Il Mercato dei Securitised Derivatives

Il 2004 è stato un anno importante per il SeDeX sia dal punto di vista della struttura organizzativa, che da quello delle performance di mercato. Le innovazioni che lo hanno interessato sono partite dalla denominazione, da Mercato dei Covered Warrant a Mercato dei *Securitised Derivatives*, per poi proseguire con un ampio progetto di *restyling* finalizzato ad adeguare il contesto regolamentare all'evoluzione degli strumenti finanziari.

La sola definizione di covered warrant faticava a rappresentare tutti i nuovi strumenti derivati cartolarizzati che gli emittenti proponevano sul mercato e che gli investitori mostravano di gradire. Per tenere conto della più ampia categoria dei *securitised derivatives* e dei diversi profili di rischio e rendimento delle loro strutture, il cambiamento di denominazione è stato accompagnato da una nuova segmentazione del mercato entrata in vigore il 19 aprile 2004.

La segmentazione in vigore dal 19 aprile 2004 agevola gli investitori nel riconoscere le peculiarità dei securitised derivatives

L'attuale segmentazione ripartisce i *securitised derivatives* in classi omogenee per tipologia di prodotto e finalità di investimento:

- covered warrant *plain vanilla,* per i covered warrant che consistono in un'opzione call o in un'opzione put.
- covered warrant strutturati/esotici, per i covered warrant composti da combinazioni di opzioni call e/o put e/o che incorporano opzioni esotiche.
- *leverage certificates*, per i *certificates* con effetto leva.
- *investment certificates*, a sua volta ripartiti in:
  - classe A, *certificates* che replicano l'andamento dell'attività sottostante non incorporando alcun effetto leva;
  - classe B, *certificates* che replicano l'andamento dell'attività sottostante incorporando una o più opzioni aventi carattere accessorio.

Il mercato ha risposto positivamente alle innovazioni introdotte e il rinnovato interesse degli emittenti e degli investitori ha portato a consistenti segnali di ripresa. Il numero di strumenti quotati è cresciuto da 2.594 a fine 2003 a 3.021 a fine 2004 e il controvalore degli scambi è aumentato del 52%. Tra gli strumenti, il mercato ha confermato la propria preferenza per i *certificates*, strumenti diversi dai covered warrant che - provvisti o meno di effetto leva - replicano l'andamento di un'attività sottostante e sono caratterizzati dalla natura di strumenti call a *strike* nullo.

Al fine di rendere confrontabili i risultati del 2003 con quelli del 2004, si è proceduto ad allocare i titoli del 2003 nei nuovi segmenti del 2004.

GLI STRUMENTI QUOTATI

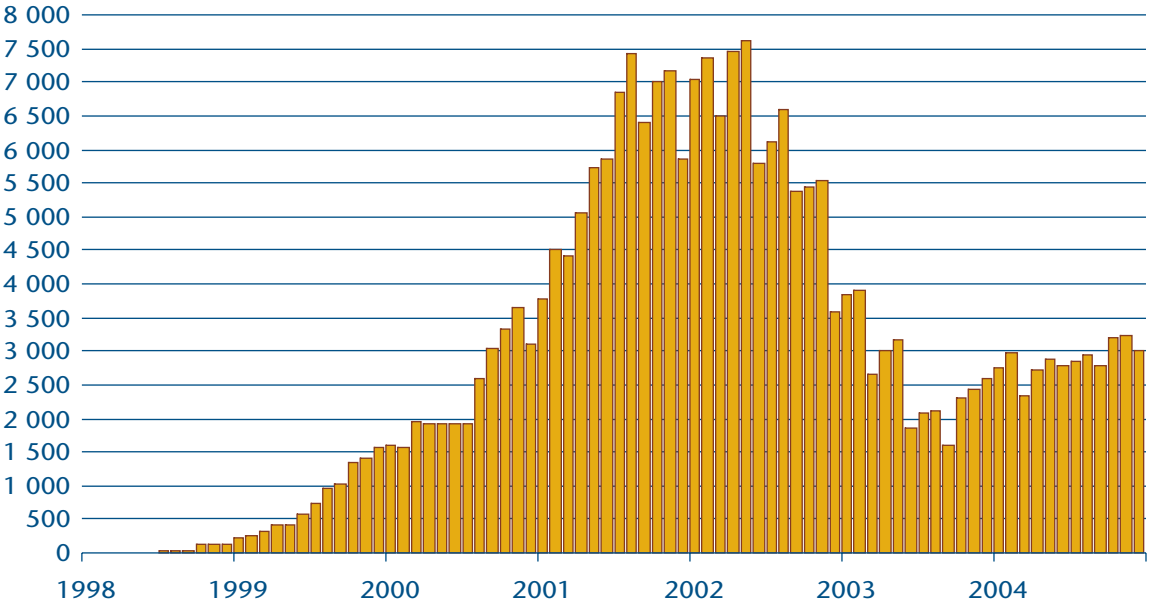
A seguito di 4.478 ammissioni e 4.051 revoche, il 2004 si è chiuso con 3.021 strumenti quotati sul mercato (grafico 9). Il numero massimo di strumenti quotati è stato raggiunto a fine novembre (3.217), il minimo a fine marzo (2.330). Con riferimento ai segmenti di mercato, a fine dicembre gli strumenti risultavano così ripartiti:

- 2.284 nel segmento covered warrant *plain vanilla*;
- 15 nel segmento covered warrant strutturati/esotici;
- 225 nel segmento *leverage certificates*;
- 497 nel segmento *investment certificates*.

La crescita del numero di strumenti quotati ha ricevuto un forte impulso dall'interesse degli emittenti per i *certificates* con e senza effetto leva. I *leverage certificates* sono cresciuti del 77,2%, mentre l'aumento degli *investment certificates* è stato del 65,1%. Va precisato che con l'avvio della nuova segmentazione, i *certificates* con strutture opzionali accessorie sono confluiti nel nuovo segmento *investment certificates* e, proseguendo il trend di crescita già manifestato nel corso del 2003, hanno contribuito all'ottimo risultato raggiunto.

Il segmento dei covered warrant *plain vanilla* ha mentenuto il proprio primato per numero di strumenti quotati (2.284 strumenti), facendo registrare un incremento del 5,4% rispetto alla fine del 2003.

GRAFICO 9 - SEDEX: ANDAMENTO DEL NUMERO DI STRUMENTI QUOTATI



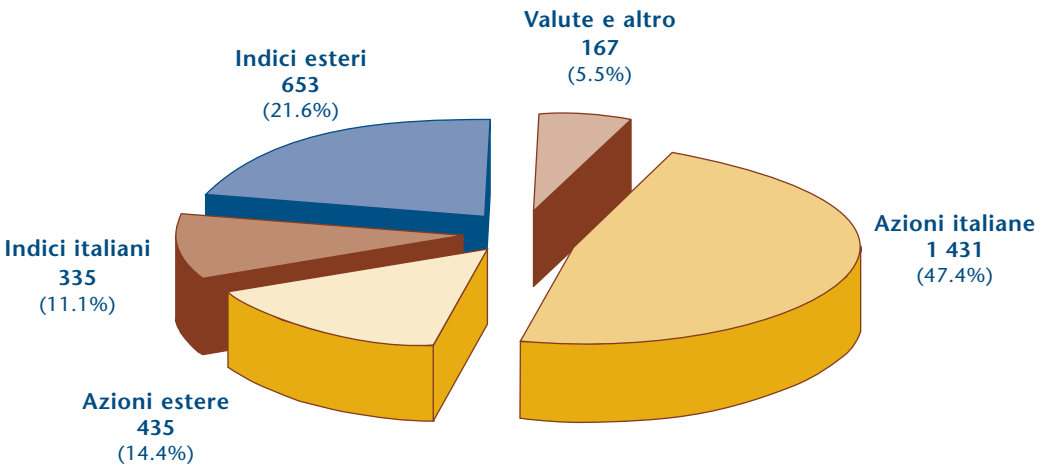
Nel 2004 gli strumenti sottostanti i *securitised derivatives* sono stati 193 (158 nel 2003). La distribuzione per tipologia di sottostante ha visto prevalere gli indici, con 80 diversi sottostanti (S&P/MIB, DAX e NASDAQ100 sono stati i più rappresentati). Seguono le azioni estere con 45 sottostanti (i titoli più rappresentati sono stati ST Microelectronics, Nokia, Microsoft e Cisco), le azioni italiane con 39 sottostanti (con particolare riferimento a Eni, Telecom Italia, Tim e Generali) e gli altri sottostanti (tassi di cambio, *commodities*, panieri e futures).

La ripartizione del numero di strumenti quotati rispetto alla tipologia di sottostante (grafico 10) vedeva, a fine 2004, il 47,4% per le azioni italiane, il 14,4% per le azioni estere, l'11,1% per gli indici italiani, il 21,6% per gli indici esteri e il 5,5% per gli altri sottostanti. Con riferimento alla ripartizione in base alla facoltà di esercizio, per i covered warrant *plain vanilla* il 70,5% degli strumenti quotati a fine anno era rappresentato da covered warrant call, il 29,5% da covered warrant put.

La compagine degli emittenti ha visto il ritorno sul mercato di Deutsche Bank che nel corso dell'anno precedente non aveva collocato nuovi *securitised derivatives*. Dei 15 emittenti presenti sul mercato, ben 11 sono di origine estera, a ulteriore conferma dell'elevato *standing* internazionale ormai raggiunto dal mercato.

La distribuzione del numero di strumenti quotati per emittente è risultata meno concentrata rispetto al 2003: i primi 3 emittenti a fine 2004 (Unicredito Italiano, Goldman Sachs e Banca Caboto) hanno rappresentato il 59,2% dei *securitised derivatives* quotati rispetto al 62,1% dei primi 3 emittenti a fine 2003; considerando i primi 5 emittenti (aggiungendo per il 2004 Société Générale e Banca Imi), il risultato sale all'80,3% rispetto al 78,5% di fine 2003.

GRAFICO 10 - SEDEX: RIPARTIZIONE DEL NUMERO DEGLI STRUMENTI PER TIPOLOGIA DI SOTTOSTANTE



Aggiornamento: 30 dicembre 2004

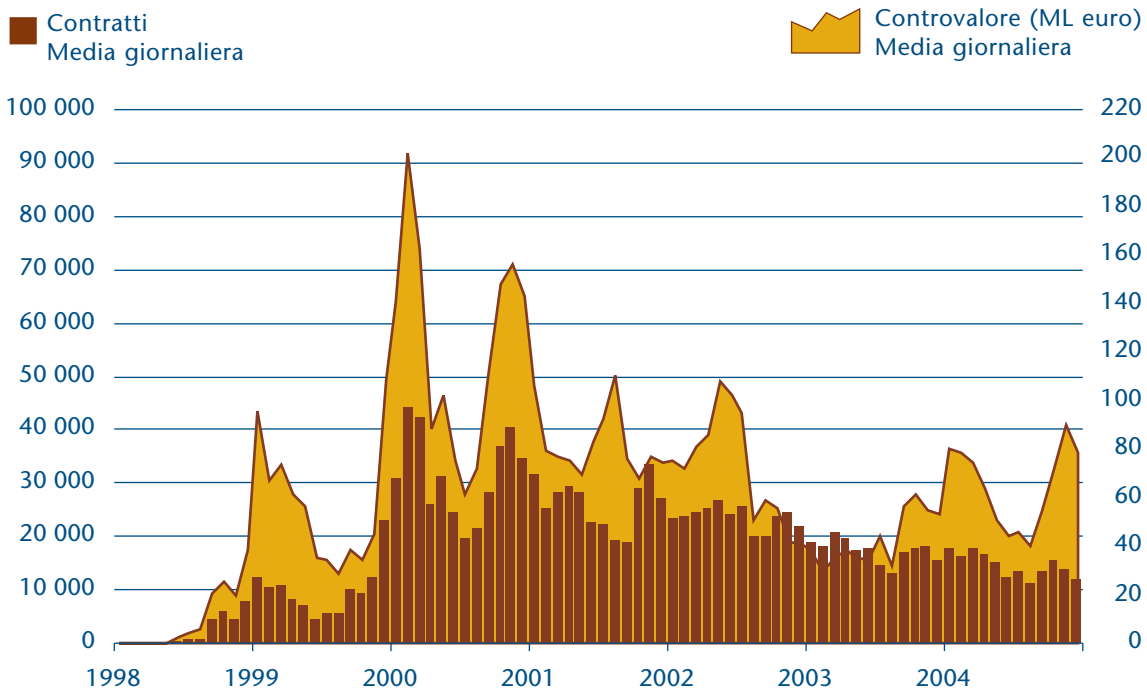
L'ANDAMENTO DEGLI SCAMBI

Rispetto al 2003 si è registrato un consistente aumento degli scambi (grafico 11) quantificabile nell'ordine del 52%. Il controvalore - calcolato con riferimento al prezzo pagato dagli acquirenti e pertanto assimilabile al premio delle opzioni - è stato pari a 16,5 miliardi di euro (media giornaliera di 64,0 milioni di euro) a fronte dei 10,8 del 2003 (media giornaliera 43,0 milioni di euro). I contratti scambiati sono stati 3,7 milioni, per una media giornaliera di 14.587. Con riferimento all'intero sistema telematico azionario (che oltre a SeDeX include anche MTA, Nuovo Mercato e Mercato Expandi), nel 2004 il Mercato dei *Securitised Derivatives* ha rappresentato il 9,5% dei contratti negoziati, posizionandosi su livelli superiori a quelli fatti registrare dal Nuovo Mercato.

Nel mese di novembre, è stata registrata la più elevata media giornaliera del controvalore scambiato (90 milioni di euro); in termini di contratti il mese più liquido è risultato marzo con una media giornaliera di 17.889 contratti.

La dimensione media dei contratti è sempre stata un indicatore della natura *retail* del mercato. A partire dalla seconda metà del 2004 si è assistito a un progressivo incremento di questo parametro (da 2.558 euro nel 2003 a 4.615 nel 2004) che, se da una parte conferma una *size* limitata rispetto agli strumenti azionari, dall'altra deve essere opportunamente analizzato. Nel dettaglio, i livelli più elevati sono stati raggiunti nei mesi di novembre e di dicembre che, nel mercato diurno, hanno raggiunto valori superiori a 6.700 euro. Nella sessione serale, la *size* media dei contratti è aumentata da 991 euro nel 2003 a 1.758 euro nel 2004; anche in questo caso, il profilo temporale ha evidenziato una chiara crescita nella seconda parte dell'anno.

GRAFICO 11 - SEDEX: CONTRATTI E CONTROVALORE NEGOZIATI



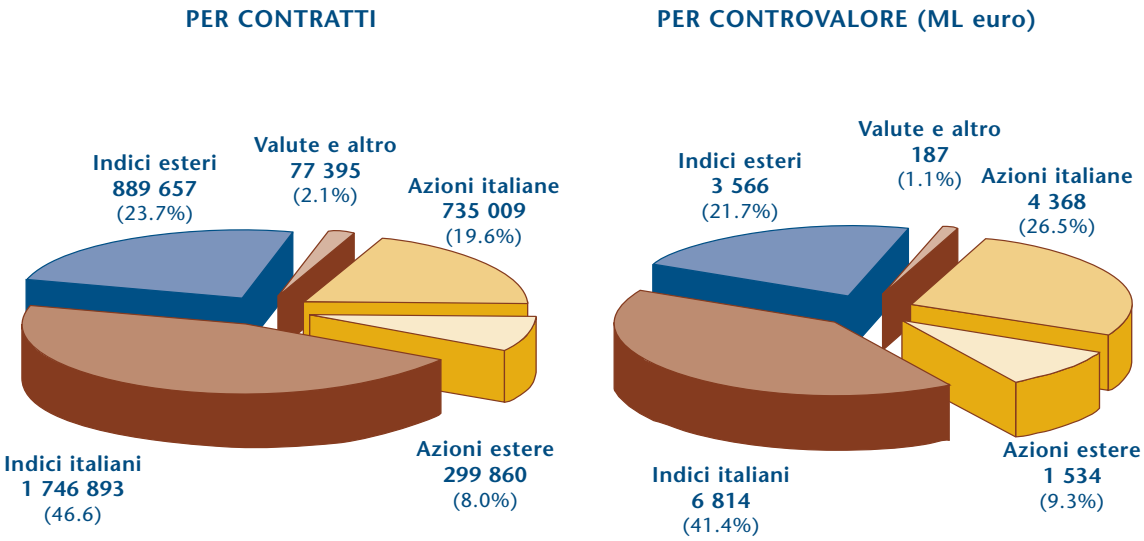
L'analisi per singola tipologia di strumento conferma ancora una volta l'importanza di aver agito tempestivamente nella definizione della nuova segmentazione del SeDeX. La *size* media del contratto evidenzia infatti la diversa natura degli strumenti e degli investitori a essi interessati. Mentre gli *investment certificates* hanno mostrato una *size media* di 42.800 euro e i covered warrant strutturati/esotici di 23.000, la negoziazione in covered warrant *plain vanilla* e *leverage certificates* avviene per quantitativi medi rispettivamente pari a 3.200 e 4.000 euro.

In corrispondenza delle giornate di Borsa aperta in presenza di festività del calendario civile il controvalore giornaliero è diminuito in media del 34,8% (32,6% nel 2003) rispetto alle sedute di normale operatività, mentre la dimensione media dei contratti in euro si è ridotta del 6,7%.

Nel 2004 gli scambi complessivi di securitised derivatives *sono stati pari a 3,7 milioni di contratti e a 16,5 miliardi di euro di controvalore*

I *securitised derivatives* con sottostante azioni italiane hanno rappresentato il 26,5% del controvalore complessivamente scambiato durante il 2004 e il 19,6% del totale dei contratti, quelli con sottostante azioni estere il 9,3% del controvalore e l'8,0% dei contratti, quelli con sottostante indici italiani il 41,4% del controvalore e il 46,6% dei contratti, quelli con sottostante indici esteri il 21,7% del controvalore e il 23,7% dei contratti. Gli strumenti che avevano come sottostante valute, *commodities*, panieri o futures hanno costituito il restante 1,1% e 2,1% di controvalore e contratti (grafico 12). Gli scambi sono risultati pertanto fortemente concentrati su sottostanti domestici, in particolare l'indice S&P/MIB è stato il sottostante più scambiato in termini di controvalore (4,2 miliardi di euro, con una media giornaliera di 16,3 milioni di euro) e il secondo in termini di contratti (oltre 600.000 contratti eseguiti, con una media giornaliera di 2.447). Il Mib30 è stato, invece, primo in termini di contratti (quasi 1,1 milioni di contratti conclusi, con una media giornaliera di 4.340) e secondo in termini di controvalore (2,6 miliardi di euro, con una media giornaliera di 10,1 milioni di euro). Il terzo sottostante

GRAFICO 12 - SEDEX: RIPARTIZIONE DEGLI SCAMBI PER TIPOLOGIA DI SOTTOSTANTE NEL 2004



più scambiato è stato l'indice DAX con scambi per 2,0 miliardi di euro (media giornaliera di 7,7 milioni di euro) e 350.572 contratti (media giornaliera pari a 1.364). Tra le principali azioni italiane utilizzate come sottostante di *securitised derivatives*, Eni, Telecom Italia e TIM hanno rappresentato complessivamente il 14,7% del controvalore e il 6,5% dei contratti scambiati. Anche una società del Nuovo Mercato (Tiscali) rientra tra i venti sottostanti più scambiati, sia in termini di numero di contratti che di controvalore.

I covered warrant *plain vanilla* call hanno rappresentato il 47,0% del controvalore complessivo e il 62,5% dei contratti scambiati, i put il 16,2% del controvalore e il 25,0% dei contratti scambiati. I *leverage certificates* hanno rappresentato l'8,7% del controvalore e il 9,5% dei contratti mentre gli *investment certificates* il 28,1% del controvalore e il 3,0% dei contratti e la restante quota è da attribuire ai covered warrant strutturati/esotici. La crescita della quota dei *certificates*, salita nel corso dell'anno dal 16,5% al 36,8% del controvalore, è stata guidata principalmente dai *certificates* con leva (Turbo & Short, MiniLong & MiniShort) e dagli *investment certificates* (strumenti a capitale protetto).