercatori, come Ang et al. (2006), documentano che nel lungo periodo portafogli composti da azioni con bassa volatilità possono ottenere un miglior rendimento rispetto al tradizionale portafoglio market-cap weighted. Le strategie Smart Beta minimum volatility hanno guadagnato un'elevata popolarità tra gli investitori, in particolar modo dopo la crisi finanziaria del 2008, poiché offrono un potenziale modo per limitare le perdite nelle fasi di declino del ciclo economico rispetto al mercato.

2.3.3 Perché scegliere gli Smart Beta ETF

Un numero sempre più grande di investitori si sta interessando e sta adottando gli Smart Beta ETF all'interno dei propri portafogli. Tre sono le principali ragioni che spingono gli investitori ad avvicinarsi a questo nuovo veicolo d'investimento e sono collegate ai potenziali vantaggi che quest'ultimo offre:

- Riduce il costo di portafoglio: Tra i criteri utilizzati per la scelta tra investimenti alternativi, il costo del portafoglio continua ad essere un fattore decisivo. Nell'ultimo decennio gli investimenti basati su strategie Smart Beta hanno raccolto un enorme volume di asset nell'ultimo decennio per il fatto che gli investitori hanno indirizzato le proprie scelte verso la creazione di portafoglio con una struttura più costo-efficiente. Gli ETF Smart Beta consentono agli investitori di ottenere un miglior rendimento risk-adjusted con minori commissioni rispetto a strumenti d'investimento attivi come i fondi comuni d'investimento.
- Aumenta la trasparenza: Gli Smart Beta ETF consentono all'investitore di beneficiare di una maggiore trasparenza che prima non era possibile in quanto l'unico modo di accedere all'investimento fattoriale era per il tramite dei fondi attivi che utilizzavano tale strategia. La maggior trasparenza ha alleviato il tradizionale problema

dell'incapacità di osservare e valutare le attività dei gestori attivi che, per evitare di svelare le proprie strategie ai competitor, rimanevano celate all'interno del fondo. Inoltre consente di rendere gli investitori più consapevoli delle caratteristiche del prodotto aumentando la loro capacità di valutazione dell'esposizione offerta e di implementazione nel proprio portafoglio.

- Aumenta le opportunità investibili: Le diverse esposizioni che ogni fattore garantisce aprono la possibilità per gli investitori di modellare il proprio portafoglio a seconda della combinazione di rischio e rendimento che si desidera ottenere. Nella figura sottostante (*Figura 3*) vengono mostrati i dati storici di diversi fattori nel mercato azionario in relazione allo standard MSCI World Index (indice che contiene le 1654 migliori azioni large e mid cap appartenenti ai 23 mercati sviluppati). In generale la valutazione di una strategia o di un prodotto d'investimento non dovrebbero mai essere valutati in termini assoluti ma sempre in relazione ad alternative possibili.

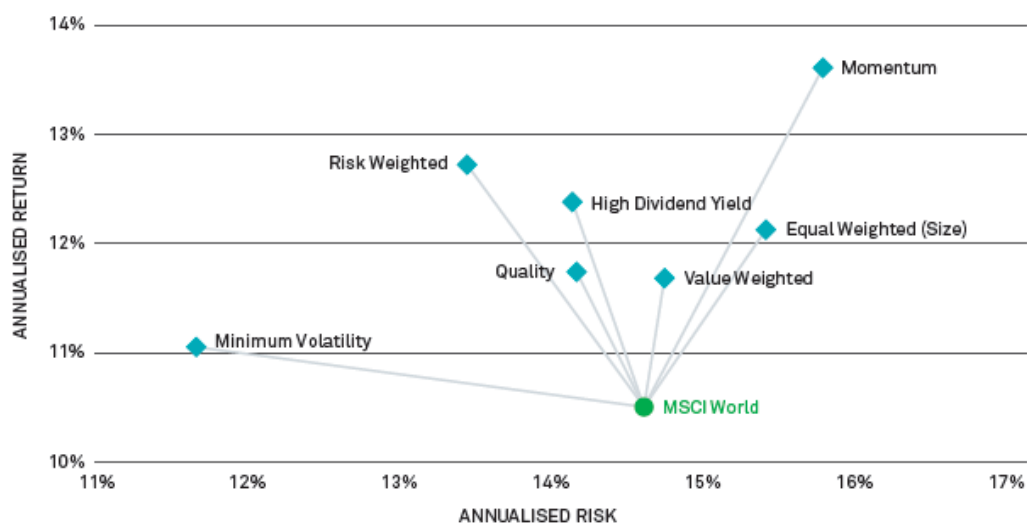


Figura 3: Performance MSCI World based indices, USD, (28 Nov. 1975 – 30 Giu. 2015)

Fonte: BlackRock e MSCI (Giugno 2015)

2.3.4 Implementare gli ETF Smart Beta nel portafoglio

I tradizionali fondi attivi e indicizzati contribuiscono a realizzare gli obiettivi finanziari degli investitori, ma non devono essere necessariamente l'unica soluzione. Le strategie Smart Beta consentono di raggiungere una varietà di obiettivi di portafoglio diversi. Possono essere implementate assieme alle altre componenti dei portafogli con l'obiettivo di aumentare il profilo di rischio-rendimento, ridurre la volatilità e aumentare la diversificazione.

Le strategie Smart Beta ridefiniscono l'universo investibile poiché, fornendo agli investitori la possibilità di implementarle in una tradizionale struttura di asset allocation, consentono di risolvere una molteplicità di problematiche:

- Sostituire o completare le strategie attive: Consentono di intraprendere strategie attive per la generazione di un extra-rendimento in modo trasparente, ben diversificato ed a basso costo.
- Ottenere di più dal beta: Ottenere un miglior rendimento risk-adjusted preservando l'efficienza propria del beta.
- Completamento: fornire esposizioni fattoriali diverse per aumentare la diversificazione oppure per le view tattiche di portafoglio.
- Contenimento del rischio: Utilizzare i fattori in ottica di protezione da diverse fonti di rischio non desiderate.

In un portafoglio tre sono le applicazioni delle strategie Smart Beta: strategica, tattica e per la gestione del rischio. La *Figura 4* riassume brevemente in che modo gli Smart Beta ETF possono essere implementati in ogni area del portafoglio.

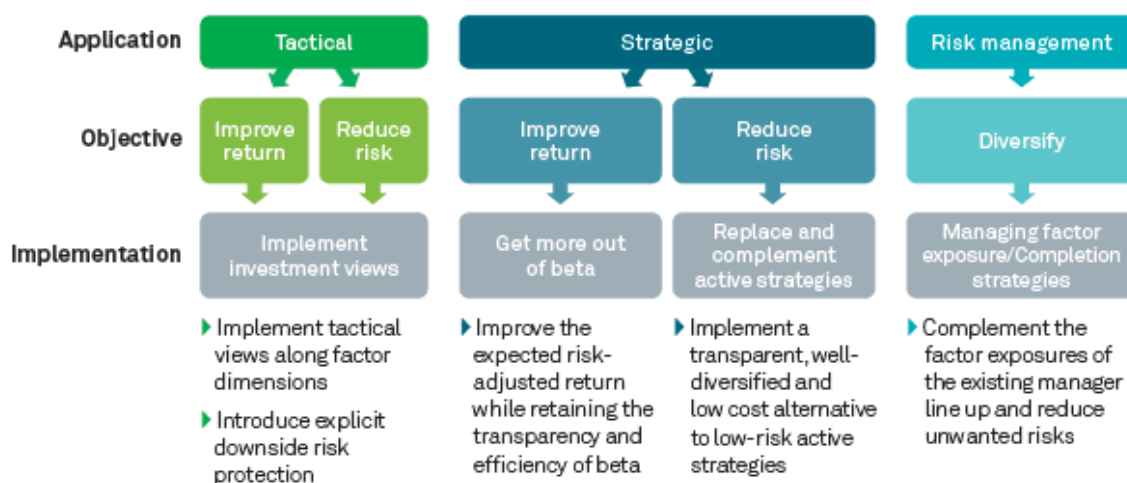


Figura 4: APPLICAZIONI SMART BETA ETF IN UN PORTAFOGLIO

Fonte: BlackRock (2015)

2.4 Smart Beta ETF un valore aggiunto per il portafoglio o una semplice trovata di marketing?

Quando nel mondo del risparmio gestito viene introdotto un nuovo veicolo d'investimento o, in questo caso, una nuova strategia d'investimento applicata a uno tra i prodotti finanziari con la più rapida crescita nella storia della finanza (gli Exchange Traded Fund), il mondo degli investimenti si divide tra coloro che ne elogiano le performance e le caratteristiche

vantaggiose e coloro che la criticano seriamente accusando generalmente di essere solo una nuova invenzione per le società di arricchirsi a scapito degli investitori. La commercializzazione degli Smart Beta (SB) ETF è stata condotta attraverso la creazione di numerosi slogan che ne elogiavano i vantaggi: “be smart and invest smart!”, “perché pagare elevate commissioni ai gestori attivi quando puoi ottenere gli stessi risultati alla metà del costo e in modo più trasparente?”. Ciò ha indotto gli scettici e la fetta di investitori schierati contro a criticare pesantemente gli SB ETF accusandoli di ingannare gli investitori sulla possibilità di ottenere un extra-rendimento rispetto al tradizionale ETF market-cap weighted: “com’è possibile battere il proprio benchmark con un prodotto passivo come sono gli Exchange Traded Fund?”. Tuttavia le forti accuse indirizzate verso gli Smart Beta ETF non hanno frenato l’entusiasmo degli investitori che hanno continuato ad investire i propri capitali in questo nuovo prodotto, introdotto negli anni 2000, rendendolo sempre più popolare e sempre più rilevante in termini di AUM nel panorama del risparmio gestito. Il boom si è avuto in particolar modo dopo la crisi finanziaria del 2008 poiché le necessità degli investitori si sono indirizzate verso la ricerca di strategie d’investimento che possano dare un valore aggiunto al proprio portafoglio ma in modo più trasparente ed economico rispetto ai tradizionali prodotti attivi.

Alcuni fondi Smart Beta dichiarano che i propri prodotti possano ottenere una performance migliore rispetto al mercato e generare un Alpha positivo. Il dubbio più grande che gli investitori scettici si pongono è se questi Smart Beta ETF possano realmente battere il tradizionale benchmark market-cap weighted generando un extra-rendimento. A tal proposito nello studio condotto da Sivaprakash (2015), il ricercatore tenta di rispondere attraverso evidenze empiriche ad alcune delle domande poste in merito a questo prodotto, in particolar modo se gli SB ETF veramente possono battere il mercato generando un Alpha positivo.

Il modello sviluppato dal ricercatore per le analisi seleziona, tra i migliori 20 Smart Beta ETF nel mercato americano in base al loro valore al 31 dicembre 2014, gli unici 9 che fornivano online tutte le informazioni riguardanti le performance dei 5 anni precedenti con dati univoci tra i vari provider di informazioni finanziarie affidabili. La performance annua di ogni Smart Beta ETF è stata confrontata prima con la performance dell’indice replicato e poi con quella dell’indice S&P 500, considerato come proxy del portafoglio di mercato, per un orizzonte temporale compreso tra il primo giugno 2010 ed il 31 maggio 2015.

Il risultato emerso dalle analisi statistiche è sorprendentemente a favore degli SB ETF. In particolare le ricerche hanno mostrato come 8 campioni su 9 abbiano ottenuto una performance maggiore rispetto a quella dell’indice di riferimento e il rendimento in eccesso,

espresso in termini percentuali, ha avuto come valore minimo 0,47% e come massimo 7,49%. Contemporaneamente tutti i campioni hanno battuto l'indice a capitalizzazione di mercato con un range di sovra performance compreso tra lo 0,98% ed il 20,56%. Portando così il ricercatore a concludere che gli SB ETF possono ottenere un eccesso di rendimento rispetto il proprio benchmark di riferimento e generando un Alpha positivo, battendo così il mercato.

2.4.1 Factor investing e market-cap investing a confronto

Gli studi sopra riportati, mostrano la possibilità per gli Smart Beta ETF di battere il mercato, potrebbero indurre il lettore a pensare che tali prodotti d'investimento, che adottano un criterio di ponderazione factor-based, potrebbero sostituire in modo sistematico all'interno del portafoglio ogni ETF market-cap weighted.

Nella letteratura accademica si possono trovare studi, come quello condotto da Arnott, Hsu e Moore (2004), che sostengono come gli indici costruiti secondo il tradizionale criterio di ponderazione market-cap sia per loro natura imperfetti e mostrano come attraverso indici factor-based si possano ottenere rendimenti maggiori. Tuttavia Bender, Briand, Melas e Dubramanian (2013) nelle loro ricerche presentano la non superiorità assoluta dei criteri di ponderazione fattoriali rispetto allo schema basato sulla capitalizzazione di mercato.

Secondo questi ultimi, un indice market-cap weighted è l'unico che riflette tutte le opportunità disponibili nel mercato azionario considerato nella sua interezza. Per la valutazione delle condizioni e dell'andamento del mercato azionario un benchmark market-cap weighted risulta il miglior strumento da utilizzare. Inoltre, il market-cap investing, cioè una strategia diretta a replicare un indice market-cap, è l'unico metodo per ottenere un portafoglio che sia contemporaneamente accessibile ad ogni tipo di investitore e che abbia una consistenza macroeconomica. Invece i portafogli factor-weighted rappresentano un'inclinazione strategica diversa e dai benchmark market-cap weighted. Attraverso il factor investing e di conseguenza le strategie Smart Beta, ogni investitore può autonomamente decidere di ottenere un'esposizione che si concentri su alcuni aspetti del mercato azionario e che sia completamente staccata da quella tradizionale del market-cap, personalizzando il proprio portafoglio secondo le proprie aspettative e le proprie preferenze.

Gli investitori dovrebbero considerare che con gli Smart Beta ETF si crea la necessità di bilanciare periodicamente lo schema di ponderazione per mantenersi costantemente allineato con i fattori selezionati, mentre con i tradizionali ETF market-cap weighted è possibile adottare una semplice strategia buy-and-hold (Benham, Obregon, Walsh e Yontar [2016]).

Secondo Glushkov (2016), una delle ragioni per cui la maggior parte delle strategie Smart Beta possono potenzialmente ottenere un miglior rendimento risk-adjusted deriva dall'attività di bilanciamento dello schema di ponderazione dei titoli basato su un criterio fattoriale. Ad esempio, in un portafoglio value based, i titoli considerati sopravvalutati (P/E elevato) vengono venduti e quelli più economici con un P/E basso vengono acquistati; al contrario i portafogli market-cap weighted che adottano una strategia buy-and-hold assegnano un peso maggiore ad azioni che hanno un prezzo elevato ma che potenzialmente potrebbero essere sopravvalutate.

Tuttavia l'attività di bilanciamento che si sostanzia nell'acquisto e nella vendita periodica di titoli pone in capo agli investitori un ulteriore aspetto da tenere in considerazione nella scelta di tali strategie; i costi di transazione. Implementando uno Smart Beta ETF all'interno del proprio portafoglio senza valutare ex ante i costi di transazione, si creerebbe la possibilità che quest'ultimi eroderebbero qualsiasi profitto ottenuto attraverso l'utilizzo dei fattori quali fonti alternative di rendimento. Perciò, come affermano Hsu, Kalesnik e Viswanathan (2015) nella valutazione della performance degli SB ETF, oltre a considerare le commissioni, diventa importante comprendere anche questi costi legati allo scambio dei titoli.

Novy-Marx e Velikov (2014) studiarono l'impatto che i costi di transazione hanno sui fattori. Il risultato non sorprendente fu che fattori caratterizzati da un basso turnover, per loro natura, – come mercato, low-volatility e value – non sono pesantemente influenzati da elevati costi di transazione, così da renderli adatti per strategie Smart Beta con un'elevata attività di ribilanciamento. Invece tra i fattori con alti turnover si identificano momentum e illiquidità. Per Smart Beta ETF, che utilizzano questi ultimi fattori, risulta necessaria un'attenta implementazione nel portafoglio stabilendo strategie che includano misure volte a ridurre i costi di transazione, così da permettere agli investitori di beneficiare totalmente dei vantaggi offerti dall'attività di bilanciamento periodico senza che tali costi riducano i profitti al punto da azzerarli. In generale i ricercatori stimano dei costi di transazione compresi tra 20 e 57 bps al mese.

In sintesi la recente crescita nella popolarità degli Smart Beta ETF è dovuta dalla possibilità offerta agli investitori di beneficiare di extra-rendimenti che prima erano possibili solo attraverso prodotti attivi, garantendo un'elevata trasparenza e basse commissioni.

Bisogna però chiarire come questi nuovi prodotti non sostituiscono in toto i tradizionali ETF market-cap weighted, bensì si inseriscono nel panorama degli investimenti offrendo al mercato un nuovo modo di concepire la gestione attiva. In particolare gli ETF che replicano indici

market-cap weighted sono gli unici che consentono di perseguire una reale strategia d'investimento passiva, di tipo buy-and-hold di lungo periodo, con un basso turnover di titoli, elevata liquidità ed un'estrema capacità d'investimento. Al contrario, gli Smart Beta ETF che si basano sull'investimento fattoriale rappresentano una visione attiva distante dal tradizionale portafoglio di mercato ed è necessario che l'investitore abbia fondate proiezioni future in merito ai trend di cambiamento del mercato e per quanto sia probabile che dureranno nel tempo. Perciò, come le tradizionali strategie attive, le strategie Smart Beta dovrebbero essere valutate nel lungo periodo confrontandole con un benchmark market-cap weighted.

Per concludere, come afferma George Cooper, autore del libro *The Origin of Financial Crisis and a critic of index investing*: le strategie Smart Beta possono essere considerate come “uno sviluppo positivo, in quanto dividono la comunità di investitori” mitigando la loro naturale tendenza umana a radunarsi verso titoli di maggior successo del momento.

CONCLUSIONE

La rapida crescita degli ETF a cui stiamo assistendo negli ultimi 20 anni è sintomo di un imminente cambiamento che è già in atto nell'industria del risparmio gestito. Con l'introduzione degli Exchange Traded Fund è stata offerta l'opportunità a tutti i tipi di investitori, dal più piccolo al più grande, di accedere a una grande varietà di categorie di investimento in precedenza accessibili solo ai grandi investitori istituzionali. La peculiarità degli ETF, evocata anche dal nome di tali prodotti, è data dall'opportunità di acquistare e vendere le quote del fondo in Borsa a un prezzo che dipende dal livello di domanda e offerta ma che, grazie alla frequente attività di arbitraggio degli Authorized Participant, risulta sempre in linea con il proprio fair value, calcolato come il NAV dei titoli sottostanti. Inoltre, in un mondo dove gli investitori sopravvalutano le perdite e sottovalutano i guadagni, le basse commissioni e l'elevata liquidità hanno reso gli Exchange Traded Fund sempre più attrattivi ottenendo sempre maggiori consensi dal mercato.

La crisi finanziaria del 2008, oltre ad aver provocato gravissimi danni all'economia mondiale, ha modificato le esigenze degli investitori i quali, dopo aver perso la fiducia nei mercati, hanno indirizzato le loro ricerche verso prodotti che garantiscano maggiore trasparenza e liquidità ad un costo più competitivo. Parallelamente a questo fenomeno, l'implementazione delle strategie Smart Beta, definite come criteri di ponderazione alternativi alla tradizionale capitalizzazione di mercato e basati su fattori ampiamente discussi nella letteratura accademica che descrivono le fonti di rischio-rendimento di un'azione, nella costruzione degli indici e di conseguenza nei fondi che li replicano, ha generato gran consenso nel mercato alimentando il trend di crescita e rendendo ancor più popolari gli ETF nel panorama generale degli investimenti.

L'introduzione degli SB ETF ha consentito all'investitore di combinare i vantaggi tipici di un prodotto passivo – trasparenza, basse commissioni, elevata liquidità – e le performance più assimilabili a un fondo attivo generando un Alpha positivo e fornendo un miglior rendimento risk-adjusted. La possibilità di generare un extra-rendimento rispetto al mercato non deve però indurre gli investitori a pensare di utilizzare gli SB ETF in sostituzione ai tradizionali Exchange Traded Fund che replicano indici a capitalizzazione di mercato in quanto le loro implementazioni in un portafoglio hanno due funzioni diverse. In particolare, i tradizionali ETF a capitalizzazione di mercato sono gli unici che consentono di perseguire una strategia puramente passiva di lungo periodo, con bassi turnover; viceversa gli SB ETF offrono

un'esposizione parziale del mercato così che l'investitore possa esprimere la propria visione potendo beneficiare di un rendimento in eccesso che prima era possibile solo attraverso i fondi comuni d'investimento ma ad un costo maggiore. Inoltre è necessario che gli investitori approcciandosi a questo nuovo prodotto tengano in considerazione nella valutazione delle alternative determinati elementi come i costi di transazione, generati dall'attività di bilanciamento e la ciclicità intrinseca nella natura dei fattori utilizzati.

Nonostante i pareri contrastanti gli Exchange Traded Fund e poi gli Smart Beta ETF hanno continuato e continuano ad attirare investimenti così da essere considerati attualmente i veicoli d'investimento con la più rapida crescita dell'industria del risparmio gestito.

Ad oggi la penetrazione degli ETF nel mercato rimane ancora limitata se la si confronta con l'universo di opportunità d'investimento disponibili. Ad esempio nel mercato americano, dove questi prodotti sono maggiormente diffusi, gli AUM nel mese di marzo si attestavano a 2,8 miliardi di dollari contro il 16,9 miliardi di dollari dell'industria dei tradizionali fondi d'investimento comuni.⁹ Ciò non significa che essi si siano poco diffusi tutt'altro che tali informazioni sono l'espressione del potenziale ancora inespresso di questo prodotto innovativo che è destinato a crescere a livello globale.

⁹ ROBIN WIGGLESWORTH, 10 Maggio 2017. Global ETF assets reach \$4tn, *The Financial Times*. Disponibile su <<https://www.ft.com/content/89c18106-3591-11e7-bce4-9023f8c0fd2e>>

BIBLIOGRAFIA

- Antoniewicz, R., Heinrichs, J.** (2014), *Understanding Exchange-Traded Funds: How ETFs Work*. ICI Research Perspective 20, no. 5.
- Arnott, R., Hsu, J., Moore, P.** (2004), *Fundamental Indexation*. Research Affiliates, LLC.
- Ben-David, I., Franzoni, F.A., Moussawi, R.** (2016), *Exchange Traded Funds (ETFs)*. Charles A. Dice Center Working Paper No. 2016-22; Fischer College of Business Working Paper No. 2016-03-022; Swiss Finance Institute Research Paper No. 16-64.
- Bender, J., Briand, R., Melas, D., Subramanian, R. A.** (2013), *Foundations of Factor Investing*. MSCI Inc.
- Benham, F., Obregon, R., Walsh, E., Yontar, T.** (2016), *Alternative Beta Strategies*. Westwood, MA: Meketa Investment Group.
- Carson, B., Shores, S., Befouse, N.** (2017), *Life Cycle Investing and Smart Beta Strategies*.
- Glushkov, D.** (2016), *How Smart Are Smart Beta Exchange-Traded Funds: Analysis of Relative Performance and Factor Exposure*. Investment Management Consultants Association Inc.
- Gold, M. L., Usman Ali, P.** (2001), *The New Model Index Fund*. MFAS Investment Advisors Research Paper.
- Guedj, I., Huang, J.** (2009), *Are ETFs Replacing Index Mutual Funds?* AFA 2009 San Francisco Meetings Paper.
- Hsu, J., Kalesnik, V., Viswanathan, V.** (2015), *A Framework for Assessing Factors and Implementing Smart Beta Strategies*. Journal of Index Investing, vol. 6, no. 1.
- Lussier, J., Ang, A., Carhart, M. M., Bodenstein, C., Tetlock, P. E., Hatch, W., Rapach, D.** (2016), *Portfolio Structuring and The Value of Forecasting*. CFA Institute Research Foundation.
- Malkiel, G. Burton** (2015), *Is Smart Beta Really Smart?* The Journal of Portfolio Management 40th Anniversary Issue, Vol. 40, no. 5.
- Munoz-Alonso, I.** (2015), *The Rise of Factor Investment*. Factor Investment Handbook, MSCI Inc.

Polyakov, Y. (2016), *Introduction into Multi-Factor Investing*.

Sivaprakash, V. (2015), *Is there real value in investing in Smart Beta ETF Funds?* Irlanda: Dublin Business School.

Vanelli, S., Bush, E., Coward, B., Thomson, J. (2015), *Smart Beta 2.0: A Disruptive Innovation*.

RINGRAZIAMENTI

Credo che questo lavoro rappresenti la passione e l'impegno che ho impiegato in questi tre anni di università. Esso però non è una fine ma piuttosto un punto di partenza per continuare ad approfondire, imparare nuove cose e per migliorarmi in ogni momento.

Il primo e fondamentale grazie va al Professor Lorenzo Rocco, che è sempre stato molto disponibile a risolvere gli eventuali dubbi o problemi incontrati nello svolgimento della tesi; un grazie anche per aver compreso la mia impossibilità di essere a Padova a causa dello stage e di aver risposto in modo rapido e tempestivo alle mie mail e alle chiamate, anche in un periodo delicato com'è il mese di agosto.

Il secondo grazie va alla mia famiglia che da sempre mi ha sostenuto e appoggiato in tutti i miei progetti. Nonostante il periodo difficile che stiamo trascorrendo, so che ce la stanno mettendo tutta per rendermi felice e per consentirmi di intraprendere la strada che voglio perseguire. Grazie.

Il grazie più grande va ad Anna la persona più bella, genuina e spontanea che conosco. Non solo una sorella ma un grande amica, una persona su cui far sempre affidamento nei momenti più bui ma anche nei bei momenti da condividere assieme. Grazie, Grazie e Grazie per tutti i consigli, le risate e per mille altre cose che ora non mi vengono in mente. Grazie che ci sei. Come te per me, io per te ci sarò sempre perché un legame come il nostro è così forte che niente e nessuno potrà rompercelo. Insieme supereremo ogni cosa.

Il terzo grazie va a Marina, non solo mamma di un mio piccolo atleta ed ottima consulente ma ormai una grande amica che mi ha aiutato e mi continua ad aiutare in ogni cosa. Una persona su cui posso far affidamento che mi ha aperto gli occhi su cosa mi aspetta fuori dall'università nel mondo lavorativo. Un grazie sentito anche per aver risposto ed ascoltato tutti i miei dubbi, paranoie ed incertezza sopportandomi come solo pochi fanno. Grazie. Anche perché non ho ancora capito perché tu lo faccia.

Vorrei ringraziare anche due fantastiche persone che mi hanno aiutato molto durante la redazione della tesi: Giancarlo Sandrin, Head of Asset Management clients iShares Italy presso BlackRock, ed Alessandro Bonardi, ETF Sales Italy presso UBS. Grazie per avermi dedicato il vostro prezioso tempo a chiarire tutti i dubbi che avevo sul mondo degli ETF e dello Smart Beta e grazie per l'utilissimo materiale che mi avete fornito.

Infine l'ultimo grazie va a tutte quelle persone, quei pochi amici che hanno creduto in me. Quelli a cui non serve chiedere nulla perché loro sanno già di cos'hai bisogno. I veri amici che seppur il poco tempo o la distanza sai che per te loro ci sono e ci saranno sempre perché alla fine sono queste le persone che ti fanno sorridere e che ti rendono una persona migliore. GRAZIE!!