

Maggio 2010 | Numero 10 | [newsletter bimestrale](#)

## IN QUESTO NUMERO

<b>Copertina</b>		1
<b>IDEM</b>	I numeri e le news del mercato	2
	Quattro parametri per giudicare l'investimento azionario: dividend yield e premio per il rischio azionario	4-6
<b>SeDeX</b>	I numeri e le news del mercato	7
	Come muoversi al meglio nel mondo dei certificates	8-11
	Investire senza il rischio cambio	11-12
<b>ETFplus</b>	I numeri e le news del mercato	13
	ETF e Dividendi	14-15
	Obbligazioni dei Paesi Emergenti	16-17
<b>MOT</b>	I numeri e le news del mercato	18
	ExtraMOT, il mercato dei corporate bond di Borsa Italiana	19-20
<b>Contatti</b>		21

## PRIMO PIANO

## Market View

Aprile sembra avere riportato i mercati ad una situazione antecedente le crisi Bear-Lehman:

- L'S&P500 è tornato a rompere quota 1200, come pochi giorni prima del fallimento di Lehman Brothers; stessa cosa per il Dax a 6300.
- La volatilità azionaria americana (VIX) è scesa fino al 15%, come pochi giorni prima del fallimento di Bear Steans e quella azionaria europea (VDAX) è scesa fino ai livelli di fine 2007: al 16,5%.
- Gli indici di rischio societario sulle obbligazioni americane (CDX) sono rientrati sotto i 90bps (0,90%) rispetto ai rendimenti governativi dei Treasuries, come a fine '07 e quelli sulle obbligazioni europee (Itraxx) sono scesi sotto gli 80bps (0,80%), rispetto ai rendimenti dei titoli governativi tedeschi, come nel gennaio del '08.
- Si consideri che a marzo '09 il differenziale tra il rendimento medio del CDX e quello dell'Itraxx era di 80bps (le obbligazioni societarie in \$ offrivano un rendimento superiore di 80bps a quelle in Euro) e che oggi questo o spread si è ridotto a 15bps.

La reazione al fallimento di Lehman è proprio da cercarsi nella simmetria tra rialzo degli indici azionari e rientro simmetrico e costante sia della volatilità azionaria che del rischio societario (misurato come rientro del CDX o dell'Itraxx spread rispetto ai governativi).

Il trend corrente dei profitti per il primo trimestre del '10 confermerebbe che la simmetria ha avuto origini nelle attese di una maggiore profittabilità delle imprese americane, che avrebbero superato velocemente la crisi sistemica generatasi dopo il crack Lehman: rispetto ad aprile'08 i profitti delle aziende dell'S&P500 sono cresciuti ad oggi del 12% trimestrale.

Maggio potrebbe essere il primo mese in cui il mercato azionario si trova a muoversi fuori dall'effetto del rimbalzo psicologico post -fallimento di Bear & Lehman e la nostra impressione è che le ragioni di fondo del rialzo azionario corrente siano di fatto finite: i casi Grecia, in Europa e Goldman Sachs in USA sembrerebbero avallare questa view.

A cura di **Luca Bagato** - [luca.bagato@macromarkets.it](mailto:luca.bagato@macromarkets.it)

## EDITORIALE

*L'instabilità della Grecia e delle finanze pubbliche di altri Stati dell'Unione Europea hanno pesato fortemente sui mercati finanziari nel corso dell'ultimo mese. Lo stallo delle trattative sul pacchetto di aiuti alla Grecia e l'approssimarsi della scadenza del 19 Maggio per il rifinanziamento di 8,5 miliardi di euro di titoli, hanno alimentato forti pressioni in vendita sui titoli di stato greci, il cui rating è stato abbassato da BBB+ a BB+ da parte di S&P. Nel corso di aprile il differenziale di rendimento con i titoli tedeschi a dieci anni è quasi raddoppiato toccando i 700 punti base. Dinamica simile hanno mostrato altri titoli del debito dei Paesi cosiddetti periferici dell'area euro quali Spagna e Portogallo, il cui rating è stato anch'esso rivisto al ribasso. Più moderata, seppur visibile, la crescita dello spread dei titoli del debito italiani. La soluzione è infine arrivata quando il pesante piano di misure di riduzione del deficit concordato tra il Governo greco, l'Unione e l'IMF ha aperto la porta a un piano di aiuti da 110 miliardi, di cui 80 da parte dell'Unione e 30 dell'IMF. Le risorse saranno rese disponibili nell'arco di tre anni a un costo di circa il 5% e sottoposte a ulteriori condizioni di consolidamento fiscale. Ciò eviterà alla Grecia di dover ricorrere al mercato, condizione non più percorribile, e dunque da un formale default. Il contributo italiano nel primo anno di aiuti sarà di circa 5,5 miliardi di euro.*

*L'elevata incertezza dei mercati finanziari ha pesato sui principali indici azionari, soprattutto di quelli dei paesi periferici quali Portogallo e Grecia che hanno perso circa il 10% ad aprile. Piuttosto negativa anche la performance dell'indice FTSE MIB che ha perso il 5,6%.*

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

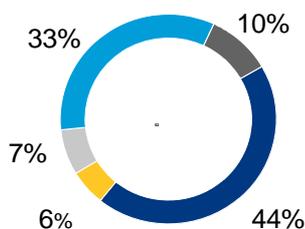
### Cifre Chiave – Apr 2010

<b>N. contratti</b>	3.667.190
<b>Controvalore ml €</b>	66.381
<b>Open interest</b>	4.651.222

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

MIBO	1,07
GENERALI	1,61
FIAT	0,39
UNICREDIT	0,70
ENEL	1,11
INTESA SANPAOLO	0,61
TELECOM ITALIA	0,94
STMICROELECTRONICS	0,76
ENI	1,03
TELECOM ITALIA RSP	0,69

### N. Contratti



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

## Introduzione del FTSE MIB Dividend futures

A partire da lunedì 19 aprile 2010 il contratto futures sull'indice FTSE MIB Dividend è entrato in negoziazione sull'IDEM, il mercato dei derivati di Borsa Italiana.

Il FTSE MIB Dividend futures (FDIV) permette agli investitori di prendere posizione sulla base dei dividendi attesi delle azioni componenti l'indice FTSE MIB, senza essere tuttavia esposti al rischio di movimenti avversi dei prezzi delle stesse determinati da altri fattori; inoltre, consente la copertura di posizioni assunte sull'indice FTSE MIB dagli effetti conseguenti la distribuzione dei dividendi da parte degli emittenti.

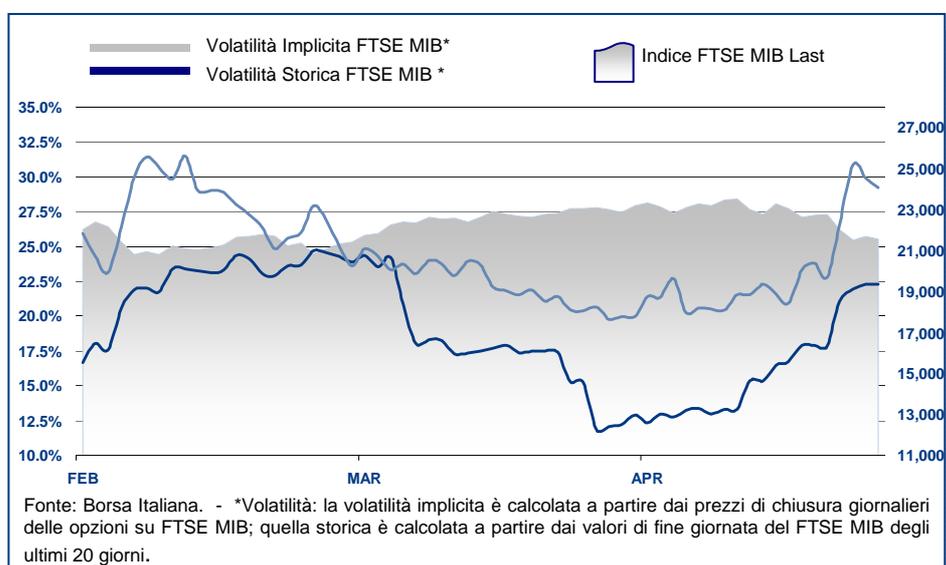
Il valore del futures riflette le aspettative di distribuzione dei dividendi nel corso dell'anno da parte delle società appartenenti al FTSE MIB. A mano a mano che le società staccano dividendo, le aspettative incorporate nel contratto riflettono solo le distribuzioni afferenti i restanti titoli.

La liquidità del nuovo prodotto sarà garantita da uno schema di market making con obblighi su base continuativa e su tutte le scadenze listate.

Nicolas Bertrand – Head of Equity Markets and IDEM del London Stock Exchange Group - ha commentato "Il lancio di questi nuovi contratti futures permetterà agli operatori di coprire le loro posizioni dal rischio dividendo sul mercato italiano. Il FTSE MIB Dividend futures completa la gamma dei prodotti disponibili sull'IDEM ed offre agli operatori ulteriori opportunità di strutturare strategie di trading sulla base delle loro aspettative.

Siamo inoltre molto lieti di dare il benvenuto a BNP Paribas e Société Générale in qualità di market makers sul nuovo contratto; questo consentirà lo sviluppo dei nuovi contratti grazie ad una migliore liquidità fornita su base continuativa".

Mark Makepeace – CEO di FTSE Group – ha commentato "Il nuovo FTSE MIB Dividend index futures sarà utile sia agli investitori locali sia a quelli internazionali e supporterà la promozione di ulteriori investimenti sul mercato italiano".



Fonte Borsa Italiana – dati relativi a Aprile 2010

## Quattro parametri per giudicare l'investimento azionario: dividend yield e premio per il rischio azionario



### 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.*

Il Ftse Mib Dividend futures, il nuovo prodotto lanciato recentemente sul mercato Idem, focalizza l'attenzione sulla liquidità di uno strumento derivato avente come sottostante i dividendi e ci permette una breve dissertazione sul ruolo del dividend yield e quindi sul concetto di premio per il rischio azionario in USA e in Europa.

Per un maggiore approfondimento vi suggeriamo il libro di Carlo Bellavite Pellegrini, un professionista e un professore associato dell'Università Cattolica di Milano, dedicato proprio a questi temi: 'Modelli d'equilibrio e fondamentali d'impresa: i rendimenti azionario nell'area dell'Euro', Edizione Carocci, Roma 2008.

Facciamo riferimento ad alcune tabelle di questo libro che chiamiamo da ora in avanti per comodità 'Il libro di Bellavite'.

La prima domanda che ci poniamo è se sia conveniente o meno puntare sui dividendi come scelta azionaria di investimento.

Chi propone una strategia basata sul dividend yield: ovvero sul ritorno % ottenuto come divisione tra il dividendo cumulato su un'azione (o su un indice azionario) diviso per il prezzo dell'azione (o per il prezzo dell'indice azionario) sottolinea i vantaggi derivanti dal cumulare nel tempo i dividendi azionari, come succede per le cedole delle obbligazioni e quelli derivanti dalla funzione difensiva dei dividendi, soprattutto in periodo di ribassi azionari.

Solitamente poi le aziende che pagano dividendi sono anche quelle a più larga capitalizzazione e i titoli che pagano i maggiori dividendi sono quelli ritenuti più sicuri dagli investitori di medio-lungo periodo (sono gli stessi investitori che solitamente comprano in sottoscrizione i titoli obbligazionari governativi a 30yr).

Nella realtà uno studio di Ken French (Professore del Dartmouth College e divulgatore del modello dei ritorni sui dividendi con Eugene Fama) evidenzia per il periodo 1952-2001 solo un piccolo vantaggio per i titoli azionari americani a più elevato rendimento e, considerato fino al 2008, il vantaggio si annulla quasi completamente a vantaggio delle obbligazioni.

Come molti hanno recentemente sottolineato, primo tra tutti il Nobel Shiller (l'autore del libro 'Esuberanze irrazionali'), il primo decennio del 2000 è andato a vantaggio delle obbligazioni rispetto alle azioni, ovvero del flusso cedolare obbligazionario rispetto a quello dei dividendi.

La strategia basata sul dividend yield è dunque sbagliata? Pensiamo di no, però riteniamo che il basarsi sul solo dividend yield possa essere limitativo.

Pensiamo sia utile investire guardando ad un mix di fattori: (1) un alto dividend yield, (2) un basso price /earning (calcolato come rapporto tra il prezzo di un'azione o di un indice azionario- e i profitti cumulati dalla medesima azienda- o cumulati dalle aziende che compongono l'indice azionario-), (3) un payout non eccessivo (calcolato come moltiplicatore degli utili futuri che non dovrebbe mai essere superiore alle due cifre: meglio investire su un'azienda o un insieme di aziende che stanno scontando un payout medio di 5 volte gli utili futuri rispetto ad un caso medio di 15 volte gli utili).

Questi tre fattori dovrebbero essere poi valutati alla luce del premio per il rischio azionario, ovvero dalla differenza tra il ritorno composto (inclusi i dividendi) dell'investimento in un'azione o in un paniere di azioni (indice azionario) rispetto al ritorno composto dell'investimento in obbligazioni governative, ritenute senza rischio.

Entrambi i ritorni sono da considerarsi al netto dell'impatto inflattivo, ovvero in termini reali.



Il più famoso dei modelli di premio al rischio è quello proposto da Greenspan nel 1997 e definito come Fed Model: calcolato come rapporto tra il rendimento nominale del Treasury a 10yr americano e il rapporto inverso del P/E sull'indice S&P500 (ovvero il rapporto utili/prezzi invece del rapporto prezzi/utigli).

Il quarto fattore da aggiungere al nostro modello di selezione 'Dividend oriented' è quello di (4) un basso premio al rischio

azionario, da ritenersi come un segnale di bassa volatilità e quindi di minore rischio per un'azione o per un indice azionario, rispetto al titolo obbligazionario privo di rischio.

Nel libro di Bellavite si fa notare come la globalizzazione abbia ridotto nel tempo il premio per il rischio azionario e come questo fenomeno abbia influito poi negativamente nelle scelte del mix azionario e obbligazionario di un portafoglio tattico prima della crisi del 2008. (il Libro di Bellavite è stato pubblicato prima del crack di Lehman).

Riportiamo qui di seguito le tabelle per il calcolo del premio al rischio mondiale, diviso per i vari bacini, dal 1900 ad oggi e poi lo spaccato mensile del premio al rischio calcolato per US, Euro area e Gran Bretagna.

Paese	Premio per il rischio 1900-2005
Australia	7,1
Canada	4,5
Giappone	6,7
Sud Africa	6,2
Media	6,13

Modello D.M.S. (2006) per 'altri Paesi'. Libro di Bellavite pag. 73

#### Premio per il rischio azionario mondiale (ex Usa ed Europa) 1900-2000

Prima della crisi del 2008 la media del premio per il rischio azionario US era del 5,50% (media tra il modello M.P. e quello Siegel), del 4,31% per l'Europa e del 6,13% per gli altri Paesi.

Per gli effetti della crisi sistemica recente, riportiamo la tabella che abbiamo costruito sui dati di Bloomberg per gli indici S&P500 (USA), Dax (Euro) e Ftse100 (UK) – (tabella n.1 pagina seguente)

Come si può notare la media del premio per il rischio americano dal luglio del 2008 ad aprile del 2010 è stata del 7,40% per USA rispetto al 5,50% prima della crisi, per l'area Euro è stato il 7,47% rispetto al 4,31% e per UK è stato del 7,64% rispetto al 4,4%.

In termini relativi le azioni sono diventate più pericolose, rispetto all'investimento in obbligazioni governative, dopo la crisi del 2008 rispetto ai precedenti 100 anni, del 2% (quindi per 200bps) in USA, del 3% (quindi 300bps) per l'area Euro e del 3,20% (quindi 320 bps) per la Gran Bretagna.

Per tornare ai nostri quattro parametri che aiutano gli investitori di medio - lungo termine sull'azionario che vorrebbero scegliere quei titoli equity che riescono a massimizzare il dividend yield e a minimizzare il rapporto prezzo/utigli e il moltiplicatore degli utigli futuri in un contesto di premio per il rischio controllato, si dovrebbe tenere presente che il differenziale tra ritorni composti reali sull'investimento azionario rispetto a quelli sulle obbligazioni governative (il premio per il rischio azionario) è cresciuto a causa della crisi recente ed è cresciuto di più proprio in Europa, rispetto a USA.

Ciò rende gli investimenti sui titoli ad alto dividendo comunque più rischiosi dopo il crack di Lehman rispetto al periodo 1900-2008 (considerato in media) e quindi è bene oggi avere una percezione costante delle attese sui futuri dividendi, percezione che il Futures appena lanciato sul FtseMib ha tutti i presupposti di poter soddisfare.

Anni	Premio per il rischio
1889-1898	1,78
1899-1908	5,08
1909-18	1,49
1919-28	14,64
1929-38	0,18
1939-48	8,89
1949-58	18,3
1959-68	4,5
1969-78	0,75
Media	6,18
1926-2001	4,7

Modello Mehra-Prescott (1985) e modello Siegel (2002) per USA (pag 46) e modello D.M.S. (2006) per l'Europa  
Fonte 'Il Libro di Bellavite' pagg. 46 e 68.

Paese	Premio per il rischio 1900-2005
Belgio	2,8
Danimarca	2,9
Francia	6,8
Germania	3,8
Irlanda	4,1
Italia	6,6
Norvegia	3,1
Paesi Bassi	4,5
Regno Unito	4,4
Spagna	3,4
Svezia	5,7
Svizzera	3,6
Media	4,31



date	usa			eur			uk		
	divid yield	mkt return	premium	divid yield	mkt return	premium	divid yield	mkt return	premium
29/07/2008	2,22	11,11	7,07	4,02	12,85	8,37	4,54	11,97	7,07
27/08/2008	2,19	11,08	7,32	4,06	12,91	8,74	4	11,48	6,97
25/09/2008	2,31	11,2	7,35	4,29	12,91	8,68	4,27	11,61	6,99
24/10/2007	3,06	11,98	8,29	5,8	13,39	9,64	5,28	12,47	8,11
24/11/2008	3,13	12,02	8,7	5,43	11,25	7,82	5,28	12,02	8,08
23/11/2008	3,06	11,19	9,02	5,29	10,48	7,53	5,05	11,29	8,17
21/01/2009	2,99	11,2	8,66	5,64	10,21	7,21	5,44	10,82	7,38
19/02/2009	3,17	11,43	8,58	5,4	9,71	6,63	6,06	10,82	7,31
20/03/2009	2,87	11,69	9,06	5,32	10,11	7,14	5,44	11,37	8,34
20/04/2009	2,64	11,11	8,27	4,72	9,78	6,63	5,21	11,67	8,46
19/05/2009	2,33	10,85	7,61	4,12	9,47	6,03	4,65	11,54	8,04
17/06/2009	2,32	10,59	6,9	4,26	3,48	5,85	4,62	11,58	7,79
16/07/2009	2,24	10,81	7,24	4,16	9,43	6,11	4,44	11,77	8
14/08/2009	2,09	10,23	6,66	3,78	9,49	6,17	4,12	10,28	6,6
14/09/2009	2	10,08	6,66	3,56	9,5	6,24	3,86	9,81	6,2
13/10/2009	1,96	10,01	6,66	3,41	9,68	6,52	3,63	10,11	6,71
11/11/2009	1,93	10,1	6,62	3,42	10,03	6,69	3,53	9,74	5,99
10/12/2009	1,93	10,05	6,55	3,43	10,42	7,24	3,49	10	6,19
08/01/2010	1,85	9,81	5,98	3,43	10,39	7,01	3,26	10,43	6,37
08/02/2010	2,04	3,56	7,17	3,83	11,12	7,97	3,7	10,92	6,97
09/03/2010	1,87	10,33	6,63	3,235	11,55	8,42	3,55	12,89	8,84
07/04/2010	1,82	10,09	6,24	3,2	11,35	8,23	3,43	13,8	9,74
28/04/2010	1,83	10,53	6,77	3,41	13,38	10,9	3,56	3,94	11,29
media	2,34	10,48	7,39	4,23	10,56	7,47	4,37	10,97	7,64

Tabella n.1 - Fonte: Elaborazioni di Macromarkets su dati Bloomberg.

**Luca Bagato**  
**Amministratore unico di Macromarkets**

# SeDeX - il mercato dei Covered Warrant e dei Certificati

## I numeri e le news del mercato

### Cifre Chiave – Apr 2010

<b>N. contratti</b>	126.606
<b>Controvalore mln €</b>	1.200,8
<b>New Listing del mese</b>	122
<b>N. Emittenti</b>	15
<b>N. Sottostanti</b>	337

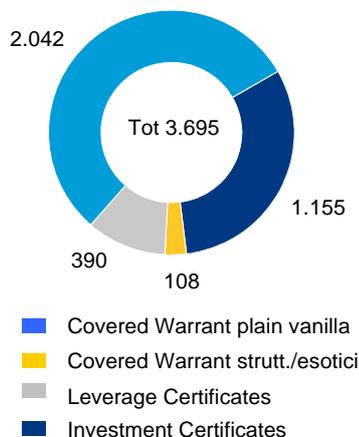
### Il Mercato SeDeX

Gli strumenti in quotazione a fine febbraio ammontano a 3.695, di cui 2.042 covered warrant plain vanilla, 108 covered warrant strutturati/esotici, 1.155 investment certificates e 390 leverage certificates.

Nel mese di aprile 2010 su SeDeX sono stati quotati 68 covered warrant plain vanilla e 54 nuovi certificati.

In febbraio sono stati scambiati 126.606 contratti per un controvalore di 1200,8 milioni di euro.

### N° Strumenti per Segmento

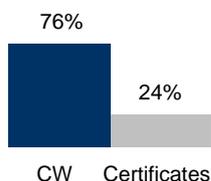


### Novità dal mercato

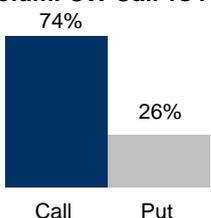
Nel mese di aprile è stata pubblicata una nuova release del sito di Borsa Italiana con delle importanti novità per la sezione dedicata ai CW e ai Certificati. E' ora disponibile la *matrice*, un intuitivo strumento per la ricerca degli strumenti quotati partendo dal sottostante. E' stato arricchito il motore di ricerca con delle nuove funzionalità e le schede prodotte con dei nuovi campi informativi, come le performance passate.

Da aprile 2010 sarà pubblicata anche la nuova versione di SeDeXStat, molto più ricca di dati e statistiche, ora su 5 pagine e con una netta distinzione tra covered warrant e certificati.

### Volumi CW vs Certificates



### Volumi CW Call vs Put



### I 5 Covered Warrant più scambiati

Emittente	ISIN	Sottostante	Facoltà	Strike	Scadenza	Contratti	Controv.
UniCredit	IT0004502180	FTSE MIB	Call	31.000	19/12/14	2.716	150,85
UniCredit	IT0004558281	FTSE MIB	Put	18.000	16/12/11	2.097	85,21
Société Générale	FR0010836148	FTSE MIB	Call	44.000	15/12/17	710	56,35
UniCredit	IT0004502230	FTSE MIB	Put	14.000	21/12/12	884	51,75
Société Générale	FR0010836130	FTSE MIB	Call	40.000	15/12/17	591	46,95

### 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	1.504	29,33
Banca IMI	IT0004522444	S&P GSCI ER	Equity Prot. Strike 391,4 Part. 100%	22/09/14	620	12,69
BNP Paribas Arb.	NL0009329721	FTSE MIB	Turbo Short Strike e Barr 24.000	18/06/10	1.372	9,35
Banca IMI	IT0004522436	S&P/BRIC 40	EP Cap Strike 1.881,67 Cap 2852,2	22/09/14	379	7,59
RBS	NL0000725976	DAX Global BRIC PR	Benchmark	11/03/13	10	5,32

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

# Come muoversi al meglio nel mondo dei certificates

## Il nuovo sito ACEPI dedicato ai certificati



**Carlo Mazzola**

*Fondatore di Norisk, si occupa di ricerca e analisi di prodotti finanziari strutturati e di strategie di investimento. Ha svolto attività accademica per oltre dieci anni presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore.*



**Marcello Rubiu**

*Co-fondatore e partner di Norisk si occupa della valutazione di derivati, obbligazioni strutturate e degli investimenti finanziari in real estate. E' responsabile dei servizi di consulenza per investitori privati e corporate.*

I certificati stanno iniziando ad entrare nel portafoglio di un numero sempre maggiore di investitori. Oggi la grande sfida da parte degli emittenti, come emerso anche della recente ricerca condotta dall'Università Bocconi e sponsorizzata da Acepi, è riuscire a far comprendere agli utilizzatori le potenzialità di questi strumenti.

E' importante ricordare che i certificati rappresentano scommesse, più o meno complesse, sull'andamento di alcune grandezze finanziarie che spaziano dagli indici azionari, ai singoli titoli, alle valute, ai tassi di cambio ...

Ma la vera peculiarità di questi strumenti è la possibilità di scelta sul grado di rischio, decisione alla quale necessariamente si abbina un profilo di rendimento correlato: infatti scelte più prudenti portano a scenari di guadagno

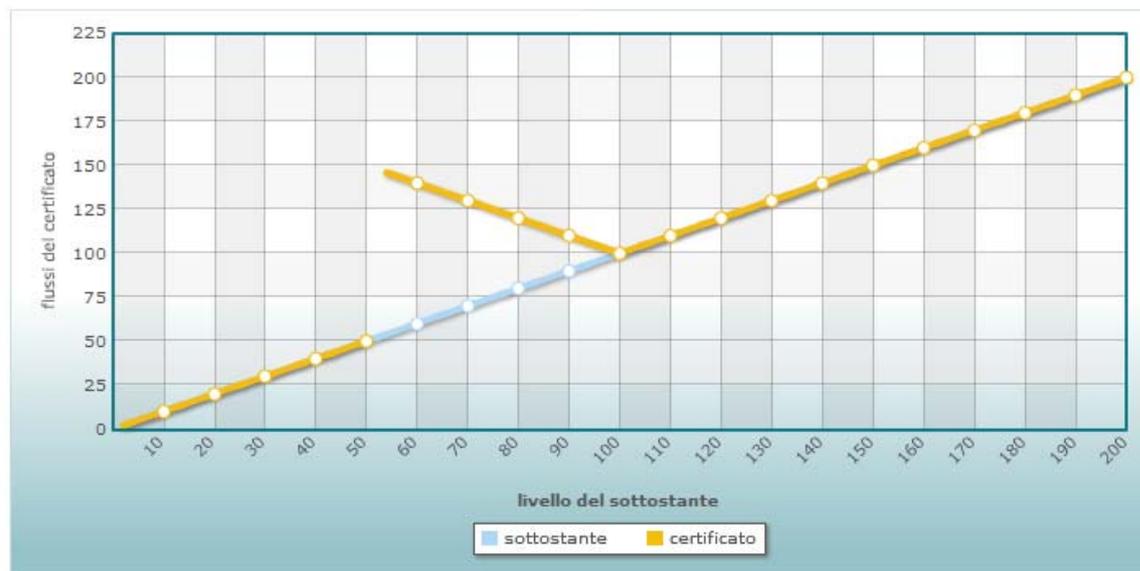
inferiori, mentre decisioni più aggressive, nelle quali non sono previste protezioni del capitale, permettono in caso di esito positivo di incrementare notevolmente il valore del denaro investito.

E' proprio la possibilità di modellare il profilo rischio/rendimento che rende al tempo stesso attraenti e difficili da capire i certificati. In questa ottica è nato il sito internet [www.acepi.it](http://www.acepi.it) finalizzato a chiarire quali siano "gli ingredienti" dei certificati e ad offrire anche un'anagrafica aggiornata sulle loro caratteristiche. Non bisogna infatti dimenticare che le dinamiche dei prezzi possono generare "l'evento barriera" che cambia la natura dello strumento facendo perdere, nella quasi totalità dei casi, un effetto di protezione o di reddito. Per questo motivo un certificato che viene ancora definito Bonus nelle anagrafiche si può essere trasformato in un semplice benchmark, che replica un indice, e come tale deve essere trattato per evitare di incorrere in errori e rischi di sovravalutazione.

L'home page del sito riporterà informazioni su Acepi, notizie e informazioni sulle emissioni ed è caratterizzato da due sezioni "operative" di education e di ricerca strumenti, quest'ultima definita *smart investor*.

Visto che spesso nomi commerciali differenti hanno strutture finanziarie uguali, nelle schede abbiamo riportato le varie definizioni, in modo da renderli omogenei.

Figura 1: Payoff Twin Win Certificate



In poche righe riassumiamo le caratteristiche principali: sostanzialmente la capacità o meno di proteggere il capitale e il grado di reattività alla dinamica del sottostante, aspetti salienti di ogni investimento. Un grafico (si veda figura 1) riporta il payoff a scadenza degli strumenti, la scelta dei colori permette di identificare chiaramente quale sarà il valore di liquidazione del certificato, in funzione del valore finale del sottostante. Qualora fossero previste barriere, una linea di colore differente permette di identificare i vari scenari, che ricordiamo si escludono a vicenda, ma è opportuno poterli visualizzare contemporaneamente per comprendere le potenzialità degli strumenti. Scelta analoga è fatta per certificati che corrispondono flussi di cassa durante la loro vita o possono essere rimborsati prima della naturale scadenza, come gli express o gli autocallable.

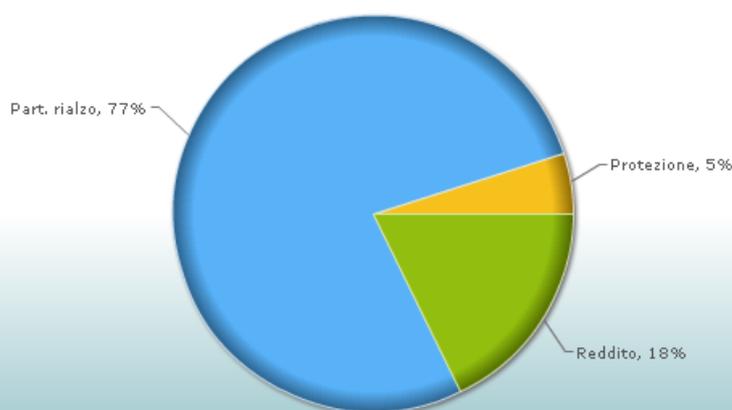
Molto spesso è difficile capire quale sia la logica finanziaria dei certificati, specialmente quelli più complessi, per questo motivo abbiamo scelto di rappresentare al momento dell'emissione le varie componenti: partecipazione rialzo/ ribasso, reddito, rimborso anticipato, protezione.

In questo modo con un semplice sguardo è possibile rilevare quali siano le componenti più importanti e avere subito un'idea di quali siano le caratteristiche. La figura 2 chiarisce come un cash collect rappresenti una scelta rialzista (la componente azzurra); la parte legata al reddito, che si attiva al verificarsi di eventi, è più contenuta. Emerge comunque una ridotta protezione. Questa analisi dovrebbe servire all'investitore per valutare scenari negativi nei quali i cali di prezzo potrebbero essere molto accentuati. Nel sito questa analisi è svolta per tutte le tipologie di certificati.

Si osserva immediatamente come una scelta più conservativa, che preservi il capitale, riduca inevitabilmente la componente di reddito atteso e di partecipazione al rialzo al verificarsi di scenari positivi.

In quest'ottica, con finalità espositiva, e necessariamente riduttiva, abbiamo identificato i *drivers della performance* in tre momenti importanti nella vita di un certificato: all'emissione, in prossimità della scadenza e al verificarsi dell'evento barriera (se previsto). In questo modo l'investitore ha una chiara visione di quali fattori impattino sul valore del certificato, permettendogli di scegliere in funzione delle aspettative e, al tempo stesso, escludere strumenti il cui valore rispondesse in modo contrario alle proprie previsioni sui *drivers*, ad esempio volatilità o trascorrere del tempo. Abbiamo utilizzato una metodologia di simulazione di Monte Carlo per svolgere quest'analisi.

Figura 2: Le componenti di un Cash Collect



#### Drivers della performance

La reattività dei prezzi dei certificati come reazione di un aumento delle variabili chiave.

Variabili	Emissione	Barriera toccata*	Scadenza (Prossimità)*
(↑) Sottostante	↑	↑	↑
(↑) Volatilità	↓	↑	↓
(↑) Tempo (a)	↑	↓	↑
(↑) Tassi d'interesse	↓	↑	↓
(↑) Dividendi	↓	↓	=

(a) Per "Tempo" si intende il suo trascorrere e quindi per il certificato l'avvicinarsi alla sua scadenza naturale.

\*prezzo sottostante prossimo al livello della barriera e 2 mesi alla scadenza

\*barriera attiva, 2 mesi alla scadenza, prezzo sottostante vicino allo strike e distribuzione dividendi non più previsto



**ACEPI** ASSOCIAZIONE ITALIANA CERTIFICATI E PRODOTTI DI INVESTIMENTO

CHI SIAMO EDUCATIONAL SMART INVESTOR

ACEPI nasce, sull'esempio di altri Paesi europei come Germania e Svizzera, per promuovere in Italia una cultura evoluta dei prodotti d'investimento, in particolare certificati.

L'Associazione ha lo scopo di promuovere i prodotti di investimento (tra i quali certificati, covered warrants e obbligazioni strutturate) e di contribuire alla conoscenza dei medesimi e allo sviluppo sostenibile del mercato di tali prodotti.

**Scegli il Certificato**

ASSET CLASS PROTEZIONE DEL CAPITALE SOTTOSTANTE STRATEGIA STANDARD

Scopri il tipo di certificato più adatto alle tue esigenze, seleziona un pulsante tra quelli qui sopra, tramite semplici passaggi oppure inserisci il codice ISIN qui nell'apposito box di ricerca

Ricerca Certificati per codice ISIN

**Ultime News**

**Evento Acepi**  
19/11/2009 I certificati di investimento: mercati, strutture finanziarie, strategie gestionali

**Rassegna Stampa**  
21/11/2009 Usare i certificati, arriva il manuale di istruzioni

**Nuove Emissioni**

Deutsche Bank – Emissione di Express e Bonus Cap  
06/01/2010 Collocamento di un express su DJ Eurostoxx 50 e di un Bonus Cap su DBLCI-0Y Brent EUR- Hedged

Deutsche Bank – Emissione di Express e Bonus Cap

**Cosa sono i certificati**

I certificati sono degli strumenti finanziari che consentono di incorporare innumerevoli strategie dalle più semplici, come la replica dei sottostanti, a quelle più complesse e raffinate che sarebbero difficilmente implementabili dagli investitori privati.

**CAPITALE PROTETTO**

I certificati a capitale protetto sono strumenti che offrono la possibilità di investire in attività finanziarie garantendo la tutela del capitale investito, se sottoscritti durante la fase di collocamento e detenuti fino al rimborso dello strumento. Se acquistati sul mercato secondario consentono di definire le performance minime ottenibili a scadenza.

**CAPITALE CONDIZIONATAMENTE PROTETTO**

I certificati a capitale condizionatamente protetto sono prodotti finanziari che consentono l'esposizione a particolari assets offrendo una garanzia parziale del capitale, condizionata al non raggiungimento di determinati livelli barriera stabiliti all'emissione.

**CAPITALE NON PROTETTO**

I certificati a capitale non protetto sono prodotti molto semplici che replicano fedelmente la dinamica del sottostante. Alcuni prodotti prevedono la partecipazione ai movimenti del sottostante in modo più o meno proporzionale.

**A LEVA**

I certificati a leva sono strumenti finanziari che offrono un'esposizione più che proporzionale e variazioni di prezzo di un determinato sottostante

L'investitore potrà scegliere tra indici azionari, singole azioni, valute o commodities. Ma riteniamo più utili siano le domande che permettono di rispondere alle strategie ed ai desideri di, eventuale, protezione del capitale.

Si può essere rialzisti in modo marcato o semplicemente scommettere su andamenti più "lateral" e in funzione della propria avversione al rischio si può desiderare una tutela dell'investimento certa o condizionata al verificarsi dell'evento barriera. Il Selector può essere interrogato inserendo più richieste, ad esempio: Cap protetto, rialzo, indici, DJES50.

La figura 3 riporta l'home page del sito. Lo sforzo di sintesi è spesso complesso, perché si devono unire informazioni di mercato, a logiche di spiegazione,

il tutto rispettando le normative in merito agli strumenti finanziari. Il sito informerà sulle nuove emissioni, che sono state numerose dopo la crisi del 2009, sugli eventi a carattere divulgativo, mirati a rendere sempre più edotti i risparmiatori. Il reperimento dei prospetti informativi permetterà di avere il documento ufficiale con le caratteristiche degli strumenti.

Un obiettivo è diventare il punto di riferimento per l'informazione del settore, senza scendere nell'operatività giornaliera e nelle decisioni di investimento. Questa attività rimarrà, a livello di internet, su blog specifici nei quali si confrontano ormai da molti anni investitori esperti dei certificati.

Tornando al *selector*, si verifica se esistano strumenti che rispondano a criteri stringenti di ricerca, che rispondano alle effettive esigenze di investimento.

Ovviamente, è possibile non restringere la ricerca (limitandosi ad esempio alla direzionalità) e ottenere un numero maggiore di strumenti.

La numerosità e la complessità dei certificati quotati in Borsa fa sì che la ricerca sia spesso difficoltosa, inoltre è opportuno ricordare che questi strumenti possano "cambiare pelle". L'evento barriera, che si verifica quando il sottostante raggiunge un determinato livello di prezzo (generalmente una discesa tra il 30 ed il 50%, rispetto ai valori iniziali), modifica le caratteristiche del *payoff*, trasformandoli in scommesse lineari sul mercato. Oggi, complice la forte correzione subita dai mercati, la numerosità di strumenti benchmark è molto elevata, anche se appaiono ancora con le vecchie denominazioni (bonus o twin win).

- CAPITALE PROTETTO**
- ◆ Equity Protection
  - ◆ Butterfly
  - ◆ Double Win
  - ◆ Relative Value
  - ◆ **Bonus**
  - ◆ Express
  - ◆ Twin Win
- CAPITALE CONDIZIONATAMENTE PROTETTO**
- CAPITALE NON PROTETTO**
- A LEVA

**BONUS**

- Standard Protection Reverse Booster Rebound Cliquet

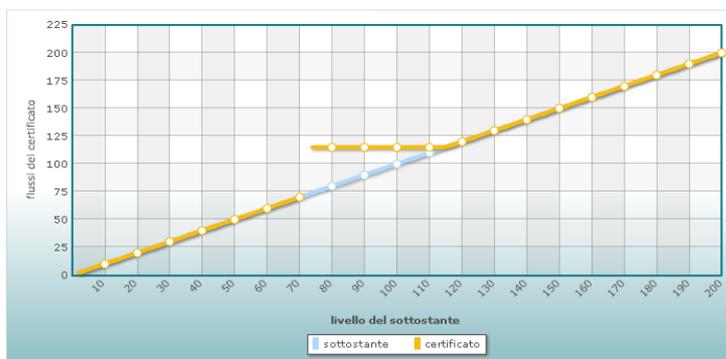
Nomi commerciali

Bonus

Caratteristiche principali

- Riconoscimento a scadenza di un bonus a condizione che il sottostante non sia mai sceso sotto una barriera predefinita;
- Partecipazione al rialzo del sottostante a scadenza;
- Barriera di protezione condizionata del capitale investito;
- Rendimento soggetto a limite se per lo strumento è previsto un "cap";
- Copertura delle oscillazioni valutarie se per lo strumento è prevista l'opzione "quanto"

I profili di rendimento



Esistono poi le ricerche "classiche" per sottostante e codice ISIN, per chi avesse già idee molto precise! Riteniamo che lo sforzo compiuto da Acepi sia nella corretta direzione per rendere più chiaro il funzionamento di questi strumenti, soprattutto per permettere agli investitori di ben comprendere quale sia il certificato che risponda in modo adeguato ai propri obiettivi, in termini di

andamento dei sottostanti e livello di rischio che si intende accettare. Crediamo che la formazione sia un passo necessario per poter investire in modo consapevole. La strada da percorrere è ancora lunga, ma questo è il primo importante passo per avvicinarsi...

La figura 4 riporta il payoff di un bonus. Si osservi come al verificarsi dell'evento barriera il payoff subisca un salto (la linea gialla).

Si tratta di una delle molteplici tipologie di bonus, infatti cliccando sui vari sottotipi (Protection, Reverse, Booster) il risparmiatore potrà osservare come la linea del payoff si modifichi in funzione della dinamica del sottostante. Per rendere più agevole l'analisi lo invitiamo a utilizzare anche i drivers della performance (figura 2) che consentono di scomporre visivamente quanto incidano le varie componenti. La figura 5 riporta uno dei molteplici esempi di ricerca con il quale possa essere interrogato il database. I risultati riportano la lista di strumenti che rispondono ai vincoli posti dall'utilizzatore.

Figura 5: Percorso di selezione su asset class

**CERTIFICATE SELECTOR**

**ASSET CLASS**

- PROTEZIONE DEL CAPITALE
- SOTTOSTANTE
- STRATEGIA
- STANDARD

**PERCORSO 1- ASSET CLASS**

Seleziona i certificati partendo dall'asset class considerando il profilo di rendimento effettivo e non quello originario

- Scegli su quale asset intendi investire:
- 1.1 OPZIONE:
- 1.2 GEOGRAFICA:
2. Quale strategia intendi perseguire:
3. Quale tipo di protezione capitale serve:
4. Scegli il sottostante:

Nr. 2 Certificati trovati corrispondenti ai criteri selezionati VEDI RISULTATI

**Risultati**

Tipologia: Twin Win		Sottostante: Eurostoxx Utilities							Ultimo prezzo: 383.830 (eur)			
Emitt.	Tipo	Ultimo prezzo	Scadenza	Barriera		Livello Iniziale/strike	Partecipaz (%)		Rimborso minimo	Cap (%)		Bonus
				Up	Down		Up	Down		Up	Down	
	standard	65.850	28/06/2010	-	423.860	565.140 / -	125%	100%	-	-	-	-

Tipologia: DoubleWin		Sottostante: Ftse Mib							Ultimo prezzo: 23.007.220 (pt.)			
Emitt.	Tipo	Ultimo prezzo	Scadenza	Barriera		Livello Iniziale/strike	Partecipaz (%)		Rimborso minimo	Cap (%)		Bonus
				Up	Down		Up	Down		Up	Down	
<input checked="" type="checkbox"/>	standard	119.400	20/12/2011	-	-	38.172.000	100%	-	90.000	-	-	-

**Carlo Mazzola  
Marcello Rubiu**



# Investire senza il rischio cambio

## Certificati Quanto di RBS



### Luca Zaccagnino

*Product&Client Manager di RBS per gli strumenti quotati sul mercato italiano. Laureato in Ingegneria presso il Politecnico di Torino, entra nel 2007 a far parte del team Equity Derivatives di ABN.*

*AMRO; successivamente all'acquisto di alcune aree di ABN AMRO da parte del gruppo RBS sposta la sua area di attività sugli strumenti quotati sui segmenti SeDeX, ETFPLUS e MOT di Borsa Italiana, occupandosi di tutte le fasi del ciclo di vita degli strumenti: dall'ideazione alla strutturazione, alla quotazione, fino alla gestione ed al rapporto con la clientela.*

Negli ultimi mesi abbiamo assistito ad una crescita della volatilità sulle principali valute. Questa è riconducibile principalmente alle tensioni sul mercato determinate dalla recente crisi finanziaria ed al consistente aumento dell'indebitamento pubblico delle economie evolute che genera timori ricorrenti sulla solvibilità degli stessi. E si aggiunge anche l'incertezza sui futuri equilibri di forza internazionali e sullo spostamento del baricentro della leadership economica e politica mondiale che potrebbe determinarsi quando ci lasceremo la crisi alle spalle. Il caso del Dollaro è esemplare: nonostante gran parte della comunità finanziaria condivida da tempo l'ipotesi di una graduale svalutazione nei confronti delle principali valute internazionali, la moneta americana da fine 2009 ha mostrato una forza straordinaria.

Le ragioni per essere ribassisti sul Dollaro non mancano. L'entità del debito pubblico statunitense comincia a palesarsi nella sua insostenibilità, la recente crisi che ha avuto origine negli Stati Uniti ha evidenziato un malessere del sistema economico americano fondato su un'eccessiva leva finanziaria; gli USA sono stati gradualmente sostituiti dalle grandi economie emergenti nel ruolo di interprete principale della crescita economica internazionale ed i Governi e le Banche centrali di tutto il mondo stanno riconsiderando la funzione della valuta americana come principale riserva di valore valutando l'opportunità di favorire una maggiore diversificazione delle valute utilizzate come riserva, eventualmente da

affiancare alle materie prime di grande rilevanza internazionale, primi fra tutti l'oro, il petrolio e gli altri metalli preziosi.

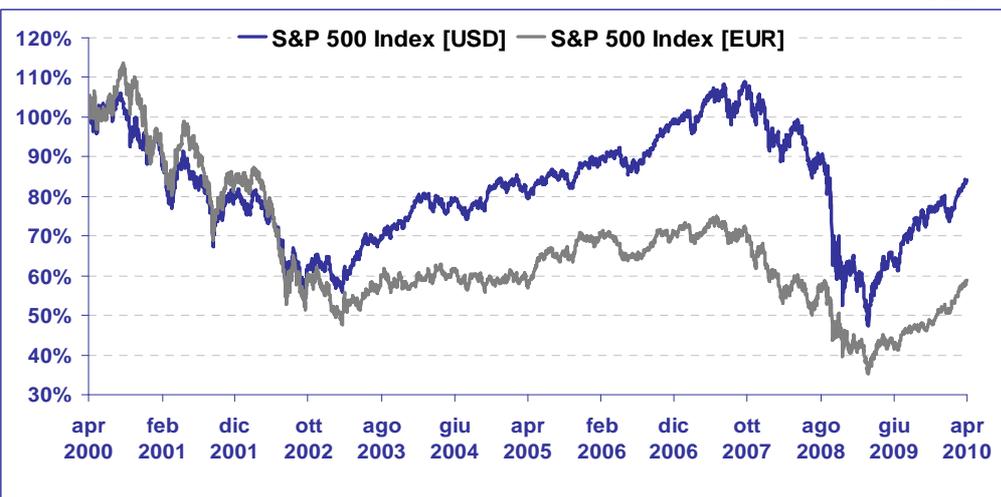
Nonostante i numerosi fattori che esercitano un'influenza contraria all'apprezzamento del biglietto verde, la recente forza del Dollaro rispetto alle principali valute sembra suggerire che gli investitori continuano a vedere nella moneta americana una valuta-rifugio in un momento in cui i membri dell'Eurozona sono impegnati a dipanare le problematiche di indebitamento della Grecia, il Giappone cerca di invertire un trend deflattivo di origine lontanissima e la Gran Bretagna, in attesa di andare ai seggi, è dibattuta fra la necessità di stimolare la crescita di un'economia fortemente legata ai servizi e l'urgenza di contrastare la crescita dell'indebitamento pubblico aumentando la pressione fiscale proprio sul settore finanziario che sostiene l'economia nazionale.

Il quadro di incertezza che si delinea si traduce dunque in tensioni sui mercati valutari e conseguentemente in una volatilità che potrebbe crescere ancora nell'arco dell'anno.

I maggiori beneficiari sono i trader e gli speculatori valutari che, attivi quasi esclusivamente sulle valute esotiche quando i principali tassi di cambio erano "troppo stabili" per poter approfittare di opportunità abbastanza ricche, hanno re-indirizzato parte delle proprie risorse sulle valute tradizionali per beneficiare delle nuove frequenti occasioni.

Tuttavia se per speculatori e trader di brevissimo termine la volatilità rappresenta un'opportunità, per gli altri investitori è un rischio. Ogni investitore europeo che acquisti titoli denominati in valuta estera assume infatti una doppia esposizione, sul titolo stesso e sul tasso di cambio fra l'Euro e la valuta di riferimento.

Grafico 1



Fintanto che il tasso di cambio rimane all'interno di un range contenuto, l'andamento dell'investimento rimane prossimo alla performance del titolo, ma quando il cambio si sposta, il rendimento dell'investimento rischia di esserne fortemente influenzato.

Chi ha preso una posizione sul mercato azionario americano dieci anni fa ne è al corrente. Come si osserva nel **grafico 1** all'indomani della recente crisi finanziaria l'indice S&P 500 è ancora in perdita del 15% circa rispetto ai livelli di 10 anni fa; d'altra parte per chi ha investito in Euro nel 2000 la perdita è superiore al 40%.

Dal **grafico 1** è evidente che il cambio non ha esercitato un'influenza determinante fino al 2003 mentre successivamente ha allontanato le due linee in maniera evidente, fino a toccare una distanza massima superiore al 40% a fine 2007 quando, mentre l'S&P 500 registrava una performance a 7 anni prossima al +10%, gli investitori dell'area Euro erano in rosso di oltre il 35%.

Nel **grafico 2** si osserva che sorte peggiore sarebbe toccata a chi avesse investito nel mercato azionario giapponese, avendo questo fatto registrare agli investitori europei delle perdite in 10 anni superiori al 50%.

D'altra parte in questo scenario l'entità del ribasso riconducibile alla svalutazione dello Yen rispetto all'Euro sarebbe "limitata" a meno del 12%.

Per quanto la tendenza nel corso del 2010 sia opposta e la svalutazione dell'Euro rispetto al Dollaro e allo Yen da inizio anno abbia giocato a favore degli investitori europei, con gli attuali livelli di volatilità sui mercati delle valute non si può escludere che una brusca correzione dei tassi di cambio possa penalizzare fortemente il risultato di un investimento su un sottostante quotato in valuta estera.

D'altra parte realizzare una copertura efficace del rischio valutario su un titolo è tutt'altro che semplice.

Al variare del valore del titolo è infatti necessario aggiustare la copertura. Se volessimo ad esempio coprire l'esposizione di un investimento su un oncia d'oro quando l'oro vale 1150 dollari, dovremmo assumere una posizione corta su dollari per un controvalore esattamente pari a 1150 dollari al di là della fattibilità dell'operazione per un investitore privato, nel momento in cui l'oro si apprezzasse raggiungendo quota 1200 dollari, si dovrebbe accrescere la posizione corta di 50 dollari.

È chiaro che non si tratta di una pratica alla portata di tutti per l'impegno di tempo ed i costi di negoziazione che derivano dalla frequente operatività richiesta.

Un modo efficiente per eliminare il problema ed investire su titoli in valuta estera scorporandone l'esposizione valutaria è negoziare dei Certificati Benchmark Quanto.

I Certificati Benchmark Quanto infatti replicano – in Euro – la performance che il sottostante riporta nella propria valuta di quotazione mettendo al riparo dalle fluttuazioni del tasso di cambio. Il valore del Certificato è infatti pari ad una frazione del valore del sottostante determinata dalla parità dello strumento, considerando un tasso di cambio fisso e pari ad 1. Così ad esempio il Benchmark Quanto su oro (ISIN NL0009391960) avendo una parità pari a 0,01 varrebbe circa 11,50 Euro (al valore teorico si applicano spread denaro-lettera e condizioni di market making) qualora l'oro quotasse 1150 Dollari mentre il Benchmark Quanto sull'indice indiano RBS India ADR/GDR TR index, avendo anch'esso parità pari a 0,01, varrebbe circa 11,0 Euro1 se l'indice quotasse 1100 Dollari.

Stessa metodologia si applica ovviamente ai certificati benchmark su argento, platino, palladio e sugli indici S&P 500 e Nikkei 225, benchmark di riferimento rispettivamente del mercato azionario americano e di quello giapponese. Sul sito [www.rbsbank.it/markets](http://www.rbsbank.it/markets) è possibile trovare l'elenco completo degli strumenti di tipo quanto.

È importante sottolineare che i Certificati Benchmark Quanto, come tutti gli altri certificati, sono strumenti fiscalmente efficienti che presentano un vantaggio rispetto ad altri strumenti Delta1 come ETF e Fondi: le eventuali plusvalenze realizzate sui certificati possono infatti essere compensate completamente con minusvalenze realizzate precedentemente dall'investitore.

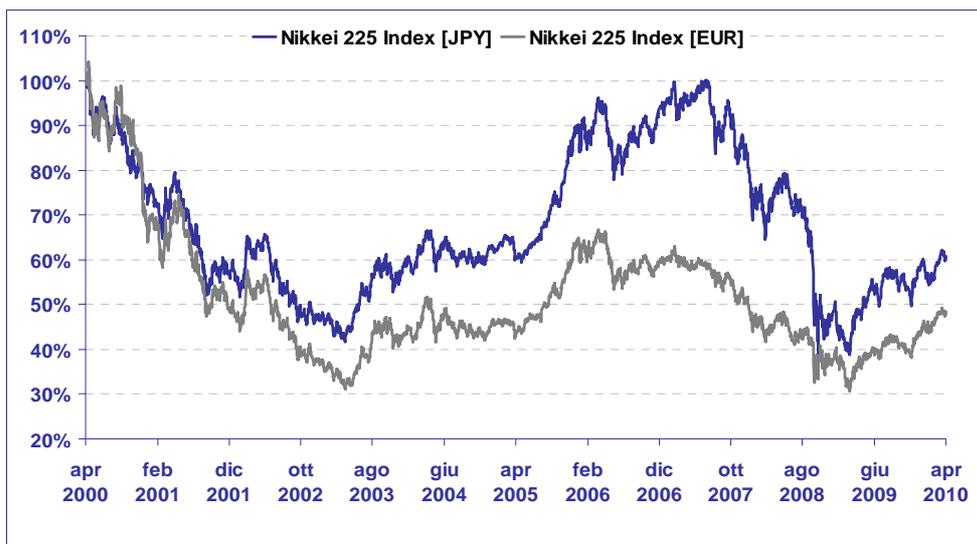


Grafico 2

**Luca Zaccagnino**

# ETFplus: il mercato degli ETF e ETC

## I numeri e le news del mercato

### Cifre chiave – aprile 2010

<b>N. contratti</b>	15.540
<b>Controvalore mln €</b>	344
<b>N. Emittenti</b>	10
<b>N. Strumenti</b>	418 ETF e 67 ETC

### I più scambiati per controvalore

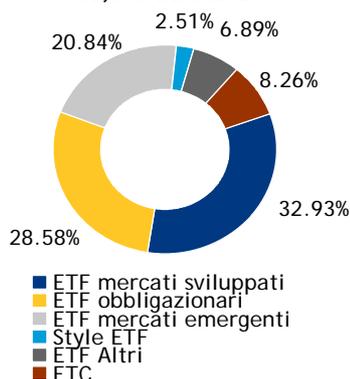
1. LYXOR ETF XBEAR FTSE MIB
2. LYXOR ETF LEVERAGED FTSE MIB
3. ISHARES DJ EURO STOXX 50
4. LYXOR ETF FTSE MIB
5. LYXOR ETF LEVDAX

### I più scambiati per contratti

1. LYXOR ETF XBEAR FTSE MIB
2. LYXOR ETF LEVERAGED FTSE MIB
3. LYXOR ETF MSCI INDIA (A)
4. LYXOR ETF CHINA
5. ISHARES FTSE BRIC 50

### ETFplus - AUM in Italia:

**17,437 mld di €**



Fonte Borsa Italiana – dati aggiornati ad aprile 2010

## London Stock Exchange Group vince l'ETF Global Award

Alla sesta edizione degli ETF Global Awards tenutasi il 29 aprile 2010 a New York, il London Stock Exchange Group ha vinto per il terzo anno consecutivo il premio come Borsa valori europea con il maggior numero di contratti realizzati durante il 2009.

La costante crescita del mercato ETFplus si è confermata anche nel mese di aprile che si è caratterizzato da una lunga serie di record:

(i) il 28 aprile 2010 è stato raggiunto il più alto numero di contratti realizzati in una singola seduta, pari a 29.691, +9,8% rispetto al precedente record (27.043 contratti - 5 febbraio 2010);

(ii) la media giornaliera dei contratti nel mese è stata pari a 15.440, +10,51% rispetto al precedente record di 13.971 di ottobre 2009;

(iii) il controvalore medio giornaliero degli scambi nel mese ha oltrepassato per la prima volta la soglia dei 300 mln di euro (€344 mln), segnando un +16,45% rispetto al precedente record pari a 295,4 milioni di euro di febbraio 2010.

Infine il mese di aprile ha fatto registrare il più alto valore degli AUM (Assets Under Management) sia per gli ETF (€15.997 milioni) sia per gli ETC (€1.440 milioni), con un net inflow pari rispettivamente a 256,8 milioni di euro per gli ETF e 106,7 milioni di euro per gli ETC.

## Superata la soglia di 400 ETF quotati

Sotto il profilo delle nuove quotazioni il trend di crescita è confermato; infatti da inizio anno sono stati quotati 85 nuovi ETF di cui 69 soltanto nell'ultimo bimestre; Amundi ha lanciato 43 ETF, Xmtch 13, Lyxor 4, db x-trackers 7, Powershares 1 ed iShares 1. consentendo al numero complessivo di ETF quotati nel mercato ETFplus di superare la quota record di 400, assestandosi alla fine del mese di aprile a 418.

### Contratti medi giornalieri

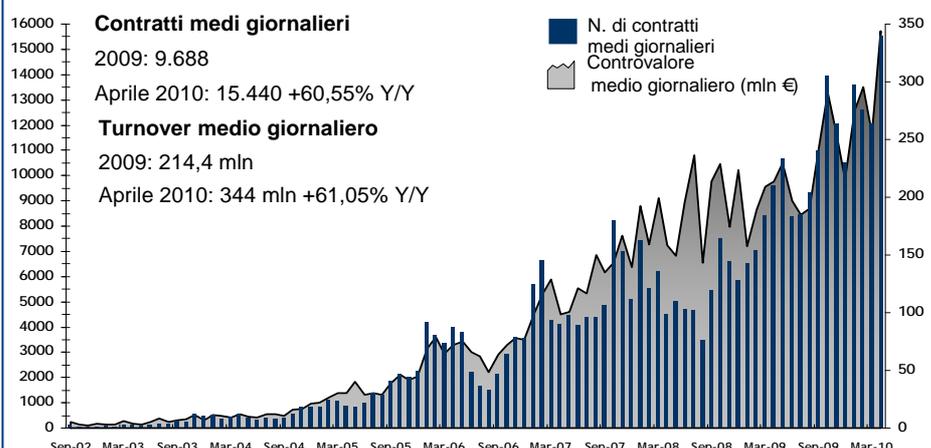
2009: 9.688

Aprile 2010: 15.440 +60,55% Y/Y

### Turnover medio giornaliero

2009: 214,4 mln

Aprile 2010: 344 mln +61,05% Y/Y



## ETF e Dividendi

### Quali differenze tra fondi a distribuzione e quelli a capitalizzazione



**Titta Ferraro**

*Giornalista professionista, laureato in Economia Politica presso l'Università Luigi Bocconi di Milano con tesi su "Logiche individuali e fallimenti sociali: teorie a confronto". Dal 2004 alla Brown Editore dove si occupa dei mercati finanziari e della pubblicazione del bisettimanale ETFNews*

A primavera gli investitori sono soliti riscoprire l'importanza dei dividendi. Le scelte di investimento possono essere influenzate non poco dal "fattore cedola", elemento aggiuntivo in grado di far pendere la bilancia verso un tipo di investimento rispetto a un altro soprattutto per i risparmiatori attratti dall'idea di avere un ritorno immediato dell'investimento. Molto dipende dalle preferenze soggettive degli investitori, che possono dare maggiore o minore rilevanza al fatto di godere di una remunerazione periodica del capitale investito. Ulteriori distinguo vanno fatti a seconda delle asset class di riferimento, con l'elemento cedola decisamente più importante nell'obbligazionario rispetto all'azionario soprattutto alla luce del diverso profilo finanziario di queste due classi d'investimento.

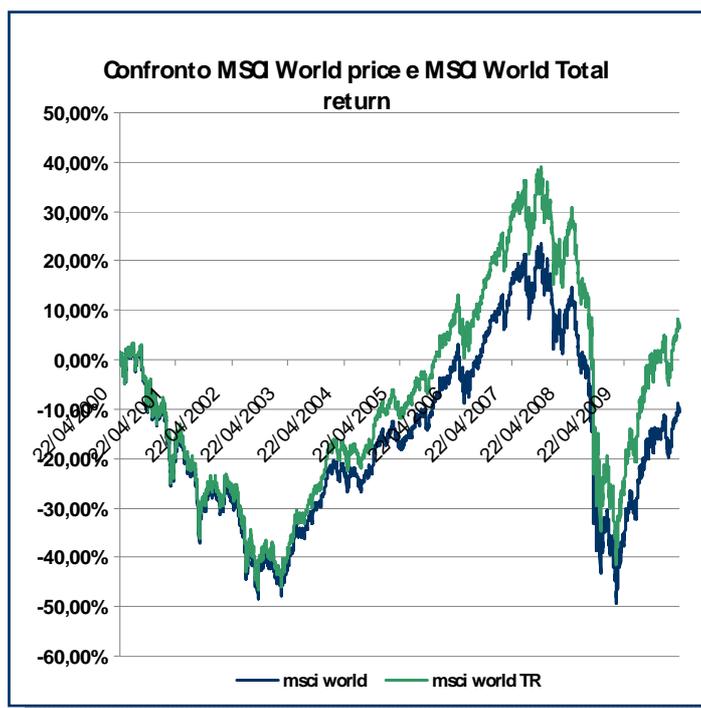
Sul mercato obbligazionario, ad eccezione dei titoli zero coupon, l'emittente si impegna a corrispondere interessi sotto forma di cedole con cadenza prestabilita e, nel caso delle obbligazioni a reddito fisso, è previsto il pagamento di una serie di cedole di ammontare già stabilito.

Per gli investimenti azionari, invece, la remunerazione sotto forma di dividendi rappresenta una quota dei profitti realizzati da una società e ridistribuita ai soci. Tale quota è a discrezione della società che può propendere anche per la non distribuzione della cedola.

Chi non mette in cima alle proprie priorità la ricezione di una remunerazione prima del disinvestimento dal prodotto finanziario prescelto può sicuramente trarre giovamento dalla presenza di strumenti "total return". In questo caso i dividendi invece di essere distribuiti periodicamente vengono reinvestiti direttamente nello stesso strumento d'investimento.

E' utile ricordare come il dividendo rappresenti una parte importante del ritorno complessivo di un investimento.

Basti pensare, guardando alle performance di lungo periodo nel mercato azionario, che gli indici che reinvestono i dividendi (total return) presentano una netta sovra performance rispetto a quelli che non li considerano nel calcolo (price): negli ultimi 10 anni l'MSCI World Total Return denominato in dollari ha garantito un ritorno complessivo positivo del 7% rispetto al saldo negativo del 10% circa dell'indice MSCI World price.



Fonte: Brown Editore su dati Bloomberg

#### Stacco o accumulo, come si comportano gli Etf

La distribuzione o meno della cedola dipende dal regolamento di ogni singolo ETF. La società emittente è chiamata a palesare la politica in materia di dividendi nel prospetto informativo di ogni fondo. La suddivisione è pertanto tra gli ETF che reinvestono i dividendi non distribuendo alcuna cedola (ETF a capitalizzazione) e gli ETF che invece prevedono la classica distribuzione dei dividendi a favore dei possessori del fondo (ETF a distribuzione). In quest'ultimo caso, i dividendi vengono accreditati direttamente sul conto



corrente del possessore dell'ETF, al netto delle ritenute fiscali e delle eventuali commissioni previste dall'intermediario.

Il giorno in cui viene staccata la cedola, il prezzo in Borsa dell'ETF subirà una riduzione del relativo importo, cosa che non avviene per gli ETF a capitalizzazione dove i dividendi percepiti dall'ETF vengono automaticamente reinvestiti al suo interno.

Va sottolineato che in entrambi i casi, accumulazione o distribuzione del dividendo, il beneficiario è unicamente l'investitore. Ad esempio, considerando un ETF dal NAV di 100 euro, lo stacco di una cedola di 10 euro comporta la distribuzione all'investitore della medesima somma (al lordo delle ritenute), con il valore dell'ETF che scende di 10 euro a 90 ed una ricchezza finanziaria dell'investitore di 100. Di contro, negli Etf ad accumulazione la cedola viene direttamente reinvestita nel fondo che mantiene così un valore pari a 100. Come si può vedere in entrambi i casi la ricchezza finanziaria dell'investitore è sempre uguale a 100.

I dividendi solitamente vengono pagati almeno una volta l'anno, ma anche con maggiore frequenza. In particolare per quanto concerne la maggior parte degli ETF obbligazionari la cadenza dello stacco della cedola è semestrale o anche trimestrale. Sui siti dei principali emittenti di ETF e su Borsa Italiana è possibile consultare le date di stacco delle cedole e quelle di pagamento.

Nell'ambito dell'offerta sono sempre più gli ETF ad accumulazione che non prevedono lo stacco della cedola e reinvestono nel fondo i dividendi staccati dalle società presenti nell'indice sottostante. Questi ETF esibiscono alcuni benefici rispetto a quelli a distribuzione che, dal canto loro, mantengono il vantaggio di promettere un ritorno periodico. Gli emittenti di ETF stanno progressivamente allargando la loro gamma di prodotti con la tendenza a proporre la doppia versione, a distribuzione e a capitalizzazione, di fondi che presentano lo stesso sottostante.

## L'importanza della componente fiscale

Tra le principali differenze, nelle due strutture, spicca l'aspetto fiscale. Gli ETF a capitalizzazione godono di un trattamento fiscale più vantaggioso in caso di mercato ribassista in quanto il dividendo, quando viene corrisposto, genera una tassazione del 12,5% indipendentemente dalle perdite che si stanno realizzando in conto capitale. Invece in caso di mercato rialzista l'effetto fiscale è abbastanza neutro con l'unica differenza rappresentata dal pagamento della ritenuta fiscale relativa al capitale incassato sotto forma di dividendo in anticipo rispetto al momento in cui si procederà al disinvestimento.

## I costi

Secondo punto a vantaggio dei total return è quello rappresentato dai minori costi, sia in termini effettivi (l'intermediario spesso applica una commissione per accreditare il dividendo sul conto), sia in termini di giorni valuta (si arriva a situazioni in cui trascorre quasi un mese tra la data in cui lo strumento quota ex-cedola e la data di pagamento del dividendo). E' necessario tenere ulteriormente in considerazione del fatto che il reinvestimento automatico del dividendo permette di evitare il problema relativo alla scelta di come riallocare la somma incassata. Una scelta che comporterà periodicamente degli inevitabili costi extra di intermediazione.

Per concludere gli ETF a capitalizzazione possono rappresentare una scelta ad hoc per chi desidera costruirsi un capitale nel medio lungo termine e non ritiene primario avere un ritorno nell'immediato dell'investimento. Di contro, gli ETF a distribuzione vanno incontro alle esigenze di chi desidera una periodica remunerazione dell'investimento effettuato.

**Titta Ferraro,**  
giornalista Brown Editore

# Obbligazioni dei Paesi Emergenti

## Le opportunità offerte dal mercato degli ETF



### Mauro Giangrande

*Mauro Giangrande, 34 anni, laureato in Economia delle Istituzioni e dei Mercati Finanziari all'Università Luigi Bocconi dal 2007 è il responsabile dell'attività di promozione, distribuzione e marketing degli ETF targati Deutsche Bank sul mercato italiano. Da gennaio 2008 è inoltre Head of sales&marketing di X-markets Italia, il team che all'interno della banca tedesca si occupa dell'emissione e della distribuzione di certificati e fondi quantitativi.*

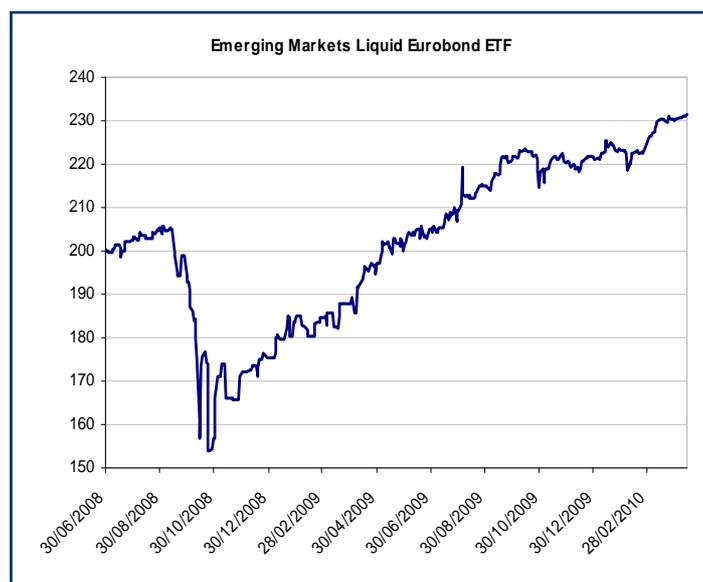
Negli ultimi anni l'interesse da parte degli investitori per i mercati Emergenti è cresciuto esponenzialmente soprattutto nei confronti di quei paesi che rientrano sotto la sigla BRIC (Brasile, Russia, India e Cina). Ciò che maggiormente attrae gli investitori è sicuramente l'elevato potenziale di crescita, soprattutto se messo a confronto con il tasso di sviluppo dei Paesi Euro, degli Stati Uniti e del Giappone, in forte sofferenza, anche in seguito alla recente crisi del credito, sia dal lato della domanda di beni sia dal lato della produzione industriale. Nel tempo è inoltre fortemente diminuito il rischio default, associato a questo genere di investimenti, come conseguenza del generale miglioramento dei fondamentali economici di questi Paesi: si è assistito infatti ad una riduzione del rapporto tra indebitamento estero e Pil e di quello tra debito a breve termine e riserve; ad un miglioramento della Bilancia dei Pagamenti, anche grazie all'accumulazione di ingenti riserve valutarie, e a livelli di inflazione contenuti e praticamente in linea con i livelli europei. Inoltre va evidenziato l'aspetto relativo all'incremento di trasparenza ed efficienza di tali economie grazie alla maggiore quantità e qualità di informazioni disponibili per gli operatori di mercato internazionali.

Per approfondire la tematica dei Paesi Emergenti è indispensabile però chiedersi, in primo luogo, quali paesi rientrino in questa categoria e perché. In tempi passati, così come recenti, le definizioni utilizzate per classificare i Paesi in via di Sviluppo sono state innumerevoli e svariati gli elementi presi in considerazione nella distinzione con i paesi Sviluppati. In linea generale, il termine "Emergenti" è utilizzato per identificare quei paesi caratterizzati da una fase di transizione, in ambito politico, economico e sociale, che dovrebbe

traghettarli, nel giro di pochi anni, dalla condizione di Paese in via di Sviluppo a quella di Paese Sviluppato.

Si fa riferimento dunque ad economie di recente espansione e caratterizzate da una rapida crescita economica; ed è per questo che darne una definizione sulla base di singoli indicatori, quale ad esempio il Reddito pro-capite, può risultare poco esaustivo.

Per quanto riguarda il mercato degli ETF sono innumerevoli i prodotti che replicano l'andamento di indici azionari legati a singoli paesi e ad aree geografiche più estese quali l'Asia, il Sud America e l'Est Europa, mentre il comparto obbligazionario è di più recente sviluppo e si è concentrato su emissioni a tasso fisso denominate, non in valuta locale, ma in valuta forte, generalmente in USD, in Euro, in Yen e in Sterline. Le obbligazioni emesse in valuta forte, a parità di paese emittente, si caratterizzano per un livello di rischio inferiore rispetto a quelle emesse in valuta locale in quanto proteggono l'investitore da eventuali forti svalutazioni della moneta estera derivanti ad esempio da spirali iper-inflazionistiche interne o semplicemente dalla volontà dei governi locali di favorire le esportazioni.



**Le performance passate non sono indicative del futuro andamento dell'ETF.**

Fonte: Bloomberg, dalla data di lancio al 13 Aprile 2010; andamento calcolato utilizzando i Nav dell'ETF



D'altro canto l'investitore europeo non può beneficiare di eventuali apprezzamenti delle valute interne, quali ad esempio il Real Brasiliano e il Peso Messicano o Filipino nei confronti dell'Euro.

Nelle obbligazioni emesse in valuta forte, il differenziale di rendimento rispetto a titoli emessi da paesi Sviluppati risiede quindi per lo più nel fattore "rischio default" normalmente più elevato per le economie emergenti e che trova espressione in una sorta di premio al rischio. Per diversi anni i mercati finanziari locali di molti Paesi Emergenti sono stati preclusi all'investitore estero e le loro valute non potevano essere convertite liberamente; in una simile situazione le obbligazioni denominate in valuta forte (principalmente in USD) costituivano l'unica forma di esposizione al debito di tali Paesi e sono tutt'ora generalmente più liquide.

Gli Exchange Traded Funds rappresentano un veicolo semplice ed immediato per ottenere un rapido ed efficiente accesso anche a questa tipologia di asset class. Deutsche Bank infatti, propone, all'interno della sua vasta gamma di ETF obbligazionari, il db x-trackers Emerging Market Liquid Eurobond Index ETF, attualmente l'unico prodotto sulla Borsa Italiana ad offrire un'esposizione a 39 obbligazioni governative o assimilabili emesse in valuta forte da 14 Paesi Emergenti facenti parte dell'America Latina, Asia, Est Europa, Africa e Medioriente. Attualmente i paesi le cui emissioni sono rappresentate nell'indice sono: Bulgaria (2.37%); Brasile (11.36%), Colombia (5.20%), Croazia (5.35%), Indonesia (7.45%), Messico (9.31%), Panama (4.67%), Perù (5.26%), Filippine (6.75%), Polonia (5.83%), Russia (7.82%), Sud Africa (5.23%), Turchia (11.51%), Venezuela (11.89%).

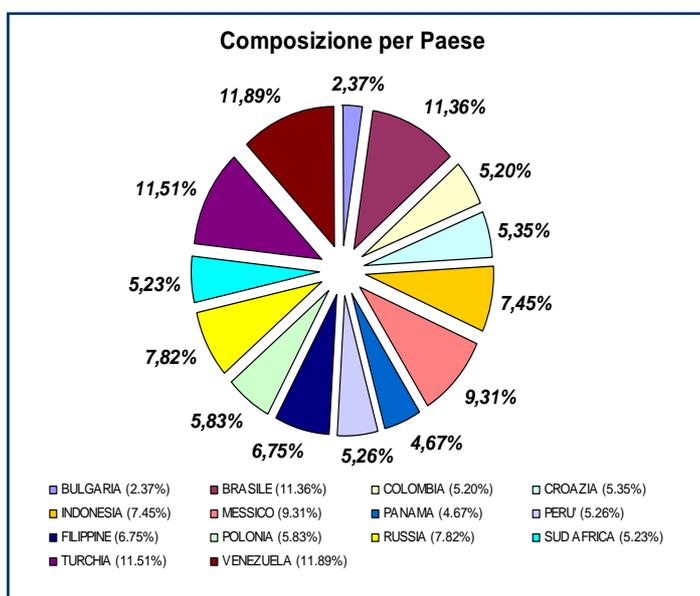
I criteri di selezione dei singoli bond non tengono conto solo dell'ammontare totale delle emissioni (outstanding amount) ma anche di alcuni criteri macroeconomici dei paesi emittenti, come ad esempio il merito creditizio e il rapporto tra indebitamento estero e Pil. Per quanto riguarda il rating ad esempio, gli emittenti inclusi nell'Indice Emerging Market Liquid Eurobond (l'Indice) devono avere una valutazione minima sul debito a medio-lungo termine uguale o superiore a B- (nel caso di rating assegnato da Standard & Poor's) o a B3 (nel caso di rating assegnato da Moody's); un rating creditizio massimo sul debito a medio-lungo termine uguale o inferiore a A- (nel caso di rating assegnato da Standard & Poor's) o ad A3 (nel caso di rating assegnato da Moody's).

Inoltre fanno parte dell'Indice solo i titoli con vita residua compresa tra i 5 e i 30 anni non rimborsabili anticipatamente, non convertibili o exchangeable.

I pesi dei titoli obbligazionari inclusi nell'Indice vengono ribilanciati annualmente, ma possono subire aggiustamenti anche su base mensile qualora uno dei titoli non soddisfi più i criteri stabiliti per farne parte o sia divenuto poco liquido.

Alla data del 21 Aprile 2010 il rendimento medio e la duration dei titoli inclusi nell'ETF ammontano rispettivamente a 5.29% e a 6.95.

Il db x-trackers Emerging Market Liquid Eurobond Index ha registrato nell'ultimo anno (dal 30 marzo 2009 al 30 marzo 2010) performance molto positive con un più 22.60%, favorito anche da un generale restringimento degli spread che ha caratterizzato il mercato dei bond emergenti a partire dalla prima metà del 2009. Considerata però la particolare natura del sottostante l'ETF si caratterizza anche per una volatilità annuale elevata soprattutto se messa a confronto con quella degli ETF su reddito fisso area Euro di pari duration. Pertanto, prima di procedere all'investimento, si consiglia gli investitori di prendere visione di tutti i rischi descritti nel relativo prospetto informativo.



**Mauro Giangrande,**  
Head of sales&marketing di X-markets Italia

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

I numeri e le news del mercato

## Cifre Chiave: Gen-Apr 2010

### Titoli di Stato

<b>N. contratti</b>	774.435
<b>Controvalore mln €</b>	67.983
<b>N. strumenti</b>	95
<b>New listed da gennaio</b>	17

### DomesticMOT

<b>N. contratti</b>	372.312
<b>Controvalore mln €</b>	7.278
<b>N. strumenti</b>	314
<b>New listed da gennaio</b>	40

### EuroMOT

<b>N. contratti</b>	80.626
<b>Controvalore mln €</b>	2.555
<b>N. strumenti</b>	236
<b>New listed da gennaio</b>	22

## Ultime quotazioni MOT

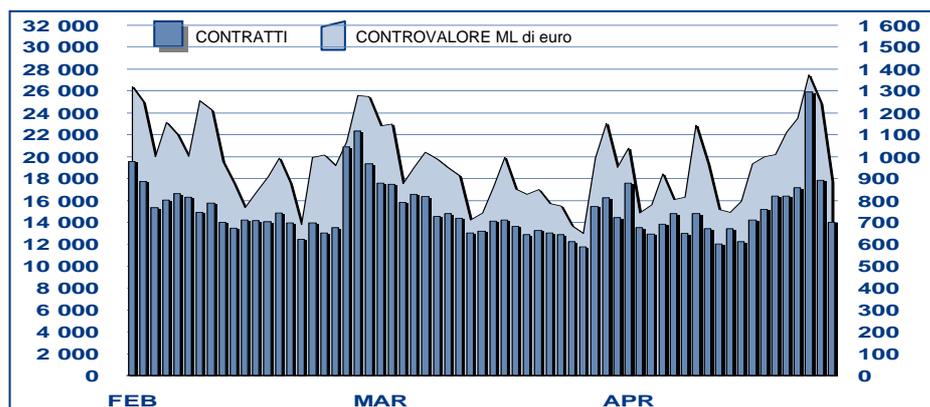
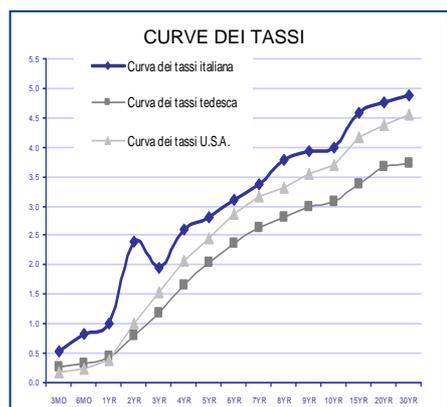
Nel mese di aprile il listino del mercato MOT è stato arricchito di nuove emissioni obbligazionarie. Nel dettaglio:

- 1 prestito Inverse Floater di Barclays Bank PLC con interessi fissi pari al 9% per i primi due anni di vita del prestito e successive cedole variabili inversamente legate all'andamento del tasso Euribor 6 mesi;
- 1 obbligazione strutturata di Credit Suisse AG con una prima cedola pari al tasso annuo del 2,50%, pari al tasso Euribor 3 mesi più uno spread dello 0,10% per i successivi due anni di vita del prestito e legate all'inflazione europea per i restanti due anni sino a scadenza;
- 1 prestito obbligazionario di Banca IMI S.p.A. con prime due cedole pari al 2,32% del valore nominale e cedole legate all'andamento dell'inflazione europea per i restanti anni di vita sino a scadenza;
- 2 obbligazioni BancoPosta emesse da Banco Popolare legate all'andamento di basket di indici. L'uno caratterizzato da un premio a scadenza, l'altro da cedole aggiuntive eventuali, al verificarsi dell'evento azionario previsto dal regolamento del prestito.

Anche il segmento EuroMOT ha registrato nuove quotazioni. In particolare, gli inizi negoziazione hanno riguardato titoli di Stato della Repubblica Francese, della Repubblica Federale Tedesca, del Regno di Spagna e una obbligazione in USD della Banca Europea per gli Investimenti (BEI).

## Ultime quotazioni ExtraMOT

Nel mese di aprile e nei primi giorni del mese di maggio sul mercato ExtraMOT sono entrate in negoziazione 16 nuove euro-obbligazioni corporate e bancarie di diversi emittenti. Sul nuovo mercato di Borsa Italiana è attualmente possibile negoziare oltre 150 prestiti obbligazionari.



Fonte dati: Borsa Italiana

# ExtraMOT, il mercato dei corporate bond di Borsa Italiana

## La struttura del nuovo MTF

ExtraMOT ha ampliato l'offerta di mercati dedicati alle obbligazioni di Borsa Italiana affiancando il consolidato mercato regolamentato MOT, con i suoi due segmenti DomesticMOT ed EuroMOT.

Come tutti i mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana, è caratterizzato da una modalità di negoziazione cosiddetta "order driven" che permette sia all'investitore privato, tramite un intermediario autorizzato, sia ad un operatore professionale di

inserire proposte in acquisto e in vendita sullo strumento di riferimento rendendo il meccanismo di price discovery trasparente ed efficiente.

E' prevista inoltre la presenza di operatori specialisti che, operando in conto proprio, sostengono la liquidità degli strumenti negoziati. In particolare gli intermediari che richiedono l'ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari sono tenuti a svolgere le funzioni di specialisti per gli strumenti per i quali abbiano richiesto essi stessi l'ammissione.

Gli operatori specialisti sono tenuti a esporre continuamente proposte in acquisto e in vendita il cui quantitativo minimo è determinato da Borsa Italiana tenuto conto

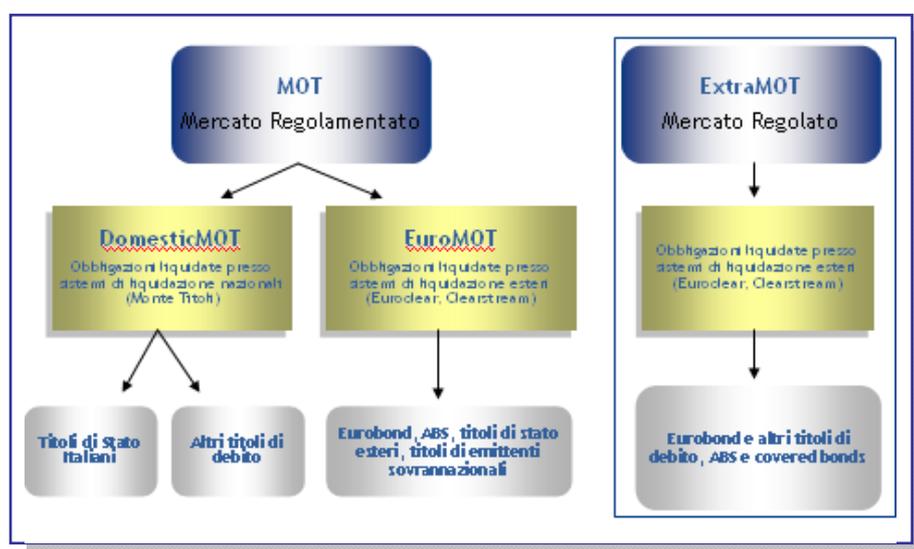


Tabella 1 – I mercati obbligazionari di Borsa Italiana

ExtraMOT permette la negoziazione di titoli di debito "corporate" (nell'accezione più ampia del termine che ricomprende anche i financial), purché già ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato dell'Unione Europea e titoli di Stato esteri, emessi da Stati membri dell'UE o da paesi OCSE con rating pari ad investment grade assegnato da almeno due primarie agenzie internazionali. L'ammissione alla negoziazione degli strumenti finanziari può avvenire sia su iniziativa di Borsa Italiana sia su richiesta di un intermediario aderente al mercato.

Il nuovo servizio di negoziazione si avvale della stessa infrastruttura tecnologica che già supporta tutti i mercati di Borsa Italiana, la piattaforma Tradelect, con microstruttura analoga al mercato MOT e in particolare al segmento EuroMOT.

ExtraMOT prevede, infatti, una fase di asta di apertura dalle ore 8.00 alle ore 9.00 e la negoziazione continua dalle ore 9.00 alle ore 17.30; durante la negoziazione i contratti sono conclusi mediante abbinamento automatico delle proposte ordinate in base al criterio prezzo/tempo.

delle caratteristiche di ciascuno strumento finanziario.

Analogamente a quanto avviene per EuroMOT, i contratti sono inoltrati per la liquidazione a Euroclear e Cleastream Banking Luxembourg tramite X-TRM, il servizio di riscontro e di rettifica giornalieri ed inoltre delle transazioni ai servizi di liquidazione domestici ed esteri fornito da Monte Titoli, e liquidati il terzo giorno di calendario Target successivo alla loro conclusione.

La vigilanza del mercato è effettuata secondo le regole e le procedure in essere per i Mercati Regolamentati di Borsa Italiana; l'attività di controllo delle negoziazioni permette, in considerazione di particolari andamenti del mercato, di interrompere la negoziazione continua e, contestualmente, ripristinare una fase di asta, volta a ristabilire un ordinato svolgimento dell'operatività.

Il sistema di negoziazione si avvale di meccanismi di controllo sui prezzi delle proposte immesse e dei contratti conclusi. Non è permesso l'inserimento di ordini con prezzi che si discostino eccessivamente dal prezzo di riferimento ed il processo di





**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, Blt Club, Academy, MiniFIB, DDM, EuroMOT, Market Connect, NIS, Borsa Virtuale, ExtraMOT, MIV, Bit Systems, Piazza Affari Gestione e Servizi, Palazzo Mezzanotte Congress and Training Centre, PAGS 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 London Stock Exchange Group, 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.