

Dicembre 2009 | Numero 7 | [newsletter bimestrale](#)

## IN QUESTO NUMERO

<b>Copertina</b>		1
<b>IDEM</b>	I numeri e le news del mercato	2
	FTSE MIB Dividend	3-4
	La Covered Call alla prova dei fatti	5-7
<b>SeDeX</b>	I numeri e le news del mercato	8
	Covered Warrant, la riscoperta	9-10
	La mappa dei Certificati di ACEPI	11-12
<b>ETFplus</b>	I numeri e le news del mercato	14
	I benefici di investire selettivamente in Small e Large Cap	15-17
	Alla scoperta dei nuovi paesi emergenti	18-19
<b>MOT</b>	I numeri e le news del mercato	20
	ExtraMOT, il mercato dei corporate bond anche per gli investitori retail	21
<b>Contatti</b>		23

## PRIMO PIANO

## Market View

L'anno che sta per finire potrebbe essere visto come quello dell'abbattimento della volatilità.

Tra gennaio '09 e il 10 dicembre '09 la volatilità azionaria (VIX e VDAX) è diminuita del 20% in USA e del 15% in Europa, la volatilità sui bonds è rientrata del 2% e quella sui cambi del 15% su Euro contro Yen.

Abbiamo dunque assistito ad un dimezzamento della volatilità per l'azionario e per i cambi e ad una forte riduzione per l'obbligazionario.

La discesa della volatilità è legata al crescente ottimismo per i risultati della concertazione tra banche centrali e governi che hanno aiutato il ciclo economico ad evitare una 'depressione' stile '29.

Il trend dell'azionario ha beneficiato del clima di miglioramento economico: basti pensare che a inizio primavera la stima per il Gdp americano del primo trimestre '10 era negativa e che oggi la previsione è mediamente di +4%: dal minimo di 700 l'S&P500 chiude l'anno sopra 1100.

Il 2010 potrebbe riservare un'altra sorpresa: la conferma che le stime di oggi sono corrette e che la crescita si avvia a tornare 'normale'.

Il rischio passa quindi dal mercato azionario a quello obbligazionario: i tassi a 10yr euro si sono mossi poco nel corso del 2009 e chiudono 10bps sopra il livello di Gennaio: a 3,20%.

Una normalizzazione potrebbe spingere invece i rendimenti al rialzo più velocemente di quanto atteso e disturbare anche l'appetito per il rischio, facendo crescere di nuovo la volatilità su azionario, su obbligazionario e soprattutto sui cambi.

A cura di **Luca Bagato** – Borsa Italiana

## EDITORIALE

*La diffusione dei dati macroeconomici del terzo trimestre conferma il graduale processo di consolidamento dell'economia mondiale. Per l'Italia si tratta del primo progresso, +0,6% su base trimestrale, dopo 5 trimestri consecutivi di contrazione del PIL, mentre Francia e Germania hanno confermato, +0,3% e +0,7% rispettivamente, la ripresa avviata già nel secondo trimestre dell'anno. Tutte le principali economie sono uscite dalla recessione con la notevole eccezione del Regno Unito, -0,4%, per il quale si attende il ritorno alla crescita nell'ultimo trimestre dell'anno. Con il 2009 si chiude la peggiore crisi finanziaria degli ultimi decenni, restano tuttavia alcune incertezze sulle prospettive future. Una di queste è la riuscita della exit strategy dall'attuale politica monetaria espansiva e dell'appropriato timing di rimozione dell'ampia liquidità immessa nel sistema finanziario. Il rischio è di ostacolare una ripresa che dovrebbe procedere a passo moderato. Un secondo elemento di incertezza è il forte deterioramento dei conti pubblici, sia in Europa che negli Stati Uniti, e l'impatto che il suo finanziamento avrà sui mercati finanziari e l'economia. Nell'immediato, la forte revisione del deficit della Grecia, il cui rapporto deficit su PIL per il 2009 è stimato intorno al 13%, ha sorpreso i mercati e le agenzie di rating alimentando tensioni e causando un temporaneo peggioramento del clima di fiducia degli investitori.*

A cura di **Fabio Braga, CFA**  
**Markets Analysis - Borsa Italiana**

**Per informazioni:**  
[inside.markets@borsaitaliana.it](mailto:inside.markets@borsaitaliana.it)

# IDEM - Italian Derivatives Market

## I numeri e le news del mercato

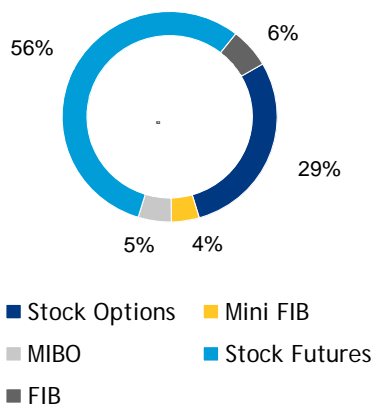
### Cifre Chiave – novembre 2009

<b>N. contratti</b>	5.314.968
<b>Controvalore ml €</b>	68.416
<b>Open interest</b>	5.907.125

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

MIBO	1,009
UNICREDIT	1,71
FIAT	0,72
GENERALI	1,00
TELECOM ITALIA	1,00
ENEL	1,03
INTESASANPAOLO	1,19
ENI	1,11
STMICROELECTRONICS	2,56
BMPS	0,67
BANCO POPOLARE	0,64

### N. Contratti



## Delisting Fastweb, RCS Mediagroup, Tiscali

Esclusione dalle negoziazioni sull'IDEM dei contratti di opzione e futures su azioni ordinarie RCS Mediagroup, Fastweb e Tiscali.

Ai sensi dell'art. IA.9.1.9 e IA9.1.13 delle Istruzioni, Borsa Italiana dispone l'avvio della procedura di esclusione dalle negoziazioni dei contratti derivati su azioni RCS Mediagroup, Fastweb e Tiscali a decorrere dal 21 dicembre 2009.

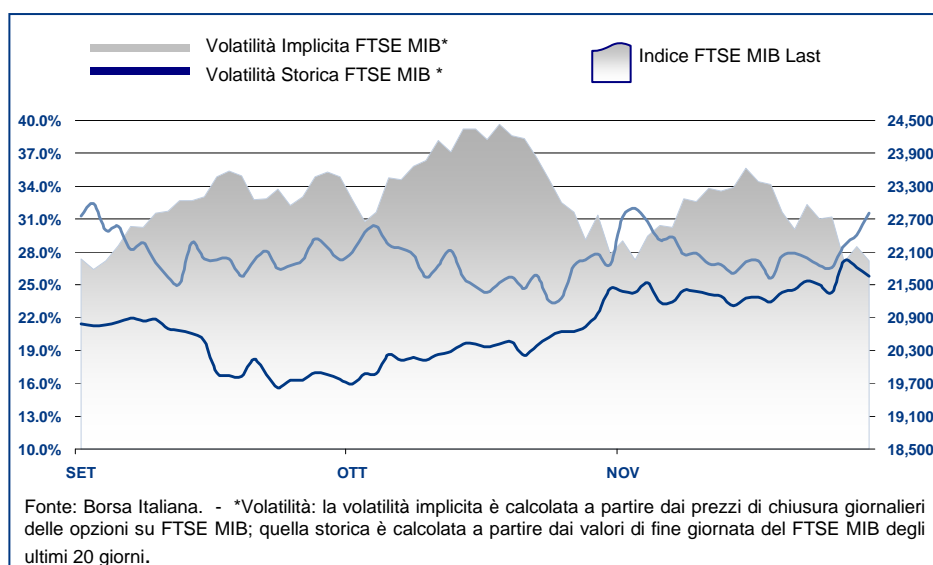
Dal primo giorno di efficacia della esclusione:

- i market maker iscritti sul contratto sono esonerati dagli obblighi di quotazione (art. IA.9.3.9 e IA.9.3.12);
- non sono più negoziabili serie con open interest nullo;
- non sono generate nuove serie e scadenze;
- le serie con open interest positivo rimangono in negoziazione fino alla scadenza naturale ovvero finché l'open interest è nullo.

## Fattore rettifica K su Tenaris

Con riferimento agli Avvisi di Borsa Italiana n. 16741 e 16743 del 6 novembre 2009, si comunica che il coefficiente K per la rettifica delle opzioni e dei futures su azioni Tenaris è pari a 0,993633. Il lotto rettificato per i contratti di opzione e futures su azioni Tenaris è pari a 503 azioni.

Le nuove serie di opzioni e futures su azioni Tenaris che entreranno in negoziazione dal 23 novembre 2009 manterranno il lotto pari a 500 azioni.



Fonte Borsa Italiana – dati relativi a Novembre 2009



## L'indice FTSE MIB Dividend

L'indice FTSE MIB Dividend è calcolato come la somma dei dividendi lordi pagati dalle società incluse nell'indice FTSE MIB ed espresso in punti indice. Pertanto, tutti i titoli inclusi nell'indice FTSE MIB sono replicati allo stesso modo nel FTSE MIB Dividend il quale considera soltanto i dividendi pagati nel corso dell'anno da tali società.

Ciò significa che tutti i reshuffle\* e rebalancing\* di FTSE MIB sono egualmente effettuati sull'indice FTSE MIB Dividend.

La formula dell'indice è la seguente:

$$\text{FTSE MIB dividend} = \frac{\text{numero di azioni} * \text{IWF} * \text{dividendo}}{\text{Divisor}}$$

Il valore dell'indice è pari a zero sino al momento in cui il primo importo di dividendo è staccato. Da quel momento, a mano a mano che le società pagano i rispettivi dividendi, l'indice FTSE MIB Dividend aumenta fino a raggiungere il suo valore massimo equivalente alla somma di tutti i dividendi pagati nel corso del medesimo anno.

Posto che il valore dell'indice non rileva la variazione dei prezzi in ogni istante ma il pagamento dei dividendi effettuato in ciascuna giornata di negoziazione, esisterà un solo valore per trading day.

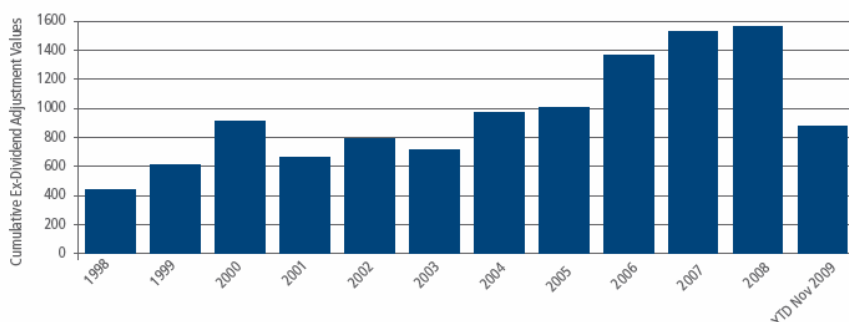
In particolare, lo stacco del dividendo avviene in coincidenza dell'apertura del mercato ovvero quando il titolo che distribuisce il dividendo inizia a quotare ex dividend laddove il valore del FTSE MIB Dividend viene reso disponibile nel primo pomeriggio.

In realtà, il FTSE MIB già risente dello stacco dei dividendi relativi ai titoli inclusi nel suo paniere; tuttavia, tale aspetto contribuisce solo marginalmente alla definizione del suo valore. L'elemento peculiare del FTSE MIB Dividend risiede proprio nella valorizzazione in punti indice della sola componente di dividendo afferente le società appartenenti al FTSE MIB.

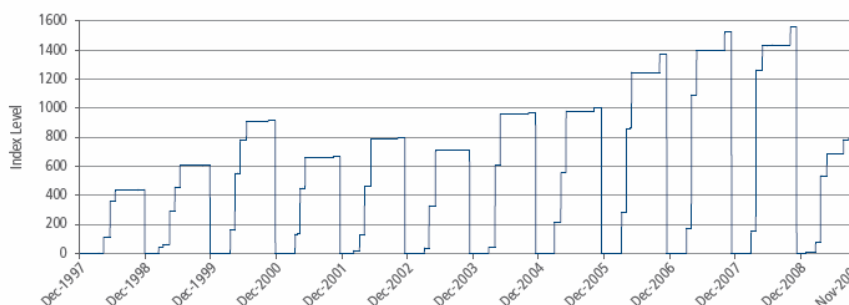
Per quanto concerne la volatilità dell'indice FTSE MIB Dividend, questa è più bassa rispetto a quella del FTSE MIB e tendenzialmente anche rispetto alla storica, tenuto conto che le società tendono a mantenere una politica di dividendo costante.

Nel caso in cui una società decidesse di distribuire un dividendo straordinario, tale importo sarà oggetto di rettifica tanto nel FTSE MIB quanto nel FTSE MIB Dividend: ciò equivale a neutralizzare la distribuzione del dividendo e quindi il suo impatto su ambo gli indici.

EXAMPLE OF DIVIDENDS ON DIVIDEND INDEX - YEAR-ON-YEAR PERFORMANCE (EUR TERMS)



EXAMPLE OF DIVIDENDS ON DIVIDEND INDEX - YEAR-ON-YEAR PERFORMANCE (EUR TERMS)





Al pari del FTSE MIB, qualora una società distribuisse dividendi sottoforma di azioni in surroga al cash, si procederà alla valorizzazione monetaria delle suddette azioni al fine di poterne definire l'impatto sul FTSE MIB e quindi sul FTSE MIB Dividend.

Inoltre, l'ingresso e l'uscita di constituents dal FTSE MIB ha un effetto diretto sul FTSE MIB Dividend posto che il valore cumulato dei dividendi relativi al FTSE MIB subirà delle modifiche a seguito della sostituzione di uno o più componenti.

Attualmente esistono già altri indici di dividendo (ad esempio, il FTSE 100 Dividend, il CAC40 Dividend, il Dax Dividend, l'EUROSTOXX50 Dividend) la cui logica sottostante è la medesima adottata per il FTSE MIB Dividend.

La redazione, mercato IDEM

## Glossario

---

**DIVIDENDO STRAORDINARIO:** In base alla nuova formulazione di dividendo straordinario in vigore dal 4 gennaio 2010, Borsa Italiana tiene conto delle distribuzioni di dividendi, in denaro o in natura, che la società qualifica addizionali rispetto ai dividendi derivanti dalla distribuzione dei normali risultati di esercizio oppure rispetto alla normale politica di dividendi. In caso di assenza di qualificazione da parte della società, Borsa Italiana si riserva di considerare straordinari i dividendi caratterizzati da elementi che ne individuano la natura addizionale rispetto alla normale politica di dividendi attuata dalla società e ne dà immediata comunicazione al mercato.

**REBALANCING:** i pesi dell'indice FTSE MIB Dividend sono rivisti di norma 4 volte l'anno, nella serata del giorno di scadenza dei derivati nei mesi di marzo, giugno, settembre e dicembre. In particolare, con il rebalancing vengono aggiornate tutte le informazioni necessarie per definire i pesi di ciascun titolo nell'indice (numero di azioni, prezzi base, IWF). I prezzi utilizzati per il ricalcolo dei pesi sono quelli derivanti dall'asta di chiusura.

**RESHUFFLE:** i constituents dell'indice FTSE MIB Dividend vengono rivisti di norma 2 volte l'anno, con aggiornamento nella serata del giorno di scadenza dei derivati nei mesi di marzo e settembre.

Durante l'anno possono essere effettuati altri rebalancing o reshuffle qualora sussistano le condizioni straordinarie previste nella metodologia di calcolo del FTSE MIB (ad esempio, delisting, nuovi listing, modifiche per effetto di operazioni sul capitale, etc.). Tutti gli interventi di rebalancing o reshuffle del FTSE MIB hanno un impatto diretto sull'indice FTSE MIB Dividend.

# La Covered Call alla prova dei fatti



## Stefano Zanchetta

*Docente di materie finanziarie in business schools. Già responsabile del settore derivati nonché procuratore generale presso un agente di cambio. Consulente di investimento, socio fondatore e amministratore della Derivatives & Consulting, società che sviluppa sistemi di gestione del rischio di mercato nonché di sistemi di supporto alle decisioni come OptionCube, software di analisi sulle opzioni dedicato sia agli operatori istituzionali che agli investitori privati.*

La strategia Covered Call è la strategia con le opzioni più utilizzata al mondo. I motivi del suo grande successo possono rinvenirsi probabilmente nel fatto che non presenta rischi particolari (la vendita dell'opzione non aumenta i rischi della posizione preesistente in titoli) e consente di guadagnare in una % di casi più elevata rispetto all' acquisto di titoli azionari.

Riepilogando brevemente com'è costruita, essa è ottenuta dall'acquisto di titoli azionari e dalla simultanea vendita di opzioni CALL sugli stessi titoli per lo stesso controvalore nominale.

EX: acquisto di 100 titoli Generali a 17,1 euro e vendita di un'opzione CALL Generali (lotto 100) con strike 17,5 a 0,35 euro.

La stessa strategia si può visualizzare con un grafico di profilo orizzontale (immagine 1) oppure con un grafico di profilo verticale (immagine 2).

La seconda visualizzazione permette di confrontare l'andamento del sottostante dell'ultimo periodo con il profilo della strategia.

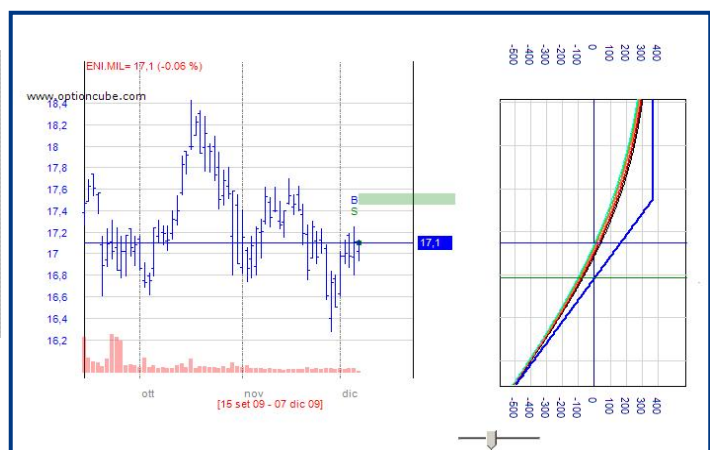


Immagine 2

La strategia si presta ad essere utilizzata come modello di investimento. Chi si appresta a costruirla sistematicamente mese dopo mese deve però decidere alcuni parametri, fra i quali:

- 1) lo strike a cui vendere l'opzione CALL (in genere *At the Money* o *Out of the Money*, in pochi la vendono *In the Money*);
- 2) la scadenza (1, 2, 3, 6 mesi, ad esempio).

La tabella (immagine 3) sintetizza il valore teorico di opzioni a varie scadenze, vari strike e per tre diversi livelli di volatilità implicita quando il valore del sottostante è pari a 100.

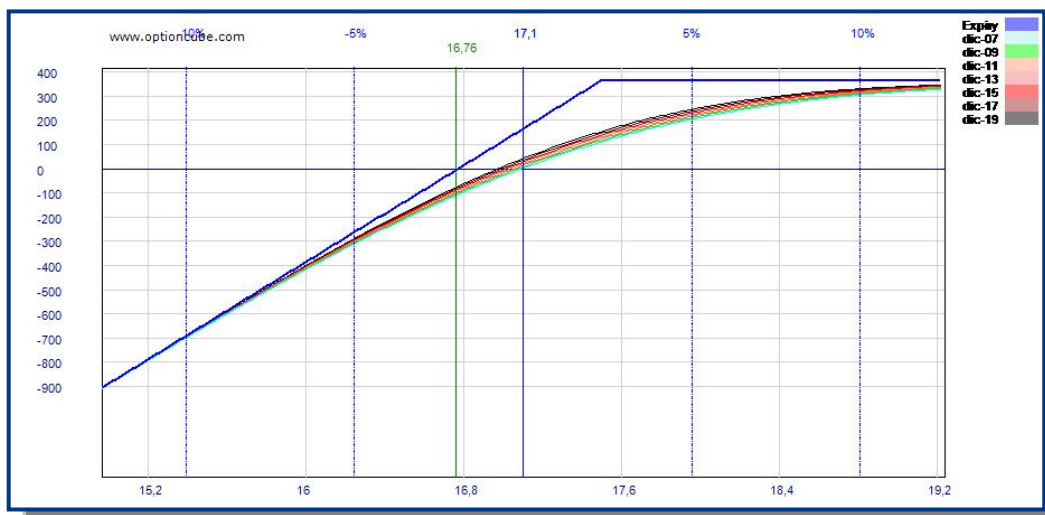


Immagine 1



Scadenza	Volatilità	Strike = 100	Strike = 105	Strike = 110	Strike = 120
1 mese	20 %	2,32	0,66	0,12	0,001
	30 %	3,46	1,59	0,62	0,059
	40 %	4,60	2,63	1,38	0,298
3 mesi	20 %	4,07	2,12	0,98	0,148
	30 %	6,04	4,01	2,53	0,893
	40 %	8	5,95	4,33	2,164
6 mesi	20 %	5,82	3,76	2,31	0,75
	30 %	8,59	6,52	4,86	2,56
	40 %	11,36	9,31	7,58	4,89
1 anno	20 %	8,41	6,30	4,62	2,35
	30 %	12,34	10,29	8,52	5,69
	40 %	16,24	14,30	12,49	9,52

Immagine 3

Da questi dati si nota agevolmente che il guadagno massimo annuo in caso di vendita di CALL *At the Money* su un titolo azionario a bassa volatilità (20%) è pari a  $2,32 \cdot 12 = 27,84\%$  vendendo opzioni a 1 mese,  $4,07 \cdot 4 = 16,28\%$  vendendo opzioni a 3 mesi e  $5,82 \cdot 2 = 11,64\%$  vendendo opzioni a 6 mesi. Questi calcoli non tendono conto delle commissioni di negoziazione che, ovviamente, incidono maggiormente nella vendita di opzioni a breve scadenza per la maggior frequenza delle operazioni. Occorre, poi, considerare che le opzioni a 6 mesi sono mediamente meno liquide delle opzioni a breve scadenza e che, quindi, gli spread bid-ask possono incidere negativamente quando si utilizzano opzioni a scadenza maggiore.

Per poter ottenere questi guadagni è necessario che il valore del sottostante ad ogni scadenza risulti uguale o superiore al valore di partenza.

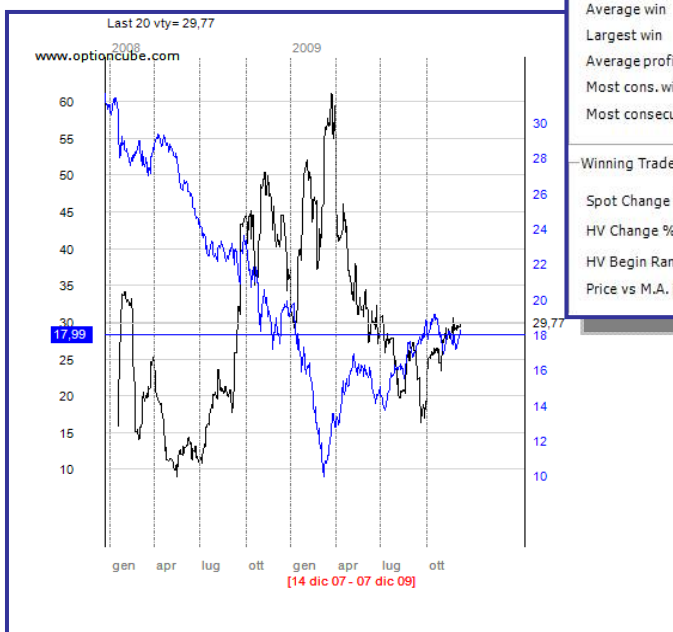


Immagine 4: Generali 500 giorni

La realtà purtroppo è diversa, la strategia Covered Call in fasi di mercato "orso" può risultare perdente. Ovviamente, confrontandola col semplice acquisto di titoli azionari, in questo caso risulterà più protettiva, in quanto l'incasso dei premi diminuirà la perdita complessiva che, però, non potrà essere evitata in caso di ribassi consistenti.

## Backtesting delle strategie

Con l'aiuto di un software si andrà ora ad esaminare quanto avrebbe reso negli ultimi due anni una strategia Covered Call applicata su due titoli italiani differenti: Eni e Generali.

La simulazione ipotizza una vendita di CALL *At the Money* e, quindi, a ritroso nel tempo adatta lo strike al valore del sottostante corrente alle date passate.

### Esempio 1 (Generali)

Si consideri una strategia Covered Call sul titolo Generali applicata sistematicamente ogni mese dal 17 gennaio 2008 al novembre 2009. La prima simulazione della strategia, con sottostante Generali pari a 31,15 euro, consisteva nell'acquisto di 100 Generali a quel prezzo e nella vendita simultanea di un'opzione CALL Generali con strike 31 e prezzo pari a 1 euro circa con scadenza febbraio 2008.

Immagine 5: Statistiche del backtesting Generali

Winning Trades Stats			Losing Trades		
		%			%
Total winning trades	11		Total losing trades	10	
Total gain amount	462,36	4,62	Total loss amount	-1.311,91	-13,12
Average win	42,03	0,42	Average loss	-131,19	-1,31
Largest win	76,95	0,77	Largest loss	-283,73	-2,84
Average profit days per trade	14		Average loss days per trade	12	
Most cons. winning days	8		Most cons. losing days	11	
Most consecutive wins	3		Most consecutive losses	3	
Winning Trades Scenario			Losing Trades Scenario		
Spot Change % (Mean)	6,59		Spot Change % (Mean)	-10,18	
HV Change % (Mean)	-2,75		HV Change % (Mean)	7,04	
HV Begin Range (Min-Max-Mean)	15,13 - 57,73 - 29,1		HV Begin Range (Min-Max-Mean)	12,42 - 46,08 - 27,1	
Price vs M.A. Begin (Mean)	0,99		Price vs M.A. Begin (Mean)	0,98	

L'ultima simulazione della strategia, costruita il 22 ottobre 2009 con sottostante pari a 18,7 euro consisteva nell'acquisto di 100 Generali a 18,7 euro e nella vendita di un'opzione CALL con strike 18,5 al prezzo di 0,7 euro con scadenza novembre 2009.



## Risultati della strategia su Generali

Su 21 simulazioni andate a buon fine 11 volte la strategia si chiude a scadenza dell'opzione con un guadagno, 10 volte la strategia si chiude con una perdita.

Intuitivamente, essendo la Covered Call una strategia rialzista, i mesi con titolo Generali al ribasso saranno stati quelli con profitto negativo (in media un ribasso del 10% circa del titolo Generali) mentre quelli al rialzo saranno stati quelli positivi (in media un rialzo del 6,59%).

Complessivamente le perdite ammontano a 1311,91 euro contro i 462,36 euro dei guadagni: la strategia perde 849,55 euro, 441,77 euro su base annuale.

## Esempio 2 (Eni)

Si consideri una strategia Covered Call applicata sul titolo Eni sistematicamente mensilmente dal 17 gennaio 2008 al novembre 2009.

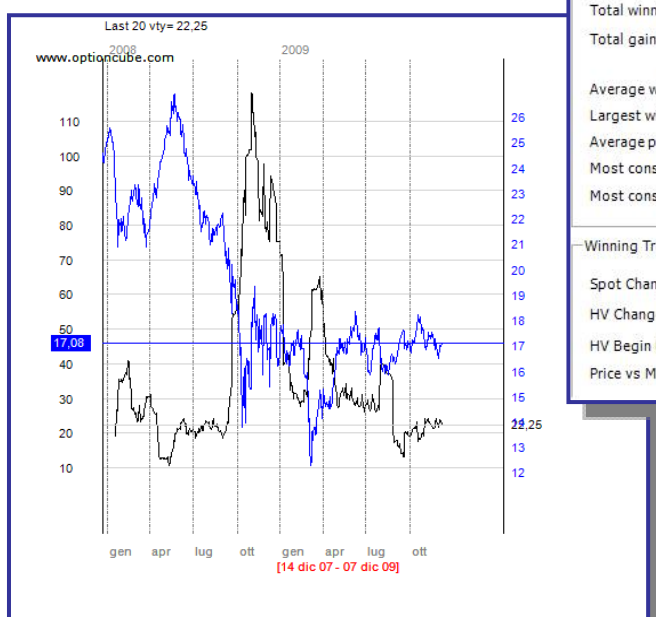


Immagine 6: Eni 500 giorni

## Risultati della strategia su Eni

Su 21 simulazioni andate a buon fine 11 volte la strategia si chiude a scadenza dell'opzione venduta con un guadagno, 10 volte la strategia si chiude con una perdita.

Intuitivamente, essendo la Covered Call una strategia rialzista, i mesi con titolo Eni al ribasso saranno stati quelli con profitto negativo (in media un ribasso del 10,55 % circa del titolo Eni) mentre quelli al rialzo saranno stati quelli positivi (in media un rialzo del 5 %).

Complessivamente le perdite ammontano a 7956,86 euro contro i 2320,64 euro dei guadagni: la strategia perde 5636,22 euro, 2930,83 euro su base annuale.

Winning Trades Stats			Losing Trades		
		%			%
Total winning trades	11		Total losing trades	10	
Total gain amount	2.320,64	23,21	Total loss amount	-7.956,86	-79,57
Average win	210,97	2,11	Average loss	-795,69	-7,96
Largest win	368,71	3,69	Largest loss	-2.054,84	-20,55
Average profit days per trade	14		Average loss days per trade	13	
Most cons. winning days	24		Most cons. losing days	7	
Most consecutive wins	4		Most consecutive losses	2	
Winning Trades Scenario			Losing Trades Scenario		
Spot Change % (Mean)	5,00		Spot Change % (Mean)	-10,55	
HV Change % (Mean)	-6,90		HV Change % (Mean)	13,75	
HV Begin Range (Min-Max-Mean)	13,07 - 101,12 - 42,		HV Begin Range (Min-Max-Mean)	17,63 - 91,27 - 28,4	
Price vs M.A. Begin (Mean)	0,99		Price vs M.A. Begin (Mean)	1,02	

Immagine 7: Statistiche del backtesting Eni

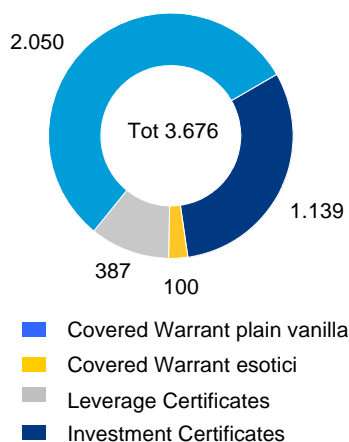
# SeDeX - il mercato dei Covered Warrant e dei Certificati

## I numeri e le news del mercato

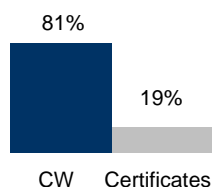
### Cifre Chiave – Nov 2009

<b>N. contratti</b>	153.623
<b>Controvalore mln €</b>	1056,2
<b>New Listing del mese</b>	295
<b>N. Emittenti</b>	17
<b>N. Sottostanti</b>	316

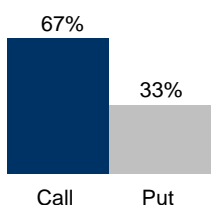
### N° Strumenti per Segmento



### Volumi CW vs Certificates



### Volumi CW Call vs Put



## Il Mercato SeDeX

Gli strumenti in quotazione a fine novembre ammontano a 3.676, di cui 2.050 covered warrant plain vanilla, 100 covered warrant strutturati/esotici, 1.139 investment certificates e 387 leverage certificates.

Nel mese di novembre su SeDeX sono stati quotati 204 nuovi covered warrant plain vanilla, 33 nuovi investment certificates e 58 nuovi leverage certificates.

In novembre sono stati scambiati 153.623 contratti per un totale di 1056,2 milioni di euro di controvalore.

## Nuovi Programmi di Emissione

Autorizzazione di 2 nuovi programmi di emissione per BNP Paribas Arbitrage Issuance N.V. per l'emissione di Athena Protection e Athena Double Chance Certificates.

Autorizzazione di un programma di emissione di Covered Warrant strutturati/esotici su tassi di interesse Euribor da emettere da parte di Banca Akros S.p.A..

## I 5 Covered Warrant più scambiati

Emittente	ISIN	Sottostante	Facoltà	Strike	Scadenza	Contratti	Controv.
Unicredit	IT0004502230	FTSE MIB	Put	14.000	21/12/12	3.570	162,22
Unicredit	IT0004502180	FTSE MIB	Put	18.000	16/12/11	2.690	100,29
Société Générale	FR0010806638	FTSE MIB	Call	36.000	19/12/14	693	48,75
Société Générale	FR0010817049	FTSE MIB	Call	40.000	18/12/15	335	34,74
Société Générale	FR0010806687	FTSE MIB	Call	36.000	18/12/15	444	34,30

## I 5 Certificates più scambiati

Emittente	ISIN	Sottostante	Caratteristiche	Scadenza	Contratti	Controv.
Banca Aletti	IT0004453301	ENI	Equity Protection Certificate Strike 11,55 Part. 100%	22/01/10	719	24,02
ABN AMRO	NL0006157927	FTSE MIB	Mini Futures Short Certificate Strike 35.683	16/12/10	190	23,53
ABN AMRO	NL0006487928	FTSE MIB	Mini Futures Short Certificate Strike 25.608	16/12/10	1.191	5,93
ABN AMRO	NL0009060052	FTSE MIB	Mini Futures Short Certificate Strike 25.178	16/12/10	1.305	4,72
Banca IMI	IT0004486822	DJ EUROSTOXX50	Equity Protection Certificate Strike 2.217,86 Part. 100%	30/04/13	139	4,00

Fonte: Borsa Italiana. Tutti i dati sono riferiti al mese di novembre 2009. Controvalore espresso in milioni di EUR.



# Covered Warrant, la riscoperta

## Una nuova stagione per il mercato dei Covered Warrant



### Giulia Maserati

Giulia Maserati, laureata in Economia dei Mercati Finanziari all'Università Bocconi, è parte dal 2007 del team Listed Products di Société Générale Corporate Investment Banking, dove si occupa dell'offerta di Covered Warrant e Certificate per il mercato italiano.

### I Covered Warrant

I covered warrant sono opzioni quotate in Borsa che conferiscono all'investitore il diritto di acquistare (call), o vendere (put), una determinata attività finanziaria (azioni, indici, valute, materie prime) ad un prezzo predefinito. Presenti in Italia dal 1998, i covered warrant sono negoziati in tempo reale sul mercato SeDeX di Borsa Italiana e stanno oggi vivendo una stagione di rinnovato interesse. A dimostrarlo le cifre del mercato: quasi 1,3 milioni di contratti da inizio anno per un controvalore di 4,97 miliardi di Euro. Société Générale, leader in Italia sul segmento dei covered warrant, detiene attualmente il 66% del controvalore scambiato da inizio anno e il 65% dei contratti eseguiti (dati a fine ottobre).

### I nuovi utilizzatori

Da sempre apprezzati per la possibilità di prendere posizioni rialziste o ribassiste con un forte effetto leva, il principale elemento di novità di oggi sono le nuove tipologie di utilizzatori: attualmente investono in covered warrant non solo gli investitori privati più sofisticati, ma anche alcuni investitori professionali come Gestioni Patrimoniali e Asset Manager che, grazie ad essi, possono coniugare le potenzialità

delle opzioni e la semplicità operativa. Sono infatti sempre di più gli investitori istituzionali che utilizzano questi strumenti per evitare le criticità operative tipiche dei contratti derivati tradizionali. Per negoziare covered warrant non è necessaria

una specifica contrattualistica, ad es. ISDA (\*), ed è più semplice che essi rientrino nei limiti di investimento del mandato del gestore (evitando così eventuali procedure autorizzative).

### I vantaggi dei covered warrant

Il lotto minimo di un covered warrant è poi contenuto (pochi Euro) e la posizione acquisita può essere facilmente frazionata sui singoli depositi dei clienti finali: si pensi per esempio alle GPM (Gestioni Patrimoniali Mobiliari) e alle GPF (Gestioni Patrimoniali in Fondi). La negoziazione è poi in tutto simile a quella delle azioni e pertanto non sussistono problematiche particolari a livello di middle/back office. E' sempre disponibile una quotazione in tempo reale (grazie al market maker) e non è necessario avere accesso ad ulteriori mercati rispetto a Borsa Italiana.

Infine è opportuno rilevare che Borsa Italiana ha incoraggiato ed imposto, attraverso il suo Regolamento e le sue Istruzioni, una significativa standardizzazione delle caratteristiche dei covered warrant quotati ed ha reso obbligatoria una best practice che ha l'obiettivo di tutelare l'investitore (si pensi ad esempio all'esercizio automatico a scadenza nel caso dei covered warrant in-the-money).

Sottostante	Tipo	Strike	Scadenza	Multiplo	Stile	Codice Negoz.	Codice ISIN
FTSE MIB	CALL	28000	19/12/2014	0,0001	A	S10361	FR0010806612
FTSE MIB	CALL	36000	19/12/2014	0,0001	A	S10363	FR0010806638
FTSE MIB	CALL	40000	19/12/2014	0,0001	A	S10461	FR0010817023
FTSE MIB	PUT	14000	19/12/2014	0,0001	A	S10364	FR0010806646
FTSE MIB	PUT	18000	19/12/2014	0,0001	A	S10365	FR0010806653
FTSE MIB	CALL	28000	18/12/2015	0,0001	A	S10366	FR0010806661
FTSE MIB	CALL	36000	18/12/2015	0,0001	A	S10368	FR0010806687
FTSE MIB	CALL	40000	18/12/2015	0,0001	A	S10462	FR0010817049
FTSE MIB	PUT	14000	18/12/2015	0,0001	A	S10369	FR0010806695
FTSE MIB	PUT	18000	18/12/2015	0,0001	A	S10370	FR0010806703

(\*) L'ISDA (International Swaps and Derivatives Association) è l'associazione finanziaria che rappresenta i maggiori partecipanti del settore dei derivati OTC e che ha lo scopo di uniformare e regolare, attraverso una documentazione legale standard chiamata ISDA Master Agreement, tutte le attività di compravendita di strumenti derivati che non si svolgono sui mercati regolamentati.



## Covered Warrant a scadenza lunga

In alcuni casi SG emette e quota covered warrant su richiesta di un istituzionale, con le specifiche caratteristiche da lui desiderate. La ricchezza della gamma consente di accedere ad una molteplicità di sottostanti con una varietà di strike e di scadenze che non è riscontrabile sui mercati quotati: SG, ad esempio, ha puntato sull'emissione di strumenti con scadenze sempre più lunghe e nel mese di ottobre sono stati lanciati covered warrant sull'indice FTSE MIB con durata a 5 e 6 anni (scadenza Dicembre 2014 e Dicembre 2015). L'intento è quello di dare risposta a particolari esigenze di investimento rendendo facilmente accessibili, grazie alla quotazione su Borsa Italiana, prodotti le cui caratteristiche, in passato, erano disponibili solo al di fuori dei mercati regolamentati (OTC) con tutte le problematiche del caso e con l'obbligo, gravoso, di trattare importi minimi significativi. Tali strumenti possono facilitare alcune tipologie di investitori nella gestione di posizioni di lungo periodo (si pensi ai Fondi Pensione o alle polizze d'Assicurazione Vita) consentendo l'implementazione di strategie direzionali e/o di copertura.

L'evoluzione dell'offerta, associata alla capacità di alcuni Market Maker di garantire un'adeguata liquidità in maniera continuativa e corretta, ha pertanto saputo fidelizzare la storica platea di investitori privati e, soprattutto, è riuscita ad avvicinare alcuni clienti istituzionali ai covered warrant.

**Giulia Maserati**  
**Listed Products Société Générale**

# La Mappa dei Certificati di ACEPI

Un linguaggio comune per il mercato



**Adele Bricchi**

*Laureata in Economia Aziendale presso l'Università Bocconi di Milano inizia la propria attività sui mercati, occupandosi prima di reddito fisso, poi di azionario e di derivati.*

*Nel 2000 entra in Borsa Italiana, nella divisione Securitised Derivatives & Fixed.*

*Income e successivamente in Goldman Sachs International, per lo start-up dell'attività in covered warrant e certificati sul mercato italiano. Da allora diventa responsabile per l'Italia dei prodotti quotati sul mercato Sedex. Nel 2007 viene nominata Segretario Generale di ACEPI, l'Associazione Italiana Certificati e Prodotti d'Investimento.*

## La Mappa dei Certificati

Fin dall'inizio della sua attività ACEPI (Associazione Italiana Certificati e Prodotti d'Investimento), nata nel 2007 per promuovere in Italia lo sviluppo della cultura finanziaria in termini di prodotti d'investimento, riscontrando sul mercato l'esigenza di maggior trasparenza ed informazione sui certificati, ha cercato di fornire uno strumento riassuntivo e di analisi di questi prodotti. Ne è nata la "Mappa dei Certificati": si tratta di uno strumento sintetico e di rapida consultazione, di classificazione dei prodotti presenti sul mercato, secondo la loro natura, di cui vengono definite le principali tipologie e le caratteristiche comuni.

Nella pratica, la Mappa opera mediante una prima catalogazione che suddivide i certificati in quattro macro aree, cioè "strumenti a capitale protetto/garantito", "strumenti a capitale condizionatamente protetto/garantito", "strumenti a capitale non protetto/garantito" e "strumenti a leva". Dopodiché, i certificati sono denominati con un nome unico per tipologia cui corrisponde, di seguito, il nome commerciale che ogni singolo emittente ha attribuito al proprio prodotto.

Per ogni tipologia di certificato, poi, vengono descritte le principali caratteristiche comuni, gli obiettivi di investimento e l'orizzonte temporale. Il tutto è ultimato da un grafico che rappresenta il rimborso a scadenza.

## Strumenti a capitale protetto/garantito

Gli "strumenti a capitale protetto/garantito" sono i certificati che consentono di partecipare di solito al rialzo dell'attività sottostante, proteggendo il capitale investito dagli eventuali

ribassi del sottostante. Il livello di protezione è definito in fase di emissione del prodotto, in maniera tale da offrire una protezione totale o parziale del valore nominale del certificato sottoscritto in fase di collocamento.

In caso di ribasso del sottostante, anche molto consistente, l'importo di liquidazione a scadenza non sarà comunque mai inferiore al livello di protezione medesimo. In caso di rialzo del sottostante, l'investitore partecipa agli incrementi dello stesso sulla base di un fattore di partecipazione espresso in percentuale. Tale partecipazione può essere pari a 100%, ma può anche essere maggiore o minore, in base alle caratteristiche proprie del prodotto. Le principali tipologie di certificati che rientrano in questa categoria sono gli Equity Protection, i Butterfly, i Double Win, i Relative Value, i Bonus a capitale protetto e i Twin Win a capitale protetto.

## Strumenti a capitale condizionatamente protetto/garantito

Gli "strumenti a capitale condizionatamente protetto/garantito" consentono di partecipare al rialzo dell'attività sottostante e, allo stesso tempo, proteggono il capitale investito solo se non si verifica una determinata condizione (ovvero se il sottostante non raggiunge la cosiddetta barriera di protezione) e, per alcune tipologie di certificati, di guadagnare anche in caso di ribassi contenuti.

Si tratta quindi di certificati di investimento per i quali il meccanismo di protezione è subordinato al non raggiungimento da parte del sottostante di un livello di barriera prefissato. Quest'ultima viene definita all'emissione al di sotto del livello del sottostante. Fintanto che questa barriera non viene raggiunta, la protezione mantiene la sua efficacia e anche in presenza di ribassi del sottostante l'investitore ottiene la liquidazione del capitale investito. Qualora durante la vita del certificato il sottostante raggiunga la barriera, la protezione del valore nominale viene meno e lo strumento si comporta come un certificato a capitale non protetto. Le principali tipologie di certificati a capitale condizionatamente protetto sono gli Airbag, i Bonus certificate, i Cash Collect, gli Express e i Twin Win.



### Strumenti a capitale non protetto/garantito

Gli “strumenti a capitale non protetto/garantito” sono alcuni degli strumenti più semplici del mondo dei certificati. Essi consentono ai risparmiatori di investire in un determinato sottostante esponendosi alla performance realizzata da quest’ultimo, sia al ribasso che al rialzo, in maniera proporzionale oppure più che proporzionale. I sottostanti di questi certificati sono solitamente indici, merci, panieri, e più in generale sottostanti non facilmente

raggiungibili da un risparmiatore individuale con un investimento diretto. Tra i certificati a capitale non protetto/garantito figurano i certificati di tipo Benchmark, Discount e Outperformance.

### Strumenti a leva

Gli “strumenti a leva” sono, tra i certificati a capitale non protetto, gli strumenti che offrono potenzialmente i rendimenti più elevati a condizione che gli investitori siano disposti ad esporsi a rischi superiori. Con un prodotto a leva si acquisisce il diritto di acquistare o di vendere un sottostante a un prezzo di esercizio (strike) e ad una data prestabiliti. L’impiego di capitale per investire in un prodotto di questo tipo è minore rispetto a quello necessario per un investimento diretto nel valore sottostante (cosiddetto effetto leva). E proprio la presenza dell’effetto leva consente di moltiplicare la performance del sottostante. La leva però non amplifica solo i guadagni, ma anche le eventuali perdite e l’investitore si trova esposto al rischio di estinzione anticipata del certificato e di perdita totale del capitale investito, se il sottostante raggiunge una predeterminata barriera di stop loss. Rientrano in questa categoria i Relative Value ed i certificati di tipo Direzionale (Minifuture Long/Short e Turbo/Short certificate).

La “Mappa dei Certificati” è un prodotto dinamico, in continua ricerca e costante aggiornamento, volto a fornire sempre maggiori e più puntuali informazioni all’investitore finale sui prodotti esistenti sul mercato. L’obiettivo è che tale strumento sia sempre più condiviso tra i vari operatori, in modo che possa realmente diventare una specie di “linguaggio comune” a tutto il mercato. E’ proprio in quest’ottica di maggiore standardizzazione e trasparenza che, con la migrazione quest’anno alla nuova piattaforma, Borsa Italiana ha adottato la Mappa ACEPI per tutti i certificati quotati sul mercato SeDeX.

**Adele Bricchi**  
**Segretario Generale di ACEPI**



**Diversificazione ottimale e liquidità**

Una gamma completa per accedere al mercato: Xmtch

Remunerativi nel tempo.

Liquidi nell'immediato.

[www.xmtch-etf.com](http://www.xmtch-etf.com)

**Nuove Prospettive. Per Voi.**

**CREDIT SUISSE** 

Xmtch (IE) e Xmtch (Lux) sono ETF esteri le cui azioni sono ammesse alle negoziazioni nel mercato ETF Plus di Borsa Italiana. Prima dell'adesione leggere il prospetto informativo e il documento di quotazione a disposizione su [www.xmtch-etf.com](http://www.xmtch-etf.com) e sul sito di Borsa Italiana.



# ETFplus: il mercato degli ETF e ETC

## I numeri e le news del mercato

### Cifre chiave – novembre 2009

<b>N. contratti</b>	253.225
<b>Controvalore mln €</b>	5.357
<b>N. Emittenti</b>	11
<b>N. Strumenti</b>	336 ETF e 67 ETC

### I più scambiati per controvalore

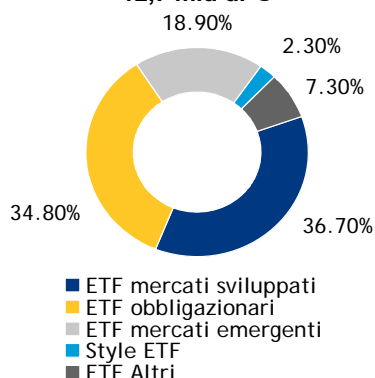
1. LYXOR ETF XBEAR FTSE MIB
2. LYXOR ETF LEVERAGED FTSE MIB
3. LYXOR ETF LEVDAX
4. LYXOR ETF FTSE MIB
5. DB X-TRACKERS SHORT DAX

### I più scambiati per contratti

1. LYXOR ETF XBEAR FTSE MIB
2. LYXOR ETF LEVERAGED FTSE MIB
3. ETFS LEVERAGED NATURAL GAS
4. LYXOR ETF FTSE MIB
5. LYXOR ETF MSCI INDIA

### ETF - AUM in Italia:

12,7 mld di €



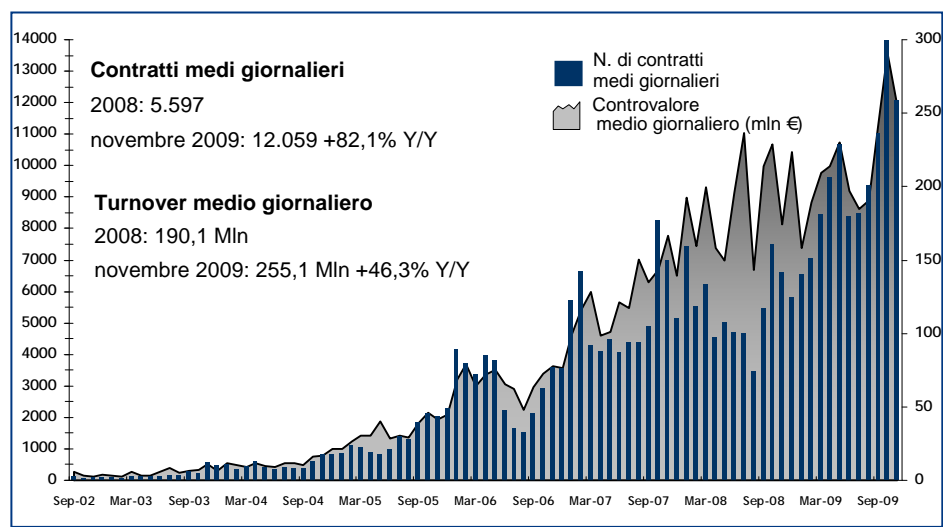
## La crescita inarrestabile degli ETF

I recenti dati pubblicati nella ricerca "ETF Landscape Industry Preview End October 2009" di BlackRock dimostrano come il mercato mondiale degli ETF sia in costante crescita. A fine ottobre 2009 a livello mondiale le attività gestite in ETF hanno raggiunto il massimo storico di 942 miliardi di dollari superiore dello 0,9% rispetto al record precedente realizzato a fine settembre (933 miliardi di dollari) e con un incremento del 32,5% da inizio anno. L'Europa in questo contesto si afferma come l'area più dinamica: le attività in gestione sono cresciute da inizio anno di ben il 44,2% raggiungendo quota 206 miliardi di dollari e durante l'anno si è assistito al sorpasso rispetto agli Stati Uniti per quanto riguarda il numero di ETF quotati, 801 gli ETF europei contro i 732 statunitensi. All'interno del vecchio continente l'Italia gioca un ruolo rilevante: secondo gli ultimi dati della FESE (Federation of European Exchanges), Borsa Italiana si conferma infatti, nel periodo dicembre 2008 – novembre 2009, prima borsa europea per numero di contratti conclusi su piattaforma elettronica (2.361.316) seguita a distanza da Euronext (1.817.200) e Deutsche Boerse (1.687.975).

## Nuove quotazioni e record degli scambi

Borsa Italiana nel mese di novembre ha dato il benvenuto a 2 nuovi ETF di EasyETF. La nuova offerta è composta dall'EasyETF EuroMTS EONIA e dall'EasyETF DJ Euro Stoxx 50 Double Short. Il primo ETF replicante l'indice "EuroMTS Eonia Investable" intende rappresentare l'evoluzione di un importo nominale che si rivaluta giornalmente in base al tasso EONIA calcolato dalla Banca Centrale Europea. Il secondo replica invece l'indice "DJ Euro Stoxx 50 Double Short" che riproduce su base giornaliera due volte la performance inversa dell'indice DJ Euro Stoxx 50 a dividendi reinvestiti.

Il 27 novembre 2009 il mercato ETFplus ha stabilito un nuovo record in termini di contratti conclusi in una sola seduta pari 19.854 contratti.



# I benefici di investire selettivamente in Small e Large Cap

Gli ETF come strumento per realizzare uno specifico stile di investimento



## Ursula Marchioni

Vice President per Credit Suisse Asset Management, è Product Specialist nel team ETF Xmtch Italia. In Credit Suisse dal 2007, in precedenza si è occupata della clientela italiana per il team Securities con focus su prodotti legati a fondi. Ha lavorato come structured products Sales per Société Générale, e nel team Pricing e Valuation di KPMG Advisory Services. È laureata in Fisica presso l'Università di Trento.

Fin dai primi anni '80, vari studi accademici hanno evidenziato la possibilità di generare Alpha investendo selettivamente in titoli azionari ad elevata capitalizzazione (le cosiddette "Large Cap") oppure a ridotta capitalizzazione (le cosiddette "Small Cap"), preferendo l'una o l'altra sottoclasse a seconda della fase del ciclo economico in cui l'investitore si trova ad effettuare la propria scelta. Analizziamo nel seguito le caratteristiche di rischio / rendimento di questi segmenti del mercato azionario, per capire come sia possibile catturarne le performance investendo negli ETF quotati su Borsa Italiana.

## Le Small Cap: un premio da sfruttare?

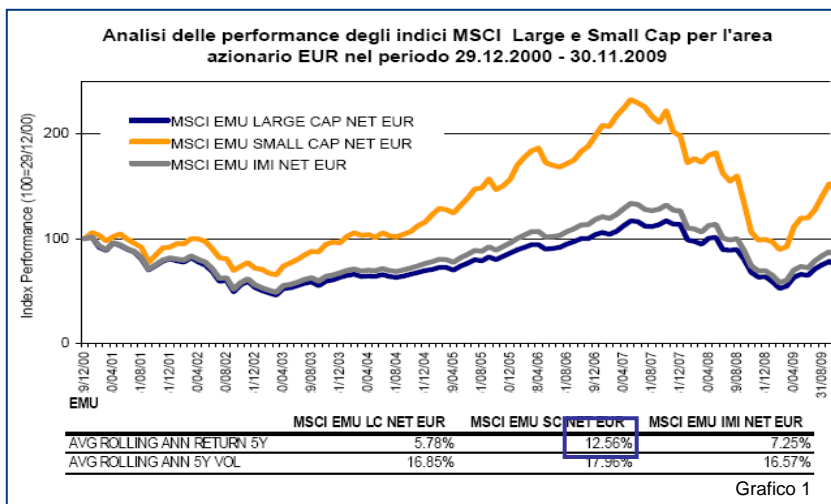
La capitalizzazione di un titolo viene definita come il prodotto tra il numero di azioni emesse dalla società ed il loro prezzo ad una data fissata. All'interno di ciascun mercato è possibile definire dei criteri che identifichino sottoclassi di azioni sulla base di questo parametro, tra cui ad esempio i titoli Large Cap e quelli Small Cap. Studi effettuati su orizzonti temporali di lungo periodo (cfr. lo studio del 1981 di R. W. Banz sul mercato azionario americano tra il 1936 e il 1975) evidenziano come in media le Small Cap generino rendimenti più elevati rispetto alla totalità del mercato o ad altre sottoclassi. In generale, i titoli a bassa capitalizzazione presentano maggiore volatilità, ma l'effetto citato rimane anche quando le performance vengono aggiustate per il rischio: ciò fa pensare all'esistenza di uno "Small Cap premium" che è possibile catturare per migliorare le performance del proprio portafoglio.

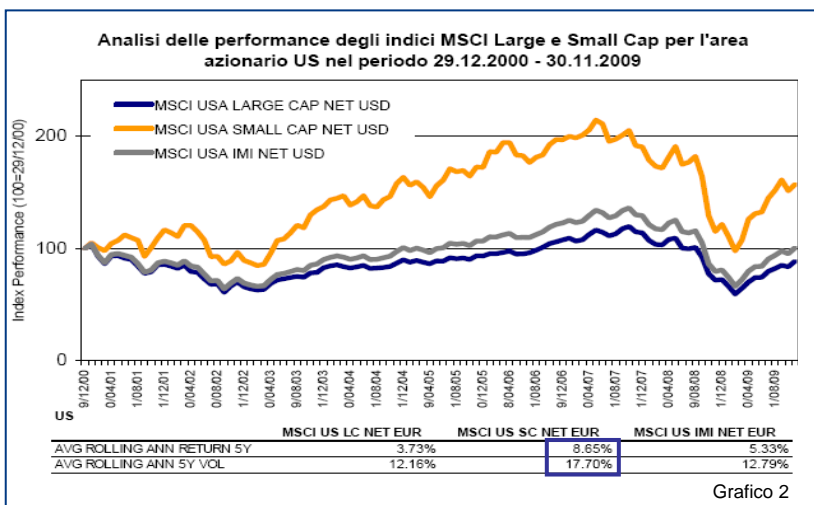
L'effetto viene sfruttato da molti gestori, e l'investitore ha a disposizione sul mercato un'ampia offerta di fondi e mandati che operano su questa linea.

Esso rimane tuttavia dibattuto. Anzitutto, i risultati dipendono dai criteri di aggregazione e di selezione scelti. Inoltre l'extra-rendimento, se presente, tende a manifestarsi in cicli, per cui diventa cruciale per il successo della strategia individuare quale dei segmenti di capitalizzazione sia il più performante nell'orizzonte temporale di investimento scelto. Le società che rientrano nel segmento Small Cap possono incorporare opportunità di crescita maggiori rispetto alle Large Cap: si pensi alle storie di successo di Apple o Microsoft; d'altra parte, le Large Cap sono in generale società meglio diversificate, sia in termini di attività che in termini di esposizione geografica: il loro business model risulta quindi più stabile in caso di scenari economici volatili e/o ribassisti, mentre in caso di ciclo economico in espansione la sovra-performance delle Small Cap assume elevata probabilità.

## I mercati azionari Euro e USA, dal 2000 ad oggi

Facendo riferimento a dati MSCI Barra, una delle principali società di Index Providing, analizziamo le performance storiche degli indici MSCI Large e Small Cap, focalizzandoci sulle aree Euro e USA. Ne studiamo l'andamento tra il dicembre 2000 ed il novembre 2009, per capire se lo "Small Cap premium" si manifesta anche su un periodo di investimento di medio termine, oltre che su periodi di lungo termine.





**L'ETF: uno strumento efficiente per catturare l'effetto capitalizzazione**

Basandoci ancora sui dati MSCI per Euro e USA, diamo un'overview della composizione degli indici Large e Small Cap analizzati al novembre 2009 (Grafico 5).

L'investimento in Small Cap può rivelarsi complesso, principalmente a causa dell'elevata numerosità dei titoli che compongono l'indice benchmark da replicare: diviene difficile inserire nel proprio portafoglio un numero di azioni che (ad esempio per il mercato europeo) si aggira intorno a 600. Inoltre, le Small Cap hanno in genere una liquidità inferiore rispetto a Mid e Large Cap, e costi di transazione più elevati dovuti ad un più ampio bid / ask spread.

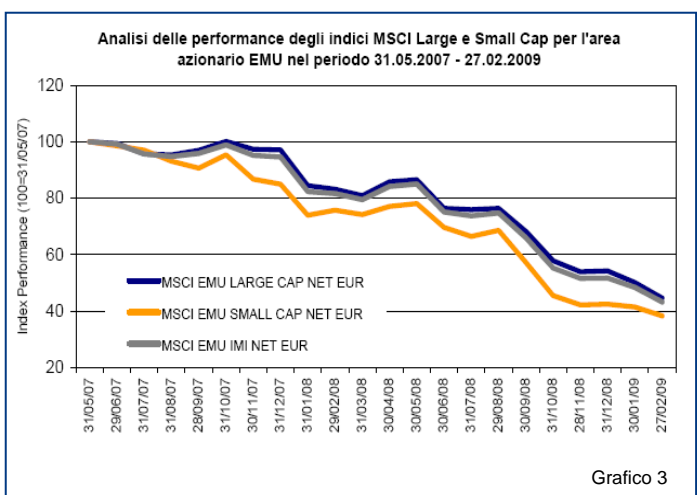
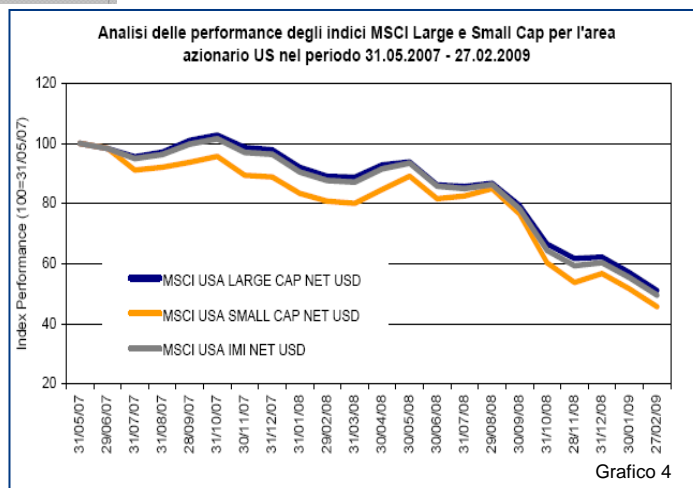
In particolare, tra il 31/12/2000 ed il 30/11/2009 si possono definire 48 periodi della durata di 5 anni: per ciascuna delle due aree geografiche, confrontiamo il rendimento medio annualizzato rilevato in tali periodi per gli indici Large Cap, Small Cap e IMI (totalità del mercato), e le loro volatilità.

- Così come per l'orizzonte temporale analizzato da Banz, anche nel caso qui analizzato si evidenzia, in media, una sovraperformance delle Small Cap

(Grafici 1 e 2)

- Quando però l'analisi si riduca ad un intervallo di mercato ribassista, come quello dal giugno 2007 al febbraio 2009, si osserva come siano le Large Cap a sovraperformare sia le Small Cap sia la totalità del mercato

(Grafici 3 e 4)



I nostri risultati sembrano quindi confermare anche sul medio periodo la possibile presenza di uno "Small Cap premium" attrattivo per gli investitori, e contemporaneamente segnalano l'importanza di comprendere a fondo il momento del ciclo macro economico in cui viene effettuata la scelta tra i diversi segmenti di capitalizzazione.

E' quindi evidente l'utilità degli ETF come veicoli per implementare queste strategie di investimento: si tratta di fondi che replicano l'andamento di un indice sottostante e che possono essere negoziati sulla Borsa come delle azioni per controvalori minimi dell'ordine dei 100 Euro.

Ciò significa che con un'unica transazione, l'investitore può ad esempio esporsi alle performance dell'intero mercato Small Cap per l'area geografica scelta, beneficiando inoltre della liquidità continua che gli ETF hanno sul mercato durante tutta la giornata di contrattazione.

Per questo motivo Credit Suisse ha deciso di puntare per la propria gamma azionaria su ETF che permettano all'investitore di selezionare Small o Large Cap sui mercati Euro, USA, Regno Unito e Giappone. Tutti gli ETF della gamma Xmtch, il marchio ETF di Credit Suisse, investono fisicamente nei titoli che compongono l'indice e si configurano come gli strumenti ideali per l'investitore che desideri implementare strategie di size in modo trasparente e liquido. Per le aree Regno Unito e Giappone, gli ETF Xmtch sono attualmente gli unici strumenti disponibili su Borsa Italiana a consentire di esporsi in modo



selettivo a diversi segmenti di capitalizzazione, a riprova del costante impegno del Gruppo Credit Suisse nel fornire ai propri clienti strumenti innovativi e che rispondano alle loro esigenze. Xmtch, che gestisce asset per un totale di 6,23 miliardi

di Euro nei propri ETF (novembre 2009), è presente su Borsa Italiana con 17 fondi armonizzati di diritto irlandese e lussemburghese, che replicano indici azionari, obbligazionari governativi ed inflation linked.

MSCI EMU		SMALL CAP	LARGE CAP
Numero di titoli	Assoluto	594	125
	% sul totale mercato	68%	14%
Capitalizzazione (30/11/2009)	Assoluto (USD mln)	332 389	2 851 643
	% sul totale mercato	9%	77%
MSCI US		SMALL CAP	LARGE CAP
Numero di titoli	Assoluto	1873	276
	% sul totale mercato	76%	11%
Capitalizzazione (30/11/2009)	Assoluto (USD mln)	1 547 751	8 698 850
	% sul totale mercato	13%	74%

Grafico 5

**Ursula Marchioni,**  
Product Specialist ETF Xmtch Italia

#### Disclaimer

«Xmtch» è un marchio registrato di Credit Suisse Asset Management Funds SA, Zurigo. XMTCH (IE) PLC e XMTCH (Lux) sono OICR esteri armonizzati ammessi alla commercializzazione in Italia nei confronti dei soli investitori qualificati e ammessi alla quotazione sul mercato ETFPlus di Borsa Italiana. Prima dell'investimento leggere il prospetto informativo e il documento di quotazione a disposizione sul sito [www.xmtch-etf.com](http://www.xmtch-etf.com) e sul sito di Borsa Italiana. Il presente documento ha natura puramente informativa e pubblicitaria, ad uso esclusivo del destinatario, e non deve essere considerato un'offerta o una raccomandazione di acquisto o di vendita né una sollecitazione all'investimento di alcun prodotto finanziario citato; esso non è espressamente indirizzato alle persone che, in ragione della loro nazionalità o del luogo di residenza, non sono autorizzate ad accedere a tali informazioni in base alle leggi locali.



# Alla scoperta dei nuovi paesi emergenti

## Come raggiungerli con gli ETF



### Daniela Ballabio

*Daniela Ballabio, laureata con il massimo dei voti all'Università Bocconi di Milano, è responsabile Marketing per la distribuzione esterna e i clienti istituzionali di BNP Paribas Asset Management SGR, con specializzazione nei settori ETF ed hedge funds. È arrivata nel gruppo BNP Paribas nel 2001, avendo prima lavorato nell'area marketing di IW Bank e in Massmedia Partners.*

Oltre ai ben noti paesi BRIC, ossia Brasile, Russia, India e Cina, da qualche tempo l'attenzione degli investitori si sta rivolgendo anche a dei paesi Emergenti meno conosciuti, come quelli che vengono spesso definiti come "i prossimi paesi emergenti". Tra questi vi sono i cosiddetti paesi "Next 11", letteralmente "i prossimi 11". Questa espressione identifica undici paesi in via di sviluppo che si ritiene diverranno alcune delle maggiori economie al mondo nel 21esimo secolo. Si tratta di: Egitto, Messico, Indonesia, Corea, Turchia, Vietnam, Filippine, Pakistan, Iran, Nigeria, e Bangladesh.

Questi paesi sono accomunati da una serie di fattori di crescita. Innanzitutto, una dinamica demografica importante e quindi da una popolazione giovane che rappresenta un presupposto fondamentale per uno sviluppo sostenuto dell'economia nei prossimi anni, secondariamente questi paesi sono stati caratterizzati da ingenti investimenti esteri negli ultimi 10 anni - sia diretti sul territorio sia attraverso dei portafogli finanziari - che, dopo una leggera flessione registrata nel corso della crisi finanziaria, sono di nuovo in aumento. Infine, alcune stime parlano di un crescente apporto alla crescita globale: nel 2050 sei paesi Next 11 faranno parte delle prime 15 maggiori economie al mondo (Messico, Indonesia, Nigeria, Corea, Turchia, Vietnam).

Se guardiamo questi paesi con gli occhi di un risparmiatore interessato ad investirvi, noteremo che le differenti regolamentazioni di questi paesi e la non semplice accessibilità dei rispettivi mercati finanziari (anche solo per una questione di differenti fusi orari) rende abbastanza complicato

se non proibitivo un investimento diretto sia da parte di un investitore istituzionale che soprattutto da parte di un investitore al dettaglio. Sotto questo profilo l'ETF può sicuramente rappresentare un valido strumento per ovviare a queste difficoltà ed accedere con una sola transazione all'insieme dei paesi Next 11. L'ETF infatti offre agli investitori la possibilità di esporsi a questi mercati con un investimento minimo molto basso (una quota) e nei consueti orari della seduta di borsa (dalle 9,00 alle 17,25). Inoltre, rispetto ad altri strumenti finanziari, gli ETF sono degli strumenti "sicuri": essendo infatti dei fondi d'investimento, gli ETF vantano del cosiddetto principio della separazione patrimoniale. Questo significa che il patrimonio dell'ETF e di conseguenza i risparmi dell'investitore non sono assolutamente intaccati da un eventuale fallimento del gestore.

La gamma di ETF di BNP Paribas, chiamata EasyETF, presenta un ETF proprio sui paesi Next 11: l'EasyETF S-BOX BNP Paribas Next 11 Emerging Countries, quotato su Borsa Italiana lo scorso 6 ottobre. Si tratta di un ETF armonizzato di diritto francese gestito da BNP Paribas Asset Management (commissione di gestione annue dello 0,85%), il cui obiettivo è quello di replicare nel modo più fedele possibile l'indice "S-Box BNP Paribas Next 11 Emerging Countries". Questo indice è calcolato dalla Borsa di Stoccarda e da BNP Paribas e per semplicità lo possiamo definire come un indice di Blue Chips dei paesi Next 11.

Penso che possa risultare utile chiarire come viene costruito questo indice per capire di conseguenza le caratteristiche e il profilo di rischio-rendimento di questo ETF. L'universo d'investimento è rappresentato da tutte le società operanti negli 11 paesi sopra menzionati, non tutti però hanno quelle caratteristiche di investibilità minime per cui si procede innanzitutto alla selezione dei paesi includibili nell'indice sulla base della loro apertura ai commerci (nessuna restrizione valutaria, nessuna limitazione di investimento per gli stranieri, presenza di una borsa valori regolamentata con scambi continui e con una sufficiente liquidità). L'indice procede successivamente con l'attribuzione di un peso per ciascun paese includibile, che viene calcolato sulla base della dimensione delle economie (2/3 del peso totale in base al PIL) e delle prospettive di crescita (1/3).



Infine si procede alla selezione delle società che viene effettuata sulla base della liquidità e della capitalizzazione di mercato. All'interno di un paese, le società possono essere sovra o sottopesate fino al 50%, partendo da una situazione di equiponderazione, in base alla loro liquidità relativa rispetto agli altri titoli. L'indice viene ribilanciato due volte l'anno - il sesto giorno di borsa a maggio e novembre - sulla base dei prezzi di chiusura.

Attualmente l'indice (e quindi anche l'EasyETF che lo replica) è costituito da 37 società appartenenti ad otto paesi. Il primo passo della selezione ha infatti escluso la Nigeria, l'Iran e il Bangladesh, che quindi in questo momento non sono rappresentati nell'indice e né nell'ETF.

Ad oggi l'indice è particolarmente esposto sul Messico, l'Indonesia, la Corea e la Turchia che insieme rappresentano circa il 75% dell'indice (vedi grafico 1). Sotto il profilo settoriale (vedi grafico 2), l'attività economica più rappresentata è quella finanziaria, seguita dalle telecomunicazioni, dai beni di consumo e dagli industriali.

In termini di performance (vedi grafico 3), l'indice S-Box BNP Paribas Next 11 Emerging Countries ha sovraperformato l'MSCI World negli ultimi cinque anni (a titolo esemplificativo, il rendimento annualizzato in dollari è pari al 6,6% vs -4,7% dell'Msci World). E il recupero che ha dimostrato in seguito ai ribassi indotti dalla crisi finanziaria è stato particolarmente interessante. A fronte di queste performance, il Next 11 presenta

### Breakdown per paese

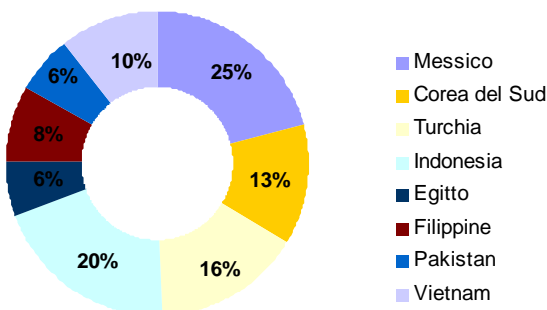


Grafico 1

### Breakdown per settore

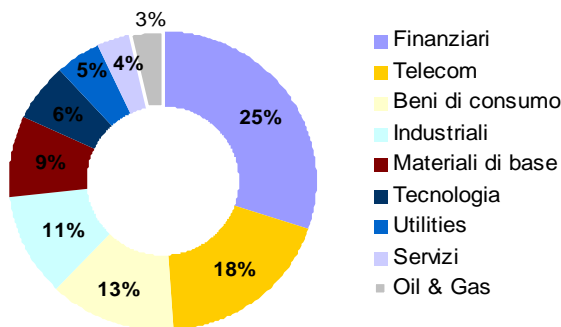


Grafico 2

E' importante notare che l'EasyETF S-Box BNP Paribas Next 11 Emerging Countries è espresso in Euro a differenza dell'indice

che, invece, è espresso in dollari. Tutto ciò significa che l'investitore che acquista questo ETF è esposto al rischio di cambio e non solo al rischio relativo all'andamento dei titoli e dei paesi che costituiscono l'indice. Per questo motivo tengo a sottolineare che questo ETF è adatto ad investitori che siano disposti ad assumersi dei rischi e che hanno un orizzonte di investimento temporale di qualche anno (in genere per questo tipo di investimento è consigliato un orizzonte temporale di cinque anni). In conclusione si vuole sottolineare come grazie agli ETF oggi è possibile investire su economie lontane

e spesso difficilmente raggiungibili con semplicità, trasparenza ed economicità.

**Daniela Ballabio,**  
 responsabile marketing di EasyETF in BNP Paribas AM SGR

### Performance in US \$

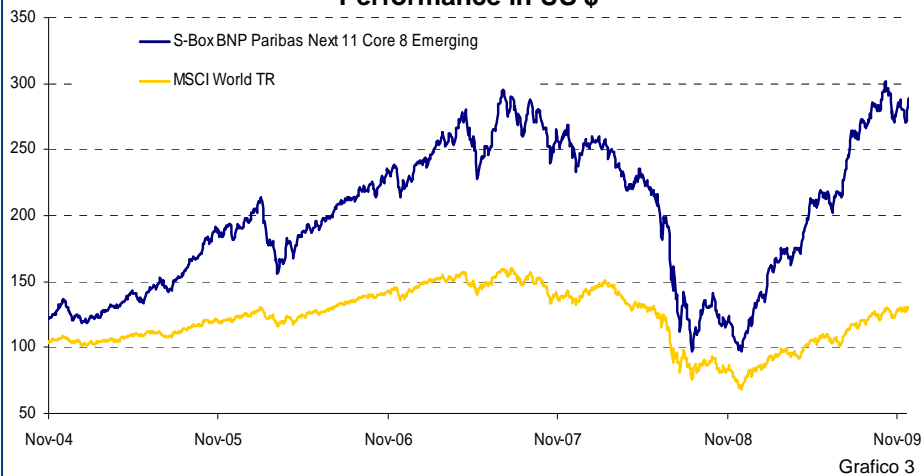


Grafico 3

però una volatilità più elevata (24% contro il 19% dell'Msci World); ad ogni modo l'indice presenta un migliore indice di Sharpe (0,15 rispetto al -0,08 dell'Msci World), che indica il rendimento percentuale per ogni unità di rischio dell'investimento.



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

## I numeri e le news del mercato

### Cifre Chiave: gen-nov 2009

#### Titoli di Stato

N. contratti	2.557.918
Controvalore mln €	198.506
N. strumenti	93
New listed da gennaio	46

#### DomesticMOT

N. contratti	607.271
Controvalore mln €	10.320
N. strumenti	285
New listed da gennaio	47

#### EuroMOT

N. contratti	163.648
Controvalore mln €	6.075
N. strumenti	230
New listed da gennaio	63

### Ultime quotazioni MOT

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

- 3 obbligazioni emesse da ABN AMRO Bank N.V. di cui 1 a tasso variabile che prevede il pagamento di interessi in base all'andamento del tasso Euribor 3 mesi, 1 zero coupon ed 1 strutturato su tassi il cui pagamento delle cedole è collegato all'andamento del tasso EONIA;
- 3 prestiti obbligazionari di Mediobanca S.p.A. di cui 2 a tasso fisso ed 1 a tasso variabile;
- 1 bond emesso da Credito Emiliano S.p.A. che prevede il pagamento di interessi trimestrali fissi per i primi 2 anni ed indicizzati al tasso Euribor 3 mesi maggiorati di uno spread annuo pari a 0,50% del valore nominale per i restanti 5 anni;
- 3 prestiti obbligazionari di Barclays Bank PLC di cui 1 prevede il pagamento di interessi in base all'andamento del tasso Euribor 3 mesi più uno spread pari allo 0,50%, 1 con cedole legate all'andamento di un basket di valute ed 1 legato all'inflazione europea.

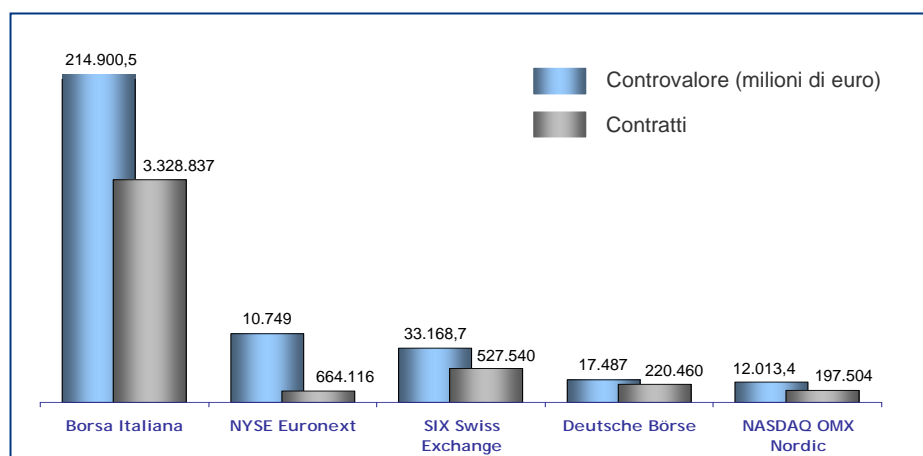
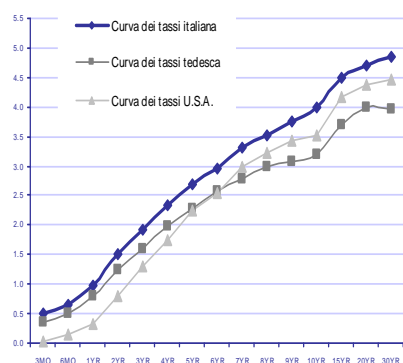
Anche il segmento EuroMOT ha registrato nuove quotazioni. In particolare, gli inizi negoziazione hanno riguardato 3 titoli di Stato della Repubblica Ellenica, 2 del Regno di Spagna, 2 della Repubblica Francese e 2 della Repubblica Federale Tedesca.

### ExtraMOT

Il 18 novembre 2009 il mercato ExtraMOT ha stabilito nuovi record in termini contratti conclusi e controvalore scambiato in una sola seduta registrando valori rispettivamente pari a 392 contratti e 25 milioni di euro scambiati.

Nei mesi di novembre e dicembre su ExtraMOT sono entrate complessivamente in negoziazione 14 nuove obbligazioni corporate che hanno permesso al mercato di superare la soglia dei 100 prestiti quotati.

CURVE DEI TASSI



Fonte dati: Borsa Italiana e FESE, gen - nov 2009



# ExtraMOT, il mercato dei corporate bond anche per gli investitori retail

## ExtraMOT e art.100 bis del Testo Unico della Finanza ("TUF")

In questo numero abbiamo deciso di dedicare un approfondimento al nuovo mercato ExtraMOT, regolato da Borsa Italiana e dedicato ai corporate bond.

In particolare, dalla sua nascita molti intermediari ci hanno chiesto di chiarire se anche questo mercato di Borsa Italiana fosse accessibile al pubblico indistinto e se quindi i propri clienti retail potessero negoziare su ExtraMOT corporate domestiche ed internazionali riservate in fase di collocamento ad investitori professionali.

L'obiettivo che Borsa Italiana si è prefissata nell'organizzare ExtraMOT e che si riflette nelle scelte quotidiane operate dal team di gestione del mercato, è quello di creare un secondario efficiente e liquido per tutti quegli strumenti che, già durante la fase di primario, sono risultati essere molto richiesti dagli operatori istituzionali cercando di ridurre al minimo i tempi che intercorrono tra l'emissione dello strumento e la sua effettiva negoziazione, strutturando un vero mercato di scambio con prezzi applicabili e quantitativi certi ed implementando un mercato al servizio non solo degli interessi degli operatori professionali ma anche del pubblico indistinto, o retail, come spesso viene definito.

Con la recente modifica introdotta nel Regolamento (avviso n. 17792 del 3 dicembre 2009) Borsa Italiana si è espressa pubblicamente sull'argomento precisando che, **ExtraMOT è accessibile anche a investitori non professionali e che alle vendite effettuate in tale mercato non si applica l'articolo 100-bis, commi 2 e 3 del TUF.**

L'Art. 100-bis, ai commi 2 e 3 ha infatti configurato come un'ipotesi di offerta al pubblico il caso in cui prodotti finanziari che abbiano costituito oggetto in Italia o all'estero di un collocamento riservato a investitori qualificati siano nei dodici mesi successivi sistematicamente rivenduti a investitori non qualificati a condizione che non sia stato pubblicato un prospetto. Laddove invece si sia in presenza di un prospetto (comma3), il contratto è valido e la responsabilità dei soggetti abilitati presso i quali è stata effettuata la rivendita è esclusa. E' inoltre espressamente prevista la non applicabilità dell'articolo 100-bis con riferimento alla rivendita di titoli di debito emessi da Stati membri dell'OCSE con rating investment grade. L'applicabilità dell'articolo 100-bis è pertanto esclusa nel caso di rivendita sistematica a investitori non qualificati:

- effettuata a seguito della pubblicazione di un prospetto;
- con riferimento a titoli di debito di Stati OCSE.

Nel dicembre 2008 la Consob ha espressamente escluso l'applicabilità dell'articolo 100-bis, commi 2 e 3, alle offerte di vendite effettuate nei sistemi multilaterali di negoziazione aventi ad oggetto strumenti finanziari, emessi da soggetti italiani o esteri, ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano o di un altro paese dell'Unione Europea.

Questo nell'ambito del combinato disposto dell' articolo 2, comma 6, al numero 1 e comma 7 del Regolamento Consob n. 11971/99 in materia di emittenti dove è stato definitivamente chiarito che ai fini dell'esclusione dall'ambito di applicazione dell'articolo 100-bis rileva lo status di strumento finanziario ammesso alle negoziazioni in un mercato regolamentato a prescindere dalla pubblicazione di un prospetto che viene data per presupposta. Si ribadisce inoltre che l'articolo 100 bis, commi 2 e 3 non si applica agli strumenti di cui al comma 4 del medesimo articolo ossia i titoli di debito di stati OCSE.

Il novero degli strumenti ammissibili alle negoziazioni sul mercato ExtraMOT è stato circoscritto esclusivamente alle due fattispecie in cui l'articolo 100-bis commi 2 e 3 non è espressamente applicabile, pertanto il mercato è accessibile anche a investitori non professionali e alle vendite effettuate in tale mercato non si applica l'articolo 100-bis, commi 2 e 3 del Testo Unico della Finanza.

ExtraMOT permette dunque anche agli investitori retail, in funzione della propria propensione al rischio, di potere investire in un mercato trasparente, dove i prezzi sono noti e frutto della convergenza di una molteplicità di interessi.

**La redazione, mercati MOT ed ExtraMOT**

# ACTIVTRADES®

The New Online Trading Dimension

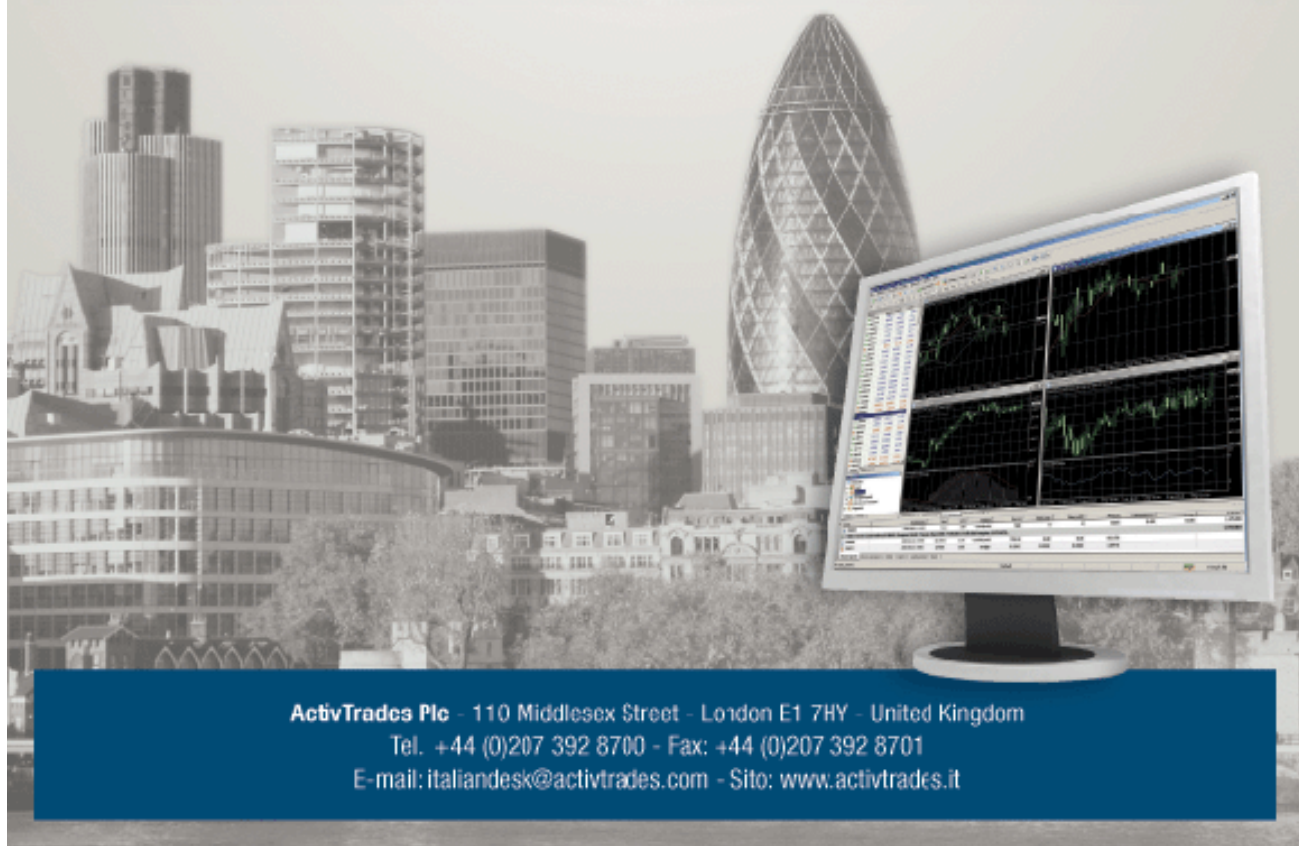
Tradate il Forex, i CFDs e i Futures con ActivTrades!

## FOREX & CFDs

- Piattaforma **Metatrader 4** gratuita con prezzi in tempo reale e Notizie Dow Jones
- Ampia scelta di valute, indici, obbligazioni e materie prime
- Deposito minimo di Euro 250 per aprire un conto
- No Dealing Desk
- Leva fino a 1:400
- Spread sul Forex a partire da 1.6 pips
- Mini e Micro Lotti

## FUTURES

- Accesso diretto ai mercati mondiali dei derivati  
Commissioni estremamente competitive e margini intraday molto bassi
- Supporto 24h su 24h e assistenza in italiano
- Piattaforme di Trading professionali:
  - **J-Trader**
  - **Strategy Runner**
  - **NinjaTrader**
  - **ProMark**



ActivTrades Plc - 110 Middlesex Street - London E1 7HY - United Kingdom

Tel. +44 (0)207 392 8700 - Fax: +44 (0)207 392 8701

E-mail: [italiandesk@activtrades.com](mailto:italiandesk@activtrades.com) - Sito: [www.activtrades.it](http://www.activtrades.it)

ActivTrades è un'azienda specializzata in servizi di trading online. È un'azienda a partecipazione paritetica tra il Gruppo di Borsa Italiana e il Gruppo di Borsa di Londra. Il Gruppo di Borsa Italiana è controllato da Borsa Italiana S.p.A. e il Gruppo di Borsa di Londra è controllato da London Stock Exchange Group Limited.





**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](mailto: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.