

Luglio 2009 | Numero 4 | **newsletter bimestrale**

IN QUESTO NUMERO

Copertina		1
IDEM	I numeri e le news del mercato	2
	I nuovi indici di Borsa Italiana	3-4
	Diverse onde, diversi atteggiamenti	5-6
SeDeX	I numeri e le news del mercato	7
	Doppia opportunità di guadagno sia con mercati positivi che con ritracciamenti dell'indice	8
	Aletti Step Certificate	9-10
ETFplus	I numeri e le news del mercato	11
	ETF a leva	12-13
	L'importanza degli ETF in un contesto di alta volatilità infragiornaliera	14-16
MOT	I numeri e le news del mercato	17
	ExtraMOT – il nuovo MTF di Borsa Italiana	18
Contatti		19

PRIMO PIANO

Market View

Dai minimi di marzo a 12,500 per il Fib e a 666 per l'S&P500, i mercati ne hanno fatta di strada: alla chiusura del 21/07, l'S&P500 era del 30% superiore ai minimi di marzo e il Fib del 58%.

Un rialzo che nei mercati storicamente si è visto poche volte, caratterizzato da un forte rientro dei differenziali del rischio di credito sia societario che emergente: il rischio Brasile, ad esempio, è passato da 290bps di fine marzo ai 113bps del 20 luglio.

Il mercato ha preso coraggio e ha visto negli interventi pubblici del primo trimestre un driver importante per la fiducia delle società quotate e i profitti del secondo trimestre a 14,30\$: +10% dal primo trimestre, hanno confermato che lo scenario della discesa negli abissi degli indici azionari si è allontanato.

Un fattore importante per il rilancio degli indici azionari dei Paesi industrializzati è stata proprio la forza dei Paesi emergenti: da fine marzo il Bovespa (indice azionario brasiliano) è salito del 25% come l'S&P500 ma da inizio anno l'indice azionario americano è positivo dell'8% contro il 27% di quello brasiliano.

Quindi possiamo dire che già prima dei minimi di marzo c'erano i presupposti per un riavvio.

Speriamo che ora la convergenza degli emergenti e la risalita dei profitti possa continuare anche nel terzo trimestre ma un po' di prudenza al momento è d'uopo.

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

EDITORIALE

L'evidenza disponibile tra giugno e luglio conferma il miglioramento delle condizioni macroeconomiche e, cosa ancora più rilevante, offre segnali incoraggianti circa la stabilità dei mercati finanziari. I principali indicatori congiunturali e surveys mostrano una sensibile ripresa sia negli Stati Uniti che in Europa rispetto ai minimi toccati nel corso del primo trimestre. Il progresso del quadro economico non eviterà tuttavia una contrazione del Pil anche nel secondo trimestre dell'anno per le principali economie, la cui diffusione è attesa tra la fine di luglio e agosto. Le previsioni di consenso delineano una moderata ripresa a livello globale nel 2010, con una crescita del Pil sotto potenziale per gli Stati Uniti, +2.1% e una sostanziale stagnazione per l'area euro, +0.4%, e l'Italia, +0.1%.

Il massiccio intervento delle autorità monetarie, attraverso l'ampia offerta di liquidità e il mantenimento dei tassi di policy su livelli prossimi allo zero, si è finalmente tradotto in una maggiore stabilità finanziaria. I mercati azionari ne hanno beneficiato e, tra marzo e la metà di giugno, hanno segnato consistenti incrementi nei prezzi recuperando le pesanti perdite del primo trimestre dell'anno. L'avversione al rischio degli investitori è ritornata su livelli prossimi a quelli registrati prima della crisi di settembre dell'anno scorso, come testimoniato dal calo degli spread sui titoli di stato e su quelli corporate. Se il mercato delle IPO resta, a livello globale, sostanzialmente inattivo, nel primo semestre di quest'anno la raccolta di capitale da parte di società già quotate ha raggiunto livelli record su base storica. Su Borsa Italiana sono affluiti quasi 15 miliardi di euro attraverso aumenti di capitale, più di quanto raccolto negli ultimi due anni.

A cura di **Fabio Braga**
R&D - Borsa Italiana

Per informazioni:

inside.markets@borsaitaliana.it



IDEM - Italian Derivatives Market

I numeri e le news del mercato

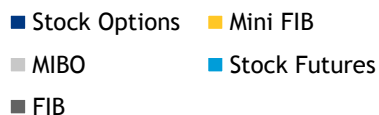
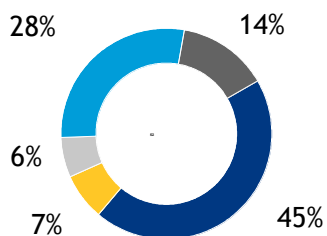
Cifre Chiave – Giu 2009

N. contratti	3.432.995
Controvalore ml €	67.498
Open interest	4.086.390

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

MIBO	0,98
UNICREDIT	1,04
ENEL	1,16
FIAT	0,95
GENERALI	1,34
TELECOM ITALIA	1,07
STMICROELECTRONICS	0,90
INTEA SANPAOLO	0,60
ENI	1,35
MEDIOBANCA	0,21
MPS	0,28

N. Contratti



Market Maker su IDEM

Borsa Italiana S.p.A., ha disposto, ai sensi dell'art. 4.7.9, comma 4, del Regolamento e delle relative Istruzioni, l'iscrizione di ODDO Options SNC nell'Elenco degli operatori market maker sui contratti di opzione su azioni Intesa Sanpaolo, Prysmian e UBI Banca in qualità di Market Maker.

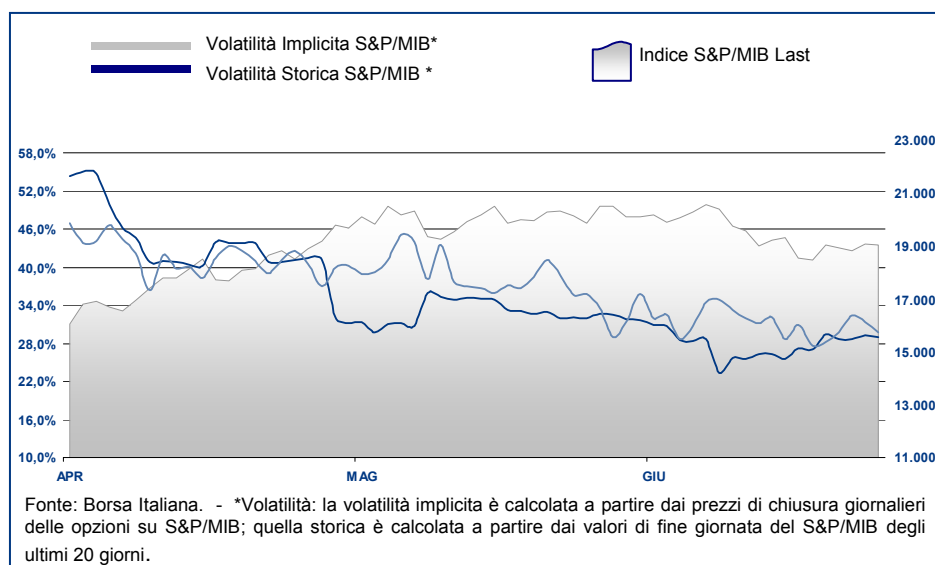
Il provvedimento è entrato in vigore lunedì 6 luglio

Borsa Italiana S.p.A., ha disposto, ai sensi dell'art. 4.7.9, comma 4, del Regolamento e delle relative Istruzioni, l'iscrizione di BNP Paribas (Succursale Italia) nell'Elenco degli operatori market maker, sotto sezione Primary Market Maker, sui contratti futures su azioni Prysmian, Terna e Tiscali.

Il provvedimento è entrato in vigore lunedì 6 luglio

Borsa Italiana S.p.A., ha disposto, ai sensi dell'art. 4.7.9, comma 4, del Regolamento e delle relative Istruzioni, il trasferimento da Market Maker a Liquidity Provider di ODDO Options SNC sulle opzioni su azioni A2A, Alleanza Assicurazioni, Banca MPS, Buzzi Unicem, Erg, Pirelli & C., Telecom Italia Risparmio, Tenaris ed UBI Banca e l'ampliamento in qualità di Liquidity Provider sulle opzioni su azioni Finmeccanica, Parmalat e Saipem

La decorrenza dei provvedimenti è prevista per lunedì 3 agosto.





I nuovi indici di Borsa Italiana

Dal 1° Giugno si chiamano Indici FTSE Italia

Dal 1° Giugno 2009 gli indici italiani hanno cambiato nome e struttura.

E', infatti, l'index provider FTSE Group che calcola gli indici di Borsa Italiana, andando così a consolidare il processo di armonizzazione con il London Stock Exchange.

In particolare, la serie di Indici FTSE Italia è stata pensata e progettata per rappresentare la performance delle azioni italiane quotate sui mercati MTA e sul Mercato Expandi di Borsa Italiana, fornendo agli investitori un insieme completo e complementare di indici in grado di misurare l'andamento del mercato azionario italiano sulla base della best practice di settore, grazie all'esperienza di FTSE, index provider riconosciuto a livello internazionale

Principali differenze dal S&P/MIB

Le principali differenze fra la precedente struttura degli indici di Borsa Italiana e la nuova serie di Indici FTSE Italia sono:

- **La struttura frammentata e non standardizzata** degli indici informativi è stata sostituita da un insieme costituito da tre indici principali (per grandi, medie e piccole società), i cui panieri aggregati costituiscono l'indice FTSE Italia All Share. L'offerta è quindi completata dall'indice Micro Cap per le azioni che non rientrano nei criteri di liquidità di FTSE, mentre è stato mantenuto un indice ad hoc per le azioni del segmento STAR, così come per il MIB Storico, il più vecchio indice calcolato da Borsa Italiana
- **La classificazione settoriale**, di impostazione nazionale, gestita da Borsa Italiana è stata sostituita dallo standard internazionale ICB (Industry Classification Benchmark)
- **L'adozione del criterio del flottante**: tutti gli indici tranne il Mib Storico sono ponderati secondo il criterio del flottante. Le azioni estere quotate su Borsa Italiana sono ammissibili per l'inclusione solo nell'indice FTSE MIB (e di conseguenza nel FTSE Italia All Share)
- **L'introduzione del capping** per la determinazione del limite massimo del peso all'interno dei panieri al fine di supportare l'uso degli indici come strumento di *benchmarking* e come base per i prodotti strutturati. Per il FTSE MIB è pari al 15%; per FTSE Italia Mid Cap, FTSE Italia Small Cap, FTSE Italia Micro Cap, FTSE Italia Star and FTSE Italia AIM al 10%

Principi per l'inclusione nella serie di indici FTSE Italia

Gli indici FTSE Italia sono calcolati sui titoli dei mercati MTA e Mercato Expandi (AIM Italia avrà un proprio indice non appena raggiungerà un numero rappresentativo di società quotate) con criteri di selezione che prevedono l'esclusione delle azioni diverse dalle ordinarie (solo un'azione per società), delle azioni delle società estere ed, inoltre, prevedono l'introduzione di filtri per liquidità minima e flottante minimo.

Di seguito i principali indici e la loro composizione:

- **Indice FTSE MIB**, creato dall'Index Committee con le azioni più liquide e capitalizzate e che mantiene la stessa metodologia di calcolo utilizzata per l' S&P/MIB.
- **Indice FTSE Italia Mid Cap**, creato con le seguenti 60 azioni più grandi per capitalizzazione
- **Indice FTSE Italia Small Cap**, che contiene le rimanenti azioni liquide
- **Indice FTSE Italia All Share**, creato aggregando i tre panieri precedenti (azioni a grande, media e piccola capitalizzazione)
- **Indice FTSE Italia Mib Storico**, calcolato al termine della sessione diurna, sullo stesso paniere dell'indice FTSE Italia All Share, utilizzando per ogni azione il prezzo ufficiale (prezzo medio ponderato per le quantità scambiate)
- **Indici FTSE Italia settoriali**, creati ripartendo le azioni del paniere FTSE Italia All Share secondo la classificazione settoriale ICB (Industry Classification Benchmark)
- **Indice FTSE Italia Micro Cap**, creato con tutte le azioni che non soddisfano i criteri di liquidità e la cui capitalizzazione è minore della più piccola azione del paniere FTSE MIB
- **Indice FTSE Italia Star**, creato con le azioni del segmento STAR, filtrate in base alla liquidità.

Attuale struttura vs. precedente struttura

L'attuale struttura degli indici di Borsa Italiana ha previsto la sostituzione degli indici S&P/MIB, Mib Storico e All Stars con analoghi appartenenti alla serie di Indici FTSE Italia, cercando di mantenere la continuità con i precedenti livelli degli indici.

Di seguito una tabella riassuntiva che analizza le caratteristiche dei nuovi indici.

Ricordiamo che :

- Mibtel e Midex non sono più calcolati e sono stati sostituiti dai nuovi indici FTSE Italia All Share e FTSE Italia Mid Cap

- Gli indici Mib settoriali non sono più calcolati e sono stati sostituiti dai nuovi indici FTSE Italia settoriali che adottano la classificazione ICB

- Mib30, Mex, Mib R, Mib rnc e gli indici after hours non sono più calcolati.

Sono stati introdotti, infine, due nuovi indici, FTSE Italia Small Cap e FTSE Italia Micro Cap

TIPOLOGIA	INDICE	NUMERO AZIONI	% CAPITALIZZAZIONE	% CONTROVALORE	% CONTRATTI
Large Cap/Blue Chip	Precedente: S&P/MIB	40	~79%	~93%	~79%
	Attuale: FTSE MIB	40	~79%	~93%	~79%
Mid Cap	Precedente: Midex	~ 30	~9%	~3%	~9%
	Attuale: FTSE Italia Mid Cap	60	~12%	~4%	~10%
Small Cap	Precedente: nessun indice				
	Attuale: FTSE Italia Small Cap	~150	~4%	~1%	~6%
All Shares	Precedente: Mibtel	~ 275	~98%	~99%	~99%
	Attuale: FTSE Italia All Shares	~250	~95%	~97%	~94%
Settoriale	Precedente: Mib Settoriali Attuale: indici FTSE Italia settoriale (classificazione ICB)				
All Share (end of day, vwap)	Precedente: Mib Storico	~ 275	~98%	~99%	~99%
	Attuale: FTSE Italia Mib Storico	~250	~95%	~97%	~94%
Micro Cap	Nuovo: FTSE Italia Micro Cap	~25	~1%	<0.5%	<0.5%
Mercato AIM	Nuovo: FTSE Italia AIM
Segmento STAR	Precedente: All STAR	~75	~ 3.5%	~1%	~4%
	Attuale: FTSE Italia Star	~75	~3.5%	~1%	~4%

La redazione, mercato IDEM

Diverse onde, diversi atteggiamenti



Massimo Intropido

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

Trend primario rialzista



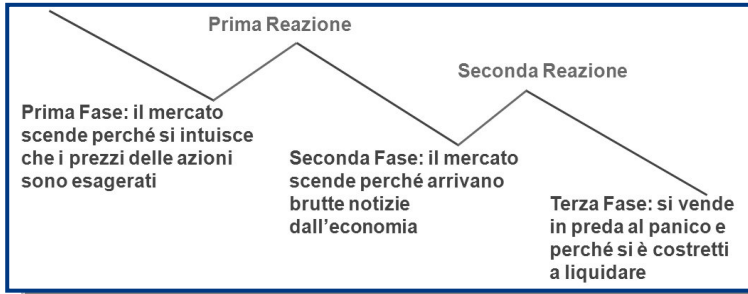
Da quando è stata inventata più di un secolo fa da Charles Dow, l'analisi tecnica ha sviluppato un insieme di regole ed un linguaggio che si sono diffusi via via in maniera capillare all'interno della comunità finanziaria americana prima e di quelle del resto del mondo poi. Tra i termini più famosi conosciuti ci sono senz'altro quelli di rialzo, di ribasso e di onda. I primi due concetti sono, almeno dal punto di vista lessicale, così chiari da sembrare quasi banali, mentre il termine onda dà senz'altro l'idea del movimento. Pertanto quando si parla di onda rialzista è facile intuire che si intende un movimento in cui prezzi crescono e viceversa nel caso in cui sia menzionato il termine onda ribassista. Con questi tre vocaboli è possibile descrivere un intero ciclo di borsa, cioè un lungo rialzo ed un lungo ribasso che, sommati temporalmente, danno vita ad un unico movimento storico che dura tipicamente diversi anni. In effetti è proprio così che Dow descrisse a fine '800 i cicli di borsa che egli studiava sia per motivi speculativi, sia perché si era reso conto che essi anticipano la dinamica della congiuntura economica, la quale incideva e incide tuttora sul benessere delle nazioni. Di fatto, quindi, il modello che Dow aveva costruito per l'andamento di borsa non era nient'altro che il barometro (secondo un termine molto in voga quell'epoca) dell'economia. In effetti nella spiegazione che Dow fornisce delle varie fasi dell'andamento di borsa egli accenna spesso all'andamento dell'economia sottostante. Infatti, tipicamente, il trend primario rialzista (cioè il più lungo ed il più importante) venne descritto da Dow nella forma che noi rappresentiamo nel grafico seguente.

Un rialzo parte sempre dalla fine del ribasso precedente. Questo concetto non è così banale come potrebbe sembrare. È ovvio che il movimento dei prezzi è un tutt'uno, ma è la sostanza di quel movimento che non è affatto scontata. Infatti la prima fase del rialzo si svolge semplicemente perché il mercato è fortemente compresso verso il basso e perché l'economia va così male che peggio non si può. Quindi, di fatto, è come se la prima fase (onda) rialzista fosse virtualmente una potente e duratura reazione alla drammatica fase finale del lungo trend ribassista (che descriveremo tra poco). Ciò che conta ricordare è che in questa fase il rialzo è quasi esclusivamente di natura speculativa, poiché non è ancora supportato dall'economia, la quale è ancora molto malata.

Dopo una prima reazione contraria (quindi negativa) si assiste ad una seconda fase di forte rialzo, la quale questa volta si fa forte dell'effettivo miglioramento della congiuntura economica. Questo movimento è dunque più "sostanzioso" del precedente in quanto giustificato ed alimentato dai fondamentali.

Dopo un'ulteriore reazione negativa inizia la fase dell'euforia, un periodo di forte emotività durante la quale vengono attratti sui mercati anche operatori che normalmente non vi partecipano, poiché la rapidità con cui si guadagna è troppo grande per poter essere trascurata. Questo movimento genera naturalmente degli eccessi di prezzo che ad un certo punto (il momento esatto è impossibile da prevedere) danno origine ad un trend primario ribassista.

Trend primario ribassista



Anche in questo scenario le fasi sono tre. Durante la prima i prezzi scendono perché si intuisce che sono esagerati, ma non è ancora diffusa l'opinione di trovarsi all'inizio di una recessione. D'altra parte, come dicevamo a proposito dell'inizio di un trend primario rialzista, nella memoria più fresca degli operatori c'è un lungo rialzo e dunque è difficile accettare immediatamente l'idea che le cose possano cambiare in maniera sostanziale.

Anche durante un ribasso primario si vivono nelle fasi di reazione (in questo caso al rialzo), che però non impediscono il verificarsi della seconda fase, quella che segna l'inizio vero e proprio della recessione. In questo caso, esattamente come nella fase due del rialzo, la borsa si muove in totale sintonia con l'economia, la quale in bocca sempre più chiaramente la via del declino.

Dopo un'ulteriore reazione inizia la fase finale del ribasso, anche in questo caso di tipo fortemente emotivo, durante la quale si diffondono panico e fallimenti ed arrivano gli inevitabili interventi governativi. Ma anche questa è la fase degli eccessi, la fase in cui guaio sembra troppo grosso per poter essere risolto rapidamente.

Si comprende facilmente, dunque, che rialzo e ribasso sono due fasi che mostrano un andamento del prezzo opposto, ma che, da un punto di vista psicologico sono quasi identiche. Infatti:

- La prima fase (onda) di rialzo e di ribasso sono caratterizzate da scetticismo sul possibile cambio di tendenza. Ciò deriva da fatto che questi movimenti si oppongono al trend primario precedente, il quale è durato anni ed ha pertanto creato e diffuso nella mente di operatori ed investitori un atteggiamento ben radicato (ottimismo e pessimismo ad oltranza).

- La seconda fase di rialzo-ribasso è quella che inizia ad essere supportata dai fondamentali, cioè da un'inversione effettiva di tendenza anche da parte della congiuntura economica. In questa fase inizia ad aumentare la partecipazione degli operatori e degli investitori alla tendenza di borsa, proprio perché quest'ultima è supportata dall'andamento dell'economia.

- La terza fase di rialzo-ribasso è quella degli eccessi, dei castelli di sabbia (durante il rialzo) e dei disastri (durante il ribasso). È la fase in cui la borsa va in prima pagina dei giornali, grazie ai nuovi record durante il rialzo ed a causa dei fallimenti durante il ribasso. È la fase in cui si pensa che la tendenza durerà per decenni invece che per anni, perché si ritiene che le modifiche economico-finanziarie imposte dal boom o dalla crisi modificherebbero in maniera irreversibile le leggi fondamentali dell'economia e della finanza. Ciò chiaramente non è vero, ma ogni volta si finisce per crederlo. Infatti, proprio per cercare di cambiare le regole, in questa fase, durante le crisi, i governi modificano le leggi per evitare gli squilibri che hanno creato le condizioni che hanno innescato il disastro. Ma ogni volta falliscono, perché durante il boom successivo il libero mercato crea da sé nuovi prodotti e nuovi motivi di instabilità.

Questa lettura di tipo psicologico è essenziale per leggere correttamente lo stato in cui si trovano i mercati, evitando così di essere coinvolti negli errori più diffusi, i quali andrebbero invece capiti e, se possibile, sfruttati a proprio vantaggio. L'estrema ripetitività, anche se sotto forme ogni volta diverse, del funzionamento della finanza ne semplifica la comprensione, purché la si legga nella maniera giusta.

Massimo Intropido
Fondatore Ricerca e Finanza

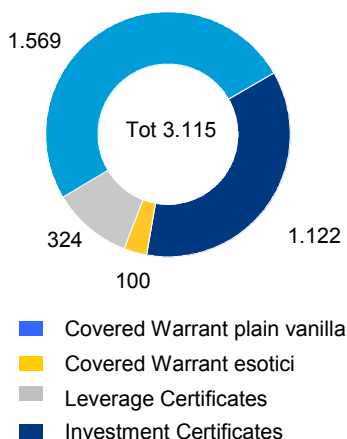
SeDeX - il mercato dei Covered Warrant e dei Certificati

I numeri e le news del mercato

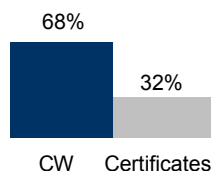
Cifre Chiave – Giu 2009

N. contratti	167.302
Controvalore mln €	766,3
New Listing del mese	527
N. Emittenti	17
N. Sottostanti	313

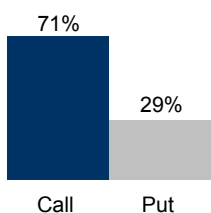
N° Strumenti per Segmento



Volumi CW vs Certificates



Volumi CW Call vs Put



Il Mercato SeDeX

Gli strumenti in quotazione a fine giugno ammontano a 3.115, di cui 1.569 covered warrant plain vanilla, 100 covered warrant strutturati/esotici, 1.122 investment certificates e 324 leverage certificates.

Nel mese di aprile su SeDeX sono stati quotati 493 nuovi covered warrant plain vanilla, 26 nuovi investment certificates e 8 nuovi leverage certificates.

In giugno sono stati scambiati 167.302 contratti per un totale di 766,3 milioni di euro di controvalore.

Nuovi Programmi di Emissione

Autorizzazione di 2 nuovi programmi di emissione di Investment Certificates, di cui uno ("Win&Go Fast Certificate") di Bayerische Hypo – und Vereinsbank AG e uno (Discount [Quanto] [Worst of] Certificates) di BNP Paribas Arbitrage Issuance N.V..

Migrazione del mercato SeDeX sulla piattaforma TradElect

A partire da lunedì 1 giugno, il mercato SeDeX di Borsa Italiana ha effettuato la migrazione delle negoziazioni sulla piattaforma TradElect.

I 5 Covered Warrant più scambiati

Emittente	ISIN	Sottostante	Facoltà	Strike	Scadenza	Contratti	Controv.
Société Générale	FR0010741769	FTSE MIB	Call	24.000	21/12/12	925	55,96
Unicredit	IT0004480460	FTSE MIB	Put	18.000	18/12/09	2.226	49,83
Société Générale	FR0010757229	FTSE MIB	Call	28.000	20/12/13	539	47,11
Société Générale	FR0010742445	ENI	Call	20,00	16/12/11	392	28,39
Société Générale	FR0010713370	FTSE MIB	Call	20.000	13/07/09	13.833	19,13

I 5 Certificates più scambiati

Emittente	ISIN	Sottostante	Caratteristiche	Scadenza	Contratti	Controv.
Bayerische Hypo- und Vereinsbank	DE000HV778S0	ENI	Equity Protection Certificate Strike 16,00 Part. 100%	17/12/10	1496	115,70
Banca Aletti	IT0004453301	ENI	Borsa Protetta Certificate Strike 11,55 Part. 100%	22/01/10	231	11,57
Bayerische Hypo- und Vereinsbank	DE000HV778W2	STM	Equity Protection Certificate Strike 5,00 Part. 100%	17/12/10	365	8,18
ABN AMRO Bank N.V.	NL0006480071	FTSE MIB	Mini Future Short Certificate Strike 21.440 Barr. 21.010	16/12/10	2818	7,86
Unicredit	IT0004126840	Nikkei 225	Benchmark Certificate	17/12/10	201	6,16

Fonte Borsa Italiana - dati relativi a giugno 2009.
Controvalore espresso in milioni di EUR.

Doppia opportunità di guadagno sia con mercati positivi che con ritracciamenti dell'indice

Lo Step Up offre un nuovo meccanismo di rimborso grazie ad una doppia soglia



David Mandiya

Comincia la sua carriera nell'ambito dei prodotti derivati in Société Générale. Lavora per Salomon Brothers dove partecipa alla nascita del mercato tedesco dei certificati e warrants. In seguito Head of Warrants Trading&Sales per UBS rispettivamente a Londra e Francoforte. Fonda a Londra una Securities House, JD Farrods. Dal 2000 si è occupato di Electronic Trading prima a Knight Securities e poi a Deutsche Bank. Attualmente responsabile dei prodotti strutturati per l'Italia di Sal. Oppenheim, ha contribuito alla nascita e allo sviluppo del mercato dei certificati in Italia.

L'ultima novità che Sal. Oppenheim ha portato sul mercato italiano si chiama Step Up Certificate.

Il certificato è classificabile come **strumento a capitale condizionatamente protetto** in base alla mappa dei prodotti edita dall'Associazione Italiana Certificati e Prodotti di Investimento (ACEPI). Ciò significa che viene offerta una protezione dell'investimento al verificarsi di condizioni predefinite e che il rischio massimo del certificato è paragonabile a quello di un investimento diretto nel sottostante di riferimento che è il DJ EURO STOXX 50. La durata del prodotto è invece tarata su un periodo contenuto e pari a due anni. La scadenza è infatti il 29 luglio 2011, data nella quale verrà rilevato il valore di chiusura dell'indice.

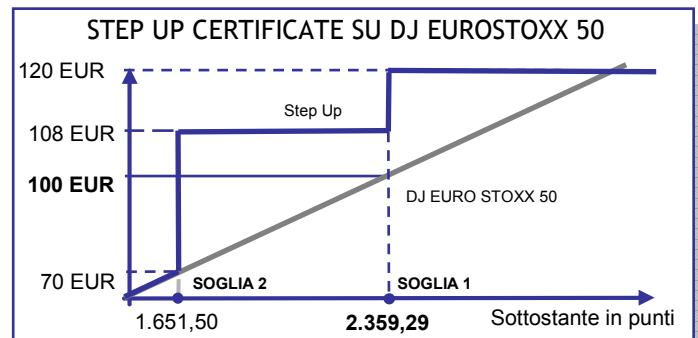
La struttura si adatta in particolare a quei clienti con profilo di rischio più conservativo che comunque non vogliono rinunciare alle opportunità di guadagno, senza essere interamente esposti ai mercati, o che desiderino riallocare il proprio portafoglio con un prodotto più dinamico.

Le caratteristiche peculiari della nuova struttura sono rappresentate dall'offerta di una **doppia opportunità di guadagno**

a seconda di come si collocherà a scadenza il sottostante rispetto a determinate soglie.

Le **due soglie** sono poste una al livello di emissione e l'altra al di sotto del livello di emissione e ad entrambe sono legati importi di rimborso maggiori rispetto al valore nominale: con questo meccanismo valutato solo a scadenza è possibile pertanto trarre profitto sia in caso di mercati stazionari o rialzisti, sia con ritracciamenti contenuti del sottostante.

La valutazione, unicamente a scadenza, di come si posiziona l'indice rispetto alle soglie, consente al certificato di neutralizzare eventuali ribassi dei mercati nel corso della vita. Concretamente la prima soglia del prodotto è posta al livello iniziale del DJ EURO STOXX 50 alla data di emissione (pari a 2.359,28 punti) mentre la seconda rappresenta 70% del valore iniziale (1.651,50 punti).



Se a scadenza l'indice chiude almeno al livello della prima soglia, il certificato offre un rimborso pari a 120 euro per certificato. In caso quindi di trend laterale o rialzista del mercato il certificato offre un attrattivo rendimento del 10% annuo rispetto al valore nominale.

Al contrario se l'andamento dell'indice fosse ribassista ma contenuto entro i limiti della seconda soglia, il rimborso sarebbe comunque positivo e pari a 108 euro. Pertanto, anche con ritracciamenti contenuti, il certificato Step Up offre un rendimento minimo, consentendo così di realizzare un guadagno nonostante l'andamento dei mercati.

Nel caso in cui, invece, alla scadenza il sottostante chiudesse ad un livello inferiore rispetto alla seconda soglia, il rimborso sarebbe proporzionato alla performance dell'indice.

Emittente: Sal. Oppenheim
ISIN: DE000SAL5F45
Sottostante: DJ EUROSTOXX 50
Scadenza: 29/07/2011
Soglia 1: 2.359,29
Soglia 2: 1.651,50 punti
Trading Code: T00621

David Mandiya
Responsabile Prodotti strutturati per l'Italia
Sal. Oppenheim

Aletti Step Certificate

Un obiettivo ad ogni passo



Moira Magni

Dal 2001 è parte del team di Product Management per i covered warrant ed i certificati all'interno dell'investment bank del Gruppo UniCredit. Da gennaio 2006 entra a far parte del team Institutional Sales di Banca Aletti dove cura l'avvio dell'attività di offerta e quotazione di certificati da parte della Banca.

Da aprile 2009 è responsabile dell'ufficio Investment Banking Sales che collabora con la Capogruppo Banco Popolare nella definizione della gamma di prodotti d'investimento distribuiti dalle banche commerciali del Gruppo.

Il meccanismo di rimborso anticipato o autocallability

Nell'attuale clima di incertezza che caratterizza i mercati finanziari, in attesa di segnali che anticipino un trend di crescita consolidato delle Borse, può essere interessante l'investimento in un Aletti Step Certificate.

Gli Step Certificate prevedono una data di scadenza, solitamente dopo 3-5 anni dall'emissione, ed una serie di date intermedie, generalmente con frequenza semestrale o annuale, in corrispondenza delle quali è previsto che si rilevi il valore del sottostante.

Alla prima data intermedia in cui il valore dell'indice o il prezzo dell'azione sottostante è maggiore del suo valore iniziale, anche di poco, l'investimento nello Step viene automaticamente rimborsato da Banca Aletti, da qui il termine *autocallable*, ossia richiamabile automaticamente, con il quale si indicano gli strumenti finanziari dotati di questa caratteristica.

L'emittente restituisce l'intero valore nominale dell'investimento (100 Euro per ogni certificato) maggiorato di una percentuale predefinita, detta cedola, nota fin dal momento in cui si sceglie di investire nello Step.

Questo significa che uno Step emesso oggi può essere rimborsato già tra pochi mesi, offrendo un rendimento lordo significativo, semplicemente se il sottostante si apprezza anche di una frazione infinitesima del proprio valore. Facciamo un esempio: se l'indice o il titolo realizza una performance positiva dell'1% ed è previsto il rimborso anticipato al 110% del valore nominale, si ottengono 110 Euro ogni 100 Euro investiti. Dunque in questo caso l'investimento offre un sovra rendimento del 9% rispetto al sottostante.

Se si nutre l'opinione che i listini azionari nel breve termine non

cresceranno in modo deciso, ma vivranno una fase di sostanziale stabilità o di debole ripresa dai valori correnti, la strategia d'investimento realizzabile mediante uno Step Certificate è volta a conseguire extra rendimenti rispetto al sottostante.

Cosa succede se alla prima data intermedia il sottostante è sceso al di sotto del valore iniziale?

Semplicemente nulla. Ossia, il certificato prosegue la propria vita in attesa che si arrivi alla data intermedia successiva.

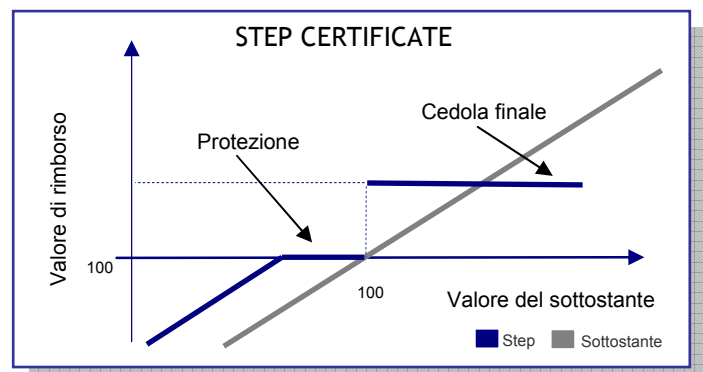
E cosa accade allora alla seconda data intermedia? Ancora una volta si confronta il valore corrente del sottostante con il livello iniziale. Se il valore è maggiore del livello iniziale, Banca Aletti rimborsa l'intero valore nominale dell'investimento maggiorato della cedola corrispondente. Le cedole vengono fissate con valori crescenti: la seconda è il doppio della prima, la terza vale tre volte la prima e così via come se ciascuna cedola occupasse un gradino, *step*, più alto del precedente lungo una scala.

Il rimborso a scadenza

Nel caso in cui la condizione che determina il rimborso anticipato non si verifichi in nessuna data intermedia, lo Step giunge alla data di scadenza oltre la quale perde validità. In altre parole, se l'emittente non ha richiamato il certificato in anticipo, lo rimborsa a scadenza.

Qual è il valore di rimborso a scadenza? La risposta dipende dal prezzo del sottostante.

Il grafico che segue illustra i 3 possibili scenari a scadenza.



1. se il sottostante si colloca al di sopra del valore iniziale, si ottiene la restituzione di 100 Euro, per ogni certificato con valore nominale di 100 Euro, ed il pagamento della cedola lorda finale.



La cedola finale occupa il gradino più alto della scala e, come le precedenti, è un multiplo della prima cedola. Ad esempio, se sono previste 3 cedole intermedie, la cedola finale è fissata pari a 4 volte la prima cedola;

2. se il sottostante ha un valore inferiore o uguale a quello iniziale ma superiore ad un livello detto di protezione, il valore nominale dell'investimento è garantito interamente: ogni 100 Euro di nominale si incassano 100 Euro;
3. se il valore del sottostante è sceso sotto il livello di protezione, l'emittente rimborsa il valore nominale decurtato della perdita del sottostante e maggiorato di una quantità pari al rimborso minimo garantito. In questo caso, la performance dell'investimento è migliore di quella del titolo o dell'indice sottostante nella misura definita dal minimo garantito. Ad esempio, con una protezione del 75% ed un rimborso minimo a scadenza del 25%, se il sottostante perde il 40%, la performance dello Step è del -15% ($-40\% + 25\% = -15\%$).

Lo Step Certificate su ENEL

Prendiamo ad esempio l'Aletti Step Certificate sull'azione Enel con Protezione 75% e scadenza luglio 2013 con valore nominale di 100 Euro.

E' sufficiente che fra un anno l'azione sia cresciuta rispetto all'emissione affinché scatti il rimborso anticipato con il pagamento di 110 Euro ogni 100 Euro di nominale investito. Se questa condizione non si realizza ad agosto 2010 bensì ad agosto 2011, la scadenza anticipata avviene con la restituzione di 120 Euro. Infine, se la crescita dell'azione rispetto al valore all'emissione è registrata a luglio 2012, ultima data di valutazione intermedia prevista per il rimborso anticipato, si ottiene il pagamento di un importo pari a 130 Euro.

Emittente: Banca Aletti & C. S.p.A.
Codice ISIN: IT0004510555
Sottostante: Enel
Data di emissione: 31.07.2009
Data di scadenza: 31.07.2013
Protezione: 75%
Rimborso minimo garantito: 25%
Prima data di valutazione e prima cedola: 02.08.2010 – 10%
Seconda data di valutazione e seconda cedola: 01.08.2011 – 20%
Terza data di valutazione e terza cedola: 31.07.2012 – 30%
Cedola finale: 40%

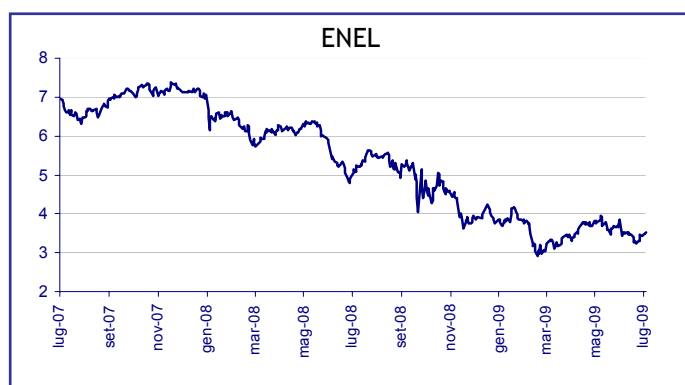
Se lo Step giunge a scadenza e l'azione Enel registra una performance positiva rispetto al valore iniziale si ottiene il rimborso di 140 Euro per ogni certificato. Nel caso in cui, invece, l'azione registri una performance negativa rispetto all'emissione contenuta entro il -25% si ottiene il rimborso di 100 Euro. Se lo Step giunge a scadenza e

l'azione Enel registra una performance positiva rispetto al valore iniziale si ottiene il rimborso di 140 Euro per ogni certificato. Nel caso in cui, invece, l'azione registri una performance negativa

rispetto all'emissione contenuta entro il -25% si ottiene il rimborso di 100 Euro. In questo caso la protezione, ovvero il livello dell'azione Enel pari al 75% del suo valore al 31 luglio 2009, è rimasta inviolata e garantisce il rimborso dell'intero valore nominale dell'investimento.

Nel peggiore degli scenari, se cioè l'azione Enel a scadenza fa registrare perdite del 25% o maggiori, è previsto un "minimo garantito" del 25% che migliora la performance del certificato rispetto a quella del sottostante. Se ad esempio l'azione a scadenza perde il 30%, lo Step registra una perdita del 5% dovuta alla presenza del rimborso minimo garantito del 25%. Questo valore minimo funziona come un ammortizzatore, infatti sommando al -30% il 25% si ottiene -5%, la performance finale del certificato.

Il grafico che segue mostra l'andamento dell'azione Enel nell'arco degli ultimi due anni (luglio 2007 – luglio 2009).



In sintesi, gli Step Certificate combinano due caratteristiche interessanti:

- la possibilità di ottenere il rimborso anticipato e quindi di disporre di nuovo delle risorse finanziarie impegnate in tempi rapidi;
- la garanzia di restituzione integrale del capitale investito per discese del sottostante entro un livello prefissato.

Queste caratteristiche rendono la strategia d'investimento realizzabile mediante l'acquisto di uno Step in linea con le attese di una stabilizzazione seguita da una graduale crescita dei mercati azionari e con l'esigenza di un rendimento crescente. Infatti, in uno scenario di ripresa delle Borse accompagnata da tassi d'interesse in aumento, l'investitore ha la possibilità di reinvestire la somma ottenuta a titolo di rimborso a condizioni in linea con il mutato contesto di mercato.

Maira Magni
Responsabile Investment Banking Sales
Group Networks Distribution
Banca Aletti & C. S.p.A.

ETFplus: il mercato degli ETF e ETC

I numeri e le news del mercato

Cifre Chiave – Giu. 2009

N. contratti	184.694
Controvalore mln €	4.333
New Listing	3 ETF
N. Emittenti	12
N. Strumenti	304 ETF e 67 ETC

I più scambiati per controvalore

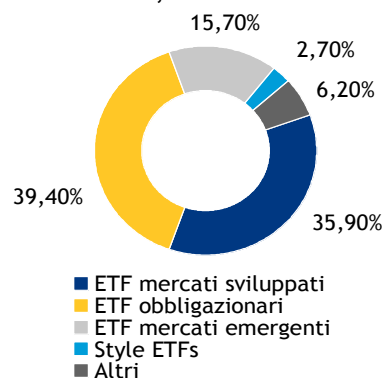
1. LYXOR ETF EURO CASH
2. SGAM ETF XBEAR FTSE MIB
3. SGAM ETF LEVERAGED FTSE MIB
4. LYXOR ETF FTSE MIB
5. ISHARES DJ EURO STOXX 50

I più scambiati per contratti

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

ETF - AUM in Italia:

11,3 mld di €



Nuove emissioni e record

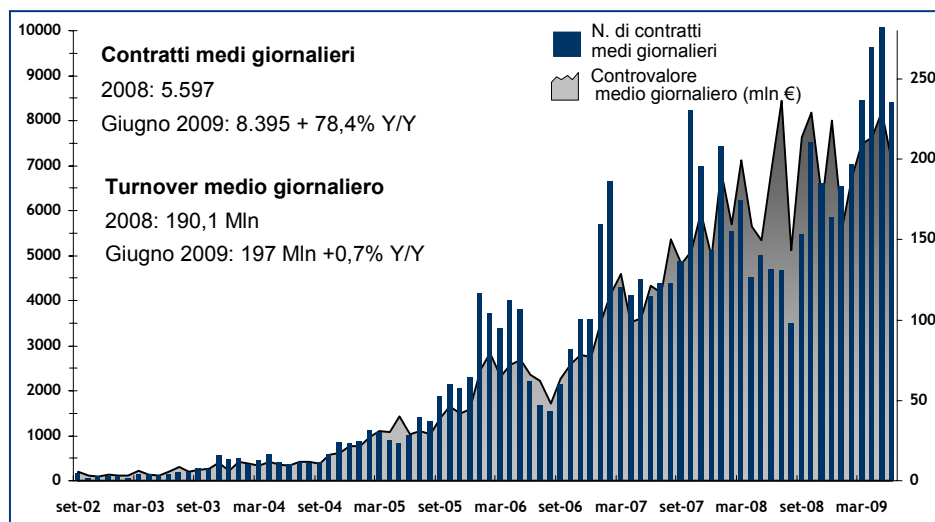
Borsa Italiana nel mese di giugno ha dato il benvenuto ad 1 nuovo ETF di Lyxor e a 2 nuovi ETF emessi da db x-trackers. Nello stesso mese, il segmento ETC del mercato ETFplus ha stabilito nuovi record di scambi.

Il nuovo ETF di Lyxor, il "Lyxor ETF Euro Corporate Bond", replica la performance dell'indice benchmark Markit Iboxx Euro Liquid Corporate composto da un massimo di 40 obbligazioni denominate in Euro di tipo "corporate", appartenenti alla categoria *investment grade*. Per quanto riguarda invece l'offerta di db x-trackers, i due nuovi ETF, il "db x-trackers msci pan-euro trn index etf" ed il "db x-trackers db Commodity Booster ETF", replicano rispettivamente l'andamento degli indici "msci pan-euro trn Index" e "DB Commodity Booster Index". Il primo è un sottoinsieme del più vasto Indice MSCI Europe e mira a coprire il 90% della capitalizzazione di mercato, mentre il secondo è costituito da 24 commodities rappresentative dei cinque principali settori delle materie prime: energia, metalli preziosi, metalli di base, agricoltura e bestiame.

Infine nel mese di giugno il segmento ETC ha stabilito nuovi record in termini di media giornaliera di contratti conclusi e controvalore scambiato raggiungendo valori rispettivamente pari a 1.449 contratti e 24,6 milioni di Euro.

Migrazione del mercato ETFplus sulla piattaforma TradElect

A partire da lunedì 1° giugno, il mercato ETFplus di Borsa Italiana ha effettuato la migrazione delle negoziazioni sulla piattaforma elettronica TradElect, già utilizzata per tutti i mercati gestiti dal London Stock Exchange, creando così il più importante pool di liquidità di ETF ed ETC a livello europeo, mirando a nuove opportunità di trading e ad una maggiore efficienza sul mercato.



ETF a leva

Le opportunità offerte dagli ETF a leva *long* (+200%) e a leva *short* (-200%)



Alberto Massa

Alberto Massa, laureato in Economia Aziendale all'Università Bocconi, e' dal 2006 responsabile delle vendite per l'Italia degli ETF, degli Index Funds e dei fondi quantitativi targati SGAM Alternative Investments.

Presenti ormai da quasi 2 anni sul mercato ETFplus gestito da Borsa Italiana, gli ETF con effetto Leva hanno rappresentato una sostanziale novità nel panorama degli ETF presenti all'epoca in Italia. La nascita di questo tipo di ETF è in risposta alla necessità, nonché all'opportunità, di offrire agli investitori italiani uno strumento "trasparente e sotto forma di fondo d'investimento" attraverso il quale accedere a strategie in passato quasi esclusivamente ad appannaggio degli investitori istituzionali.

Indicazioni sul concetto della leva finanziaria negli ETF

L'effetto leva che si può avere con un ETF armonizzato è ad oggi fissata ad un massimo del 200%, sia essa *long* o *short*. Investire a leva (d'ora in poi sottointeso a leva x 200%) significa avere una esposizione reale al mercato di riferimento doppia rispetto all'importo che si è effettivamente investito come ammontare nominale; di conseguenza si è esposti su base giornaliera ad oscillazioni di performance pari al doppio di quelle che interessano l'indice di riferimento (banalmente se il FTSE MIB realizza una performance giornaliera di +2% un ETF leveraged *long* sul FTSE MIB otterrà un rendimento del +4%).

Le modalità che consentono all'ETF di porsi a leva sul mercato di riferimento sono diverse a seconda che si tratti di una leva *long* o *short*. Per quanto riguarda la leva *long*, l'ETF prende a prestito l'importo necessario per raggiungere l'esposizione pari a 200% sull'indice sottostante (ad un tasso debitorio Eonia+spread). Ciò vuol dire che la leva viene ottenuta nel più classico dei modi: prendendo a prestito il capitale.

La leva *short* ha un meccanismo differente: l'ETF vende futures sull'indice di riferimento, ad esempio l'indice DJEurostoxx50, per una quantità equivalente al 200% del nominale investito. Il risultato è che l'ETF a leva *short* è, su base giornaliera, costantemente corto di 2 volte il mercato. Per sintetizzare, ciò significa che, tralasciando per semplicità le commissioni di gestione e gli interessi cumulati, se il DJEurostoxx50 TR

realizzasse una performance pari a -1%, l'ETF XBEAR DJ EUROSTOXX 50 farà +2% a dimostrazione del fatto che l'ETF XBEAR si muove su base giornaliera in maniera più che inversamente proporzionale rispetto l'indice Total Return di riferimento. E' necessario ricordare che gli ETF XBEAR, sia sul FTSE MIB che sul DJ EUROSTOXX 50, in aggiunta al doppio della performance inversa consentono di beneficiare, su base giornaliera, di un rendimento pari a 3 volte il tasso EONIA in quanto l'ETF con leva *Short* riflette una posizione di vendita allo scoperto del doppio dei titoli che compongono l'indice, e investe perciò l'intero patrimonio del fondo più i proventi derivanti dalla vendita allo scoperto delle azioni in un conto remunerato al tasso EONIA.

Nascita e sviluppo degli ETF a leva

Come già accennato in apertura gli ETF a leva sono nati in risposta alla esigenza degli operatori di investire con leva tramite uno strumento nel quale il rischio emittente non fosse presente. Infatti l'ETF, essendo un fondo, ha un patrimonio segregato per legge che non è perciò soggetto al rischio di fallimento della società emittente/gestore ed è evidente che questa caratteristica, soprattutto a causa della crisi di solvibilità riscontrata nell'ultimo anno, ha fatto sì che molti investitori abbiano preferito diversificare i loro investimenti, andando quindi a privilegiare strumenti trasparenti, liquidi e privi di rischio emittente come appunto gli ETF.

Durante il 2009 gli ETF a leva hanno riscontrato i favori degli investitori, infatti tra i primi 5 strumenti scambiati per contratti su Borsa Italiana, ben 3 sono ETF a leva. Il primo ETF scambiato è lo SGAM ETF XBEAR FTSE MIB, l'ETF a leva *short* (-200%) sull'indice FTSE MIB mentre il secondo è lo SGAM ETF LEVERAGED FTSE MIB, l'ETF a leva *long* (+200%) sempre sull'indice FTSE MIB.

Strategie implementabili con ETF a Leva

Sono molteplici le ragioni che portano all'utilizzo di un ETF a leva: vanno da quelle più "immediate" come la volontà di investire per sfruttare movimenti di breve periodo dei mercati e quindi adatti solo ad investitori con un profilo rischio/rendimento aggressivo, fino ad arrivare alla possibilità di implementare strategie più complesse altrimenti non realizzabili, a causa di limitazioni regolamentari o di particolari impedimenti operativi.

Più interessante è l'utilizzo degli ETF a leva *short* al fine di coprire (immunizzare), su base giornaliera, un portafoglio azionario, con la conseguenza di trarre vantaggio dai nostri investimenti a prescindere dall'andamento, positivo o negativo, del mercato di riferimento. Ad esempio partiamo dal presupposto che il mio portafoglio è investito nel titolo ENEL e presumo che ENEL possa fare meglio dell'indice FTSE

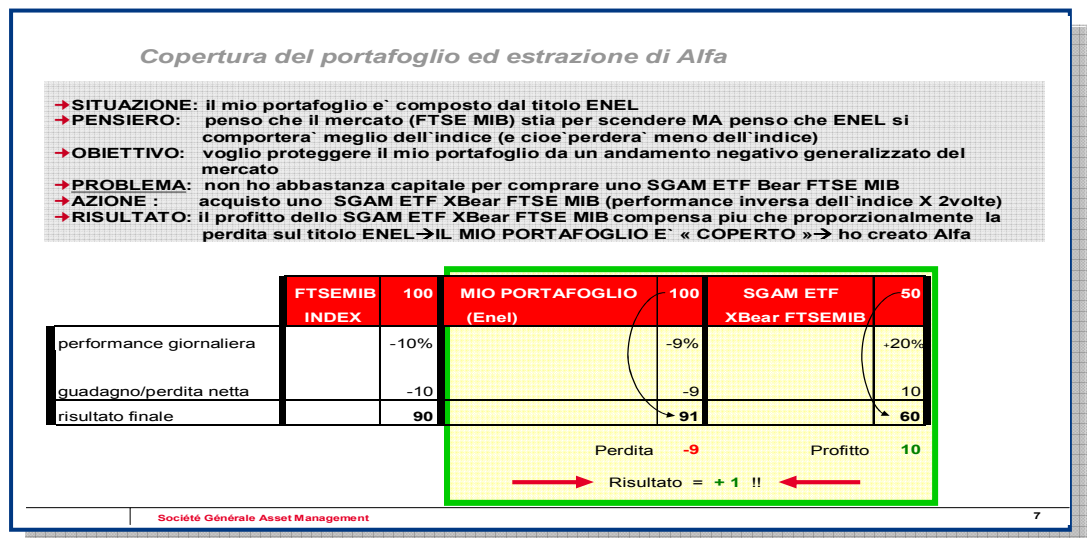
MIB, cioè che se il FTSE MIB salisse del 9% mi aspetterò che ENEL salga del 10% e se il FTSE MIB scendesse del 10% mi aspetterò che ENEL scenda solamente del 9%. Nel caso in cui il FTSE MIB sia effettivamente sceso e basandosi sulle precedenti assunzioni, per quanto io sia stato bravo ad investire in ENEL (che ha fatto meglio del mercato) avrò comunque perso del denaro.

Ad ogni modo, se oltre ad ENEL, acquistassi lo SGAM ETF BEAR FTSE MIB (che

ha come obiettivo la performance contraria del FTSE MIB) avrò come conseguenza che, con ENEL che fa -9%, il mio SGAM ETF BEAR FTSE MIB farà +10%. Otterrò quindi un risultato finale positivo uguale a +1% ed il mio portafoglio, su base giornaliera, sarà quindi immunizzato dal rischio mercato. Ovviamente, nell'esempio appena proposto, potrei utilizzare alternativamente lo SGAM ETF XBEAR FTSE MIB: ciò mi permetterà di investire nella strategia di copertura solamente il 50% del capitale necessario, ottenendo lo stesso

risultato (vedi tabella).

L'esempio prima indicato fa riferimento ad un orizzonte temporale di una seduta di borsa, per mantenere il portafoglio completamente immunizzato per il giorno successivo sarebbe necessario ribilanciare la posizione affinché l'esposizione nei confronti di Enel e dell'ETF short a leva si compensino perfettamente.



Per concludere è necessario sottolineare che come ogni prodotto di investimento anche gli ETF a Leva necessitano di una attenta analisi e comprensione dei meccanismi di funzionamento. A maggior ragione, trattandosi di strumenti che aumentano il profilo rischio/rendimento del proprio portafoglio, sono adatti ad una tipologia di investitori esperta che già conosce approfonditamente i concetti fondamentali degli ETF e che desidera aumentare in maniera più che proporzionale la partecipazione alle performance di mercato.

Alberto Massa,
 Responsabile vendite
 SGAM ETF per l'Italia



L'importanza degli ETF in un contesto di alta volatilità infragiornaliera

La negoziazione continua nel mercato ETFplus permette agli ETF di superare uno dei vincoli che caratterizzano i fondi comuni non quotati: la sottoscrizione al NAV



Enrico Camerini

È il responsabile per l'Italia del desk ETF Advisory&Trading di UniCredit HVB. Prima di lavorare nell'investment banking, Enrico ha lavorato come portfolio manager fino a diventare responsabile della gestione dei fondi pensione in un'importante società di gestione del risparmio italiana. Enrico ha conseguito la laurea con lode in Scienze Economiche e Bancarie presso l'università degli studi di Siena ed è autore del testo "Guida all'asset allocation. La gestione del portafoglio: strategica, tattica, dinamica" scritto con il prof. Franco Caparelli ed edito da Bancaria Editrice.

Le condizioni estreme che hanno caratterizzato i mercati finanziari negli ultimi mesi hanno contribuito ad enfatizzare uno dei vantaggi offerti dagli ETF (Exchange Traded Funds) rispetto ai tradizionali fondi comuni d'investimento: la loro negoziabilità in tempo reale, grazie alla quotazione in borsa per più di otto ore al giorno. Questi particolari fondi comuni di investimento costituiscono sia in Europa sia negli USA la tipologia più importante di Exchange Traded Product (ETP). Tra le loro virtù più decantate compare senza dubbio al primo posto l'economicità (il *total expense ratio* medio di un ETF azionario europeo è dello 0.37% all'anno, contro lo 0.87% medio annuo di un fondo passivo tradizionale e l'1.75% medio annuo di un fondo azionario a gestione attiva⁽¹⁾), seguita dalla trasparenza (la loro composizione è pubblicata giornalmente nei siti web dei diversi asset manager-emittenti), dalla liquidità (generata da due fonti: quella tradizionale, costituita dalla quotazione in borsa, e quella derivante dal sottostante attraverso il processo di creazione ed annullamento delle quote posto in essere dall'Authorized Participant) e dalla diversificazione (attraverso gli ETF, con una singola operazione è possibile prendere posizione su un portafoglio di titoli azionari e obbligazionari, su panieri di materie prime e su particolari temi di investimento, attuando così una diversificazione di portafoglio istantanea).

In questa sede tuttavia vogliamo soffermarci su un altro punto di forza di questi particolari strumenti finanziari: la loro flessibilità. Gli ETF grazie alla negoziazione in borsa possono essere acquistati e venduti in qualsiasi momento durante l'orario di apertura del mercato ad un prezzo che, grazie al meccanismo di creazione e rimborso, risulta allineato al Net Asset Value

dell'ETF consentendo di massimizzare le opportunità di investimento o di disinvestimento in tempo reale ad un prezzo certo. Si pensi ad esempio a due investitori che abbiano l'aspettativa di un rialzo sul breve termine del mercato azionario italiano. Il primo alle ore 9,05 acquista tramite il suo broker un ETF, ad esempio, sul FTSE MIB, mentre il secondo sempre alla stessa ora si reca presso lo sportello bancario per sottoscrivere un fondo azionario su azioni italiane. Ipotizziamo che durante quella seduta il FTSE MIB abbia realizzato una performance del +5%, il primo investitore, che ha acquistato l'ETF, ha beneficiato totalmente del rialzo mentre il secondo non ne beneficerà, in quanto vedrà valorizzato il suo investimento ad un prezzo che incorpora già il rialzo della seduta essendo la sottoscrizione effettuata sul prezzo di chiusura dei titoli compresi nel fondo. Entrambi avevano la stessa aspettativa ed entrambi hanno agito con la stessa tempestività, eppure il risultato finale è differente: +5% per l'investitore in ETF, 0% per l'investitore nel fondo comune. Chiaramente saremmo giunti a una diversa conclusione nel caso in cui il mercato avesse subito una flessione (in questo caso l'investitore in ETF avrebbe subito una perdita, l'altro no). Ma il punto non è questo: l'ETF rispetto ai fondi tradizionali incrementa le opportunità dell'investitore che agisce coerentemente con le sue aspettative, e tali opportunità aumentano all'aumentare della volatilità infragiornaliera degli indici di borsa.

Nella figura 1 seguente è illustrata la variazione percentuale infragiornaliera dell'indice FTSE MIB dall'inizio dell'anno 2004 fino alla metà del mese di luglio di quest'anno. L'indice FTSE MIB si compone delle 40 società più importanti per liquidità e capitalizzazione del flottante tra quelle quotate nella Borsa Italiana, ed è calcolato e diffuso ogni quindici secondi a partire dalla fase di negoziazione continua del segmento blue-chip del mercato MTA in base ai prezzi degli ultimi contratti conclusi. La variazione percentuale infragiornaliera è stata calcolata come la differenza tra il valore massimo ed il valore minimo dell'indice all'interno della seduta di borsa considerata, divisa per il valore minimo dell'indice.

La figura 1 mostra che salvo rare eccezioni, nel periodo che va dall'inizio del mese di gennaio 2004 alla fine di dicembre 2007, lo scostamento infragiornaliero medio dell'indice è stato molto basso e precisamente pari allo 0,92%. In questo periodo, il

(1) ETF Landscape. Barclays Global Investors, Q2 2009.

valore massimo della variazione infragiornaliera dell'indice è stato pari al 4.57% e si è registrato il 7 luglio del 2005, giorno in cui una serie di esplosioni nel centro di Londra avevano riacceso i timori di attentati terroristici in Europa. Al di là di questo episodio, pochi altri picchi di volatilità infragiornaliera sono stati riscontrati, e comunque tutti di minore intensità. Il secondo per importanza è stato pari al 4.18% e si è registrato il 17 agosto 2007 a seguito della decisione inattesa della Federal Reserve di tagliare il tasso di sconto. Ad eccezione di questi pochi *outlier*, nella grande maggioranza dei casi lo scostamento dal dato medio, pari allo 0.92% giornaliero, è stato molto basso per tutto il periodo 2004-2007, come dimostra il dato della deviazione standard delle variazioni percentuali infragiornaliere, pari allo 0.48%.

molto alta e che non sembra ancora essersi del tutto esaurita tornando ai livelli passati. Basti pensare che anche il dato sulla

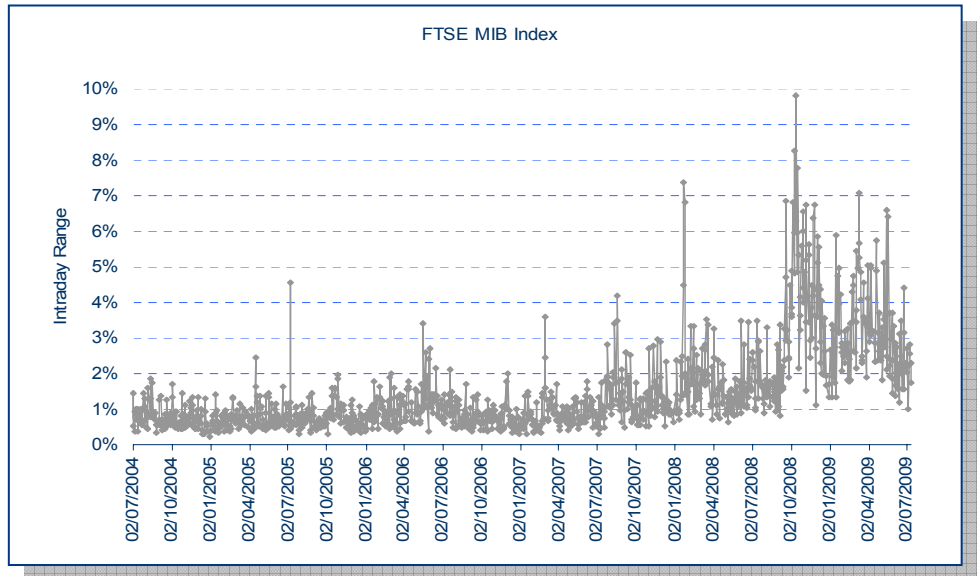


Figure 1

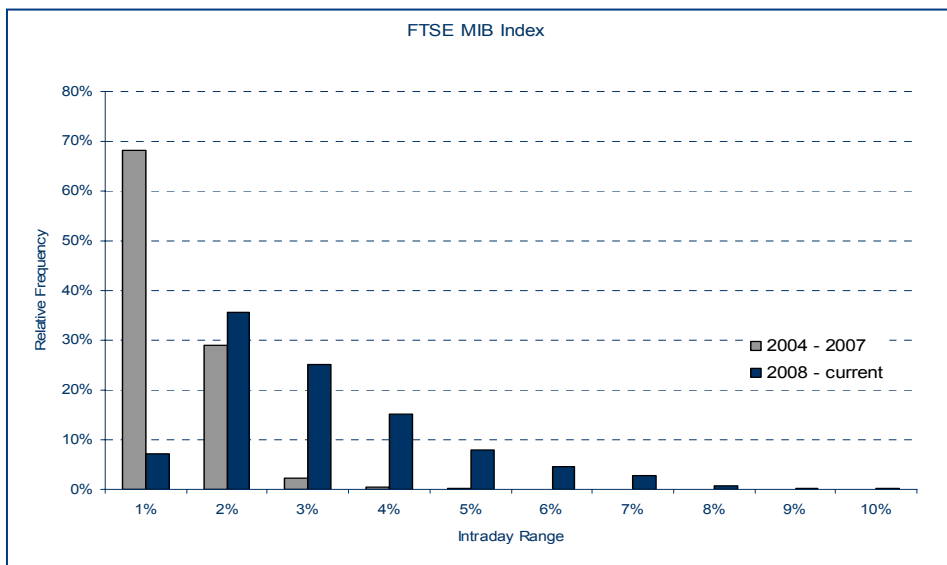


Figure 2

Ben altro scenario è quello che ha caratterizzato l'ultimo anno e mezzo di attività. Dall'inizio del mese di gennaio 2008 fino alla metà del mese di luglio del 2009 lo scostamento infragiornaliero medio dell'indice FTSE MIB è più che raddoppiato, arrivando al 2.65%. Impressionante il picco di volatilità registratosi il 13 ottobre 2008, quando l'oscillazione infragiornaliera è stata del 9,82%. Nello stesso giorno l'indice FTSE MIB ha fatto segnare il suo maggior guadagno da quando ha sostituito il vecchio indice MIB30 nel mese di settembre del 2004. Ma come la figura 1 mostra, non è solo il dato di quel giorno particolare ad aver influenzato le statistiche: siamo di fronte ad uno scenario inedito caratterizzato da una volatilità infragiornaliera persistentemente

deviazione standard delle variazioni percentuali infragiornaliere, per il periodo 2008 – luglio 2009, è triplicato rispetto al periodo precedente essendo pari all'1.53%.

Le differenze tra i due regimi di volatilità infragiornaliera sono ben rappresentate dalla figura 2 a fianco.

Come si vede, nel periodo 2004-2007 il 68% delle variazioni infragiornaliere dell'indice FTSE MIB erano inferiori all'1%, e le variazioni comprese tra l'1% ed il 2% avvenivano nel 29% dei casi. In sintesi, possiamo affermare che nel regime di volatilità prevalente tra il 2004 ed il 2007 il 97% delle variazioni infragiornaliere dell'indice FTSE MIB erano inferiori al 2%, come la seguente figura 3 illustra.

Al contrario, nel periodo 2008 - luglio 2009 soltanto il 7% delle variazioni infragiornaliere dell'indice FTSE MIB sono state inferiori all'1% e soltanto il 43% di queste sono state inferiori al 2%. Pertanto nel nuovo regime di volatilità la maggioranza (il 57% per la precisione) delle variazioni infragiornaliere dell'indice FTSE MIB è superiore al 2%.

Prima che gli ETFs venissero alla luce, gli investitori che volevano prendere posizione su un certo mercato di riferimento senza ricorrere all'utilizzo di strumenti derivati avevano di fatto un'unica possibilità: sottoscrivere quote di un fondo comune di investimento al NAV (valore netto del fondo). Il NAV è la misura del patrimonio netto del fondo d'investimento e viene valorizzato

il più delle volte con riferimento ai prezzi di chiusura del mercato in cui il fondo investe. In altri termini, sottoscrivere o rimborsare quote di un tradizionale fondo comune di investimento vuol dire esporsi al mercato ai prezzi di chiusura del mercato stesso. Una tale operatività si rivelerebbe particolarmente limitativa in un contesto di mercato come quello attuale, dove di fatto l'operatività al NAV eliminerebbe ogni possibilità di scelta del momento più opportuno in cui effettuare l'investimento all'interno della seduta di negoziazione.

Risultanze empiriche simili a quelle qui mostrate, riferite all'indice FTSE MIB, è possibile riscontrarle anche nei più importanti indici di borsa europei e mondiali (DAX, EuroStoxx 50, CAC40, S&P500, FTSE 100, etc). Gli investitori che non si accontentano di operare al NAV possono trovare nel mercato ETFPlus di Borsa Italiana più di 300 ETFs. Molti di questi replicano indici azionari, obbligazionari e di materie prime e possono essere

negoziati dalle ore 9.05 alle ore 17.25 ogni giorno, nella fase di negoziazione continua.

La liquidità sui book di negoziazione è sempre garantita dalla presenza del market maker.

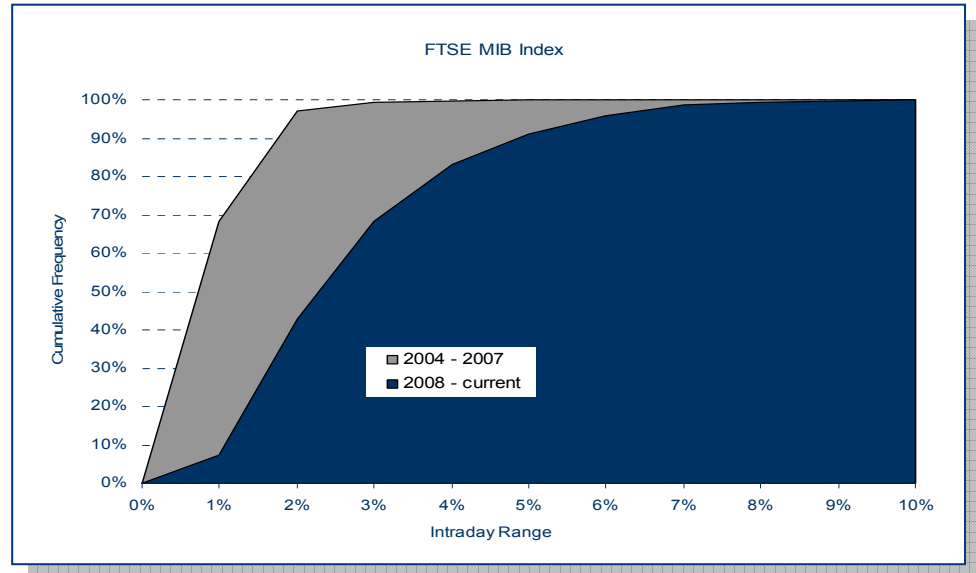


Figure 3

Enrico Camerini,
 Responsabile per l'Italia del desk ETF Advisory&Trading di
 UniCredit HVB



MOT - il mercato dei titoli di stato e delle obbligazioni

I numeri e le news del mercato

Cifre Chiave – Gen/Giu 2009

Titoli di Stato

N. contratti	1.600.719
Controvalore mln €	117.668
N. strumenti	94
New listed da gennaio	28

DomesticMOT

N. contratti	266.316
Controvalore mln €	3.822,2
N. strumenti	277
New listed da gennaio	17

EuroMOT

N. contratti	101.176
Controvalore mln €	3.543,3
N. strumenti	219
New listed da gennaio	40

MOT - nuove emissioni

Nei mesi di giugno e luglio il segmento DomesticMOT ha dato il benvenuto a diverse nuove emissioni obbligazionarie. Nel dettaglio sono stati ammessi a negoziazione:

- 2 obbligazioni emesse da ENI con scadenza 2015, di cui una a tasso fisso ed una a tasso variabile;
- 4 obbligazioni di Ubi Banca S.c.p.A. di cui due subordinate Lower Tier II e 2 a tasso misto.

Inoltre, sono stati offerti direttamente in borsa i seguenti prestiti obbligazionari:

- 1 obbligazione a tasso fisso ed 1 zero coupon da parte di ABN AMRO Bank N.V.;
- 2 bond plain vanilla ed 1 inflation linked emessi da Barclays Bank PLC.

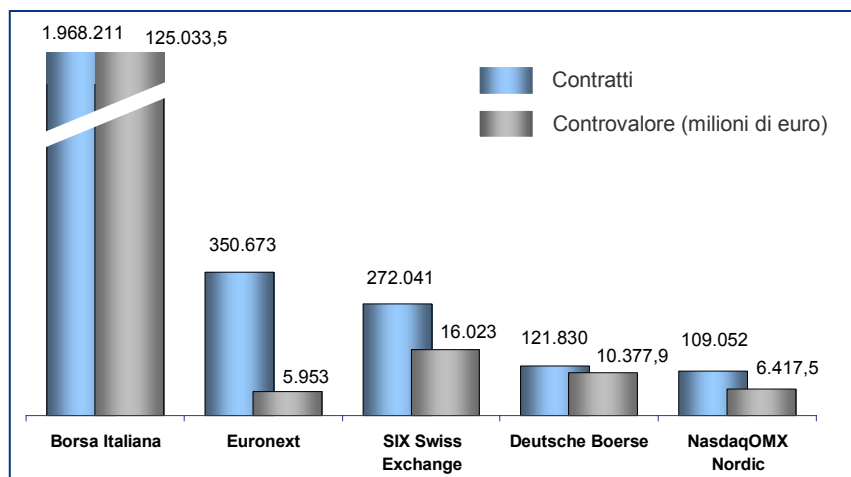
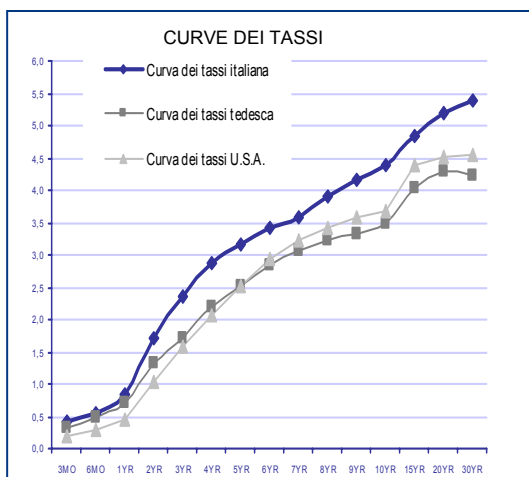
Il 10 luglio è infine entrato in negoziazione un nuovo BTP con scadenza 1 marzo 2025 ed interesse annuo lordo pari al 5%, pagabile l'1 marzo e l'1 settembre di ogni anno. Anche il segmento EuroMOT ha registrato nuove quotazioni. In particolare, gli inizi negoziazione hanno riguardato rispettivamente 4 BEI in USD, 2 BEI in GBP, 1 Bund ed 1 Shatz della Repubblica Federale Tedesca e 2 KfW in USD garantite dalla Repubblica Federale Tedesca.

Migrazione del mercato MOT sulla piattaforma TradElect

Lunedì 1° giugno, insieme a SeDeX ed ETFplus anche il MOT è migrato sulla piattaforma elettronica TradElect, già utilizzata per il mercato azionario di Borsa Italiana nonché per quelli gestiti dal London Stock Exchange e per la borsa di Johannesburg.

ExtraMOT

Il 22 giugno è nato il nuovo mercato non regolamentato di Borsa Italiana dedicato alle obbligazioni corporate, **ExtraMOT**, su cui è attualmente possibile negoziare 61 nuovi eurobonds.



Fonte Borsa Italiana e FESE, dati relativi a gen – giu 2009



ExtraMOT - il nuovo MTF di Borsa Italiana

Il nuovo mercato dei corporate bonds - l'Extra che cerchi lo trovi qui!

Lunedì 22 giugno 2009 ha preso il via ExtraMOT, il nuovo mercato non regolamentato di Borsa Italiana per la negoziazione di obbligazioni corporate. Il nuovo MTF, garantendo una maggiore flessibilità nel processo di ammissione alla negoziazione degli strumenti finanziari, amplia l'offerta obbligazionaria del gruppo London Stock Exchange e permette agli investitori italiani ed internazionali un più facile ed efficiente accesso alla negoziazione di obbligazioni corporate italiane ed estere, già quotate in altri mercati regolamentati dell'Unione Europea.

Operando sull'efficiente piattaforma TradElect, già utilizzata per il mercato regolamentato MOT, con caratteristiche di microstruttura analoghe a quelle del segmento EuroMOT, sfrutta l'efficienza tecnologica e la consolidata esperienza di gestione e di vigilanza sulle negoziazioni dei mercati regolamentati obbligazionari di Borsa Italiana.

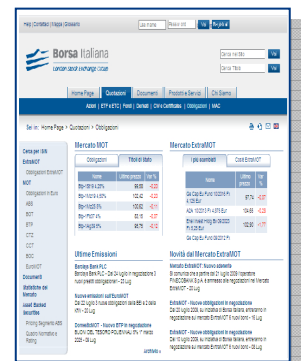
In maniera del tutto analoga a quanto avviene per EuroMOT, è previsto infatti che i contratti siano inoltrati, attraverso il servizio XTRM, ai servizi di liquidazione Euroclear e Clearstream Banking Luxembourg e liquidati il terzo giorno di calendario TARGET successivo alla stipulazione, in maniera del tutto automatica.

Inoltre, come tutti i mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana, è caratterizzato da una modalità di negoziazione cosiddetta "order driven", attraverso la quale chiunque – per il tramite della propria banca oppure direttamente attraverso servizi on-line – può inserire proposte in acquisto ed in vendita sullo strumento di proprio interesse rendendo così il processo di formazione dei prezzi assolutamente trasparente.

A garanzia della liquidità è prevista la presenza di asta di apertura, in modo da raggruppare proposte in acquisto e in vendita in una fase di mercato caratterizzata da forte volatilità, rendendo più efficiente il processo di formazione dei prezzi.

Infine, a sostegno della liquidità dei prodotti in negoziazione, è possibile la presenza di operatori specialisti che sono tenuti ad esporre continuamente proposte in acquisto ed in vendita per quantitativi minimi determinati da Borsa Italiana in relazione alle caratteristiche di ciascuno strumento. La presenza dello specialista è obbligatoria nel caso l'ammissione alle negoziazioni sia stata richiesta dallo stesso operatore.

Per garantire complete ed aggiornate informazioni sugli strumenti in negoziazione, Borsa Italiana dedica sul proprio sito internet, nella sezione degli strumenti obbligazionari, ampio spazio al nuovo mercato. Il sito, infatti, oltre a fornire informazioni complete ed aggiornate sui nuovi titoli ammessi alle negoziazioni, sulle novità del mercato e sui titoli più scambiati della giornata, offre dati di mercato e la possibilità di scaricare la **scheda prodotto** dei singoli titoli in negoziazione.



La scheda informativa, riassume in maniera chiara e facilmente consultabile le principali caratteristiche di ciascun titolo negoziato su ExtraMOT e viene pubblicata a partire dal primo giorno di negoziazione del titolo stesso. E' composta da 3 principali sezioni:

- le caratteristiche dell'emittente;
- le caratteristiche dello strumento obbligazionario;
- le caratteristiche relative alle modalità ed agli orari di negoziazione.



Per consultare il listino completo degli strumenti attualmente in negoziazione su ExtraMOT, clicca [qui](#).

La redazione, mercato MOT



Redazione Inside Markets

IDEM - Gabriele Villa, Melissa De Sanctis

ETFplus - Silvia Bosoni, Demis Todeschini

SeDeX - Emanuele Grasso

MOT - Carlo Gussoni, Anna Marucci, Enrico Sobacchi

inside.markets@borsaitaliana.it

Borsa Italiana - London Stock Exchange Group

Piazza degli Affari, 6

20123 Milano

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

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

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

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

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

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

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

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