

 **ETF News**  
Il mondo degli Exchange Traded Funds

**PERIODICO TRIMESTRALE**  
OTTOBRE - DICEMBRE 2017      N.3

PRESENTAZIONE



## PERIODICO TRIMESTRALE OTTOBRE - DICEMBRE 2017 N.3

Ecco il terzo numero di una nuova iniziativa editoriale di

**Primosegno Edizioni S.r.l.**

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

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

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

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

[www.primosegno.com](http://www.primosegno.com).

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

Buona lettura e, soprattutto, Buon Natale !!!

Il Direttore Responsabile  
*Giuseppe Politi*

*in collaborazione con*



# CME RITRATTA E SI ALLINEA AL CBOE

ENTRO FINE ANNO IL LANCIO DEI BITCOIN FUTURES DELLA PIÙ GRANDE BORSA PER DERIVATI AL MONDO

Dopo le dichiarazioni d'inizio ottobre con le quali Terry Duffy, executive chairman e presidente del CME Group definiva il Bitcoin ancora immaturo e pertanto inadatto a costituire sottostante per contratti derivati, la posizione della più grande borsa al mondo per le contrattazioni di questi strumenti si allinea invece a quella del principale concorrente, il CBOE, che oltre un mese fa aveva annunciato il lancio di futures sulla cryptocurrency (seppur ancora in attesa dell'autorizzazione da parte della U.S. Commodity Futures Trading Commission). La posizione del CME costituiva un ostacolo importante allo sviluppo delle criptovalute la cui ulteriore diffusione passa anche da una maggiore diversificazione degli impieghi e degli investitori

coinvolti e, di conseguenza, anche da una minore volatilità. Le dichiarazioni di Duffy, insieme con il contemporaneo ritiro di quasi tutte le proposte ETF basate sui preannunciati contratti futures già inoltrate alla SEC (la Commissione si era detta impossibilitata a valutare proposte ETF basate su derivati il cui mercato non era ancora osservabile suggerendo, de facto, il ritiro momentaneo delle proposte), avevano dato l'impressione di poter rallentare l'arrivo sul mercato del primo ETF sul Bitcoin ma, tuttavia, già in quell'occasione, la criptovaluta non aveva dato cenni di incertezza continuando nello straordinario recupero che dal crollo di settembre l'aveva portata ai segnare nuovi massimi storici (oggi supera i 7.000 dollari di valore).

Anche CME è in attesa dell'approvazione da parte dell'U.S. Commodity Futures Trading Commission, ma la struttura alla base dell'offerta è già nota: CME collaborerà con Crypto Facilities Ltd, partner che già fornisce alla borsa parte dei dati necessari alla costruzione dell'indice Bitcoin price che da circa un anno viene offerto dal colosso di Chicago


sotto il nome di CME CF Bitcoin Reference Rate, sul quale saranno appunto basati i nuovi contratti futures (liquidati in contanti). E' bene ricordare che la disponibilità di questi contratti fornisce agli investitori istituzionali anche la possibilità di coprirsi dalla fluttuazioni

della cryptocurrency stessa, mentre, per gli asset managers, costituisce un'opportunità per il lancio di Bitcoin ETP basati su una struttura, quella degli indici futures, in relazione alla quale la SEC ancora non ha posto il suo veto. Restiamo in attesa di osservare quali saranno le reazioni dei principali issuers del mercato ETF, fino ad oggi, stando alle rispettive dichiarazioni, poco interessati all'impiego del Bitcoin come sottostante.



# NATALE IN ANTICIPO PER IL BITCOIN

TRA DUBBI E CERTEZZE IL 10  
DICEMBRE LA CRYPTOCURRENCY  
SBARCA SUI MERCATI  
REGOLAMENTATI



Bitcoin non si ferma, anzi, raggiunge nuovi massimi e rilancia. Ottenute il primo dicembre le tanto attese autorizzazioni da parte della Commodity Futures Trading Commission, ora le grandi piattaforme di negoziazione in derivati possono finalmente offrire al pubblico i tanto attesi e discussi futures (a breve anche options e swaps) sulle criptovalute. In data 10 dicembre, infatti, il CBOE, primo circuito ad aver esplicitato il proprio interesse per l'offerta di questi strumenti, inizierà le contrattazioni sotto il simbolo XBT ( peraltro "for free" nel mese di dicembre a scopo

promozionale ) ma solo pochi giorni dopo, per l'esattezza il 18 dicembre, i leader di mercato del CME lanceranno la propria offerta sotto il codice BTC. Sembra che anche Nasdaq stia prendendo in considerazione il lancio di prodotti simili ma soltanto in un momento successivo, puntando, peraltro, su una maggior diversificazione delle fonti di prezzo rispetto alla concorrenza. Se, infatti, i contratti offerti dal CBOE usano come sottostante unicamente il prezzo contrattato dalla borsa autorizzata Gemini, l'offerta CME prezza il sottostante in base alle componenti dell'indice proprietario CME CF Bitcoin Reference Rate (inaugurato ormai nel 2016) costruito sui dati di quattro principali borse Bitcoin ossia Bitstamp, GDAX, itBit e Kraken.

Le implicazioni della disponibilità di questi derivati sulle quotazioni delle criptovalute, che nel frattempo hanno raggiunto nuovi livelli record spingendo sempre più investitori a parlare di bolla speculativa, sono difficilmente prevedibili. Se l'atteso aumento della volatilità, causato anche dalla possibilità di shortare questi contratti, potrebbe sfociare addirittura in un crollo delle valutazioni nel caso la spinta ribassista dovesse avere la meglio (fondi hedge in primis) è pur vero che, in prospettiva, la maggiore liquidità, la negoziazione regolamentata e l'accesso di investitori istituzionali potrebbero invece ridurre non poco i timori che ancora aleggiano su questi asset e dare nuovo impulso ai corsi già all'indomani della loro quotazione. Certo avremo a che fare con l'alba di un mercato nuovo e in fase di rodaggio, oltre che sotto stretta osservazione anche da parte dei regolatori. Per quanto riguarda la volatilità, infatti, le contrattazioni prevedranno trading halts dedicati e margini di garanzia molto elevati, questi ultimi notificati già oggi da

CME e CBOE (che ricordiamo svolgono il ruolo di controparte in questi contratti) come intorno al 35%-40%.

Quanto agli investitori istituzionali che negozieranno questi contratti, è bene considerare che, pur essendo vero che nessuna primaria istituzione finanziaria si è apertamente schierata a favore di questo



specifico asset digitale ed anzi molte hanno apertamente parlato di frode, poche di queste non hanno elogiato la tecnologia blockchain sottostante e molti sono stati i casi i "cambi di rotta". Sul piano ETF, la considerazione del Bitcoin quale asset speculativo e dunque di nicchia è ormai consolidata tra leaders come Vanguard e iShares (BlackRock), con VanEck solo issuer tra i primi dieci a livello globale ad aver avanzato, ad oggi, proposte (poi ritirate) per strumenti con sottostate costituito da futures sul Bitcoin. Le proposte attualmente in

fase di valutazione presso la SEC provengono per lo più da issuers di più ridotte dimensioni, presumibilmente anche alla ricerca di quote di mercato: le più note sono quelle di ProShares, che vuole proporre due alternative futures based per prendere posizione long oppure short sull'asset digitale per eccellenza e l'ormai nota proposta Winklevoss, oggi in fase di riesame dopo un primo parere negativo e supportata in questa rivalutazione dalla Bats Exchange (CBOE). Quest'ultima non è basata su contratti futures ma bensì sul valore di un portafoglio di Bitcoin detenuto dal Winklevoss Bitcoin Trust, assets sottostanti il cui prezzo sarebbe calcolato da Gemini (la stessa società che calcola il prezzo Bitcoin alla base dei futures a firma CBOE....), borsa Bitcoin autorizzata sotto il controllo degli stessi gemelli Winklevoss, negli anni scorsi noti per un contenzioso (perso) circa la paternità del noto social network Facebook, ed oggi agli onori della cronaca grazie allo status appena acquisito di "primi miliardari in Bitcoin" al mondo. Indipendentemente dall'impiego di contratti futures in qualità di sottostante del primo ETF sulle cryptocurrency, struttura questa che nei prossimi giorni sarà senza dubbio riproposta alla SEC in varie forme (erano state ritirate solo perché in fase di esame non esistendo ancora il sottostante futures sarebbero state necessariamente respinte), l'evoluzione di questo mercato in derivati influenzerà sicuramente scelte degli issuers, specialmente di quelli di maggiori dimensioni.

## CHAPTER 3

# VANECK RILANCIA SUL BITCOIN

L'ASSET MANAGER DI NEW YORK  
LANCIA I SUOI INDICI COMPOSITE  
SULLE CRYPTOCURRENCIES

ETH  
Ethereum

LTC  
Litecoin

ETC

VanEck, storico e innovativo issuer statunitense, appartiene alla schiera di quegli asset managers che recentemente hanno sottoposto al vaglio della SEC proposte per l'emissione di exchange traded funds strutturati per replicare l'andamento del Bitcoin vedendosi poi costretti a ritirare le proprie iniziative a causa di un allungamento dei tempi necessari per l'arrivo sul mercato dei primi contratti futures sulle criptovalute. Oggi la disponibilità di questi e di nuovi contratti derivati è però concreta e le principali e più innovative borse valori globali offrono già sul



mercato questi prodotti ad istituzionali ed, in maniera indiretta, anche al pubblico retail. L'accesso ai mercati di borsa regolamentati dovrebbe consentire alle criptovalute, grazie ad una maggiore varietà di investitori e alla possibilità di assumere posizioni short sulle stesse, di ridurre, almeno in prospettiva, l'estrema volatilità da cui sono caratterizzate (Bitcoin risulta diciotto volte più volatile del dollaro statunitense) contenendone l'impiego puramente speculativo e i rischi connessi. In realtà, la recente crescita del Bitcoin, che ormai si avvicina ai 10000 USD, si fonda già su una nuova solidità evidenziata da questi asset, prima



a fine settembre con il rapido recupero dopo lo stop alle negoziazioni e alle ICOs in Cina e, poi, ancora ad ottobre, quando tali assets si sono dimostrati poco vulnerabili alle dichiarazioni poco lusinghiere di molti

importanti asset managers (tra i quali BlackRock). Mentre permangono i dubbi di bolla speculativa, e ci si interroga sul reale valore di un Bitcoin regolamentato, VanEck, già unico tra i primi dieci AM negli Stati Uniti a proporre una soluzione ETF Bitcoin alla SEC, non perde occasione di dimostrare il proprio interesse per i digital assets. Infatti, l'issuer lancia oggi sul mercato, in partnership con la londinese CryptoCompare (data provider specializzato in assets digitali) una gamma di sedici indici sulle criptovalute, riconoscendo dunque l'importanza del settore nel suo complesso e l'opportunità di business che si nasconde dietro all'indexing di assets con un potenziale di crescita tanto elevato,

questo indipendentemente dal valore delle singole valute e dal suo attuale grado di maturità delle stesse.

Gli indici proposti, gestiti dalla controllata MVIS, sono calcolati in base ai dati forniti da 50 cryptocurrency exchanges operanti a livello globale con le valutazioni espresse pesate in base ai volumi e gli indici sono naturalmente aggiornati in tempo reale in ogni momento. Naturalmente lo storico è molto contenuto e si spinge al massimo fino al 2014. Sul mercato sono già presenti diversi indici single currency su questi asset digitali: l'affidabilità degli stessi nasce soprattutto, dalla capacità di questi di esprimere realmente l'andamento di un mercato molto frammentato e dinamico come quello di una criptovaluta, risultato che viene ottenuto massimizzando affidabilità, peso e numero delle sorgenti consultate per stabilire prezzi e volumi. La vera novità è costituita dagli indici composite, se così possono essere chiamati, che offrono uno spaccato del mercato delle cryptocurrencies nel suo complesso, aggregando le valutazioni espresse dagli investitori in merito ad oltre 100 assets digitali. Fondamentale passaggio anche per la creazione di un ETF sufficientemente diversificato su asset tanto volatili, gli indici compositi hanno cominciato da pochi mesi a suscitare l'interesse del mercato (sono nate iniziative come il Digital Currency Index o il FFAST5 Index) e l'iniziativa di VanEck, pur restando ad ora quella di maggior risonanza mediatica, specialmente per quanto attiene al mercato ETF, farà molto probabilmente da apripista a quelle di noti index providers. VanEck, nel dettaglio, propone un ribilanciamento mensile di pesi e, ove previsto, delle componenti oltre a prevedere, come accade in campo equity o bond, un sistema di limitazione del peso per

preservare la diversificazione del portafoglio indice. I pesi sono attribuiti, come anticipato, in base alla capitalizzazione di mercato di ciascuna valuta (Bitcoin oggi capitalizza 41 miliardi di dollari sui 100 che le criptovalute raggiungono a livello globale) e questo genera indici large, mid e small cap, a seconda che vengano presi in considerazione i diversi livelli di capitalizzazione evidenziati dalle componenti del MVIS CryptoCompare Digital Assets 100 Index, l'indice onnicomprensivo degli asset digitali osservati da VanEck. MVIS CryptoCompare Digital Assets 25 (indice capped al 20% composto dalle top 25 componenti del MVIS CryptoCompare Digital Assets 100 Index per size e liquidità), ricopre invece, nell'offerta di VanEck, un ruolo che, per rappresentatività, risulta simile a quello che l'indice Dow Jones ha sul mercato azionario internazionale, mentre, per avere una selezione di asset simile a quella offerta, sempre in campo equity, dallo S&P 500, dovremo fare riferimento allo MVIS Crypto Compare Digital Assets 10 (indice capped al 30% top 10 delle componenti del MVIS CryptoCompare Digital Assets 100 Index a maggior size e liquidità) che presenta la seguente composizione: Bitcoin 26.69%, Ethereum 24.56%, Bitcoin Cash 23.69%, Ripple 8.41%, Litecoin 4.22%, DASH 4.21%, IOTA 2.34%, Monero 2.22%, Ethereum Classic 2.11%, Bitcoin Gold 1.54%.



primosegno News

# FLUSSI RECORD RIACCENDONO LA COMPETIZIONE SUI BENCHMARK FIXED INCOME

LSEG, ICE E BLOOMBERG PRENDONO  
IL POSTO DELLE BANCHE AL VERTICE  
DEL BOND INDEXING

Secondo un recente studio a firma JPMorgan, quest'estate le repliche passive, insieme con le gestioni quant, hanno superato l'approccio discrezionale arrivando a pesare per oltre il 60% del mercato dei fondi equity. Se in termini di risultati il successo delle gestioni quant non sembra essere motivato dalle performance registrate ma è piuttosto una diretta conseguenza di mercati ormai dominati dalla "mano invisibile" dell'algorithmic trading, per quanto riguarda la replica passiva tale risultato si deve certo anche ai costi ridotti capaci di portare i replicanti a vincere il

confronto con fondi comuni che per l'80% non si sono dimostrati neppure in grado di eguagliare le performance nette dei propri indici di riferimento (la gestione attiva porta valore aggiunto solo nel caso di performance superiori al benchmark del fondo). I fondi comuni obbligazionari non

hanno invece registrato risultati altrettanto deludenti e, pur offrendo rendimenti spesso non esaltanti, non hanno comunque perso il confronto con gli ETF.

Arrivati sul mercato una decina di anni più tardi rispetto agli ETF azionari, i bond ETF a gennaio contavano per soli 500 miliardi di dollari sul totale degli AUM investiti nei replicanti rispetto ai 2500 miliardi riposti in strumenti azionari ma, negli ultimi due anni, si è registrato un

evidente aumento d'interesse da parte degli investitori: gli ultimi dati Morningstar quantificano in oltre 130 miliardi di dollari la somma confluita in questi strumenti nel solo 2017 con il superamento del record 2016 a quota 117 miliardi di dollari e una prevedibile preferenza per i prodotti ad alto rendimento o coperti dal rialzo dei tassi. Se pensiamo che il mercato obbligazionario



supera quello azionario per dimensioni di circa il 30% e che il tasso di penetrazione degli ETF sul bond market USA è di solo lo 0.8% contro l'8.4% dei fondi comuni e il 91% coperto dall'investimento individuale, ci rendiamo conto che gli Exchange Traded Funds

hanno importanti margini di sviluppo su tale mercato. MSCI, S&P Dow Jones e FTSE Russell hanno raggiunto incrementi di fatturato da record (crescono da dieci anni a doppia cifra) e dominano la scena per gli AUM benchmarked dai loro indici equity (tra fondi comuni e replicanti), ma quando si parla di bond Indices sono le gamme Citi, Barclays, Bank of America Merrill Lynch e IHS Markit iBoxx a detenere la leadership. La

composizione e il calcolo degli indici obbligazionari, solidamente e da sempre in mano agli istituti bancari, è però divenuto di recente aggredibile, soprattutto a seguito di nuove disposizioni legislative, che hanno costretto queste grandi banche a vendere, seppur a caro prezzo, le rispettive rinomate divisioni di indexing sui fixed income. A preoccupare le autorità sono i potenziali conflitti d'interesse che si potrebbero creare

su questi importantissimi indici, una questione simile, nella sostanza, a quella già emersa in riferimento al tasso LIBOR, a suo tempo anch'esso considerato "manipolabile" dagli istituti coinvolti nella sua definizione. Attualmente, l'unico gruppo bancario USA a conservare un'importante divisione di indexing (importantissima per quanto riguarda la parte emerging fixed income) è JPMorgan Chase. Gli acquirenti delle principali gamme di bond Indices?

Un'importantissima caratteristica degli indici fixed income è la complessità di calcolo, tipicamente superiore alle più diffuse controparti equity. A tal proposito, basti pensare che se lo S&P 500 ricomprende 500 titoli, spesso i bond Indices estrapolano la performance dei relativi mercati da quella di migliaia di bond: il Barclays U.S. Aggregate Bond Index, uno bond index tra i più investiti e sottostante di ETF molto noti come il colosso da 51 miliardi iShares Core U.S. Aggregate Bond ETF, consta per esempio di oltre 6000 componenti. Si tratta insomma di un business che richiede importanti risorse e una struttura adeguata, qualcosa che è facilmente riscontrabile in istituzioni che, di professione, elaborano e vendono dati di mercato. Ad agosto 2016, infatti, Bloomberg, già entrato da tempo nel business dell'indexing ma noto in questa veste soprattutto per il suo Commodity Index, si dimostrava lungimirante con l'acquisto della divisione indici di Barclays per 250 milioni di dollari conquistandosi un posto di rilievo proprio nell'industria del bond indexing diventandone addirittura leader di mercato in termini di AUM. A giugno di quest'anno, però, la competizione è entrata nel vivo, con la discesa in campo dei colossi borsistici. Fallita la fusione con Deutsche Borse, il London Stock Exchange Group ha violato lo status quo mettendo nel mirino i fixed income Indices di Citigroup, un'altra delle realtà più importanti viste sopra, che venivano infatti

acquistati per oltre 650 milioni di dollari andando ad ampliare la vasta offerta che il gruppo già poteva vantare grazie alla leadership della controllata FTSE Russell (acquistata dal LSEG già nel 2014) in campo equity. La stessa settimana di giugno, l'Intercontinental Exchange, (che controlla, tra gli altri, anche il NYSE Group), che nel 2015 si era già mossa sul fixed income acquistando Interactive Data per oltre 5 miliardi di dollari, con un'operazione perfezionata invece a fine ottobre, annunciava l'acquisizione della divisione indici di Bank of America Merrill Lynch, ampliando la propria offerta data services con una gamma di fixed income benchmark tra le tre più impiegate (ora sotto il nome ICE BofAML Indices). Investimenti importanti ma potenzialmente ad alto rendimento considerato che, secondo Bloomberg, LSEG deve già oggi alla controllata FTSE Russell il 70% dei profitti generati dai propri data services, servizi questi che, in aggregato, costituiscono già il 35% dei profitti del gruppo (per ICE tale percentuale aumenta fino al 44%). Il "market data business", insieme all'indexing, sta infatti rapidamente assurgendo ad un ruolo determinante per le principali trading venues globali (le mosse di ICE e LSEG ne sono la prova) grazie non solo al suo sempre maggior contributo alle revenues, ma anche per la netta riduzione dei margini derivanti dalle attività tradizionali (LSEG -6% nel 2016) e alla conseguente necessaria diversificazione del business. In aggregato, i 28.3 miliardi di dollari incassati nel 2016 dai circuiti borsistici mondiali si possono imputare a questi nuovi servizi per una quota pari al 19% contro il 64% ancora connesso alle tradizionali attività di trading clearing e settlement.

# FTSE RUSSELL COUNTRY REVIEW

CINA CONTINENTALE E ARABIA SAUDITA RESTANO IN SALA D'ATTESA MENTRE LA POLONIA DIVENTA IL PRIMO PAESE DELL'EST EUROPA AD ENTRARE NEL NOVERO DEI PAESI SVILUPPATI.

Ottobre è mese di country classification review per gli indici FTSE Russell. Il 2017 ha visto i concorrenti di MSCI prendere posizione a giugno riguardo l'inclusione delle A shares di Shenzhen e Shanghai nei suoi indici emerging di punta con una quota di poco inferiore all'1% del portafoglio del MSCI Emerging Markets index che dovrebbe essere destinata all'equity cinese continentale ad integrare il ruolo già dominante che Pechino ricopre nell'indice con il 29%. Se l'inclusione effettiva è però prevista da MSCI non prima di giugno 2018, oltre che per un

ammontare molto ridotto fin quasi simbolico (rispetto alle attese e alla vastità del mercato), la posizione ancora più conservativa esplicita da FTSE Russell non stupisce: il provider ha infatti scelto di tenere sotto osservazione le A shares posticipandone però nuovamente l'accesso negli indici più rappresentativi e le decisioni inerenti qualità e quantità dei titoli ammessi. A preoccupare è soprattutto l'alto numero di sospensioni che ancora caratterizza tali titoli, una problematica che la stessa MSCI aveva preso debitamente in considerazione limitando l'accesso all'indice alle sole azioni (sarebbero state solo 222 alla fine su oltre 4000) che mostravano sospensioni per meno di 50 trading days annui ( se il titolo è già incluso nell'indice e supera questa soglia scatta l'esclusione dal basket con la possibilità di tornare a far parte dell'indice concessa non prima che siano trascorsi dodici mesi ) ed escludendo a priori le mid cap, naturalmente le più soggette a questi blocchi.

La frequenza delle sospensioni ha infatti evidenziato un aumento di oltre il 30% da gennaio con il verificarsi, in media, di una sospensione al mese su ogni 15 titoli osservati. Si tratta di una situazione che preoccupa non poco gli investitori internazionali, interessati ad investire nel mercato interno cinese sfruttando le condizioni più favorevoli rese disponibili da stock connect e bond



connect e di un problema che Pechino stessa aveva tentato di arginare tra il 2015 e il 2016 con nuove regole dedicate. A tal proposito citiamo, ad esempio, il crescente numero di abusi (verificati) che le società ponevano in atto diffondendo false informazioni (spesso inerenti inesistenti ristrutturazioni) per lucrare sui conseguenti movimenti di prezzo. L'inclusione negli indici "che contano" è dunque rimandata da FTSE Russell all'anno prossimo e

a condizioni di mercato, se possibile, più sostenibili ma ciò non significa che il provider non offra da tempo, come del resto la concorrenza, soluzioni di nicchia per chi desidera puntare specificatamente su queste azioni, come la gamma FTSE Global China A Inclusion Indices. Fornire prodotti alternativi sul mercato continentale cinese senza però ribilanciare indici più investiti e diversificati è una soluzione che il provider ha adottato anche per i bond cinesi in yuan e che, almeno sul piano bond, risulta condivisa anche dagli

altri provider. Se per il mercato cinese si usa cautela, l'Arabia Saudita, anch'essa candidata ad un posto negli indici "core" emerging, subisce a sua volta un delay rispetto alle aspettative. In questo caso, secondo FTSE Russell, sarà necessario prendere visione dell'impatto della riforma del settore finanziario in atto in un paese che proprio il prossimo anno avrà molto probabilmente i requisiti per la qualifica di "mercato emergente (secondario)"

potendo, pertanto, ambire alla nota gamma FTSE Global Equity Index Series.

Il National Transformation Plan, lanciato a settembre dall'erede al trono saudita, il principe Mohammed bin Salman, è qualificabile come una serie di modifiche al piano rilasciato solo l'anno scorso sotto il nome di Saudi Vision 2030, un programma di lungo termine per la trasformazione dell'economia saudita basato, in primis, sulla necessità di riorganizzarne la struttura in un contesto di prezzi del petrolio a lungo ridotti ed, in generale, (proprio come per Cina), per raggiungere un certo grado di diversificazione delle forme di finanziamento.

Nonostante gli investitori nutrano non poche perplessità su alcuni specifici dettagli del piano, per quanto riguarda le negoziazioni azionarie gli sforzi compiuti per il raggiungimento degli standard internazionali sono evidenti (ad esempio il settlement cycle portato ad un canonico T+ 2). A giugno anche MSCI si era espressa in merito all'assegnazione a Riyadh della qualifica di mercato emergente inserendo i titoli della borsa saudita nella watchlist. Da notare che lo status di mercato emergente non coincide con l'ingresso negli indici dei providers e che, anzi, questo è previsto non prima del 2019 e per una quota che alcuni analisti stimano intorno al 2.55% / 3% dei principali indici equity sia a firma FTSE Russell che MSCI. Chi già oggi vede invece riconosciuti i propri eccezionali risultati è la Polonia, paese che da ottobre 2018 abbandonerà lo status di mercato emergente per assurgere a quello di sviluppato. Nell'indice emergente di FTSE Russell, le azioni quotate a Varsavia conservano oggi una quota dell'1.8%. Sempre in riferimento all'annuale country reclassification

di FTSE, ricordiamo che anche il Kuwait, come probabilmente l'Arabia Saudita, adotterà nel 2018 la qualifica di mercato emergente secondario mentre l'Islanda avrà l'opportunità di acquisire, in occasione della prossima review, lo status di mercato di frontiera. Attualmente gli indici FTSE Russell vedono circa 15 mila miliardi di dollari benchmarked e sono oltre 500 gli AUM degli ETF che ne replicano il valore.





# UN MATRIMONIO ANNUNCIATO

FACTOR INDICES E ESG INDICES SI UNISCONO NELLA NUOVA GAMMA A FIRMA MSCl



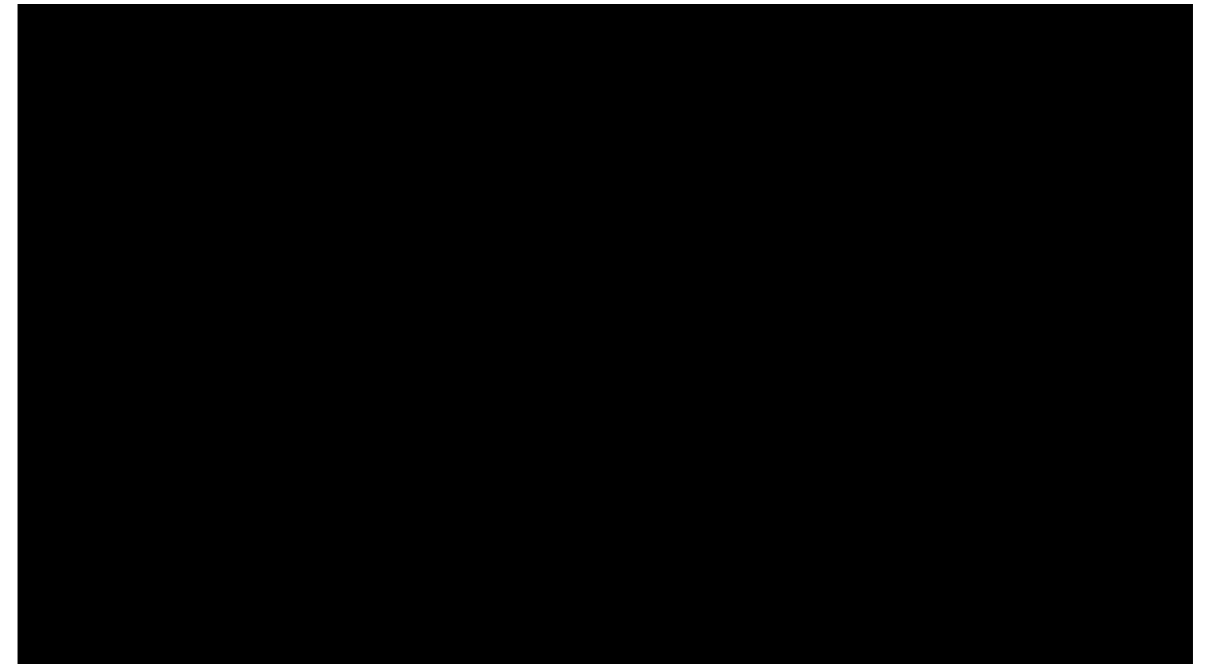
Un matrimonio annunciato, così si presenta l'iniziativa di MSCI che sceglie l'autunno per portare sul mercato la nuova gamma MSCI Factor ESG Target Indices, nuovi indici che coniugano strategie beta single e multi factor con un approccio ESG proprietario che l'index provider ha sviluppato e lanciato proprio quest'anno riscuotendo un incredibile successo (la gamma MSCI ESG Indices vanta ormai oltre 62 miliardi di dollari benchmarked). Si tratta, nel dettaglio, di sedici nuovi indici dai quali, per ora, è assente una specifica categoria emerging

markets (esistono indici World, Europe, USA e Japan) e che il principale index provider al mondo (con oltre 11000 miliardi di dollari investiti in prodotti benchmarked sui suoi indici e oltre 950 ETF che ne replicano l'andamento) arriva oggi a proporre con un approccio che intende massimizzare l'esposizione al factor investing prescelto (single e multifactor) portando però un miglioramento nello score ESG della selezione di minimo il 20% rispetto all'alternativa market cap weighted (ossia l'indice di base tradizionale). Esclusi dalla selezione risulteranno i produttori di controversial weapons (cluster bombs, landmines, depleted uranium weapons, chemical and biological weapons) e i titoli ancora non coperti da rating e scoring ESG MSCI. Le ponderazioni ESG, di norma (vale per MSCI e Morningstar ad esempio), comprendono la valutazione delle controversie nelle quali le compagnie risultano attualmente coinvolte (con danni d'immagine ad esempio). I nuovi indici MSCI escludono a priori le società già coinvolte in scandali e controversie (quelle con MSCI ESG Controversies score diverso da zero). Secondo il provider, questi cambiamenti non si rifletteranno sulla composizione paese e sul breakdown settoriale con variazioni oltre il +/- 5% rispetto al parent index di base. MSCI, sulla base dei dati raccolti negli ultimi 10 anni, fa notare anche che i risultati dello stesso factor investing non si presumono limitati o peggio danneggiati dall'introduzione dell'approccio ESG. In parte, l'unione di un approccio factor (quality, volatility o value nel caso di MSCI) si dimostra sinergico con quello ESG in quanto sono molti gli studi che evidenziano come il focus sull'investimento sostenibile spinga a privilegiare proprio titoli con elevati standing di quality e con bassa volatilità storica, e questo limita di molto le divergenze tra le selezioni

operate dai due approcci evidenziando, piuttosto, una correlazione positiva tra ESG score e caratteristiche di size, quality and low volatility.

La trasversalità dell'approccio ESG, che lo rende di fatto applicabile a qualsiasi tipo di indice market cap weighted, non risulta dunque necessariamente in contrasto con metodologie di "pesatura dei titoli" alternative a quella tradizionale. Uno studio interno firmato Dimitri Melas, Global Head of Equity Research di MSCI, rivela che l'impatto ESG sulla factor exposure ricercata è poi modesto ma non identico per tutte le strategie beta: una riduzione del 7% nell'esposizione al target factor low volatility è il prezzo da pagare per introdurre un miglioramento nell' ESG score pari al 30% mentre le strategie value sono quelle che risentono maggiormente con un'esposizione al factor di riferimento che, in funzione dello stesso ESG score enhancement, si riduce del 22%. Le evidenze non si fermano qui. Qualora si cerchi di ottenere un miglioramento nell'ESG score superiore al 30% si incorre infatti in riduzioni dell'esposizione factor che si evidenziano crescere ad un ritmo più elevato: per aumentare del 50% lo standing ESG si "pagano" addirittura riduzioni tra il 23% e il 54% dell'esposizione factor. Gli indici MSCI tradizionali e i recenti ESG sono alla base di moltissimi prodotti che sfruttano questi come "base" per l'applicazione di ulteriori selezioni basate su valutazioni factor mono o multifattoriali spesso proprietarie. La disponibilità di soluzioni standardizzate che uniscano l'approccio ESG e quello factor risponde quindi a esigenze già chiaramente esplicitate dagli issuers e nel contempo consente a MSCI di scongiurare il proliferare eccessivo di indici "altamente customizzati" sui quali il provider non può sfruttare le economie di scala che

caratterizzano la sua attività e lo tutela quindi, tra l'altro, dal rischio che gli eccessivi costi della personalizzazione spingano gli issuers a internalizzare il processo di indexing ( tendenza, peraltro, già evidente sui bond Indices osservando gli issuers con maggiori risorse). La disponibilità di soluzioni complesse ma pronte all'uso consentirà a MSCI di ridurre i costi dell'indexing esterno per gli issuers di più grandi dimensioni ma pure di soddisfare la domanda degli issuer più piccoli desiderosi di allargare la propria gamma con alternative beta e ESG basiche. Un altro fattore da non sottovalutare è poi il recente coinvolgimento proprio degli ETF smart beta ed ESG nella fee war, inaspritasi proprio nell'ultimo mese soprattutto negli Stati Uniti con le mosse di Goldman Sachs, Vanguard e Schwab anche su questi settori emergenti. Se le expense ratio si devono ridurre anche per i prodotti tipicamente più onerosi allora devono farlo anche i costi, e l'indexing è sicuramente tra questi per gli issuers. MSCI riconosce che l'integrazione di approcci ESG e factor è ormai già un'evidenza sia a livello istituzionale che retail e che questo è in parte dovuto anche alla naturale evoluzione degli ETF verso un impiego "buy and hold", reso possibile da strategie beta strutturate ma economiche e dalla particolare attenzione che gli issuers stanno dedicando all'ottimizzazione di prodotti tradizionali. ESG significa anche una più attenta gestione di rischio per quelle componenti che sfuggono alle comuni valutazioni di rating e, pertanto, non sorprende che l'investimento sostenibile, nella sua ultima e più recente declinazione, sia preso in considerazione anche per allocazioni di portafoglio oltre il breve termine.





**21**  
ORTI

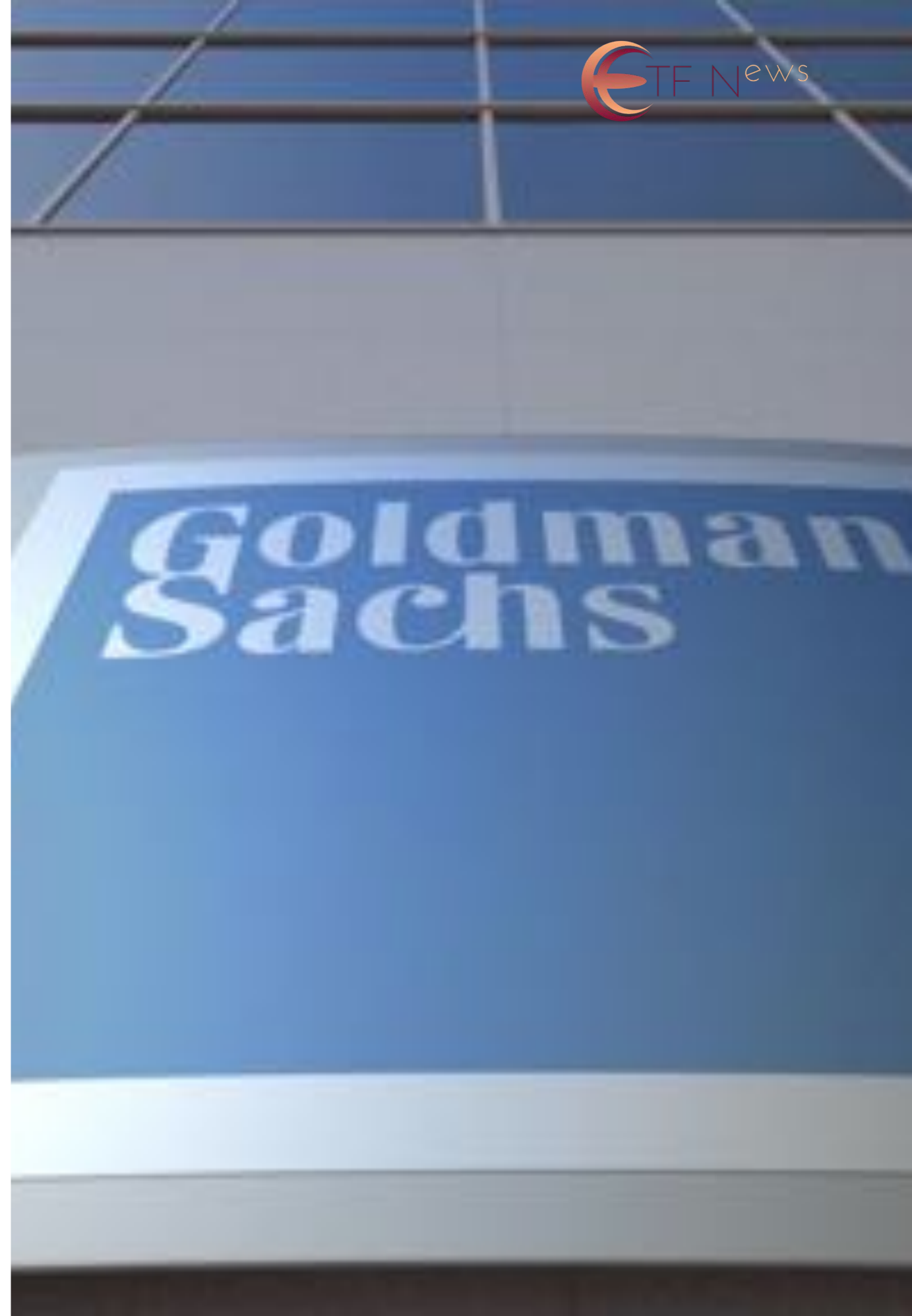


**21**  
ORTI

# SMART BETA AL COSTO DI UN PLAIN VANILLA?

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

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



che un'eccessiva riduzione delle fees avrebbe sui margini degli issuers e sulle relative valutazioni di rating. Il riferimento, in questo caso, non riguarda solo gli ETF tradizionali, ma, appunto, i sempre più diffusi smart beta, insomma la più recente evoluzione della specie. E' noto che single e multifactor beta stanno già osservando una dinamica di contrazione dei costi alla clientela, ma questa, almeno fino ad oggi, si è dimostrata più contenuta rispetto a quanto visto sui prodotti tradizionali che sono ormai offerti con expense ratio anche inferiori allo 0.10%. Insomma, in media, gli ETF smart beta, anche in ragione della maggiore complessità, non possono ancora considerarsi oggi un prodotto cheap: Moody's, prendendo in esame i 100 prodotti più grandi appartenenti a questa categoria, calcola infatti un expense ratio medio dello 0.33% (0.27% se non si esclude Vanguard dal calcolo) mostrando costi che oscillano, in generale, tra lo 0.20% e lo 0.40% annuo con soltanto i dieci prodotti smart beta più grandi, e più competitivi, in grado di minimizzare le spese fino a una media dello 0.18%. Le expense ratio richieste dalla maggior parte degli smart beta restano dunque pari alla metà di quanto richiesto da una gestione attiva tradizionale (concorrente diretta soprattutto per i multifactor) e sono pertanto già più che allettanti per gli investitori che considerano le repliche rule based un'alternativa concreta. Negli ultimi due anni, però, la diffusione sempre maggiore di smart beta single factor e da quest'anno anche multifactor (questi ultimi hanno preso il posto delle strategie dividend quali allocazione privilegiata per i nuovi investimenti smart beta) insieme con la conseguente competizione, hanno spinto gli issuers più grandi a prendere posizione anche sulla nicchia di mercato rappresentata dall'offerta di questi prodotti, e specificatamente di strategie value,

growth e high dividend, a costi anche inferiori allo 0.10% annuo. In sostanza, questi prodotti si sono dimostrati in grado di accumulare ingenti AUM e volumi di trading sufficienti a giustificare spese tanto contenute. Parliamo comunque di un numero estremamente ridotto di ETF, che, tra iShares, Vanguard (leader con oltre 70 miliardi di dollari investiti nei suoi tre prodotti SB sotto lo 0.10%), Schwab (anche questa storicamente improntata su un'offerta low cost) e la stessa Goldman non supera la decina. Tuttavia, qualcosa sta cambiando.

Il commento di Moody's fa esplicito riferimento all'annuncio della prossima quotazione sul circuito Bats (sarebbe poi avvenuta il giorno 12/9), da parte di Goldman Sachs AM (GSAM), di un nuovo ETF della gamma smart beta low cost dell'asset manager, il Goldman Sachs Equal Weight U.S. Large Cap Equity ETF (un equal weighted su titoli large cap statunitensi che replica il Solactive US Large Cap



Equal Weight Index) per il quale GSAM richiede infatti, già in fase di prima quotazione, solo lo 0.09% di spese annue. Si tratta di meno della metà di quanto richiesto per accedere a prodotti assimilabili gestiti dalla concorrenza tra i quali il famoso Guggenheim S&P 500 Equal Weight ETF, tra gli smart beta più grandi (oltre 13.5 miliardi di dollari di AUM) e che oggi è disponibile sul mercato al costo dello 0.20% annuo.

Se pensiamo che il prodotto Guggenheim era già stato costretto a dimezzare le spese dallo 0.40% ALLO 0.20% solo nel giugno scorso, la spinta al ribasso in atto è ancor più evidente. E non finisce qui. Osservare prodotti smart beta sotto il livello simbolo dello 0.10% colpisce a maggior ragione in quanto questo livello di spese coincide con quanto mediamente richiesto su un prodotto plain vanilla di successo, quelli più diffusi e cheap in assoluto. A titolo di esempio, le spese coincidono infatti con quelle dell'ETF tradizionale (market cap weighted) più grande e più scambiato, ossia il noto SPY, lo State Street Corp. S&P 500 ETF Trust con AUM per 246 miliardi di dollari. L'offensiva di GSAM colpisce anche perché mirata a rompere nuovamente lo status quo del mercato smart beta "aggredendo" un prodotto simbolo e riproponendo quanto già visto l'inverno scorso quando iShares era stata costretta a ridurre di molto le fees richieste su buona parte dell'offerta multifactor proprio per arginare il divario con GSAM anche in questo segmento dopo che la gamma ETF di BlackRock aveva già da poco rinunciato a centinaia di milioni per adeguare il proprio regime commissionale a quello imposto sui plain vanilla da Vanguard. Inevitabile l'alert dell'agenzia di rating sul possibile inizio di una corsa al ribasso dei prezzi anche da parte di tutti i concorrenti e su altre strategie smart

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

# LE PREFERRED SHARES USA ARRIVANO ANCHE SU BORSA ITALIANA

INVESCO POWERSHARES OFFRE ANCHE IN EUROPA UN IBRIDO TRA EQUITY E BOND

Dopo l'acquisizione di Source ETF, nell'aprile scorso, Invesco ribadisce l'importanza strategica del mercato ETF europeo, portando anche su Borsa Italiana il suo innovativo PowerShares Preferred Shares UCITS ETF, primo ETF in Europa replicante un portafoglio di preferred shares. Da pochi giorni quotato anche sulla piazza di Londra, l'ETF (ISIN IE00BVDJF675), denominato in USD e con un TER annuo dello 0.5%, replica il BofA Merrill Lynch Diversified Core Plus Fixed Rate Preferred Securities nella sua versione total return net, un indice rivisto mensilmente composto da oltre 250 titoli preferenziali emessi nel mercato statunitense,

questi dotati di diverso grado di seniority ma sempre con merito di credito non inferiore B3 e, per quanto riguarda il rischio paese, non inferiore all'investment grade ( come calcolati in base alla media delle valutazioni assegnate dalle tre principali agenzie di rating). Altri elementi fondamentali che caratterizzano i titoli presi in considerazione sono la distribuzione di un coupon fisso in date prefissate, l'ammontare minimo in circolazione non inferiore ai 100 milioni di dollari e la quotazione degli stessi sulla borsa. Il





comparto non contempla l'investimento in derivati. L'ETF pesa i titoli in portafoglio secondo capitalizzazione di mercato capped per issuer al 10% massimo del portafoglio (inoltre, non più del 40% dell'indice può essere costituito da emittenti che rappresentano individualmente più del 5% dell'indice). La metodologia scelta è fisica a campionamento e lo strumento paga dividendi semestrali. L'ETF può ricorrere alla pratica del security lending sulla parte equity del portafoglio. Se in Europa, come accennato, questo prodotto rappresenta una novità, negli Stati Uniti l'impiego di preferred securities come sottostante di strumenti ETF è una pratica diffusa da anni, e il numero di alternative offerte sul mercato dagli issuers più importanti e conosciuti è ormai varia: la stessa PowerShares, a titolo di esempio, è stata la prima a lanciare un prodotto su preferred securities a tasso variabile già nel 2014 mentre un prodotto a tasso fisso come l'iShares US preferred stock ETF, simile a quello appena reso disponibile a Piazza Affari, vanta ormai asset netti oltre i diciotto miliardi di dollari.

Le preferred stocks, di fatto azioni ma con svariate caratteristiche proprie dei bond, sono considerate ibridi tra le due categorie e si collocano in una posizione inferiore per grado di seniority rispetto ai bond, presentando yield spesso superiori a

questi ma mantenendo una volatilità intermedia tra le due categorie: quest'ultima caratteristica, che può essere letta anche come un'opportunità di diversificazione, nasce dalla ridotta correlazione che questi strumenti hanno dimostrato negli anni sia con l'equity semplice che con i bond. Normalmente queste emissioni, proprio perché alternative a quelle tradizionali, tendono a collocarsi ai limiti superiore ed inferiore del merito creditizio. Il portafoglio in esame, ad esempio, evidenzia la seguente rating composition: BBB 26.3%, BB+ and BBB- al 24.3%, 20.3% e solamente il 2.9% del portafoglio con merito A- o superiore. A procedere a queste emissioni sono spesso società che per svariate ragioni non possono o non hanno convenienza nel proporre al mercato nuovo debito tradizionale (o nuova equity) mentre gli acquirenti sono per lo più soggetti

istituzionali. L'obiettivo dell'ETF è quello di generare ritorni assimilabili agli strumenti high yield bonds accompagnando però queste performance con tutte le garanzie di emissioni che portano il nome delle più conosciute società del mondo e con caratteristiche specifiche delle preferred shares. Per quanto riguarda i soggetti emittenti, infatti, la top ten dei titoli più investiti riporta nomi come HSBC Holdings PLC, Barclays Bank PLC, Wells Fargo & Company, JPMorgan Chase & Co, Bank of America Corp e Citigroup Inc. Il sector breakdown, nel



dettaglio, evidenzia l'83.29% del portafoglio investito proprio in emissioni di istituzioni finanziarie e questo non stupisce in quanto le grandi banche ricorrono spesso a questa forma di finanziamento offrendo una grande varietà anche all'interno di una singola emissione, proponendo diversi gradi di priority e rendimento alla clientela. Per quanto riguarda invece le specifiche caratteristiche delle preferred shares, normalmente, grazie al grado di seniority inferiore alle sole emissioni obbligazionarie, questi strumenti ricevono maggiori tutele per quanto riguarda il pagamento dei dividendi rispetto alle azioni ordinarie (rinunciando al diritto di voto), generando flussi spesso superiori e cumulabili nel tempo in caso l'emittente non sia temporaneamente in grado di onorare le distribuzioni nei tempi prestabiliti e risultando pagabili in data successiva (posticiparne il pagamento non implica default). Per quanto riguarda il rendimento, Invesco riferisce di un annualizzato del 6.1% (osservando le top ten holdings, notiamo che queste pagano interessi tra l'8% e il 6%) prodotto dal benchmark negli ultimi cinque anni comparabile appunto con il mercato high yield US e nettamente superiore a quello segnato da bond investment grade. Le preferred shares possono avere una maturity, la quale, normalmente, è molto estesa nel tempo: nel caso dello strumento in questione il 96% del portafoglio presenta una maturity oltre i 25 anni. Infine, è bene evidenziare che l'investimento, godendo di un portafoglio costituito da titoli con coupon fisso è esposto all'aumento dei tassi.

**L'immobilità secondo noi.**  
 Conosciuti e stimati per la competenza e la professionalità con cui lavoriamo, dal 1990 offriamo un accurato servizio di consulenza e di intermediazione nel settore degli immobili di prestigio. Sin dagli inizi, ci siamo distinti per la facilità di comunicazione con la nostra clientela, stabilendo con quest'ultima un'intesa profonda e costruttiva. Da qui nasce la nostra capacità di interpretare i desideri e le esigenze del cliente, o offrendogli sempre la certezza di un investimento sicuro, in termini economici e di qualità della vita.

**Sviluppare tutte le potenzialità.**  
 La nostra filosofia di vendita e di comportamento si basa sulla concretezza e sulla trasparenza, nonché sulla ricerca della massima valorizzazione dell'investimento. Infatti, sia nel caso di capitale da investire o di un immobile da vendere, il nostro impegno si orienta sul massimizzare il potenziale di vendita o di acquisto. Consapevoli dell'esclusività dei servizi che siamo in grado di offrire, puntiamo fortemente sull'unicità e sulla particolarità delle nostre proposte, certi di saper rispondere alle richieste del cliente, anche il più esigente.

**Obiettivi concreti.**  
 Il nostro team è composto da abili professionisti che possono contare su un'efficace rete di contatti e di conoscenze, anche in altre strutture appartenenti al settore, utili a cogliere le opportunità più interessanti proposte dal mercato. Sappiamo bene che l'acquisto di un immobile non rappresenta solo un semplice investimento ma una scelta per il futuro. Per questo, ci poniamo come sicuro punto di riferimento per i nostri clienti, garantendo loro la più completa assistenza anche nelle fasi che esulano dall'acquisto – come l'assolvere le formalità burocratiche e notariali – e in quelle successive alla vendita.

**Nuove frontiere.**  
 Siamo sempre attenti alle tendenze e alle innovazioni, ecco perché abbiamo creduto per primi all'applicazione della tecnologia QR per smartphone. Un rapido e valido servizio di supporto alla vendita.

**La differenza la vedi.**

**RIZZETTI**  
 IMMOBILIARE S.p.A.

Via Piccinini 2 Bergamo 24121 Tel. +39 035 21 25 62 E-mail: info@rizzetti.it [www.rizzetti.it](http://www.rizzetti.it)

# PIMCO ALLARGA LA GAMMA ETF SU BORSA ITALIANA

ARRIVA IL PRIMO ETF SUL SEGMENTO  
A BREVE DEL CORPORATE HIGH  
YIELD ZONA EURO

PIMCO Euro Short-Term High Yield Corporate Bond Index Source UCITS ETF (IE00BD8D5H32), arriva in questi giorni sul mercato tedesco e italiano grazie alla collaborazione con Source, da poco entrata nella famiglia Invesco PowerShares, proponendo un'allocazione high yield che vuole garantire all'investitore la fruizione di rendimenti corporate sostenuti associata però, grazie ad alcuni accorgimenti, ad una riduzione dei rischi tipicamente collegati a questo tipo di investimenti. Il comparto lanciato da PIMCO (Pacific Investment Management Co.) replica

passivamente l'indice BofA Merrill Lynch 0-5 Year Euro Developed Markets High Yield 2% Constrained, un benchmark ribilanciato mensilmente che investe in obbligazioni corporate a tasso fisso con rating sub investment grade, queste offerte al pubblico in EUR e negoziate nell'Eurozona o all'estero in valuta locale. Il dettaglio della composizione paese per le 260 obbligazioni che costituiscono oggi l'indice è il seguente: European Monetary Union - Altri 24%, Italia 22%, Francia 16%, Lussemburgo 7%, Spagna 6%, Olanda 4%, Irlanda 3%, Germania 3%, Grecia 1%, Austria 1%, Belgio 1% ed infine Portogallo 1%. La selezione di PIMCO prevede che l'emittente del bond abbia sede in un paese con



merito di credito almeno investment grade ed incluso nella lista FX G10 mentre, in riferimento all' outstanding size dell'emissione, si prevede che questa non sia inferiore ai 250 milioni di dollari. La classe offerta su ETFplus prevede la distribuzione mensile dei dividendi e la Sicav irlandese richiede agli investitori una fee annua onnicomprensiva pari allo 0.44% (0.50% a partire da giugno 2018) da valutarsi insieme ad un tracking error previsto intorno allo 0.40%. L'obiettivo del nuovo comparto è quello di fornire un discreto extra rendimento in un contesto attuale di tassi ridotti nell'Eurozona (oltre che con prospettive di rialzo ancora contenute) limitando, però, l'esposizione di un portafoglio comunque costituito da titoli a tasso fisso (esposti al delta tassi) e a rischio medio alto (rating sub investment grade) tramite una duration ridotta (1.96 quella effettiva) e grazie ad un limite del 2% per singolo titolo.

Quest'ultimo accorgimento garantisce, infatti, maggiore diversificazione di portafoglio in un contesto a basso merito di credito naturalmente caratterizzato da un rischio default più elevato. La duration ridotta, indicatore di scarsa reattività al delta tasso, è conseguenza delle scadenze residue ricomprese nell'intervallo di breve termine da 0 a 5 anni (effettiva 2.14), e riduce i rischi derivanti dalla normalizzazione delle politiche monetarie nell'Eurozona. Si tratta del primo ETF a proporre un investimento esclusivo sulle scadenze più brevi del settore corp high yield europeo. La modalità di replica è fisica e l'emittente pur acquistando materialmente i titoli si propone di creare un portafoglio composto da securities nel complesso simili ma non necessariamente identiche a quelle comprese nell'indice di

riferimento che intende replicare (non si tratta insomma di una replica fisica “completa”). Il comparto è stato lanciato ad ottobre di quest’anno e si propone come il corrispondente, per la zona Euro, del noto PIMCO Short-Term High Yield Corp Bond Index ETF, disponibile anche in Italia da anni ( in versione con e senza copertura sul cambio) e settimo tra i più grandi ETF high yield su bond US a livello globale con oltre un miliardo e mezzo di dollari di asset. Oggi, SPDR e iShares sono entrambi attivi sul mercato americano con prodotti di tipo high yield short term molto simili al PIMCO Short-Term High Yield Corp Bond Index ETF raccogliendo AUM più che doppi ed è pertanto prevedibile che, a seguito della quotazione di questo nuovo prodotto, non tarderanno ad aggiornare la propria offerta con focus Euro. Dopo l'ondata di riscatti seguita alla fine dell'era Gross, PIMCO, ex leader globale della gestione obbligazionaria sta finalmente registrando flussi record sulle sue gestioni tra fondi comuni ed ETF sia attivi che passivi chiudendo positivamente, proprio questo novembre, il bilancio del primo anno sotto la guida del nuovo CEO Manny Roman ex Man Group.



# UBS QUOTA TRE NUOVI BOND ETF SU ETFPLUS

SUO ANCHE IL PRIMO ETF IN EUROPA CHE INVESTE A 360 GRADI SUI BOND EMERGENTI

# UBS

A pochi giorni dalla quotazione su Xetra, la lussemburghese UBS ETF Sicav rende disponibili anche su Borsa Italiana tre nuovi (fondi lanciati tra ottobre e novembre 2017) comparti obbligazionari, due government inflation linked ETF su bond emessi nell'Eurozona ed uno strumento income con focus su imprese ed enti governativi localizzati nei paesi emergenti. UBS Bloomberg Barclays Euro Inflation Linked 1-10 UCITS ETF (LU1645380368) si propone di replicare il portafoglio di un indice composto da bond governativi investment grade indicizzati

all'inflazione con maturity residua compresa tra uno e dieci anni lasciando l'investimento in bond simili ma con scadenze (e duration) più elevate, oltre i 10 anni, realizzabile tramite l'ausilio del fratello con maturity più elevata, il nuovo UBS Bloomberg Barclays Euro Inflation Linked 10+ UCITS ETF (LU1645381689). I due exchange traded funds condividono una periodicità semestrale nello stacco dei dividendi e un TER annuo dello 0.2%. UBS ETF sceglie per questi prodotti la replica fisica completa degli indici di riferimento (l'asset manager si riserva comunque da prospetto la possibilità di acquistare titoli non compresi dell'indice nell'interesse del comparto). Le componenti del Bloomberg Barclays Euro Government Inflation-Linked 1-10 Year Index TR sono, nel dettaglio, 21 mentre il Bloomberg Barclays Euro Government Inflation-Linked 10+ Year Index si ferma a 14 emissioni governative condividendo però con il primo una composizione limitata alle sole emissioni francesi, italiane, spagnole e tedesche: mentre per il 10+ years index è la Francia a dominare l'allocazione di portafoglio con una quota del 60% e l'Italia risulta il secondo paese più rappresentato con il 24.9%, nel caso del 1-10 years index Italia e Francia hanno un ruolo altrettanto predominante ma i pesi sono quasi equidistribuiti (33% e 39%). I bond compresi in questi indici sono a tasso fisso e l'outstanding size minimo richiesto per l'inclusione è fissato da Bloomberg a 500 milioni di euro.

L'indice JP Morgan Emerging Diversified 3% Capped 1 – 5 Y Bond nella sua versione Total Return costituisce invece il sottostante replicato fisicamente ma con ottimizzazione dal nuovo UBS JP Morgan USD EM Diversified Bond 1-5 UCITS ETF

(LU1645385839), uno strumento che, primo in Europa, fornisce all'investitore la possibilità di esporsi su un portafoglio diversificato (capped al 3% massimo per singolo paese evitando la concentrazione sui più importanti e dando spazio anche a quelli minori) composto da 692 bond di emittenti governativi, quasi-governativi (entità garantite o possedute al 100% dallo stato, secondo la definizione di JP Morgan AM) e corporate emergenti che già rientrano nella composizione nel noto Emerging Markets Bond Index Global Diversified (per i bond sovrani e quasi sovrani) e del Corporate Emerging Markets Bond Index Broad Div (per la parte corporate), indici tra i più noti ed investiti tra quelli composti e calcolati dal colosso bancario americano. I bond non possono avere valutazione di rating inferiore a B- o outstanding size (valore in circolazione) inferiore a 500 milioni di dollari e sono ammessi sia titoli a tasso fisso che variabile mentre risultano esplicitamente esclusi quelli inflation linked. La maturity residua compresa tra uno e cinque anni (breve termine) e la denominazione in dollari statunitensi completano le caratteristiche dei titoli ricompresi nell'indice. Questo ETF è proposto da UBS a fronte di un TER annuo pari allo 0.42% e paga dividendi con cadenza semestrale. I titoli acquistati direttamente dai comparti appena lanciati non sono attualmente destinati al securities lending e, nel caso si optasse per questa soluzione, oltre ad una sovra collateralizzazione minima fissata per policy dalla società al 105%, gli investitori godrebbero degli utili generati per il 100% del loro ammontare (100% di competenza del comparto), secondo quanto stabilito dalla policy UBS.

## CHAPTER 11

# QUATTRO ETF DB- XTRACKERS SBARCANO SU BORSA ITALIANA

L'OBIETTIVO È "BUY AND HOLD" CON  
ETF CHE PUNTANO SEMPRE PIÙ ALLE  
ALLOCAZIONI " CORE" DI  
PORTAFOGLIO

L'allocazione di portafoglio di tipo "core" è da sempre un obiettivo ambito per gli issuers, e Deutsche AM non fa certo eccezione. Se al passaggio di sempre un maggior numero di prodotti dalla replica sintetica a quella fisica e al continuo taglio dei costi si associa l'impiego dei benchmark più popolari (e spesso diversificati), si ottengono ETF con requisiti ideali per un'allocazione buy and hold, come lo sono appunto i sedici ETF che Deutsche AM propone sotto il nome di "Gamma Core" (dal 2014), un'alternativa concreta alla gestione attiva per





l'investimento su orizzonti temporali oltre il breve termine. Del resto, le recenti conversioni a replica fisica di db X-trackers II Global Inflation-Linked Government Bond UCITS ETF (DR) 5c, db X-trackers II Global Government Bond UCITS ETF (DR) 5c e db X-trackers II Emerging Markets Liquid Eurobond UCITS ETF, accompagnate anche da un taglio nelle fees di alcuni punti base, erano state motivate da Deutsche Asset Management proprio con l'intenzione di ottimizzare i suddetti strumenti in un'ottica di allocazione "core" e questo risultava evidente anche dalla scelta di una replica a campionamento (dovrebbe essere meno onerosa e meno vincolata alla composizione esatta degli indici di riferimento) oltre che dall'internalizzazione dell'investment manager, ruolo in origine ricoperto da State Street Global Advisors ("SSGA") ed ora, per i suddetti prodotti come per le nuove quotazioni di cui parleremo, ad appannaggio di Deutsche Asset Management Investment GmbH ("DeAM GmbH").

Oggi la "gamma core" db X-trackers quotata sul segmento ETFplus si amplia con due dei quattro nuovi prodotti quotati su Borsa Italiana, dei quali ben tre sono bond ETF (infatti l'investimento obbligazionario è generalmente più idoneo ad allocazioni di medio lungo termine rispetto a quello azionario). Il db X-trackers II IBOXX \$ Treasuries UCITS ETF DR, in funzione di un TER annuo di solo lo 0.15% (gamma core), offre esposizione in valuta base dollari al IBOXX \$ TREASURIES Index TR, un indice rivisto mensilmente composto da titoli di stato governativi emessi dagli Stati Uniti d'America aventi una vita residua di almeno diciotto mesi. Il comparto paga dividendi condividendo questa caratteristica con la classe a cambio coperto già presente su

Borsa Italiana con un TER dello 0.20% (AUM per 200 milioni di EUR). Db X-trackers II Global Inflation –Linked Bond UCITS ETF (DR), valuta base EUR e dividendi anche in questo caso distribuiti (era già disponibile la versione a capitalizzazione con AUM oltre il miliardo di EUR e TER a 0.25% annuo), replica, a mezzo di replica fisica a campionamento, il Bloomberg Barclays World Government Inflation –Linked Bond Index TR EUR Hedged, un indice coperto dal rischio di cambio che investe in titoli governativi inflation linked emessi da paesi sviluppati situati in America, Europa e Asia Pacifico, con rating investment grade. Mentre il prodotto con focus sul debito USA non pratica security lending, questa possibilità è considerata nel caso del prodotto con esposizione global. Deutsche Asset Management propone la distribuzione dei proventi e richiede un TER dello 0.25% annuo per questo prodotto. L'issuer tedesco porta su ETFplus, sempre dal 29 settembre, altri due prodotti, questa volta però su mercati emergenti. Il primo è un ETF equity sul noto MSCI Emerging Markets TRN Index (ricordiamo che oggi la Cina è al 29.1% dell'indice), ossia il db X-trackers MSCI Emerging Markets Index UCITS ETF (DR), che offre quindi esposizione a mid e large cap di 24 paesi raggruppate in un portafoglio che al due ottobre raccoglie 842 costituenti. Sector breakdown dell'indice: Information Technology 26.87%, Financials 23.9%, Consumer Discretionary 10.22%, Materials 7.49%, Energy 6.63%, Consumer Staples 6.56%, Industrials 5.45%, Telecommunication Services 5.24%, Real Estate 2.82%, Utilities 2.59% e Health Care 2.22%. Appartenendo anche questo ETF alla gamma low cost di Deutsche AM, il TER si abbassa fino allo 0.20% annuo, entrando in competizione con quello che fino ad oggi era lo strumento più cheap di Piazza Affari su questo indice ossia l'AMUNDI MSCI Emerging Markets UCITS ETF, che propone la



stessa total expense ratio totale ma anche la stessa politica sul trattamento dei dividendi e modalità di replica fisica. Il

prodotto Deutsche AM, nel dettaglio, sia avvale di una replica fisica semplificata. L'issuer tedesco è già presente con un prodotto sul medesimo indice che offre la garanzia di AUM oltre 1.76 miliardi di EUR ma anche un TER dello 0.49% e una replica sintetica dell'indice. Db X-trackers IBOXX USD Emerging Sovereigns Quality Weighted UCITS ETF (DR) - Euro Hedged, è invece uno strategic beta (de facto sinonimo di smart beta) obbligazionario emergente globale che, a fronte di un TER annuo dello 0.55%, fornisce esposizione a Markit IBOXX USD Emerging Sovereigns Quality Weighted 100% hedged to EUR Index, ossia a una versione coperta per il rischio di cambio di un indice che seleziona, avvalendosi anche del factor Quality, bond governativi emergenti emessi in dollari (il prodotto era già disponibile su ETFplus anche nella classe priva di copertura valutaria, TER 0.50% annuo). La modalità di replica vuole essere fisica completa e si opta per la distribuzione di dividendi. Il comparto intende impiegare il patrimonio in operazioni di security lending dei cui

proventi trarrà diretto beneficio per il 70% del totale originato mentre il rimanente sarà di fatto ad appannaggio dell'issuer. L'approccio quality si estrinseca in una valutazione fundamental che considera attentamente le caratteristiche del paese in base ai seguenti parametri:

- GDP per capita in USD (World Economic Outlook of the IMF)
- GDP growth (World Economic Outlook of the IMF)
- Inflation (World Economic Outlook of the IMF)
- National debt in % of GDP (World Economic Outlook of the IMF)
- National debt in % of exports (World Economic Outlook of the IMF and World Development Indicators of the World Bank)
- Reserves in % of GDP (World Bank – World Development Indicators)
- History of default
- Global competitiveness (World Economic Forum – Competitiveness Index)

La modalità di replica del comparto vuole essere fisica completa ed è prevista la distribuzione di dividendi

# ETF SECURITIES VENDE A WISDOMTREE E LGIM

LA COMPETIZIONE È GLOBALE MA  
OGGI È L'EUROPA L'OBIETTIVO PIÙ  
AMBITO

La rapida espansione del mercato ETF europeo, con oltre 94 miliardi di euro confluìti nei prodotti quotati nell'Eurozona nei primi 10 mesi del 2017, ha attirato le attenzioni degli asset manager mondiali e costretto anche realtà europee ben consolidate a prendere decisioni importanti per fronteggiare un ulteriore aumento dei livelli di competitività in un mercato che continua a richiedere AUM e competenze ai massimi livelli per rimanere visibili nonostante lo strapotere di BlackRock (anche) da questa parte dell'oceano. Se Invesco ha rilevato le attività di

Source (e dall'altra parte dell'oceano quelle di Guggenheim Investments) allargando la gamma PowerShares e i gestori di Templeton, Fidelity e perfino JP Morgan sono da pochi mesi sbarcati in Europa con i loro nuovi ETF, ETF Securities è al centro di due transazioni, entrambe, per motivi diversi, di primaria importanza. Innanzitutto, la creatura di Graham Tuckwell, fondatore del colosso londinese ETF Securities Ltd ormai quattordici anni fa, ha ceduto, in cambio di cash e azioni (18% la quota di WisdomTree passata di mano con i diritti di voto capped al 9.99%), la propria piattaforma European Exchange-Traded Commodity, Currency and Short-and-Leveraged (che comprende anche il primo ETP sull'oro a livello europeo per AUM) a

WisdomTree Inc assumendo il titolo di azionista di maggioranza della società americana. Il business ETF di ETF securities registra oggi asset investiti per 17.6 miliardi di euro distribuiti su 307 prodotti e con l'acquisizione, l'issuer statunitense punta ad assurgere al ruolo di primario emittente indipendente a livello globale per i prodotti ETP vantando, a questo punto, una presenza consolidata in entrambi i due principali mercati mondiali per questi prodotti oltre che un altissimo grado di specializzazione: la natura indipendente e da sempre focalizzata sugli ETF ha infatti portato entrambe le compagnie al successo nei rispettivi mercati. WisdomTree occuperà il nono posto a livello globale con AUM intorno ai 66 miliardi di dollari con benefici effetti di scala, diversificazione e profittabilità. Mentre si attende il lasciapassare da parte delle autorità, il perfezionamento dell'operazione è previsto per il primo trimestre del 2018.

Ma ETF Securities resta protagonista anche di un'altra importante novità suscettibile di avere ulteriori ed importanti implicazioni per i panorama ETF europeo. La vendita della controllata Canvas a Legal & General Investment Management, anch'essa notificata in questa medesima settimana di novembre, sancisce, di fatto, l'ingresso nel business ETF di quello che oggi è il primo asset manager britannico con quasi 900 miliardi di sterline in AUM. La mossa di LGIM, che investe oltre 600 milioni nell'operazione, è finalizzata ad entrare in questo business potendo contare, sin da subito, su una struttura di successo che gode già delle autorizzazioni necessarie per la quotazione di prodotti in addirittura 14 paesi



europei e che consta già di un'offerta articolata tra 17 soluzioni (2.7 miliardi di euro in AUM) tra fixed income, equity e su commodities con la quale l'asset manager può iniziare da subito a partecipare alla crescita del mercato ETF odierna e prospettica. Infatti, la MIFID II promette di spingere in direzione di un mercato europeo più integrato, di fornire una maggiore trasparenza sui costi dell'investimento a tutto vantaggio della gestione passiva su quella attiva e persino di mostrare sacche di liquidità finora sconosciute accumulate sugli ETF trattati OTC dalla clientela istituzionale, la fetta di maggior importanza per un mercato europeo che dedica al retail ancora poche attenzioni rispetto all'esempio statunitense. Le idee di LGIM, che già gestisce quasi 500 miliardi di euro in fondi indicizzati, sono chiare: allargare ulteriormente l'offerta con quelle categorie di prodotto che evidenziano potenziale di crescita maggiore come smart beta e allocazioni in grado di conquistare le posizioni core dei portafogli della clientela in ottica buy and hold. Il mercato europeo sta cambiando, i competitor diventano sempre più di dimensioni globali e dotati di risorse ed economie di scala in grado di gestire fees sempre più ridotte e volumi in crescita.



**MBA**  
Consulting & Services Srl

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

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

**I NOSTRI SERVIZI :**

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

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

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

# LA SINTESI

## TABELLE DI SINTESI

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



nella sezione dedicata a



[Clicca qui per ACCEDERE.](#)

## Disclaimer

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

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

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



© PRIMOSEGNO EDIZIONI S.R.L.

Via Teodoro Frizzoni, 22 - 24121 Bergamo

[www.primosegno.com](http://www.primosegno.com)

[primosegno@icloud.com](mailto:primosegno@icloud.com)

Direttore Responsabile: Giuseppe Politi

Direttore Scientifico: Emanuele Basso Ricci

ETFNews è un periodico trimestrale

registrato al Tribunale di Bergamo

n. 13/2017 il 05 luglio 2017