

GLI ETF SEMI-TRASPARENTI? PROMOSSO (MA CON RISERVA)

di Sandra Riccio

Nel mondo degli Etf sta guadagnando attenzione una nuova generazione di strumenti: **gli “Etf semi-trasparenti”**. Si tratta di fondi che, a differenza dei tradizionali Etf, non rivelano ogni giorno tutte le posizioni detenute in portafoglio, rinviando la pubblicazione della composizione di un mese circa oppure indicando soltanto una parte selezionata di queste posizioni.

La nuova proposta, che negli Usa è già sul mercato, è stata lanciata qualche anno fa anche in Lussemburgo. In aprile è stata la volta dell'Irlanda. Nel resto d'Europa questa formula non è ancora commercializzata ma l'ipotesi è che possa fare il suo esordio presto.

L'interesse è grande ma gli interrogativi non mancano, a cominciare da quello sulle prospettive sul mercato. Negli Stati Uniti, gli Etf semi-trasparenti non hanno finora riscosso un grande successo commerciale rispetto alle aspettative iniziali.

Questi strumenti, lanciati a partire dal 2020, sono stati accolti con interesse dal settore ma il loro patrimonio gestito rimane molto inferiore rispetto agli Etf tradizionali trasparenti.

LA NOVITÀ

Di sicuro questa novità rappresenta un'evoluzione per l'industria dei fondi. Tuttavia è proprio sulla trasparenza che gli Etf hanno costruito la propria

DIFFUSI IN LUSSEMBURGO, IRLANDA E USA, GLI ETF SEMI-TRASPARENTI MUOVONO I PRIMI PASSI IN CERCA DI AFFERMAZIONE EUROPEA (E CONSACRAZIONE SUL MERCATO AMERICANO PER ORA TIEPIDO) SULLA SCIA DEL CRESCENTE INTERESSE VERSO GLI ETF ATTIVI. L'OBIETTIVO È CONCILIARE LA GESTIONE ATTIVA CON LA STRUTTURA EFFICIENTE E LIQUIDA DEGLI ETF TRADIZIONALI. MA CI SONO ALCUNI NODI DA SCIogliere

popolarità. È quindi naturale che l'introduzione di strumenti semi-trasparenti è guardata con delle riserve.

Alla base della nuova filosofia c'è il tentativo di rispondere a una sfida concreta del mercato, vale a dire quella di conciliare la gestione attiva con la struttura efficiente e liquida degli Etf tradizionali. I gestori attivi, infatti, spesso evitano gli Etf tradizionali perché questi richiedono disclosure giornaliera del portafoglio. Questo aspetto espone le loro strategie al rischio di *front running*. Significa che altri investitori potrebbero replicare oppure anticipare le loro mosse. La struttura semi-traspa-

rente permetterebbe di proteggere l'*alpha*, vale a dire il valore aggiunto

generato dalla gestione attiva, e attirerebbe così i gestori attivi. Allo stesso tempo questa innovativa soluzione offrirebbe agli investitori retail l'accesso a strategie sofisticate in un formato più efficiente.

Negli Usa, case come **Fidelity, T. Rowe Price, BlackRock** e altri stanno sperimentando questa struttura per entrare nel mondo degli Etf senza sacrificare la riservatezza delle loro strategie. La Sec, l'autorità di vigilanza del mercato Usa, ha approvato già diversi anni fa le strutture semi-trasparenti aprendo così la strada alla crescita del settore. In Lussemburgo gli Etf attivi sono stati approvati nel dicembre 2024 mentre in Irlanda, la Central Bank of Ireland ha annunciato nel 2024 l'intenzione di allineare il proprio regime normativo a quello del Lussemburgo, consentendo agli Etf attivi di adottare strutture semi-trasparenti e dando il via qualche settimana fa a questo tipo di strumento.

IL BOOM DEGLI ETF ATTIVI

In Europa gli Etf semi-trasparenti sono ancora agli albori. L'idea è che il loro arrivo sul mercato possa inserirsi all'interno





Nella foto a sinistra:
Mauro Giangrande,
responsabile Xtrackers
Sales EMEA South di
Dws.
Nella foto accanto: Rob
Oliver, head of Global X
Europe

di un trend che è ben evidente, vale a dire quello di una marcata crescita del comparto degli Etf attivi: nel Vecchio Continente in questo momento il mercato degli Etf con gestione attiva rappresenta poco meno del 3% del totale. «Si tratta di una percentuale ancora bassa ma con un interessante margine di crescita», dice **Mauro Giangrande**, responsabile **Xtrackers Sales EMEA South di Dws**. «Il tasso di crescita è superiore allo stock, l'anno scorso fatto 100 il totale dei flussi in Etf in Europa, il 7,5% è andato sulle gestioni attive». La fase di sviluppo è sotto gli occhi degli operatori. «È un fenomeno da monitorare con grande attenzione, e tutti noi lo stiamo facendo», commenta Giangrande.

PREVISIONI

In questo ambito si inserisce l'attenzione crescente per gli Etf semi-trasparenti. «È difficile immaginare e prevedere se davvero gli Etf semi-trasparenti emergeranno come un grandissimo successo», dice Giangrande. Di sicuro rappresentano una possibilità in più che i gestori avranno a loro disposizione, vale a dire quella di offrire alcune strategie di punta attraverso questi nuovi strumenti».

Al momento non c'è visibilità su uno sbarco futuro di questi strumenti sul mercato europeo. Non tutti inoltre vedono questa strategia come una strada da seguire. «Come Global X non abbiamo in programma di introdurre questa tipologia di Etf. Tutti i nostri Etf sul mercato sono completamente trasparenti, e riteniamo che questo sia un vantaggio per gli investitori e i partecipanti al mercato; non vediamo alcun beneficio derivante dal rendere le nostre strategie semi-trasparenti», dice **Rob Oliver**, head of **Global X Europe**.

LA TRASPARENZA

Il tema della trasparenza è in primo piano. «Per noi rappresenta un pilastro fondamentale ed è al cuore del nostro approccio

di gestione», afferma **Gianluca Persi**, portfolio manager di **Investlinx**, tra le prime società ad aver lanciato Etf attivi in Europa. «Nonostante il nostro approccio sia interamente attivo, rimaniamo fermamente favorevoli alla piena trasparenza. L'introduzione degli Etf semi-trasparenti si inserisce in un contesto di maggiore diversificazione dell'offerta sul mercato. Non siamo contrari a questo nuovo trend, che può avere senso in specifici contesti e contribuire a rendere il mercato più completo. Tuttavia, in quanto gestori attivi di Etf, riteniamo che questi strumenti abbiano costruito una parte significativa del proprio successo proprio sulla trasparenza offerta agli investitori. Per questo motivo, oggi non prendiamo nemmeno in considerazione l'idea di rinunciare alla piena trasparenza».

Per l'esperto, la logica di aprire agli Etf semi-trasparenti risponde alla volontà di giurisdizioni come Irlanda e Lussemburgo di attrarre nuove case di gestione, consentendo loro di entrare nel mercato Etf senza essere obbligate a rivelare quotidianamente la composizione del portafoglio. Questo consente di tutelare il know-how proprietario e apre il canale Etf anche a quei gestori attivi che, per ragioni di riservatezza o competitività, sono più cauti nel

«Aprire agli Etf semi-trasparenti? Irlanda e Lussemburgo cercano di attrarre nuove case di gestione»

condividere informazioni dettagliate sulle proprie strategie.

Le obiezioni non mancano. «In generale, nutro un certo scetticismo sul reale potenziale di sviluppo di questo trend in Europa», prosegue Persi, «come dimostra l'esperienza negli Stati Uniti, dove questi strumenti, pur essendo nati prima, rappresentano ancora una piccola nicchia del mercato. Per la maggior parte delle case,

Nella foto nella pagina accanto in alto:
Gianluca Persi, portfolio manager di Investlinx.
In basso: Demis Todeschini, head of Etf Sales Italy di Axa IM



i benefici derivanti dalla trasparenza superano i rischi legati alla possibilità che la composizione del portafoglio venga sistematicamente copiata. È vero che chiunque potrebbe osservare la composizione di un Etf attivo completamente trasparente e tentare di replicarne la strategia. Tuttavia, chi investe in un Etf lo fa principalmente perché crede nello stile di gestione e nella filosofia d'investimento del gestore. Diverso è il discorso se parliamo di investimenti alternativi o meno liquidi. In ogni caso, noi continuiamo a credere nella trasparenza e nella semplicità come valori fondamentali per costruire un rapporto di fiducia con i nostri investitori».

LE OPPORTUNITÀ PER L'INDUSTRIA

Di sicuro questo tipo di strumento offre vantaggi per l'industria. Per le società di gestione, questo tipo di strumento consente di diversificare la propria offerta tra fondi attivi tradizionali, Etf trasparenti ed Etf semi-trasparenti, raggiungendo in questo modo nuove fasce di clientela.

Ci sono poi vantaggi fiscali e di efficienza operativa. Gli Etf godono spesso di trattamenti fiscali favorevoli (come negli Usa) e maggior efficienza nella distribuzione, il che può aumentare l'attrattiva anche per strategie attive, soprattutto in ottica retail.

Non va dimenticato il posizionamento competitivo su costi e liquidità. Pur essendo gestiti attivamente, questi strumenti possono beneficiare dei vantaggi tipici degli Etf in termini di costi più contenuti, liquidità intraday e accessibilità, risultando così più appetibili per investitori istituzionali e individuali.

GLI ETF SEMI-TRASPARENTI POTREBBERO POTENZIARE LA CRESCITA DEGLI ETF ATTIVI

«Finora, gli Etf attivi si sono spesso caratterizzati per un basso tracking error, restando comunque molto vicini al benchmark», spiega **Demis Todeschini**, head of Etf Sales Italy di **Axa IM**. «Il mercato oggi sembra apprezzare questa caratteristica: strumenti con basso scostamento dall'indice e con piena trasparenza che offrono all'investitore consapevolezza su cosa sta comprando».

Bisognerà osservare l'esperienza americana e analizzare i dati disponibili per comprendere come il mercato stia recependo questa novità. «Gli Etf semi-trasparenti sono una parte del processo evolutivo del veicolo Etf», afferma Todeschini. «Se questo tipo di strumento vuole andare oltre il ruolo che ha sempre avuto, deve inevitabilmente cambiare un po' la sua veste.

Questo percorso è legittimo e sarà interessante osservare come si orienterà l'apprezzamento dell'investitore. Se il mercato non la apprezzerà, vorrà dire che gli investitori continueranno a preferire la trasparenza totale».



LE OPPORTUNITÀ PER GLI INVESTITORI

Certo è che questo nuovo tipo di Etf potrà portare vantaggi agli investitori: dall'accesso a strategie più complesse e articolate, a costi di gestione più bassi per le gestioni attive, fino a una negoziabilità più facile e liquidabile in tempi stretti. Tuttavia, non è scontato che questa sia la direzione desiderata dagli investitori.

«A mio avviso, gli Etf dovrebbero essere considerati più come uno strumento di asset allocation che di generazione di alfa», afferma Todeschini. I semi-trasparenti potrebbero essere un'evoluzione interessante ma non è detto che un Etf molto attivo possa offrire più di quel che offre un fondo tradizionale, se non la negoziabilità intraday».

I VANTAGGI NON MANCANO

«Principalmente sono dati dalla possibilità che nuovi gestori patrimoniali e strategie arrivino sul mercato in un formato Etf, offrendo agli investitori ulteriori opportunità in ambito Etf, un veicolo di investimento sempre più popolare» afferma Oliver di Global X. «Tuttavia, questo aumenta la due diligence che un investitore dovrà svolgere per capire come gli Etf saranno effettivamente prezzati e quale meccanismo sarà utilizzato per ridurre il rischio di arbitraggio/errata determinazione dei prezzi. È quanto si è già visto negli Stati Uniti, dove sono stati utilizzati diversi modelli per garantire che gli operatori di mercato disponessero dei dati necessari per prezzare gli Etf».

COME NON MANCANO I RISCHI

Senza piena disclosure, è più difficile per i market maker calcolare il valore intrinseco dell'Etf (Nav) durante la giornata. Significa possibili spread più ampi, minor liquidità e tracking error più alti rispetto agli Etf completamente trasparenti. Per non rischiare brutte sorprese, gli investitori dovranno quindi tenere gli occhi aperti e considerare tutti questi elementi.