

Marzo 2010 | Numero 9 | [newsletter bimestrale](#)
IN QUESTO NUMERO

Copertina		1
IDEM	I numeri e le news del mercato	2
	FTSE MIB Dividend Futures	3
	Media semplice o esponenziale? Il problema è un altro	4-6
SeDeX	I numeri e le news del mercato	8
	Un'indagine dell'Università Bocconi sui certificati	9-11
	Bonus Certificates di Banca IMI	12-13
ETFplus	I numeri e le news del mercato	14
	Gli ETF ai raggi X	15-16
	ETF a leva e short	17-18
MOT	I numeri e le news del mercato	19
	Gli inflation linked bonds europei	20
Contatti		22

PRIMO PIANO

Market View

Si stà ormai per concludere il primo trimestre del 2010 e ci sono delle riflessioni che possiamo fare con i dati alla mano aggiornati per il movimento relativo dell'ultimo mese:

1. La volatilità è scesa sia per il comparto azionario, mediamente del 30% in US e del 25% in Europa, sia per quello obbligazionario, Msci vola sui bonds a livello globale -36%.

2. I tassi a tre mesi sono rimasti generalmente stabili e sono scesi, di poco, solo dove la crescita economica è stata ancora vischiosa (UK e Giappone). I tassi a 10yr sono invece generalmente saliti mediamente ovunque, anche se di poco.

3. Il cambio un indebolimento dell'euro contro franco svizzero (ai minimi storici), contro dollaro e contro yen mentre si è apprezzato contro la sterlina.

4. Il trend dei Paesi emergenti e del rischio di credito emergente in genere è rimasto favorevole mentre sono apparsi problemi sul rischio sovrano, soprattutto in Grecia, Portogallo, Spagna e Irlanda.

5. Le materie prime sono salite soprattutto per effetto del petrolio e del rame.

6. Gli indici azionari del Bric sono saliti dell'8% e quelli europei ed americani anche di più, con il Nasdaq best performer.

Quindi il primo trimestre 2010 è come un proseguimento di quanto accaduto dalla primavera '09 a fine '09 e sancisce la massimizzazione del processo di normalizzazione dell'economia, dopo il disastro di Lehman del settembre '08.

Possiamo considerare come bilanciato il periodo dannato, con i 9 mesi di normalizzazione dal giugno '09 ad oggi? E' ancora presto per dirlo ma ci sono le premesse per un'estensione di questa normalizzazione anche su fine '10. Quello che ora ci sembra difficile da immaginare nel futuro è il proseguimento di un trend di crescita economica senza volatilità: l'uscita dalla crisi è costata al sistema in termini di maggiore debito pubblico e il rischio da economico è diventato anche politico (il caso recente della Grecia insegna molto a proposito).

EDITORIALE

Il contesto macroeconomico, in Italia e nell'area euro, si è rivelato più debole del previsto nell'ultimo trimestre del 2009. La sostanziale stagnazione del Pil in area euro, +0,1%, è stata accompagnata da una nuova contrazione in Italia, -0,3% che ha portato il declino del Pil per l'intero anno al 5,1%. L'evidenza disponibile sul primo trimestre di quest'anno mostra alcuni positivi segnali, comunque all'interno di uno scenario di crescita modesta. In Italia la produzione industriale di gennaio è cresciuta del 2,6% rispetto a dicembre ed è tornata in territorio positivo su base tendenziale per la prima volta da quasi due anni. La dinamica positiva di gennaio ha riguardato sostanzialmente tutti i settori. In area euro, le surveys PMI di marzo hanno mostrato una decisa accelerazione del tasso di crescita della produzione sia nel settore dei servizi che in quello manifatturiero.

L'instabilità delle finanze pubbliche di alcuni Paesi dell'Unione Europea e della Grecia in particolare è l'elemento di maggior tensione sui mercati finanziari in questo inizio dell'anno. A marzo è stato presentato, e favorevolmente accolto dai mercati, il piano di riduzione del deficit greco di circa 5 miliardi di euro per l'anno in corso. Sempre a marzo si sono intensificati gli sforzi tra i Paesi membri e le istituzioni europee per trovare una soluzione prima delle scadenze di aprile e maggio, quando il Governo greco dovrà tornare sul mercato per rifinanziare circa 20 miliardi di euro del proprio debito. Al momento sembra esserci una certa convergenza tra i paesi dell'Unione Europea a non escludere, qualora necessario, l'intervento del Fondo Monetario Internazionale.

A cura di

Fabio Braga, CFA

Markets Analysis - Borsa Italiana

Per informazioni:

inside.markets@borsaitaliana.it

IDEM - Italian Derivatives Market

I numeri e le news del mercato

Cifre Chiave – Feb 2010

N. contratti	2.719.852
Controvalore ml €	62.224
Open interest	4.390.896

Put/Call Ratio MIBO e 10 opzioni più scambiate per sottostante

MIBO	0,88
TELECOM ITALIA	0,75
UNICREDIT	0,72
GENERALI	1,21
FIAT	0,59
ENEL	1,04
STMICROELECTRONICS	0,77
ENI	1,28
INTESASANPAOLO	1,95
TELECOM ITALIA RSP	0,38
BMPS	0,54

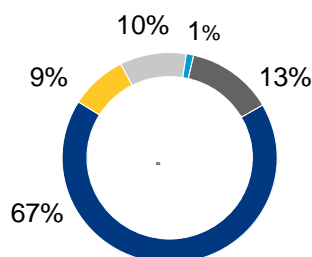
Atlantia: aumento gratuito del capitale

Con riferimento all'Avviso n. 3043 del 5 marzo 2010, in cui si precisa che "Il Consiglio di Amministrazione ha, infine, deliberato di proporre all'Assemblea degli azionisti, che sarà convocata anche in sede straordinaria, di aumentare gratuitamente il capitale sociale, ai sensi dell'art. 2443 cod. civ., per un importo massimo di nominali € 28.585.578,00 mediante emissione, nella prima data utile in base al calendario di borsa nel mese di giugno del corrente anno, di massime n. 28.585.578 nuove azioni ordinarie, aventi le medesime caratteristiche delle azioni ordinarie in circolazione, da assegnare gratuitamente ai soci nei limiti delle riserve disponibili, con conseguente modifica dell'art. 6 dello Statuto Sociale. L'operazione proposta costituisce una modalità attuativa della politica di dividendi già nota al mercato attraverso l'incremento del numero delle azioni", Borsa Italiana ha comunicato che, a seguito di tale operazione sul capitale ed in base agli artt. IA.9.1.7 comma 1b) e all'art. IA.9.1.11 comma 1b), verranno rettificati i contratti di opzione e futures su azioni Atlantia.

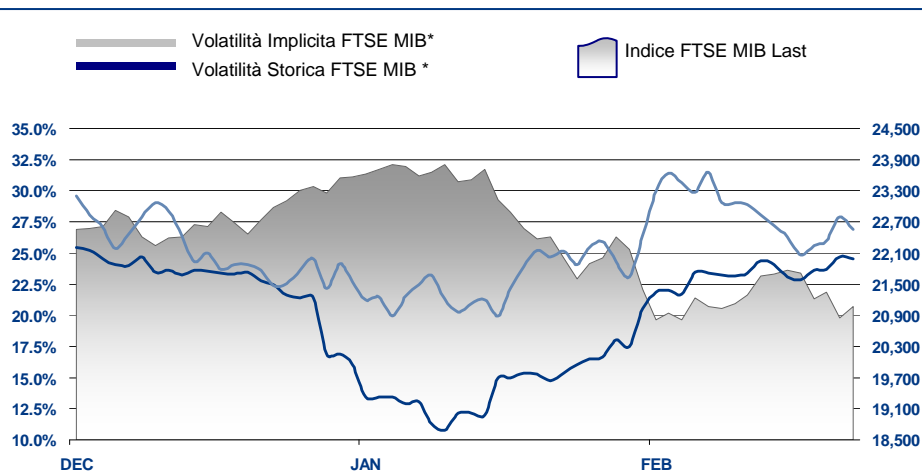
K factor su Banco Popolare

Con riferimento agli Avvisi di Borsa Italiana n. 2481 e 2482 del 24 febbraio 2010, Borsa Italiana ha comunicato che il coefficiente K per la rettifica delle opzioni e dei futures su azioni BANCO POPOLARE è pari a 0,963548. Il lotto rettificato è pari a 519 azioni: le nuove serie di opzioni e futures su azioni BANCO POPOLARE che sono entrate in negoziazione il 1 marzo 2010 hanno il lotto pari a 500 azioni. Gli obblighi di market making sulle opzioni e sui futures su azioni BANCO POPOLARE non sono stati modificati a seguito dell'operazione sul capitale.

N. Contratti



■ Stock Options ■ Mini FIB
■ MIBO ■ Stock Futures
■ FIB



Fonte: Borsa Italiana. - *Volatilità: la volatilità implicita è calcolata a partire dai prezzi di chiusura giornalieri delle opzioni su FTSE MIB; quella storica è calcolata a partire dai valori di fine giornata del FTSE MIB degli ultimi 20 giorni.

Fonte Borsa Italiana – dati relativi a Febbraio 2010



FTSE MIB Dividend Futures

Il nuovo prodotto del mercato IDEM

Introduzione

La recente politica di distribuzione dei dividendi adottata dalle società componenti l'indice FTSE MIB è divenuta sempre più di crescente interesse per l'operatività dei trader in virtù degli elementi d'incertezza impliciti nelle posizioni assunte sull'indice stesso nonché dell'opportunità di strutturare strategie di trading sulla base delle diverse aspettative.

Tale interesse ha indotto Borsa Italiana ad introdurre il contratto futures sull'indice FTSE MIB Dividend sul mercato IDEM.

L'indice FTSE MIB Dividend

L'indice FTSE MIB Dividend rappresenta il valore cumulato dei dividendi ordinari lordi pagati in denaro o in natura in ciascun anno solare dalle azioni componenti l'indice FTSE MIB, espresso in punti indice e calcolato secondo la seguente formula:

Valore di mercato dei dividendi

Ultimo divisor dell'indice

Il FTSE MIB Dividend riflette le revisioni e le rettifiche oggetto dei titoli del FTSE MIB. Viene calcolato su base annuale, dal giorno di Borsa aperta che segue il terzo venerdì di dicembre fino al terzo venerdì del dicembre successivo. In particolare, parte da un valore pari a zero per poi aumentare al trascorrere del tempo nei successivi 12 mesi a mano a mano che i titoli del FTSE MIB pagano dividendi fino a raggiungere il suo valore massimo in corrispondenza dell'ultimo stacco dividendo.

L'indice in oggetto è gestito sulla base di un set di regole trasparenti e pubbliche. Le revisioni periodiche e la gestione delle operazioni sul capitale sono condotte al fine di assicurare una rappresentazione continua ed accurata del mercato in linea con il FTSE MIB.

Futures sul FTSE MIB Dividend (FDIV)

Il contratto futures sul FTSE MIB Dividend (FDIV) permette agli investitori, da un lato, di prendere posizione sulla base delle aspettative di dividendo senza essere tuttavia esposti al rischio di movimenti avversi dei prezzi delle azioni del FTSE MIB, dall'altro, di coprire le posizioni assunte sull'indice FTSE MIB dagli effetti conseguenti la distribuzione dei dividendi da parte delle società.

Il valore del contratto futures riflette tutte le aspettative di distribuzione dei dividendi nel corso dell'anno da parte delle azioni appartenenti al FTSE MIB.

A mano a mano che le società staccano dividendo, le aspettative incorporate nel contratto futures riflettono le sole distribuzioni afferenti i restanti titoli.

Il valore dell'indice FTSE MIB Dividend risultante dall'ultimo stacco dividendo coincide con il prezzo di liquidazione del contratto futures, calcolato da Borsa Italiana alla scadenza di dicembre.

Specifiche contrattuali

- Indice sottostante: FTSE MIB Dividend
- Moltiplicatore: € 5 per punto indice
- Dimensione del contratto: prezzo del futures x moltiplicatore
- Quotazione: in punti indice
- Movimento minimo di prezzo: 1 punto indice (€5)
- Scadenze: le 5 scadenze annuali più vicine del ciclo di dicembre
- Giorno di scadenza: terzo venerdì del mese di scadenza alle 9:05
- Ultimo giorno di negoziazione: le negoziazioni di ciascun contratto terminano alla scadenza dello stesso
- Liquidazione: per contanti
- Prezzo di liquidazione: valore cumulato dei dividendi lordi pagati da ciascun titolo appartenente all'indice sottostante, calcolato in punti indice
- Orario di negoziazione: dalle 9:00 alle 17:40

Market making

I Primary Market Makers e i Primary Specialists supportano la liquidità del nuovo contratto sulla base del seguente set di obblighi di quotazione:

- quotazione su base continuativa dalle 9:30 alle 17:20 per tutte le scadenze listate
- ripristino delle quotazioni entro i 2 minuti successivi all'applicazione della quotazione sul book
- quantità minime e spread massimi predeterminati

Benefici del trading sul FDIV

- Trading diretto sulle aspettative di dividendo
- Implied dividend yield spread trading
- Diversificazione delle fonti di redditività del proprio portfolio
- Bassa volatilità e rischio rispetto al trading sull'azionario
- Assenza di rischio di tasso d'interesse e repo
- Gestione efficiente dell'esposizione al rischio di controparte
- Copertura del rischio dividendo associato ai contratti d'opzione e futures sull'indice FTSE MIB

Media semplice o esponenziale? Il problema è un altro



Massimo Intropido

È il fondatore di Ricerca Finanza. Classe 1967, laureato in Economia e Commercio all'Università Cattolica di Milano, nel 2003, ha fondato Ricerca Finanza, per portare al mercato finanziario italiano un metodo ed una competenza nuovi, affidabili ed accessibili. È socio ordinario S.I.A.T. (Società Italiana di Analisi Tecnica), per la quale ha svolto e svolge prestigiosi incarichi e dell'A.I.F. (Associazione Italiana Formatori).

Una questione tuttora molto controversa è la scelta tra media mobile semplice ed esponenziale. La seconda sembrerebbe la migliore. Ma il problema non è questo.

Uno dei dilemmi in cui un analista/trader non può non imbattersi è quello della scelta tra una media mobile semplice o una esponenziale. La questione apparentemente pare complessa, poiché si tratta, di fatto, di due strumenti tra loro sufficientemente diversi da rendere legittimo il problema. La media mobile semplice attribuisce a tutti i dati lo stesso peso. Quella esponenziale applica un maggior peso ai dati più recenti, al fine di renderla più reattiva alle brusche variazioni di tendenza. Entriamo direttamente all'interno della questione con un esempio pratico. Rappresentiamo di seguito il grafico delle S&P500 su cui sono state tracciate le due medie mobili, entrambe calcolate su 40 giorni.



Quella disegnata con il tratteggio più chiaro è la media esponenziale che, lo si nota facilmente, in effetti reagisce in maniera molto più rapida alle variazioni della tendenza del prezzo. Sembrerebbe dunque chiusa in partenza qualunque disputa sull'efficacia di questi due strumenti. Tuttavia la questione è ben più complessa, specialmente se si passa dalla semplice analisi al trading.

Infatti, è risaputo che una media che passi più vicina ai prezzi subisce un maggior numero di falsi segnali, cioè viene attraversata più spesso dal movimento di prezzo senza che esso rappresenti effettivamente un'inversione di tendenza. Sembrerebbe dunque che una maggior sofisticazione dello strumento non porti a nessun beneficio concreto. In realtà non è proprio così. Osserviamo il grafico successivo. Nel febbraio 2007 l'S&P500 ha perforato verso il basso entrambe le medie mobili, per poi risuperarle verso l'alto verso la fine di marzo.



Si noterà che l'eventuale operazione ribassista effettuata utilizzando una media mobile esponenziale avrebbe conseguito un profitto maggiore rispetto a quella compiuta utilizzando la media mobile semplice. Si potrà obiettare che la differenza tra i due risultati non è poi così grande ed in effetti è vero. Tuttavia, se consideriamo un'operazione del genere come un falso segnale profittevole, piuttosto che come il tipo di profitto che noi ci aspettiamo mediamente dalla nostra operatività, allora ci si rende conto facilmente di come anche una piccola differenza ogni volta che si incappa in un falso segnale può contribuire al profitto complessivo con una certa validità.

In altre parole, la caratteristica che può fare la differenza tra una media mobile esponenziale ed una media mobile semplice non è il solo il fatto che la prima stia più vicina ai prezzi, ma anche il fatto che la prima cambia pendenza più rapidamente. Osserviamo infatti il diagramma successivo. Si tratta del periodo gennaio-febbraio 2008.



In questo intervallo temporale, se si considerasse l'interazione tra il prezzo ed una sola media mobile, si potrebbe dire che non è accaduto nulla. Tuttavia, se osserviamo l'andamento congiunto delle due medie, notiamo che quella esponenziale taglia quella semplice inizialmente dall'alto verso il basso (segnale di forza del trend ribassista) e successivamente dal basso verso l'alto (indicazione di perdita di momentum, cioè di velocità, della tendenza ribassista che ancora viene evidenziata da questo strumento). Possiamo quindi affermare che la media mobile esponenziale mostra un andamento molto più ricurvo rispetto a quella semplice. Nella cultura tecnica italiana non sempre pare che vi sia la giusta attenzione al problema dell'orientamento della media mobile. Si tende a guardare soprattutto gli incroci tra essa ed il prezzo. Tuttavia i grandi maestri americani attribuiscono all'orientamento della media mobile (semplice o esponenziale) un'importanza pari se non superiore a quella del suo incrocio con i prezzi. Giusto per citare il famosissimo Martin Pring, egli, a proposito delle medie mobili, scrive che¹:

1) una media mobile non è altro che il trend in versione smussata e la media stessa rappresenta un'area di supporto e resistenza.

2) Una media mobile scelta con cura dovrebbe riflettere il trend sottostante; la sua violazione, pertanto, avverte che un cambiamento nel trend potrebbe essere già avvenuto.

3) Se la violazione avviene mentre la media mobile si sta ancora muovendo rapidamente nella direzione del trend prevalente, ciò dovrebbe essere trattato come un avvertimento preliminare che un'inversione di trend ha avuto luogo.

4) In generale, più lungo è l'arco temporale ricoperto da una media mobile, maggiore è la significatività del segnale di rottura.

5) Le inversioni della direzione di una media mobile sono generalmente più significative che un'incrocio tra essa ed il prezzo.

Il famoso analista americano sottolinea la grande importanza che ricopre l'inclinazione della media mobile, oltre che la sua perforazione da parte del prezzo. Ci sembra utile esemplificare rapidamente i suoi insegnamenti, servendoci di tre casi semplici:

A) Perforazione di una media mobile il cui orientamento non è ancora cambiato

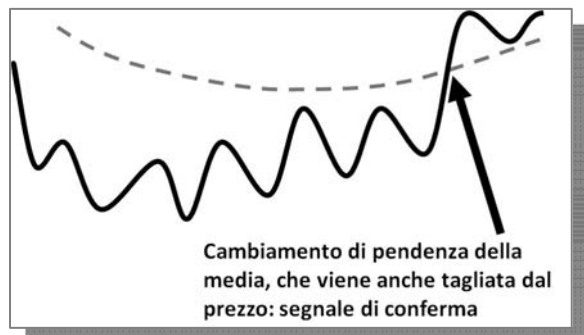


B) Si tratta di un primo impulso di forza che non necessariamente comporta un'inversione del trend (come ben sa chi utilizza lo strumento per effettuare del trading vero). In questa situazione scaturiscono facilmente dei falsi segnali, perché prezzo e media mobile seguono rotte convergenti.



Pur non essendo un segnale di per sé completo, quest'indicazione è più interessante della precedente, soprattutto da un punto di vista statistico. Questa configurazione si osserva quando il cambiamento di tendenza è lento, il che, come sottolinea Pring nel precedente punto 4), aggiunge significatività al segnale. In questo caso la media mobile non viene tagliata a causa del fatto che il prezzo inverte la sua direzione molto dolcemente rispetto al suo grande momentum precedente, il quale lo ha allontanato molto dalla sua media mobile. Può trattarsi di una fase di accumulazione.

C) Taglio di una media mobile che ha cambiato tendenza da poco.



Questo è senz'altro il caso più "completo" e dunque è il più significativo. Il segnale è duplice: il cambiamento di orientamento da parte del prezzo livellato (cioè la media) e l'incrocio tra il prezzo ed il suo livellamento (ancora una volta la media). L'inversione di tendenza che riesce a produrre contemporaneamente queste due circostanze deve quasi sempre comportare non solo un cambio della direzione netto e sufficientemente persistente da parte del prezzo, ma anche un incremento della sua volatilità, circostanze che, quando si verificano contemporaneamente, sono decisamente favorevoli all'affidabilità di un segnale tecnico.

La media mobile esponenziale, si è detto, è maggiormente incurvata. Credo che si debba riflettere maggiormente su quest'aspetto più che cimentarsi in confronti, a mio parere inconcludenti, sulla sua eventuale maggiore significatività rispetto a quella semplice. Se si inizia a studiare la pendenza di una media mobile come segnale tecnico, allora la scelta tra segnale semplice o esponenziale si arricchisce di un nuovo importante elemento di valutazione. I maestri dell'analisi tecnica non esprimono una netta preferenza tra le due, anche se certamente quella esponenziale gode di una considerazione leggermente superiore. Personalmente credo che possa essere interessante l'interazione tra una media veloce esponenziale ed una semplice molto più lenta, per il semplice fatto che la lentezza di quest'ultima sarebbe voluta, dunque non avrebbe alcun senso alterarla matematicamente.

Non credo che possa esistere una vera e propria competizione tra metodi di calcolo delle medie mobili. Si tratta invece di capire cosa si sta studiando e come lo si vuole studiare: a quel punto la scelta dello strumento diventa estremamente facile.

Massimo Intropido
Socio Ordinario SIAT
Fondatore Ricerca e Finanza



STRATEGIE, METODOLOGIE E DIMOSTRAZIONI DEI PIÙ AUTOREVOLI TRADER PROFESSIONISTI ITALIANI.

Partecipa al grande appuntamento annuale dedicato all'Analisi Tecnica

- I più importanti esperti di trading rivelano le loro strategie
- Operazioni in real time/real money
- Interventi, tavole rotonde, analisi sui mercati e previsioni sugli scenari futuri.

Un evento **gratuito** da non perdere!

ISCRIVITI SUBITO



SE NON PUOI PARTECIPARE ALL'EVENTO SEGUilo IN DIRETTA WEB STREAMING CON VIDEOLIVE > **ISCRIVITI**



IN COLLABORAZIONE CON



MEDIA PARTNERS



WEB PARTNERS



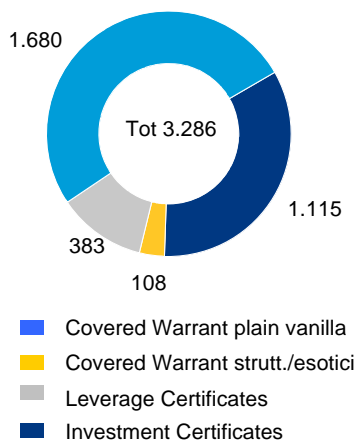
SeDeX - il mercato dei Covered Warrant e dei Certificati

I numeri e le news del mercato

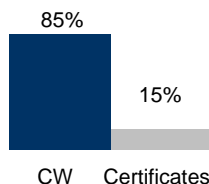
Cifre Chiave – Feb 2010

N. contratti	133.417
Controvalore mln €	1.108,9
New Listing del mese	49
N. Emittenti	17
N. Sottostanti	329

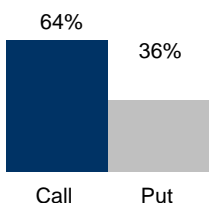
N° Strumenti per Segmento



Volumi CW vs Certificates



Volumi CW Call vs Put



Il Mercato SeDeX

Gli strumenti in quotazione a fine febbraio ammontano a 3.286, di cui 1.680 covered warrant plain vanilla, 108 covered warrant strutturati/esotici, 1.115 investment certificates e 383 leverage certificates.

Nel mese di febbraio 2010 su SeDeX sono stati quotati 1 nuovo covered warrant plain vanilla, 12 covered warrant strutturati/esotici e 36 nuovi certificati.

In febbraio sono stati scambiati 133.417 contratti per un controvalore di 1108,9 milioni di euro.

Novità dal mercato

A febbraio ha esordito su SeDeX un nuovo emittente: Banca Akros S.p.A. che ha quotato 12 Covered Warrant di tipo Euribor Cap. Si tratta di covered warrant strutturati a lunga scadenza con sottostante il tasso di interesse Euribor a 3 mesi.

Nello stesso mese BNP Paribas Arbitrage Issuance B.V. ha quotato i primi certificati con leva, 16 Turbo Long & Turbo Short sull'indice FTSE MIB.

I 5 Covered Warrant più scambiati

Emittente	ISIN	Sottostante	Facoltà	Strike	Scadenza	Contratti	Controv.
UniCredit	IT0004502180	FTSE MIB	Put	18.000	16/12/11	2.674	109,11
UniCredit	IT0004558281	FTSE MIB	Call	31.000	19/12/14	1.869	77,10
Société Générale	FR0010836148	FTSE MIB	Call	44.000	15/12/17	918	60,91
Société Générale	FR0010836072	FTSE MIB	Call	40.000	16/12/16	781	52,78
UniCredit	IT0004502230	FTSE MIB	Put	14.000	21/12/12	1.133	49,86

I 5 Certificates più scambiati

Emittente	ISIN	Sottostante	Caratteristiche	Scadenza	Contratti	Controv.
Banca Aletti	IT0004572399	ENI	Borsa Protetta Certificate Strike 11,55 Part. 100%	22/01/10	412	6,45
Banca IMI	IT0004522436	S&P/BRIC 40	Equity Prot. Strike 1.881,67 Part. 100%	22/09/14	262	4,59
Banca IMI	IT0004440654	S&P 500	Equity Prot. Strike 869,42 Part. 100%	28/12/12	186	4,12
Deutsche Bank	DE000DB5W2Y1	DAX	Reverse Bonus Barr. 7209 Bonus 115%	02/11/11	71	3,67
UniCredit Bank	DE000HV7LK02	EUROSTOXX 50	Bonus Cert. Barr. 1773,05 Bonus 144%	11/03/13	270	3,35

Fonte: Borsa Italiana. Tutti i dati sono riferiti al mese di febbraio 2010. Controvalore espresso in milioni di EUR.

Benefici e limiti dell'investimento in certificati

Un'indagine dell'Università Bocconi



Giovanna Zanotti

Professore associato di Economia degli Intermediari finanziari presso l'Università degli studi di Bergamo e professore presso SDA Bocconi nell'area Intermediazione Finanziaria e assicurazioni, ha curato numerose pubblicazioni di libri e articoli su riviste italiane e internazionali. I suoi principali temi di studio e di interesse sono la struttura e l'efficienza dei mercati finanziari e gli strumenti derivati.

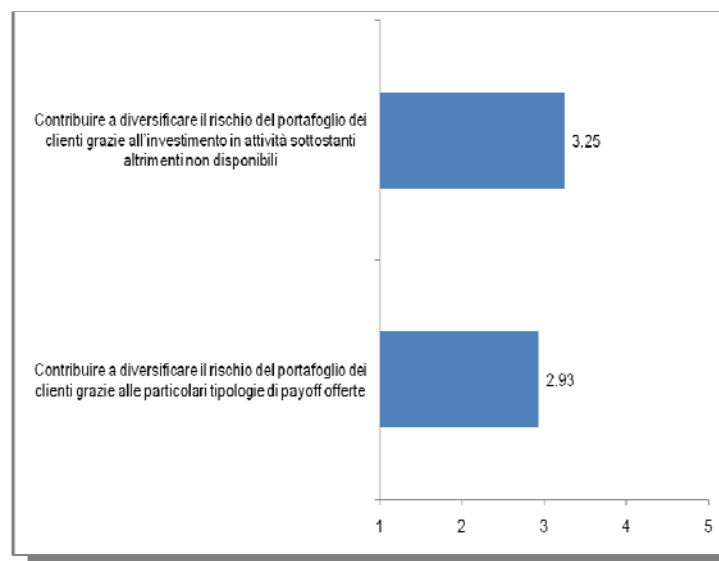
I Certificati hanno fatto la loro comparsa sul mercato Italiano da una decina di anni. Ma quali sono i benefici che gli investitori ricercano quando scelgono questi prodotti e quali invece gli ostacoli al loro utilizzo? Queste sono alcune delle domande cui la ricerca, condotta da Carefin, centro di ricerca dell'Università Bocconi in collaborazione con ACEPI, si propone di dare risposta. La metodologia utilizzata nello studio è stata quella del questionario online cui sono stati invitati a rispondere, nel periodo compreso tra gennaio e maggio 2009, i financial advisors. Ipotesi sottostante la ricerca è quindi che i financial advisors siano in grado di comprendere le esigenze di investimento dei propri clienti e che l'accesso al mercato dei Certificati avvenga prioritariamente su suggerimento/consiglio del financial advisor piuttosto che su iniziativa autonoma del cliente. Il questionario è stato compilato da 424 financial advisor appartenenti a circa 30 reti diverse.

Un primo beneficio ottenibile investendo in Certificati può essere rintracciato nel contributo che questi strumenti possono dare in termini di una maggiore diversificazione di portafoglio. I Certificati consentono infatti di investire in una gamma molto ampia di sottostanti (a febbraio 2010 sono più di 300 i sottostanti dei Certificati) in alcuni casi difficilmente raggiungibili con altri strumenti finanziari. Inoltre, i Certificati possono avere un payoff a scadenza diverso dalle tradizionali posizioni direzionali long o short e consentono quindi di prendere posizione su variabili altrimenti difficilmente presenti in portafoglio quali, ad esempio, la volatilità (si pensi ad esempio ai bonus in caso di mercato tendenzialmente stabile con tendenza al ribasso) o l'outperformance in un determinato range.

Alcune domande della ricerca si proponevano proprio di indagare questo aspetto.

Innanzitutto si chiedeva di valutare, su una scala da 1 a 5, la capacità dei certificati di contribuire a diversificare il portafoglio sotto il profilo del sottostante e del payoff. Come si nota dalla figura 1 i punteggi ottenuti dalle due risposte non sono particolarmente elevati (rispettivamente 3.25 per la diversificazione degli assets e 2.93 per a diversificazione dei payoffs). Questo risultato sembra indicare che uno dei principali benefici associati ai certificati non è ancora pienamente percepito dagli investitori e che una maggiore education e sensibilizzazione sul tema potrebbe favorire un ulteriore sviluppo del mercato.

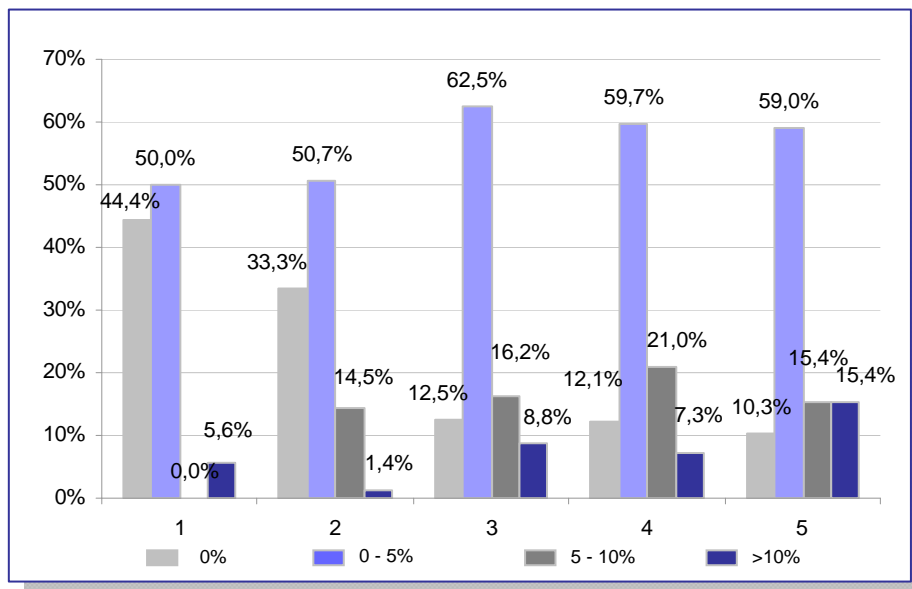
Figura 1: qual è a suo avviso la capacità dei certificati di...



Questa conclusione è supportata dall'analisi della relazione tra ammontare di certificati in portafoglio e percezione della loro capacità di contribuire a diversificare il portafoglio. Come si nota dalla figura 2, tra chi attribuisce valore 1 o 2 (cioè molto modesti) alla capacità dei certificati di diversificare grazie alle particolari tipologie di asset il peso medio dei certificati in portafoglio è infatti molto basso. Il peso medio in portafoglio cresce invece significativamente per coloro che associano punteggi più alti alla capacità di diversificazione per asset.



Figura 2: Il legame tra la capacità percepita dei certificati di diversificare grazie agli asset sottostanti e il peso dei certificati nei portafogli dei clienti

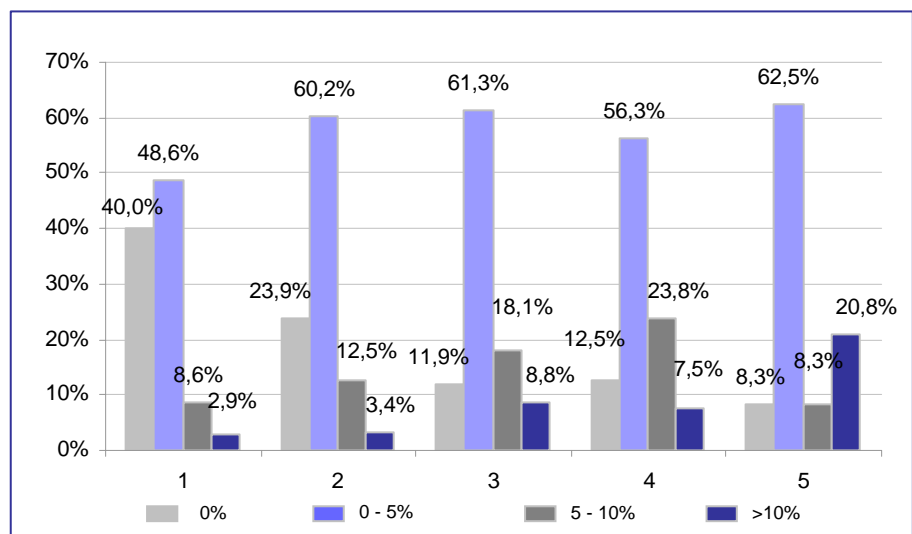


Lo stesso fenomeno si osserva anche con riferimento alla capacità di diversificare il profilo di rischio grazie alla particolare tipologia di payoff offerto: fra chi attribuisce massimo valore a questa variabile la percentuale di coloro per i quali i certificati pesano più del 20% del portafoglio è pari al 20,8%, contro poco meno del 3% per chi attribuisce minimo peso a tale variabile.

Inoltre, la capacità dei certificati a capitale protetto di contenere le perdite negli scenari di mercato più sfavorevoli è chiaramente percepita.

Lo stesso si può dire per la capacità dei certificati a capitale non protetto di generare rendimenti elevati se le aspettative sulla base dei quali sono costruiti si verificano. Infine è interessante notare che anche con riferimento a questi due benefici risulta verificata la

Figura 3: Il legame fra la capacità percepita dei certificati di diversificare grazie alle tipologie di payoff e il peso dei certificati nei portafogli dei clienti



Altri benefici associati all'investimento in certificati sono: la capacità, per gli strumenti a capitale protetto, di proteggere il capitale in caso di andamento al ribasso del mercato, e la capacità, per i certificati a capitale non protetto di generare rendimenti elevati in particolari condizioni di mercato. Un'altra domanda della ricerca chiedeva di esprimere un giudizio su questo aspetto distinguendo tra certificati a capitale protetto e non protetto, chiaramente molto diversi sotto il profilo della possibilità di contenere le perdite e di generare rendimenti elevati.

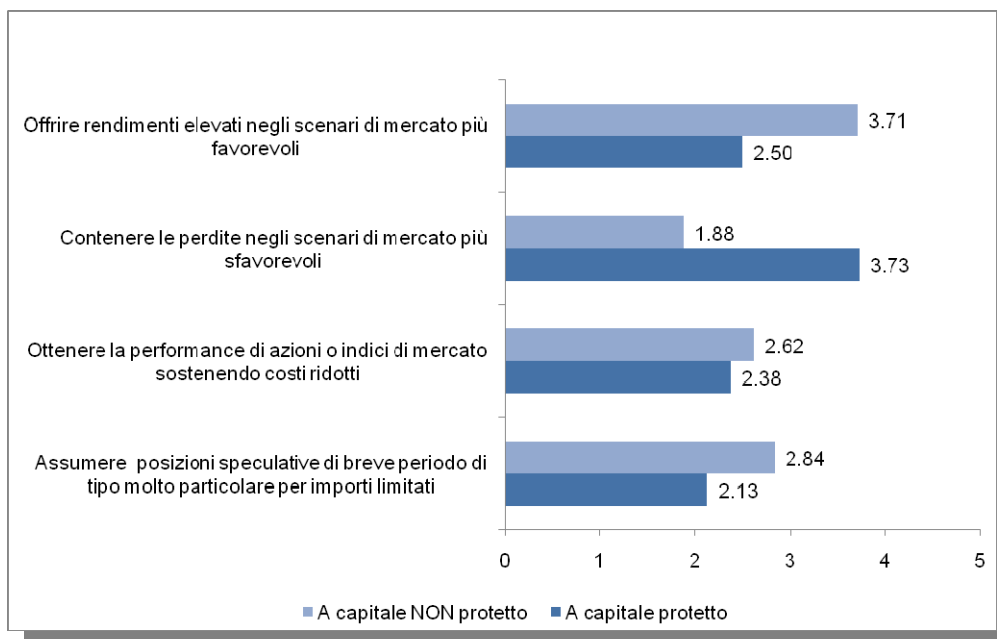
La figura 4 mostra innanzitutto che i financial advisors distinguono chiaramente le due tipologie di certificati e correttamente associano agli strumenti a capitale protetto il beneficio di contenere le perdite e agli strumenti a capitale non protetto il beneficio di generare rendimenti.

relazione secondo cui maggiore è il peso dei certificati migliore la loro valutazione della capacità di contribuire a proteggere il capitale o a generare rendimenti elevati in scenari favorevoli.

Sul fronte degli ostacoli alla diffusione dei certificati la ricerca si chiedeva quali potrebbero essere i fattori di ostacolo alla vendita dei certificati e in particolare cosa potrebbe rendere un financial advisor restio a proporre a un suo cliente l'investimento in Certificati. I fattori individuati ex-ante come potenziali ostacoli sono stati: il rischio di mercato eccessivo, la redditività attesa bassa, l'insufficiente conoscenza del prodotto, la difficoltà nello spiegare il prodotto, le brutte esperienze passate, il rischio di credito eccessivo, il costo troppo elevato, i timori sulla liquidità, le difficoltà di comprendere l'andamento del secondario e infine la difficoltà di introdurre nei portafogli dei clienti prodotti nuovi.

Per ciascuno di questi fattori la ricerca chiedeva di dare un giudizio su una scala 1 a 5 (1 = poco importante, 5 = molto importante).

Figura 4: Qual è a suo avviso la capacità dei certificati di...



Come si nota dalla figura 4 i fattori che hanno ricevuto il maggiore punteggio e che quindi limitano maggiormente il financial advisor nel proporre i certificati sono il rischio (per i certificati a capitale non protetto), la limitata liquidità, le brutte esperienze passate e l'insufficiente conoscenza del prodotto. Per quanto riguarda il rischio è importante fare una precisazione. Innanzitutto il fatto che l'analisi sia stata condotta tra gennaio e maggio 2009 può avere in qualche modo amplificato l'importanza attribuita al fattore rischio. E' però vero che come emerge anche da un'altra sessione del questionario in cui si chiedeva agli investitori di fare un confronto tra Certificati, fondi e BTP, gli investitori sembrano sovrastimare il rischio dei Certificati a capitale non protetto attribuendo a questi strumenti un grado di rischio decisamente più elevato rispetto a quello dei fondi comuni di investimento. Anche sul giudizio relativo alla liquidità dello strumento, il particolare momento di analisi può avere avuto un impatto. Inoltre una serie di interviste effettuate successivamente ha evidenziato che, a fronte di una generale

preoccupazione per la liquidità, non sempre essere chiaro il fatto che un particolare Certificato sia quotato o meno e nel caso su quale mercato (mercato regolamentato, multilateral trading facility o internalizzatore interno). Ne deriva l'importanza attribuita alla non sufficiente conoscenza come ostacolo.

Di fatto uno dei risultati che sembrano emergere dalla ricerca e' che la conoscenza dei Certificati e' ancora piuttosto limitata e questa limitata conoscenza porta a sovrastimarne i rischi e a percepirli come strumenti poco liquidi e poco utili per le diversificazioni. Una volta superata la barriera iniziale la valutazione dei Certificati sembra però cambiare significativamente: la percezione dei benefici aumenta e quella dei rischi si riduce.

Giovanna Zanotti

Professore associato di Economia degli Intermediari finanziari presso l'Università degli studi di Bergamo e professore presso SDA Bocconi

Bonus Certificates di Banca IMI

Investire in condizioni di mercato laterale o positivo



Luca Gamna

26 anni, laureato in Economia delle Istituzioni e dei Mercati Finanziari all'Università Luigi Bocconi, dal 2007 al 2008 è parte del Team di Listing di Securitised Derivatives, ETF and Fixed Income presso Borsa Italiana. Da ottobre 2008 entra a far parte del Team Listed Products di Banca IMI, dove si occupa

dell'offerta di Covered Warrant e Certificates.

Da giugno 2009 si occupa della vendita e commercializzazione di prodotti di investimento (Certificati, Obbligazioni, Fondi) per le Banche Private e i Family Offices in Italia e all'Estero.

Contesto di mercato e strategia di investimento

Molti investitori hanno ottenuto rendimenti elevati nel corso del 2009 grazie alla forte crescita dei mercati azionari, obbligazionari e delle commodities.

Il 2010 si è aperto con una maggiore incertezza a livello macroeconomico a causa delle problematiche legate all'elevato indebitamento dei bilanci pubblici, l'elevata liquidità in circolazione immessa dalle Autorità di politica monetaria e dalla crescita della disoccupazione a livello mondiale.

I rischi che minacciano l'economia consigliano la costruzione di una strategia di investimento che permetta di ottenere benefici anche in caso di leggera flessione dei mercati finanziari senza precludere la possibilità di sfruttare un potenziale rally delle Borse nei prossimi anni.

Il profilo di rimborso di un Bonus Certificates risponde perfettamente a questa esigenza, in quanto è una tipologia di certificato indicato per l'investitore che ha aspettative stabili, crescenti o moderatamente ribassiste sull'andamento del sottostante. Il Certificato è in grado di riconoscere, alla data di scadenza, un rendimento "certo" a condizione che non venga mai toccata la barriera.

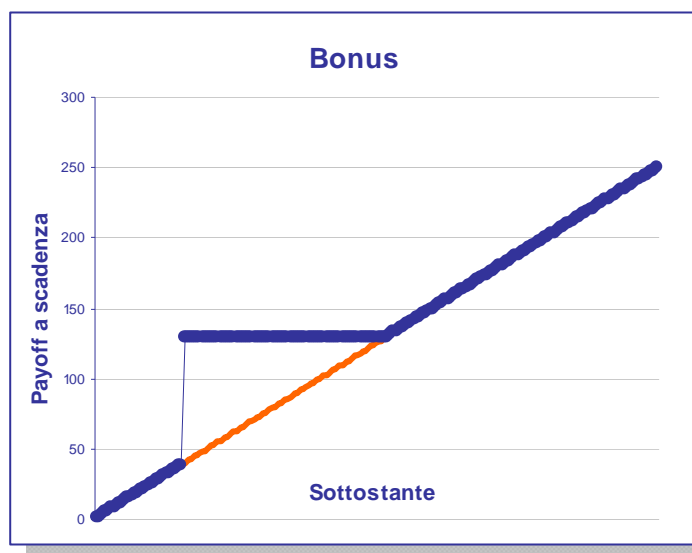
Il funzionamento dei bonus certificates

Il profilo di rimborso di un Certificato Bonus è molto semplice: a scadenza l'investitore torna in possesso dell'intero valore di

emissione del certificato (100 Euro) maggiorato della percentuale Bonus (solitamente un valore superiore al 10%) oppure, se maggiore, dell'effettiva variazione positiva realizzata dal sottostante.

Se il sottostante nel corso della vita del certificato tocca il livello barriera (un valore compreso solitamente tra il 60% e l'80% del valore iniziale) si perde il diritto a percepire il Bonus e l'investitore riceve la performance del sottostante come se avesse investito direttamente sullo stesso (trasformandosi in un benchmark certificate).

Il funzionamento di questo strumento può essere compreso anche visivamente nel grafico qui sotto riportato, dove la linea blu rappresenta il valore del certificato a scadenza e la linea arancione il valore del sottostante. E' evidente il sovra-rendimento garantito dal bonus nell'intervallo ricompreso tra la barriera e lo strike, in cui il valore del certificato è maggiore di quello del sottostante.



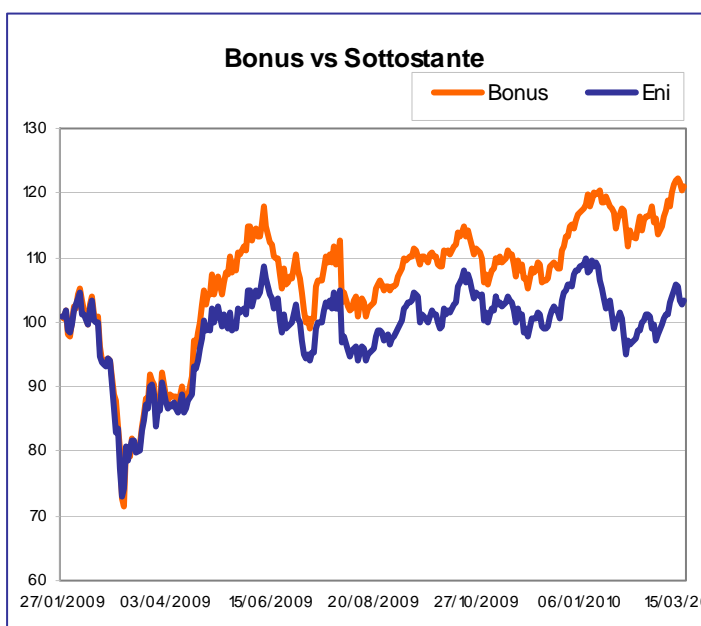
La strategia del Bonus Certificate viene ottenuta dalla combinazione di opzioni che vengono cartolarizzate all'interno del titolo. In particolare si tratta di un'opzione call con strike price pari a zero che garantisce l'esposizione positiva al sottostante e un'opzione put "Down&Out" con strike pari alla percentuale del Bonus ed una barriera disattivante inferiore al livello iniziale.



Quest'ultima opzione garantisce il pagamento del Bonus, se la barriera non viene violata nel corso di vita dello strumento.

Scendiamo nei dettagli analizzando il Bonus Certificate emesso da Banca IMI ad inizio 2009 con sottostante Eni (ISIN IT0004449010).

Lo strumento ha fissato lo strike a 17.53, un livello Bonus pari a 130%, una barriera posta a 12,271 Euro (30 % dal valore iniziale) e una scadenza al 17.12.2010.



In altri termini lo strumento consente di ricevere un Bonus di 130 Euro se durante la vita del prodotto il sottostante non avrà mai violato la barriera, posta a circa il 29% dai livelli correnti.

Il grafico riportato a sinistra illustra l'andamento del prezzo del Certificato confrontato con l'andamento del sottostante di riferimento.

Come si può notare il certificato durante i primi mesi di vita ha seguito abbastanza fedelmente l'andamento del sottostante a causa della performance fortemente negativa del titolo. In particolare Eni, nel marzo 2009, si è avvicinato pericolosamente al livello Barriera. Non appena il sottostante ha recuperato dai minimi il Certificato ha incrementato più che proporzionalmente il proprio valore offrendo un performance molto interessante.

Il Certificato quota, attualmente, ad un prezzo pari a 122 Euro e ha permesso agli investitore di ricevere una performance (+22%) fortemente positiva nonostante il titolo sottostante sia rimasto stabile nel periodo (-1% dal fixing iniziale).

Il Certificato, alle condizioni attuali, offre un upside ancora molto interessante, in quanto rimborserà a scadenza come minimo un valore pari a 130 Euro (+8%) se il titolo sottostante non perderà entro metà dicembre più del 29% del proprio valore. Un ulteriore vantaggio dello strumento deriva dalla mancanza di un Cap alla performance che consente di guadagnare illimitatamente in caso di rialzo di Eni.

A seguito del forte successo che hanno ottenuto i Bonus Certificates emessi da Banca IMI ad inizio 2009, abbiamo deciso di portare in quotazione per fine marzo 3 nuovi strumenti aventi come sottostante Eni, Enel e l'indice Eurostoxx 50 (vedi tabella sotto).

Nuovi Bonus Certificates

ISIN	Sottostante	Data di Determinazione	Data di Emissione	Data di Scadenza	Valore di Riferimento Iniziale (VRI)	Livello Barriera	Bonus
IT0004591381	Eurostoxx 50	12.03.2010	15.03.2010	28.06.2013	2.898,36	65%	126%
IT0004591399	ENI	12.03.2010	15.03.2010	28.06.2013	17,46	65%	128%
IT0004591407	Enel	12.03.2010	15.03.2010	28.06.2013	4,145	65%	124%

Luca Gamna
 Capital Markets – Sales
 Private Banks & Family Offices
 Banca IMI

ETFplus: il mercato degli ETF e ETC

I numeri e le news del mercato

Cifre chiave – Feb 2010

N. contratti	12.607
Controvalore mln €	295,4
N. Emittenti	10
N. Strumenti	349 ETF e 67 ETC

I più scambiati per controvalore

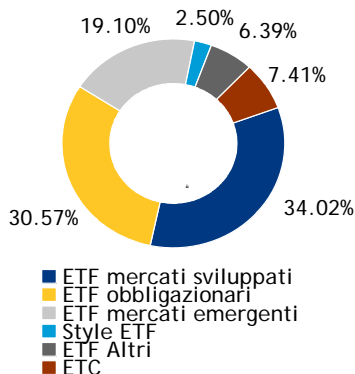
1. LYXOR ETF XBEAR FTSE MIB
2. LYXOR ETF LEVERAGED FTSE MIB
3. LYXOR ETF FTSE MIB
4. LYXOR ETF LEVDAX
5. ISHARES DJ EURO STOXX 50

I più scambiati per contratti

1. LYXOR ETF XBEAR FTSE MIB
2. LYXOR ETF LEVERAGED FTSE MIB
3. LYXOR ETF FTSE MIB
3. LYXOR ETF MSCI INDIA
5. ISHARES MSCI BRAZIL

ETFplus - AUM in Italia:

15,82 mld di €

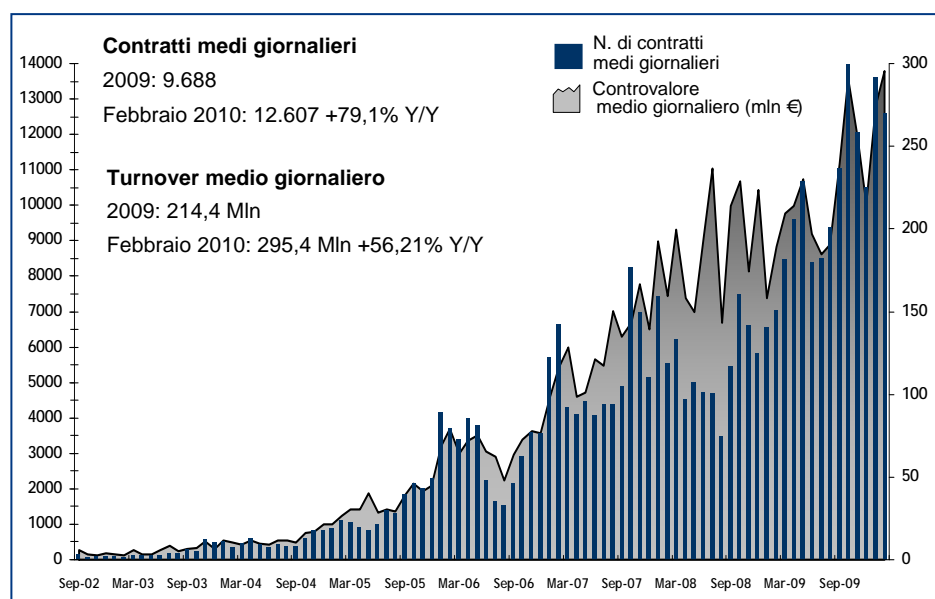


Il 2010 inizia all'insegna dei record degli scambi

Il mercato ETFplus ha visto il primo bimestre del 2010, ed in particolare il mese di febbraio, caratterizzarsi per l'alto volume degli scambi. Il 5 febbraio è stato infatti realizzato il record di contratti in una singola seduta pari a 27.043, mentre la media giornaliera del controvalore degli scambi nel mese di febbraio ha raggiunto il più alto valore di sempre pari a 295,4 milioni di euro (+56,21% rispetto al corrispondente dato dell'anno precedente). Sotto il profilo internazionale, secondo le statistiche della FESE (Federation of European Securities Exchanges), Borsa Italiana ha mantenuto stabilmente il primato in Europa per contratti scambiati sui sistemi telematici, sia nel corso degli ultimi 12 mesi con 2.706.573 contratti, davanti a Euronext (1.911.261) e a Deutsche Börse (1.602.217), sia nel mese di febbraio (252.140), davanti a Euronext (170.972) e a Deutsche Börse (136.755). Infine il mese di febbraio ha fatto registrare valori record degli AUM (Assets Under Management) sia per gli ETF (14.650 milioni di euro) sia per gli ETC (1.172 milioni di euro), con un net inflow, per il bimestre gennaio-febbraio 2010, pari rispettivamente a 1.312 milioni di euro per gli ETF e 141,8 milioni di euro per gli ETC.

L'offerta di ETF si arricchisce

Anche sotto il profilo delle nuove quotazioni il trend di crescita del mercato ETFplus è confermato; da inizio anno sono stati quotati 48 nuovi ETF di cui 32 solo dall'inizio del mese di marzo. Per quanto riguarda gli emittenti Lyxor ha lanciato 6 ETF, Xmtch 13, iShares 10, ETF Securities 4 ed inoltre Borsa Italiana ha dato il benvenuto ad un nuovo emittente, Amundi Investment Solution, con il lancio di 15 ETF. A metà marzo il numero complessivo di ETF in quotazione ha raggiunto quota 381 con 10 emittenti.



Gli ETF ai raggi X

Un approfondimento sulle leggi e direttive che regolano gli ETF e sulle procedure per quotarli in Italia



Francesco Crocenzi

Francesco Crocenzi, partner dello Studio Legale Cieri Crocenzi, è un avvocato specializzato in diritto finanziario internazionale che opera a Roma e Milano, assistendo alcune delle maggiori case di investimento estere presenti in

Italia con fondi distribuiti tramite reti od ETF. Ha insegnato diritto comunitario alla LUISS-Guido Carli per dieci anni come borsista. Cura dal 2002 la sezione sull'Italia dell'opera collettanea "International Securities Law and Regulation" (Yorkhill Law Publishing, 1992, aggiornata annualmente) ed ha partecipato a progetti internazionali sul diritto finanziario, tra cui una ricerca sulle norme a tutela degli investitori curata dall'Università di Harvard.

Anche se Borsa Italiana è diventata il maggior mercato europeo per gli ETF, questo successo commerciale non è sempre accompagnato da una adeguata conoscenza da parte di molti investitori italiani di cosa questi strumenti finanziari siano da un punto di vista sostanziale. Infatti, gli ETF vengono presi in considerazione per i loro rendimenti, per i costi e per il fatto di essere quotati in un mercato regolamentato, ma non si ritiene altrettanto importante sapere che tipo di prodotti essi siano da un punto di vista giuridico. Approfondire quest'ultimo aspetto non è uno sterile esercizio da avvocati, ma è utile in primo luogo agli investitori per conoscere su quale grado di protezione possano contare. Sapere, ad esempio, che un ETF quotato in Italia è un "fondo armonizzato" piuttosto che "non armonizzato" comporta una maggiore tranquillità dato che sia il prodotto di investimento che la società di gestione sono soggetti a una serie di vincoli a tutela degli investitori, imposti dalle direttive comunitarie e dalle leggi italiane.

Partendo proprio da questo aspetto, e cioè dal fatto di essere "armonizzati", osserviamo che gli ETF quotati su Borsa Italiana sono "fratelli" dei fondi comuni di investimento e SICAV collocati tramite i canali bancari e le SIM, nella misura in cui sono disciplinati dalle stesse regole. Queste sono contenute nella direttiva europea sui fondi nota come direttiva OICVM (in italiano) o UCITS (in inglese) n. 611 del 1985, oggetto di varie modifiche nel corso degli anni: attualmente, è in vigore in quanto recepita in tutti gli Stati la versione "OICVM III" della direttiva, ma è stata anche approvata una versione "OICVM IV" che dovrà essere trasposta dagli Stati membri nel 2011.

Pertanto, in quanto fondi "OICVM", sia gli ETF quotati su Borsa che fondi e SICAV distribuiti tramite reti sono uguali in tutta Europa dato che i loro schemi di funzionamento ed i criteri per la riduzione del rischio (quelli cioè sui limiti agli investimenti e la loro diversificazione) devono essere uniformi. L'"uniformità" richiama anche un altro importante concetto, quello di "mutuo riconoscimento", nel senso che ogni Paese della Comunità Europea (detto "Paese ospitante") deve garantire la libera circolazione nel suo territorio di prodotti di altri Stati membri conformi ad una direttiva perché questa conformità li rende uguali a quelli del Paese ospitante: questo aspetto è importante, atteso che ad oggi tutti gli ETF quotati su Borsa Italiana sono OICVM di Stati comunitari diversi dall'Italia. Per completezza, "OICVM" significa Organismo di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari, e "UCITS" sta per Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities, a seconda della versione linguistica della Direttiva presa in considerazione.

Dicevamo che tutti gli ETF quotati su Borsa Italiana sono "esteri armonizzati", e cioè costituiti in giurisdizioni di Paesi dell'Unione europea in conformità alla direttiva OICVM: queste giurisdizioni sono principalmente Francia, Irlanda e Lussemburgo. L'assenza di prodotti di diritto italiano può essere dovuta a motivi fiscali, dato che ad oggi i fondi nazionali hanno una tassazione meno favorevole di quelli esteri armonizzati, ed a ragioni di natura commerciale ascrivibili alle singole SGR.

Come fondi armonizzati, gli ETF possono avere due forme, e cioè (i) di fondo comune di investimento promosso e istituito da una società di gestione, che in questo caso emetterà delle *quote* (come la maggior parte degli ETF di diritto francese quotati su Borsa) ovvero quella (ii) di SICAV, e cioè società di investimento a capitale variabile - che potrà essere "eterogestita" o "autogestita", a seconda che, rispettivamente, abbia nominato o meno un soggetto incaricato della gestione - che emetterà quindi delle *azioni* (caso tipico degli ETF di diritto irlandese e di molti di diritto lussemburghese). Per praticità, li definiremo congiuntamente "fondi" attesa la comune struttura di gestione in monte.

In conformità alle disposizioni della direttiva OICVM, gli ETF nominano una entità depositaria per la custodia delle loro attività; la banca depositaria - che deve rispondere ai criteri della direttiva come l'essere soggetta a vigilanza prudenziale da parte di uno Stato membro dell'UE - ha anche altre importanti funzioni come (a) quella di assicurare che l'emissione, vendita, rimborso ed annullamento delle quote/azioni (definite congiuntamente

“parti”) ed il calcolo del loro valore avvengano in conformità alla legge e dei documenti costitutivi del fondo, (b) verificare la conformità alla legge delle istruzioni della società di gestione prima di eseguirle e (c) assicurare che i proventi del fondo siano allocati in conformità alla legge ed alle regole del fondo stesso. E' importante sottolineare che le attività in custodia presso la depositaria appartengono ai sottoscrittori delle parti del fondo ed in quanto tali sono “segregate” da altri gruppi di attivi presso la stessa depositaria, come potrebbero essere quelli di pertinenza della società di gestione del fondo. Ne consegue che i creditori di quest'ultima non possono aggredire le attività del fondo presso la depositaria, ed è evidente che tutto ciò contribuisce a ridurre grandemente il rischio di default dell'emittente del fondo.

Se quindi la comune soggezione alla direttiva OICVM rende uguali da un punto di vista giuridico gli ETF e i fondi collocati tramite banche e SIM, le maggiori differenze tra questi prodotti si riscontrano nel tipo di gestione, nel canale di distribuzione e nei diversi costi derivanti dal fatto che per gli ETF non vi è la necessità di retribuire una rete di vendita.

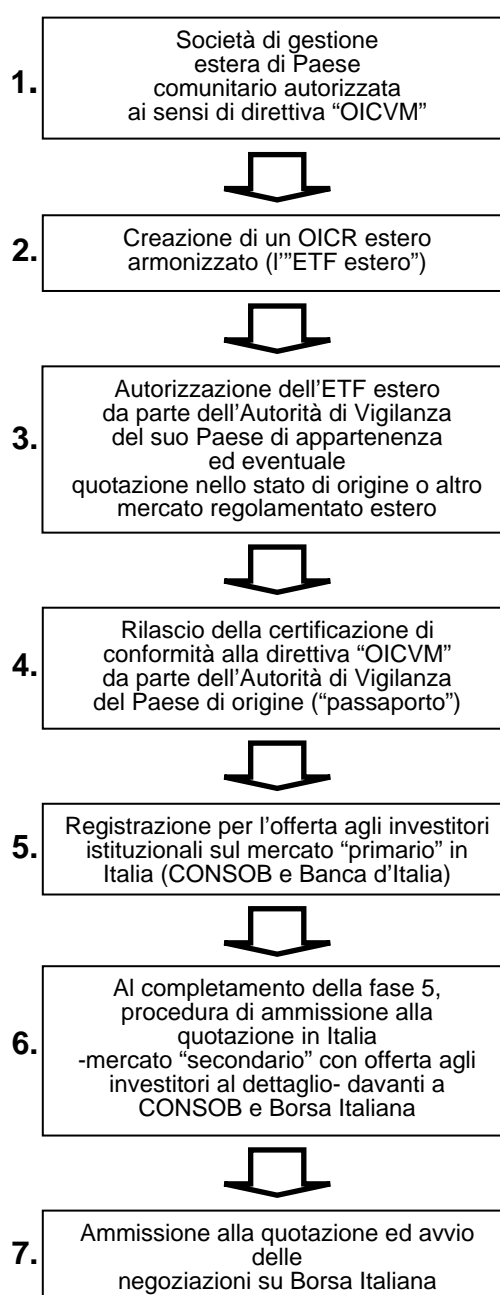
Per quanto riguarda il tipo di gestione, gli ETF nascono storicamente come fondi a gestione c.d. “passiva”, e cioè con il gestore che replicava “passivamente” la composizione di un determinato indice allo scopo di assicurarne lo stesso rendimento; invece i fondi a gestione “attiva” perseguono i loro obiettivi con scelte di investimento autonome da parte del soggetto a ciò preposto.

Dal punto di vista della distribuzione, i fondi diversi dagli ETF sono collocati tramite reti sul mercato c.d. “primario”, e cioè mediante *sottoscrizioni* e *rimborsi* da parte degli investitori al dettaglio, che danno luogo, rispettivamente, alla *creazione* di parti di nuova sottoscrizione ed all'*annullamento* delle parti rimborsate. Diversamente, gli ETF si distribuiscono sul mercato c.d. “secondario”, e cioè mediante la *compravendita* di parti che già esistono e non vengono annullate per il fatto di essere vendute ad un altro soggetto. Peraltro, a monte del mercato secondario ve ne è sempre uno primario, con soggetti istituzionali che *sottoscrivono* (nel senso sopra spiegato) presso la casa di investimento che produce l'ETF grandi quantità di parti per poi rivenderle al pubblico sul secondario. Il luogo in cui avviene la compravendita sul mercato secondario è un mercato regolamentato, come Borsa Italiana.

Per essere venduti su Borsa, gli ETF devono superare due procedure: la prima è quella di registrazione davanti a Banca d'Italia e CONSOB prevista per tutti i fondi esteri armonizzati che intendono vendere le loro parti in Italia, e, completata la prima, un'altra procedura davanti a Borsa Italiana e di nuovo alla CONSOB per l'ammissione a quotazione delle parti su un mercato regolamentato. Si veda lo schema che sintetizza tali procedure.

Pertanto, gli ETF rivestono un oggettivo interesse, da un punto di vista dei controlli, per essere soggetti a ben tre procedure di approvazione (una di autorizzazione nel Paese di origine e due in Italia), ma anche dal un punto di vista dei costi in quanto non scontano le spese di distribuzione né quelle di una gestione “attiva”, e questi sono i probabili motivi del loro successo.

Schema dell'iter per la registrazione e l'ammissione a quotazione in Italia di ETF di diritto estero



Francesco Crocenzi,
 Avvocato partner dello Studio Legale Cieri Crocenzi

ETF a leva e short

Comprenderne i meccanismi per un utilizzo appropriato



Antonio Volpe

Antonio Volpe, laureato in Economia Politica presso l'Università Luigi Bocconi di Milano, è responsabile della Business Unit ETF di Amundi SGR. Ha lavorato precedentemente in Banca IMI dove ha maturato esperienza prima sul desk Exchange Traded Derivatives poi nel team Sales Financial Institutions, occupandosi negli ultimi anni di ETF e ETC nel ruolo di sales per gli investitori istituzionali

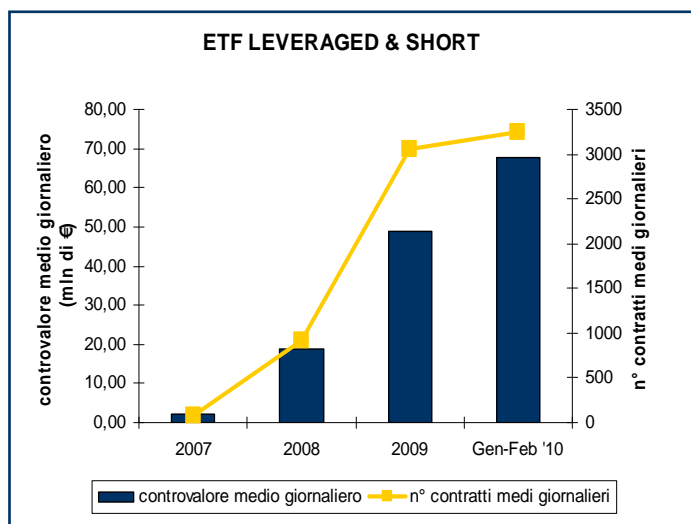
I primi ETF a leva e short sono stati quotati in Borsa Italiana nel corso del 2007, quindi qualche anno dopo la partenza dei primi ETF tradizionali avvenuta nel 2002, ottenendo comunque ben presto i favori degli investitori. Amundi con il suo esordio in Italia, avvenuto il 9 marzo, ha voluto contribuire con ben sei ETF, tre ETF a leva long (+2x) e tre ETF short (-1x) allo sviluppo di questo segmento che oggi contempla complessivamente 8 ETF a leva long e 10 ETF short azionari (delta -1) escludendo i settoriali. Una novità assoluta per Borsa Italiana sono i quattro ETF Amundi che replicano la performance moltiplicata per 2 o per -1 degli indici Msci Europe e Msci USA.

Dai dati di Borsa italiana emerge un chiaro interesse degli investitori per gli ETF leveraged e short, infatti i contratti medi giornalieri realizzati su questa famiglia di prodotti sono stati pari a 83 nel 2007, 925 nel 2008, 3064 nel 2009, e pari a 3248 nei soli primi due mesi dell'anno. Come si evince dal grafico 1 anche la dinamica del controvalore medio giornaliero testimonia la loro crescita che li ha portati ad occupare negli ultimi mesi costantemente le prime cinque posizioni degli ETF più scambiati.

Un valido indicatore di come vengono utilizzati gli ETF, sia in ottica di trading sia di investimento, è la turnover velocity che non è altro che il rapporto tra controvalore negoziato ed il patrimonio. Se mediamente un'azione quotata in Borsa Italiana esprime valori giornalieri intorno a due, per gli ETF strutturati abbiamo valori sorprendentemente più alti; sulla base dei dati di Borsa Italiana infatti durante il 2009 tale indicatore è risultato infatti pari a circa 31 il che significa che per ogni euro investito ne vengono negoziati annualmente 31. Questo dato si confronta con la turnover velocity degli ETF tradizionali, il cui valore pari a 2,88 mette ancor più in evidenza l'utilizzo in ottica di trading

degli ETF non delta 1 (principalmente quelli a leva e short). La liquidità di questi prodotti, così come per qualsiasi altro ETF, è pari alla liquidità dell'indice sottostante. Inoltre bisogna tenere conto anche del ruolo giocato dai market maker/liquidity provider che assicurano la liquidità all'ETF con la loro presenza durante tutta la sessione di negoziazione. Tutti gli attuali leveraged e short ETF sono su indici estremamente popolari e liquidi sui quali i market maker riescono a coprire le proprie posizioni senza difficoltà utilizzando i future di riferimento.

La tipologia di replica dell'indice usata per questi strumenti non è la tradizionale replica fisica (*cash based* ETF) bensì la replica sintetica (*swap based* ETF) fatta utilizzando uno swap che permette in modo semplice ed efficiente di riprodurre l'andamento di indici con effetto leva o short. Ciò notoriamente comporta un rischio controparte che, vale la pena ricordare, è pari al mark-to-market dello swap e non può mai superare, in base alla direttiva UCITS III, il 10% del NAV (*net asset value*) del fondo. I vantaggi di tale replica sono notoriamente un tracking error contenuto rispetto all'indice di riferimento, e bassi costi di creation/redemption che sostiene il market maker/liquidity provider (Authorized Participant) quando decide di accedere al mercato primario, che si traducono infine in bid/offer spread più stretti. Tracking error e bid/offer spread sono costi impliciti che l'investitore in ETF deve considerare ed analizzare attentamente per un efficace selezione del migliore e più conveniente ETF.





Quando si parla di prodotti a leva si fa riferimento a prodotti che permettono un'esposizione doppia a qualsiasi movimento dell'indice, al rialzo e al ribasso. La cosa più importante da sottolineare è che l'effetto leva è calcolato su base giornaliera. Il rendimento dell'indice leveraged su un periodo superiore ad un giorno quindi può essere diverso rispetto al doppio del rendimento di un indice non-leveraged (*compounding effect*). Ipotizziamo ad esempio che a tempo T0 il livello dell'indice base e dell'indice leveraged siano per entrambi pari a 100, successivamente al tempo T+1 l'indice base valga 95 (-5%) e l'indice leveraged sia a 90 (-10%), e che a T+2 si registri un incremento dell'indice base pari al 10%; il livello finale dell'indice base sarà pari a 104.5, mentre quello dell'indice leveraged sarà pari a 108. Mentre il rendimento giornaliero dell'indice leveraged è doppio rispetto all'indice non leveraged, nel periodo tra T e T+2 il rendimento cumulato dell'indice leveraged è pari al +8%, mentre la performance dell'indice non leveraged è del 4.5% (*negative compounding effect*). Analogamente se avessimo avuto due sessioni al rialzo dell'indice pari ciascuna a +10% l'ETF leveraged avrebbe registrato un incremento maggiore rispetto alle nostre attese sul periodo, nell'esempio +44% rispetto alle nostre attese di un rendimento di +42% (*positive compounding effect*).

La formula dell'effetto leva è pari a:

effetto leva = 2 x indice – costi di indebitamento.

L'esempio fornito è volutamente semplificato e non tiene conto dei costi di finanziamento legati all'esposizione doppia.

I prodotti a leva permettono di avere accesso a strategie "derivate" senza l'utilizzo di opzioni; questi ETF rappresentano quindi strumento di investimento molto efficiente per quei clienti, quali gestioni patrimoniali, private banking, family office che non possono utilizzare derivati per limiti legali e/o di back office.

Con il loro utilizzo inoltre si possono realizzare risparmi di costo legati alla gestione della marginazione dei future ed ai loro roll-over nelle scadenze classiche mensili o trimestrali ed infine si può realizzare dell'estrazione di cash liberando risorse per altri investimenti.

Il funzionamento degli ETF short non è poi così diverso dai leveraged. La loro formula è:

esposizione corta = - performance dell'indice + 2 x EONIA – costi prestito titoli.

Rimane valida l'osservazione che l'esposizione corta, come l'esposizione a leva, è calcolata su base giornaliera. Se confrontiamo le due formule dello short e della leva ci accorgiamo che la principale differenza è data da una componente positiva di reddito rappresentata, nel caso dello short, dalla remunerazione al tasso Eonia sia della liquidità investita, sia della liquidità derivante dallo short. Questo strumento è ideale per l'hedging di posizioni lunghe e per implementare strategie long/short.

Concludendo occorre ricordare che gli ETF di Amundi presentano TER estremamente competitivi in particolare sui tre leveraged long e sui relativi short. I TER sono pari rispettivamente a 0.30% per l'indice DJ Euro Stoxx 50 e 0.35% per i due MSCI Europe e USA e offrono quindi un accesso estremamente conveniente a strategie fino a pochi anni fa non accessibili alla vasta platea degli investitori, sia istituzionali che retail.

	Livello T0	Rendimento T+1/T	Livello T+1	Rendimento T+2/T+1	Livello T+2	Rendimento T+2/T
Indice base	100	-5%	95	10%	104,5	4,5%
Indice Leveraged	100	-10%	90	20%	108	8,0%
	Livello T0	Rendimento T+1/T	Livello T+1	Rendimento T+2/T+1	Livello T+2	Rendimento T+2/T
Indice base	100	10%	110	10%	121	21,0%
Indice Leveraged	100	20%	120	20%	144	44,0%

Antonio Volpe,
Responsabile ETF Business Unit di Amundi Sgr



MOT ed ExtraMOT - i mercati dei titoli di stato e delle obbligazioni

I numeri e le news del mercato

Cifre Chiave: Gen-Feb 2010

Titoli di Stato

N. contratti	380.563
Controvalore mln €	32.727
N. strumenti	93
New listed da gennaio	9

DomesticMOT

N. contratti	164.721
Controvalore mln €	3.263
N. strumenti	305
New listed da gennaio	23

EuroMOT

N. contratti	33.883
Controvalore mln €	1.177
N. strumenti	228
New listed da gennaio	8

Ultime quotazioni MOT

Nei mesi di febbraio e di marzo il listino del mercato MOT è stato arricchito di nuove emissioni obbligazionarie. Nel dettaglio:

- 9 obbligazioni emesse da The Royal Bank of Scotland N.V. di cui 2 plain vanilla (tasso fisso/tasso variabile) 6 strutturate su tassi e 1 legata all'inflazione europea;
- 4 prestiti obbligazionari di Barclays Bank PLC di cui 1 a tasso fisso, 1 a tasso variabile e 2 a tasso misto;
- 2 maxi-obbligazioni emesse da Enel di cui 1 a tasso fisso ed 1 a tasso variabile;
- 2 prestiti obbligazionari subordinati Lower Tier II con ammortamento di cui 1 a tasso fisso e 1 a tasso variabile emessi da UBI;
- 1 obbligazione di CREDEM subordinata Lower Tier II a tasso misto;
- 1 prestito obbligazionario di SGA Société Générale Acceptance N.V legato all'andamento dell'inflazione europea.

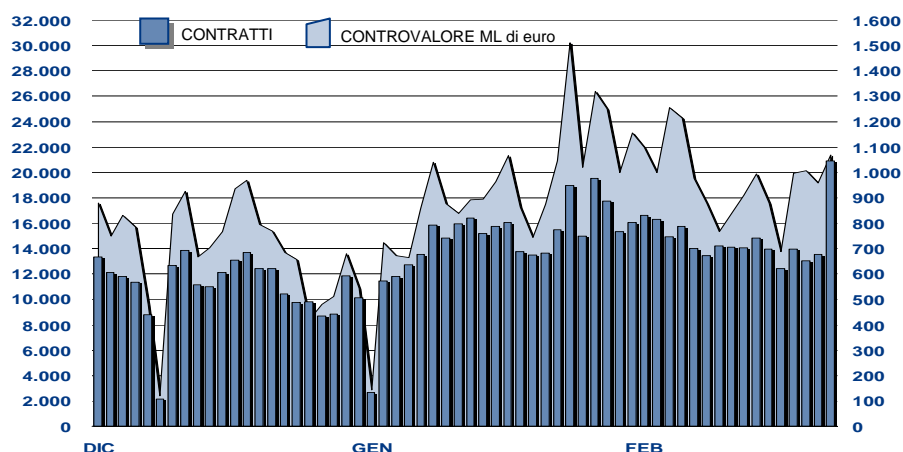
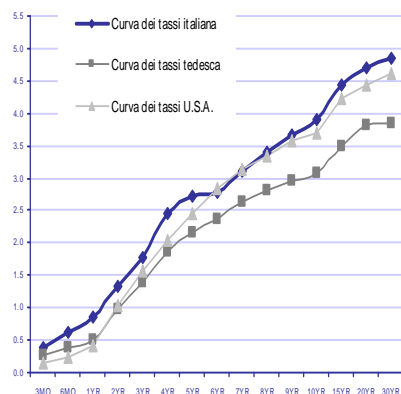
Anche il segmento EuroMOT ha registrato nuove quotazioni. In particolare, gli inizi negoziazione hanno riguardato 2 titoli di Stato della Repubblica Francese, 1 della Repubblica Federale Tedesca, 4 della Repubblica Austriaca, 1 obbligazione in Euro e 2 in USD della Banca Europea per gli Investimenti (BEI) e 1 prestito obbligazionario in USD della Bank of England.

Ultime quotazioni ExtraMOT

Nei mesi di febbraio e marzo sul mercato ExtraMOT sono entrate in negoziazione 36 nuove euro-obbligazioni corporate e bancarie di diversi emittenti. Sul nuovo mercato di Borsa Italiana è attualmente possibile negoziare oltre 130 prestiti obbligazionari.

Ai fini di una migliore informativa sugli strumenti negoziati, è stata inoltre integrata la scheda prodotto con l'indicazione del mercato ufficiale di quotazione.

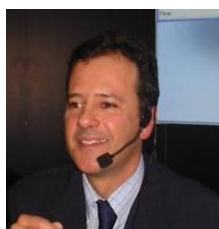
CURVE DEI TASSI



Fonte dati: Borsa Italiana, gen - feb 2010

Gli inflation linked bonds europei

Alcune considerazioni per un market timing ragionato



Luca Bagato

Luca Bagato, 43 anni, dal 2006 trader privato e amministratore unico di Macromarkets Srl, ufficio studi indipendente con sede a Mantova. Dal 2006 consigliere di Mts Spa e consulente per il reddito fisso di Borsa Italiana Spa.

Dal 2009 docente incaricato del corso di International Corporate Finance presso l'Università Cattolica di Piacenza, Master International Management.

Precedentemente vanta esperienze di trading e di sales specializzato sul reddito fisso, sia governativo che societario ed emergente, presso JPMorgan Milano, Salomon Brothers Londra, Citibank Milano e CSFB Milano e Londra.

I titoli governativi Inflation Linked Bonds (ILBs) sono quelli emessi dai governi e che hanno capitale e cedola rivalutabili nel tempo, per effetto di un parametro di indicizzazione, dichiarato all'atto dell'emissione e solitamente riferito ad un paniere di prezzi, rilevato periodicamente per una determinata area economica.

La parametrizzazione è stata introdotta per meglio riflettere l'andamento dell'economia reale e i suoi effetti sui pagamenti legati al debito sottoscritto: cedole e capitale a scadenza.

Spesso si dice che i flussi reali (cedola e capitale a scadenza) proteggono l'investitore dalla volatilità dell'inflazione, soprattutto se l'investimento è a lungo termine, ovvero maggiore di 7-10 anni.

Sebbene la politica monetaria delle banche centrali abbia ridotto le aspettative d'inflazione, a livello soprattutto di US ed Eurozona, rimane negli investitori la sensazione che nel lungo termine il potere di acquisto sia eroso dalla crescita dei prezzi.

I fatti recenti circa il rischio di una spesa fiscale per l'Eurozona (caso Grecia, Portogallo, Irlanda e Spagna) e per US (alcuni distretti federali fuori controllo), che hanno alimentato il rischio di aspettative inflattive crescenti (vedi recente discorso del Presidente della Fed di Atlanta, Loehd, del 22-03-2010), ripropongono infatti il tema della compensazione del rischio da erosione del potere di acquisto degli investitori.

La protezione riguarda il caso di inflazione positiva e quindi esula dalla nostra discussione ogni riferimento a cicli deflattivi continuati, come successo in Giappone dagli anni '90 ad oggi.

Il lancio di titoli ILBs è avvenuto, non a caso, prima nei paesi emergenti (Cile, Brasile, Colombia, Argentina negli anni '50 e '60) e poi in quelli industrializzati (UK nel 1981, Italia nel 1983,...) proprio perché l'inflazione nei Paesi emergenti rimane ancora oggi più elevata di quella degli altri Paesi industrializzati.

Nell'Eurozona il parametro di indicizzazione più comune è oggi quello legato all'indice di inflazione depurato della componente del tabacco: HICP ex tabacco (Harmonized Index of Consumer Prices ex tabacco), pubblicato mensilmente da Eurostat.

Anche se la crisi recente ha ridotto la frequenza delle emissioni di ILBs, l'ammontare per singola emissione resta mediamente superiore ai 10 miliardi di Euro e ciò rende ogni titolo ILBs dell'eurozona liquido anche per il trading veloce.

Ci sono pareri discordanti sulla validità per un investitore nel detenere ILBs, piuttosto che rinnovare (tecnicamente roll-over) ogni 3 mesi posizioni a breve sui T-Bills (Bot per Italia). In realtà per un portafoglio obbligazionario diversificato di ampie dimensioni, gli ILBs offrono vantaggi, non solo di copertura dal rischio inflattivo ma anche dal costo del rinnovo di titoli a breve.

Ciò che deve essere tenuto presente per il timing di acquisto di un ILBs è che questa tipologia di titoli offre un rendimento reale, calcolato nell'ipotesi di inflazione positiva, che deve essere paragonato con quello di un pari titolo senza parametrizzazione.

Il calcolo prende il nome di Break-Even Inflation Rate (BE) ed è equivalente a sottrarre al rendimento reale del titolo governativo normale, quello del ILB.

Prendiamo ad esempio il Btpi 2,35% 09/19 con cedola corrente reale del 2,35% e scadenza del settembre'19 e il Btp di riferimento: il Btp 4,25% 03/20, con cedola del 4,25% e scadenza nel marzo del 2020.

Considerando i prezzi di mercato delle 16:58 del 22 marzo'10 di 102,99 per il Btpi 09/19 e di 102,965 per il Btp 03/20 e un'inflazione attesa di 0,85% per anno, si ottiene (utilizzando un calcolatore di rendimento di Bloomberg) un rendimento reale lordo per il Btp 03/20 di 3,924% e di 2,88% per il Btpi 09/19, ovvero un Break-Even Rate di 1,04% (o 104 bps, considerando che 1% = 100bps) ottenuto dalla sottrazione 3,924% - 2,88% = 1,04%.

Il BE si muove in maniera simmetrica con le aspettative di inflazione e storicamente è stato rilevato (soprattutto per US dove il BE si calcola utilizzando i Tips, che sono gli

ILBs americani) che tende a crescere al crescere delle aspettative sui prezzi e a decrescere al decrescere delle attese sui prezzi al consumo.

Tutto bene dunque?

Relativamente, poiché per un investitore privato che investe in un titolo obbligazionario e si attende una rivalutazione di prezzo dello stesso, non potendo prendere posizione sul BE (ovvero vendere allo scoperto e restare quindi 'corto' dell'ILB rispetto al governativo equivalente), il valore segnaletico del BE risulta fuorviante.

Si ha infatti l'impressione che, nelle fasi di aumento delle aspettative di inflazione, l'investimento in ILBs permetta di guadagnare; in realtà permette di perdere meno rispetto al pari titolo senza indicizzazione ma non necessariamente di guadagnare nell'immediato.

Ciò crea spesso delusione nell'investitore che si sente defraudato di un diritto alla compensazione per il maggiore rischio futuro di inflazione.

In realtà, se le aspettative d'inflazione aumentano, il rendimento lordo del Btp 3/20 (nel nostro esempio) tenderà a salire più velocemente di quello del Btpi 9/19 e ciò farà crescere il BE ma, poiché quando i rendimenti salgono i prezzi scendono, saremo in una situazione dominata da una discesa dei prezzi di entrambe le obbligazioni, ma meno accentuata per il Btpi 9/19.

Nel caso di una discesa del BE, ci troveremo in un contesto dominato da discesa delle aspettative di inflazione e di conseguenza dei rendimenti delle obbligazioni e poiché, quando il rendimento scende il prezzo sale, saremo in un contesto dominato da rialzo dei prezzi. Rialzo che però è minore per il Btpi 9/19 rispetto al Btp 3/20.

Come si può vedere dai due grafici, l'andamento dei prezzi dai minimi del giugno '07 a oggi è simmetrico sia per i titoli di stato non indicizzati che indicizzati, oggi solo che più smorzato per gli ILBs: +23% il ritorno dell'ETF 5-7yrs titoli di stato area euro rispetto al +18% dell'ETF per i titoli di stato indicizzati all'inflazione.



Grafico 2 - Etf Euromots Inflation Linked area euro

Da notare che, pur in presenza di aspettative di inflazione decrescente in Euro-zona, il trend dei prezzi degli ILBs è salito simmetricamente a quello dei titoli di stato non indicizzati dimostrandosi quindi correlato al trend dei rendimenti e non dell'inflazione.

Quindi quando conviene comprare un ILB per chi lo vuole poi detenere nel medio termine e non incorrere in una variazione immediata negativa in conto capitale?

1) quando il BE sta scendendo in maniera continuativa da almeno un trimestre, anche se si guadagna meno di un Btp equivalente si è pur sempre in presenza di un ribasso generalizzato delle aspettative di inflazione e di conseguenza dei rendimenti delle obbligazioni (e quindi di un rialzo dei prezzi);

2) quando il BE è salito molto e ha raggiunto un livello oltre il quale, per almeno un trimestre, non riesce ad andare e segnala che le aspettative di inflazione non influenzano ulteriormente la risalita dei rendimenti e quindi i prezzi si stabilizzano.

Facendo dunque mkt timing sui BE rates e osservando gli stessi nell'arco di almeno 4 mesi si possono trovare occasioni di entrata in profitto per gli ILBs che, nella passata esperienza del '07-'09, hanno offerto valore proprio sui massimi dei BE dell'estate '07, valore che dura ancora oggi.

Proprio guardando al futuro del rischio inflativo e alla possibile relazione simmetrica tra andamento dei prezzi al consumo e spesa pubblica, possiamo cominciare a ridurre l'esposizione al comparto degli ILBs poiché se i governi non si dimostrassero capaci di contenere il debito pubblico e il mercato immaginare un aumento del rischio inflazione per questa ragione (vedi sempre articolo di Lochard della Fed di Atlanta), è probabile che il BE-rate cominci a salire e che il comprato degli ILBs cominci a perdere, in termini di prezzo, a causa di un aumento dei rendimenti: aumento che risulterà probabilmente inferiore a quello di pari titoli di stato non indicizzati.

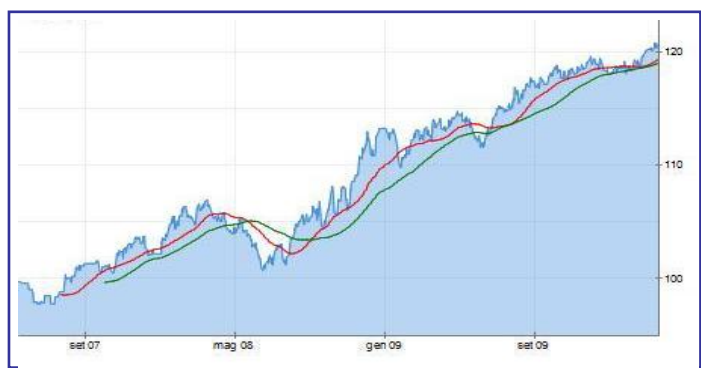


Grafico 1 - Etf Eurmots titoli di stato 5-7 yrs area euro

Luca Bagato,

Amministratore unico di Macromarkets Srl



Redazione Inside Markets

IDEM - Gabriele Villa, Melissa De Sanctis

ETFplus - Silvia Bosoni, Demis Todeschini

SeDeX - Emanuele Grasso, Luisa Fischietti

MOT ed ExtraMOT- Carlo Gussoni, Anna Marucci, Enrico Sobacchi

inside.markets@borsaitaliana.it

Borsa Italiana - London Stock Exchange Group

Piazza degli Affari, 6

20123 Milano

La pubblicazione del presente documento non costituisce attività di sollecitazione del pubblico risparmio da parte di Borsa Italiana S.p.A. e non costituisce alcun giudizio, da parte della stessa, sull'opportunità dell'eventuale investimento descritto.

Il presente documento non è da considerarsi esaustivo ma ha solo scopi informativi. I dati in esso contenuti possono essere utilizzati per soli fini personali. Borsa Italiana non deve essere ritenuta responsabile per eventuali danni, derivanti anche da imprecisioni e/o errori, che possano derivare all'utente e/o a terzi dall'uso dei dati contenuti nel presente documento.

I marchi Borsa Italiana, IDEM, MOT, MTA, STAR, SeDeX, MIB, IDEX, Bit Club, Academy, MiniFIB, DDM, EuroMOT, Market Connect, NIS, Borsa Virtuale, ExtraMOT, MIV, nonché il marchio figurativo costituito da tre losanghe in obliquo sono di proprietà di Borsa Italiana S.p.A.

Il marchio FTSE è di proprietà di London Stock Exchange plc e di Financial Times Limited ed è utilizzato da FTSE International Limited sotto licenza.

Il marchio London Stock Exchange ed il relativo logo, nonché il marchio AIM sono di proprietà di London Stock Exchange plc.

I suddetti marchi, nonché gli ulteriori marchi di proprietà del Gruppo London Stock Exchange, non possono essere utilizzati senza il preventivo consenso scritto della società del Gruppo proprietaria del marchio.

La società Borsa Italiana e le società dalla stessa controllate sono sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di London Stock Exchange Group Holdings (Italy) Ltd - Italian branch.

Il Gruppo promuove e offre i servizi Post Negoziazione prestati da Cassa di Compensazione e Garanzia S.p.A. e da Monte Titoli S.p.A., secondo modalità eque, trasparenti e non discriminatorie e sulla base di criteri e procedure che assicurano l'interoperabilità, la sicurezza e la parità di trattamento tra infrastrutture di mercato, a tutti i soggetti che ne facciano domanda e siano a ciò qualificati in base alle norme nazionali e comunitarie e alle regole vigenti nonché alle determinazioni delle competenti Autorità.