

## COSA SI NASCONDE DIETRO IL BOOM

# Gli Etf, i grandi fondi e i nuovi rischi per i mercati

di **Morya Longo**

Nel 2016 hanno attirato dagli investitori globali 12 mila dollari ogni singolo secondo del giorno e della notte. Ormai gli Etf (Exchange Traded Funds) hanno in gestione 3.200 miliardi di

dollari. La loro crescita esponenziale, sommata all'espansione del trading algoritmico e allo strapotere dei grandi fondi d'investimento, sta geneticamente modificando i mercati: li rende più isterici, meno prevedibili, più colpiti da flash crash, più soggetti a mode. E-

secondo alcuni - più esposti a crisi sistemiche. Alcuni operatori del mercato iniziano così a porsi una domanda: possono alcuni Etf, e soprattutto le grandi case di gestione del risparmio, essere i nuovi soggetti «too big to fail»?

**Servizio ▶ pagina 5**

## Mercati globali

IL FENOMENO DEI FONDI PASSIVI

### Incognita Exchange traded funds

Hanno in gestione ormai 3.200 miliardi: preoccupano le loro strutture «sintetiche»

### Incognita grandi fondi

Il mercato obbligazionario è ormai illiquido: in caso di forti riscatti faticerebbero a vendere titoli

# Etf e maxi-fondi mondiali: dietro il «boom» si celano i nuovi rischi per i mercati

Dopo le banche, si teme che i grandi del risparmio siano i nuovi «too big to fail»

**Morya Longo**

Il nome è di quelli suggestivi: Wisdom Tree. In italiano, l'albero della saggezza. Nel 2015 è stato meta di pellegrinaggio degli investitori americani. Presi più dalla moda finanziaria che da una crisi mistica, quell'anno fecero affluire nell'Etf Wisdom Tree Europe Hedged Equity Fund grandi capitali in cerca di profitti. Questo Etf replicava infatti l'andamento delle Borse europee coprendo gli investitori americani dal rischio di cambio. E dato che nel 2015 la grande scommessa era proprio l'Europa, attraverso l'«albero della saggezza» entrarono nelle Borse del Vecchio continente grandi quantità di denaro da oltreoceano. Ma l'anno successivo, con l'avvicinarsi del referendum su Brexit, gli americani fecero marcia indietro e il Wisdom Tree subì pesanti riscatti che lo costrinsero a vendere grandi quantità di azioni euro-

pee sottostanti. Secondo alcuni trader fu anche questo Etf, insieme a tanti altri strumenti simili, ad amplificare il tracollo pre e post Brexit delle Borse europee. Senza distinzione tra azioni buone e meno buone. Penalizzando anche le aziende che con Brexit nulla avevano a che fare.

L'esempio di Wisdom Tree è emblematico per capire come mai i mercati finanziari siano così imprevedibili e in apparenza senza logica: perché ormai sono dominati da Etf o da varie modalità di investimento passivo, che replicano indici o l'andamento di panieri di titoli azionari e obbligazionari. Questo, sommato al sempre crescente trading algoritmico e allo strapotere dei grandi fondi d'investimento, sta geneticamente modificando i mercati: li rende più isterici, meno prevedibili, più colpiti da flash crash, più soggetti a mode e più influenzati dalle correlazioni intra-settoriali che dai fondamentali economici di ogni singola

azienda. E - secondo alcuni - più vulnerabili ed esposti a crisi sistemiche. Molti operatori del mercato (non tutti) iniziano infatti a porsi una domanda: possono alcuni Etf e soprattutto le grandi case di gestione del risparmio essere i nuovi soggetti «too big to fail»? La pensa così il responsabile mercati globali di una banca d'affari che preferisce restare anonimo: «I veri rischi oggi non vengono più dalle banche ma dai grandi gestori del risparmio. Se sul mercato ci fosse uno shock improvviso e questi soggetti fossero colpiti dai riscatti, è possibile che il mercato non sia in grado di assorbire le vendite di titoli che sarebbero costretti a effettuare».

Almeno tre sono i motivi di apprensione. Il primo riguarda le dimensioni (mastodontiche) raggiunte dagli Etf e da alcuni grandi gestori del risparmio mondiale. Il secondo riguarda solo una fetta degli Etf, quelli sintetici: perché hanno spesso

strutture complesse costruite con derivati. Il terzo riguarda i grandi gestori e in misura marginale gli Etf: il fatto che garantiscano ai clienti liquidità quotidiana, ma poi investano talvolta in titoli affetti da illiquidità. Va detto che il mercato sotto molti aspetti negli ultimi anni è migliorato: certe strutture aggressive di Etf, per esempio, si vedono sempre meno. Ma, data la rilevanza di questa industria, è giusto domandarsi se esistono o non esistono dei rischi. Non per trovare risposte certe, che nessuno ha. Ma, almeno, per analizzare i possibili problemi.

### 12 mila dollari al secondo

Partiamo dal primo punto: le dimensioni. Gli Etf (acronimo di Exchange Traded Funds) sono fondi passivi, che replicano come cloni un indice azionario oppure obbligazionario. Possono avere leva finanziaria (cioè moltiplicare per due o più volte la performance dell'indice) o andare al ribasso sull'indice stesso. In ogni caso restano passivi: cioè non sono gestiti con discrezionalità, ma fotocopia un indice in maniera fisica o sintetica. Proprio questa "passività" li rende molto più economici dei fondi comuni tradizionali e più appetibili per gli investitori: secondo i dati di Etfgi, ormai gli Etf hanno in gestione attivi per 3.200 miliardi di dollari (sono più grandi degli hedge fund globali), con una crescita esponenziale negli ultimi anni. Si pensi che nel 2016 in media sono entrati 12 mila dollari negli Etf globali ogni secondo.

Secondo i calcoli di Goldman Sachs negli Usa il 13% dell'indice

### INUMERI

Nel 2016 negli Etf globali sono entrati 12 mila dollari ogni secondo: nel 2020 potrebbero arrivare a gestire 5 mila miliardi di dollari

### BOND, SECONDARIO IN SECCA

I mercati obbligazionari sono diventati illiquidi per colpa delle normative sulle banche: questo rappresenta un problema

S&P 500 è in mano a Etf o a fondi passivi di vario genere, in crescita rispetto al 9% del 2013. Rispetto al 2005 la loro quota di mercato è raddoppiata. E, calcola PWC, nel 2020 a questi ritmi po-

trebbero arrivare a 5 mila miliardi di dollari. Già questi numeri fanno riflettere: qualcuno mostra infatti una certa preoccupazione per la crescita esponenziale di questi strumenti, che piano piano si sono allargati dai liquidissimi mercati azionari a quelli illiquidi obbligazionari. Fino alle nicchie più nascoste.

### Il rischio di illiquidità

E qui arriviamo al secondo motivo di apprensione: la crescente illiquidità dei mercati obbligazionari. A causa della normativa internazionale che ha cercato di mettere in sicurezza il settore creditizio dopo la crisi del 2008, le banche oggi operano molto meno sul mercato dei bond. Non fanno quasi più attività di "market maker". Questo escludendo i titoli di Stato - ha ridotto i rischi nelle banche ma ha anche letteralmente prosciugato la liquidità su enormi fette del mercato dei bond: è dunque sempre più difficile vendere obbligazioni (cioè trovare acquirenti) soprattutto nelle fasi ribassiste. Soprattutto se si mettono in vendita per necessità grandi quantità di bond tutti insieme. Un mercato illiquido è dunque potenzialmente pericoloso, soprattutto per i grandi investitori, perché rischia di diventare una trappola. Il problema è di tutti.

A rischiare di restare in "trappola" ci sono soprattutto i grandi fondi globali e in misura minore (e solo su specifiche fette di mercato) anche gli Etf: perché promettono ai sottoscrittori la liquidabilità quotidiana delle quote, ma hanno talvolta nella "pancia" titoli difficili da vendere sul mercato. Questo è un problema marginale (perché detengono meno dell'1% del mercato obbligazionario globale e perché fino ad oggi non hanno mai mostrato problemi di liquidità) per gli Etf cosiddetti "fisici": quelli cioè che replicano l'indice di riferimento in maniera fisica, acquistando nelle stesse proporzioni dell'indice di riferimento vere azioni o vere obbligazioni. Invece potrebbero correre maggiori rischi le grandi società di gestione globale, che spesso hanno in mano fette enormi di mercati piccoli o illiquidi. Se per qualunque motivo le richieste di riscatto da parte

dei clienti fossero tante, gli Etf e i fondi attivi dovrebbero per forza smobilizzare il loro portafoglio di obbligazioni. Ebbene: se i titoli in loro possesso sono illiquidi, potrebbero non riuscirci. Se in questa situazione si trovasse tanti fondi (attivi o passivi) contemporaneamente, è lecito chiedersi: quali impatti ci sarebbero sul mercato?

Anche perché c'è un'ulteriore aggravante che potrebbe rendere lo smobilizzo dei titoli più complesso, in questo caso, per gli Etf: i gestori (per aumentare i ricavi) prestano abitualmente i titoli del loro portafoglio agli investitori che li usano per venderli allo scoperto. Secondo una ricerca dell'Università di Ginevra, che nel 2014 ha analizzato 164 Etf con 3.299 titoli sottostanti, il 95% dei titoli detenuti dagli Etf fisici sono oggetto di prestito. Morale: in caso di forti richieste di riscatto, l'Etf dovrebbe prima recuperare i titoli prestati in giro per i mercati (ammesso che chi li ha ricevuti riesca a ricomprarli e a riconsegnarli) e poi venderli sul mercato (ammesso che ci sia qualcuno che li voglia acquistare). «Spesso chi prende in prestito i titoli a sua volta li presta ad altri investitori - osserva Dario Loiacono, Of Counsel dello studio legale Nctm -. E quasi sempre gli hedge fund autorizzano i propri prime broker a prestare tutti i loro titoli che hanno in deposito senza avere bisogno di chiedere un consenso specifico. Capita dunque a volte che chi effettua il prestito titoli non riesca a recuperare le azioni in tempo ad esempio per votare nell'assemblea dei soci». Questo può rappresentare un problema? Sul mercato le opinioni sono divise. Però l'eventualità che il mercato subisca un certo contraccolpo in caso di forti riscatti tra Etf e grandi fondi non è così remota. In tanti la temono.

«È vero che in caso di forti richieste di riscatto i gestori di Etf sarebbero costretti a smobilizzare i loro portafogli di titoli e potrebbero scontrarsi con l'illiquidità del mercato - conferma per esempio uno dei maggiori produttori di Etf al mondo che preferisce restare anonimo -. Ma è anche vero che questo problema ce l'hanno anche i gestori di fondi attivi, soprattutto i grandi che hanno portafogli da migliaia di mi-

liardi di dollari). «Questo rischio esiste soprattutto per i grandi fondi - conferma Francesco Castelli, Cfa di Banor Capital -. Esistono società di gestione talmente grandi che acquistano intere emissioni di obbligazioni aziendali o di Paesi emergenti. Se fossero costrette a smobilizzare per far fronte a forti riscatti, il mercato sarebbe in grado di assorbire le vendite?». Nessuno può rispondere a questa domanda.

### Il rischio dei «sintetici»

Più rilevanti - e specifici per i fondi passivi - sono invece i rischi degli Etf sintetici, che in Europa rappresentano - secondo un report di Vanguard del 2013 - il 69% del totale contro il 17% negli Usa. Si tratta di quelli che per replicare l'indice di riferimento non comprano i suoi titoli fisicamente, ma stipulano un contratto derivato (swap) con una controparte bancaria

che promette all'Etf (e ai suoi sottoscrittori) l'andamento dell'indice. La performance promessa ai sottoscrittori è dunque quella di un indice, però a garantirla non è un paniere di titoli ma una banca. I soldi che l'Etf riceve dai sottoscrittori vengono invece investiti in titoli che possono essere ben diversi dall'indice di riferimento, perché intanto - come detto - la performance è garantita sinteticamente dalla banca controparte del derivato. Questi Etf presentano dunque almeno due problematiche. Uno: il rischio di controparte, cioè che fallisca la banca con cui l'Etf stipula il derivato. Due: il rischio che come collaterale a garanzia il gestore di Etf metta titoli rischiosi.

Si pone proprio questa domanda Ugo Loser, a.d. di Arca Fondi Sgr: «La società di gestione di un Etf sintetico in cosa investe i soldi ricevuti dalla clientela? Questo è

il problema». In effetti fino a qualche anno fa spesso gli Etf sintetici mettevano i soldi in titoli rischiosi, che le banche «scaricavano» negli Etf sintetici. Questo era un problema serio, perché in caso di fallimento della banca controparte del derivato era il portafoglio sottostante a dover garantire la restituzione del denaro ai sottoscrittori. Oggi, però, sembra che il problema si sia ridimensionato (anche grazie alle pressioni delle Autorità). Ma non è risolto. E soprattutto resta, seppur mitigato da alcune normative, il rischio di controparte. Immaginate di comprare un Etf sintetico su un indice in dollari per proteggervi dal rischio di rottura dell'euro: sareste davvero protetti se l'Etf fosse garantito da una banca europea e non da un paniere sottostante di titoli in dollari? L'ingegneria finanziaria pone sempre nuovi interrogativi.

*m.longo@ilssole24ore.com*

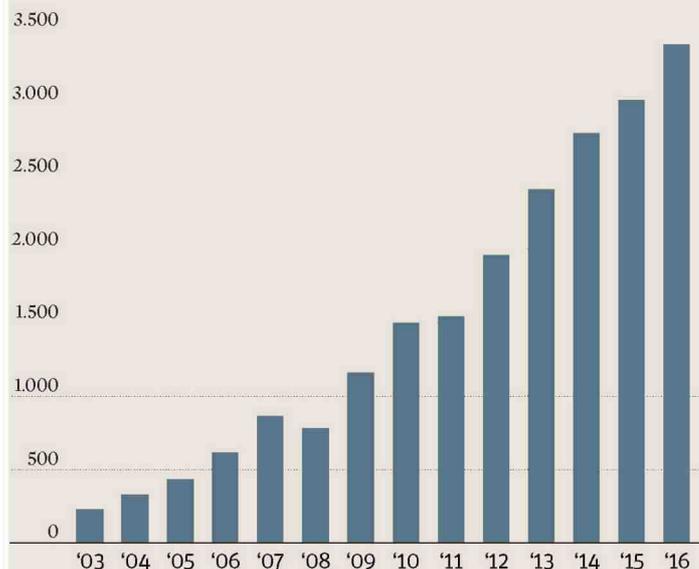
 LA PAROLA CHIAVE	 LA PAROLA CHIAVE
<p style="text-align: center;"><b>Etf «fisici»</b></p> <hr/> <ul style="list-style-type: none"> <li>● Gli Etf sono fondi che replicano in maniera perfetta un indice azionario o obbligazionario di riferimento. Gli Etf fisici lo fanno acquistando azioni oppure bond nelle stesse porzioni dell'indice di riferimento: hanno dunque un sottostante «fisico» di titoli veri e propri. Questo a volte rende meno perfetta la sincronia con l'indice di riferimento, ma rende l'Etf effettivamente esposto sui titoli che il cliente vuole comprare. Gli Etf possono essere a leva (che moltiplicano la performance dell'indice) o ribassisti (che vanno al ribasso sull'indice).</li> </ul>	<p style="text-align: center;"><b>Etf «sintetici»</b></p> <hr/> <ul style="list-style-type: none"> <li>● Gli Etf sintetici replicano un indice di riferimento come quelli fisici, ma lo fanno in maniera diversa. La performance dell'indice è infatti garantita da una banca che con l'Etf stipula un derivato (swap): la banca si impegna dunque a pagare all'Etf la performance dell'indice. Questo espone il sottoscrittore dell'Etf sintetico a un «rischio di controparte». Esistono però alcune normative che cercano di mitigarlo. L'Etf poi investe i soldi in titoli, che possono essere diversi da quelli dell'indice di riferimento. Esiste dunque anche un rischio derivante dalla possibile scarsa qualità dei titoli sottostanti.</li> </ul>

## Il boom degli Etf nel mondo

### CRESCITA ESPONENZIALE

Crescita degli attivi in gestione degli Etf globali.

Dati in miliardi di dollari

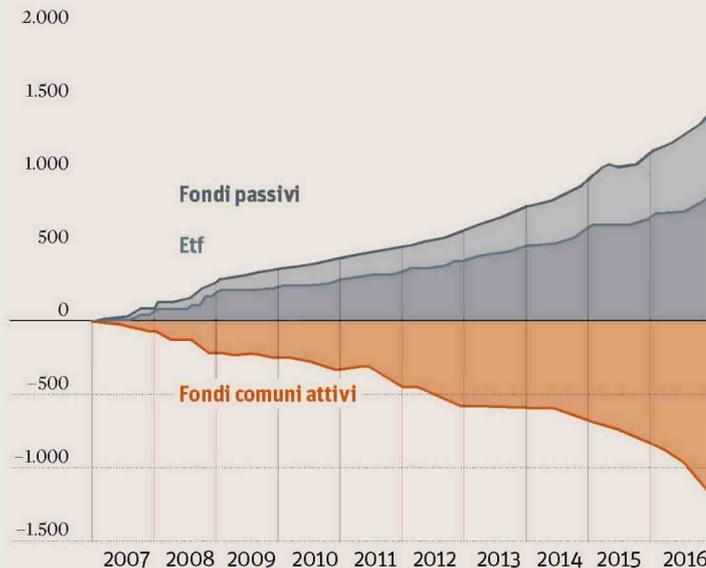


Fonte: Etfgi

### FLUSSI IN USCITA DAI FONDI ATTIVI VERSO QUELLI PASSIVI

Movimenti dei capitali tra tipologie di fondi sul mercato Usa.

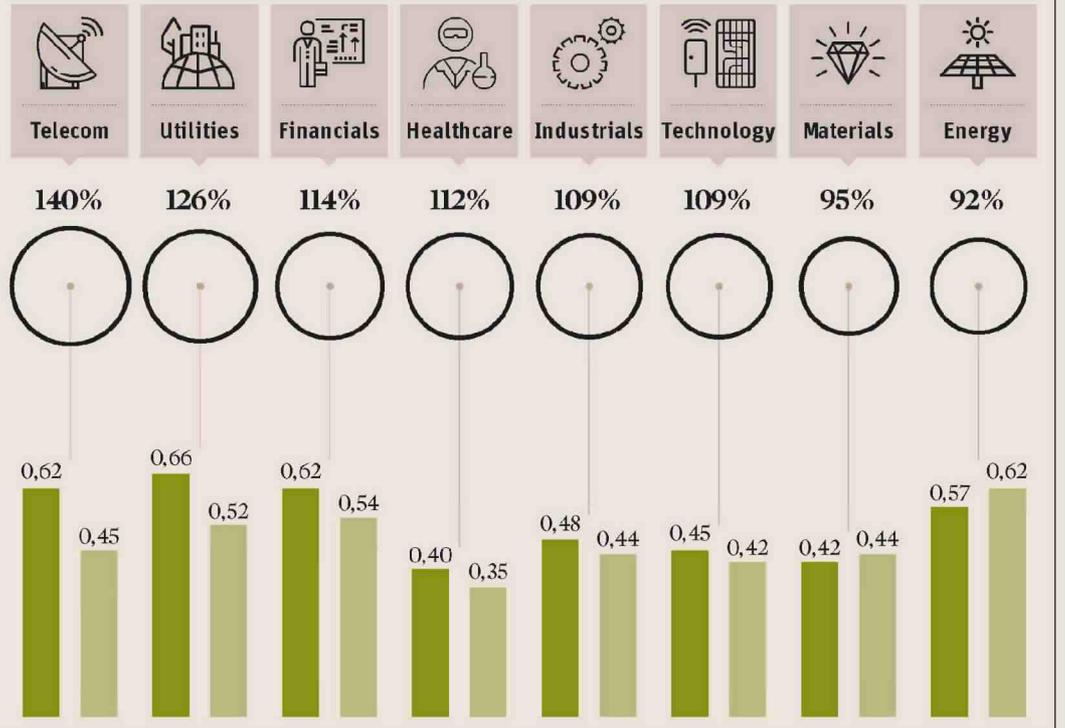
Dati in miliardi di dollari



Fonte: Credit Suisse

### EFFETTO ETF: AUMENTANO LE CORRELAZIONI TRA AZIONI

Correlazione tra le azioni dello stesso settore, in una scala che va da 0 a 1 (dove 1 è la correlazione massima)



○ Differenza percentuale

■ Media dell'ultimo anno  
■ Media ultimi 20 anni

Fonte: Goldman Sachs

