

Ottobre 2009 | Numero 6 | **newsletter bimestrale**

## IN QUESTO NUMERO

<b>Copertina</b>		1
<b>IDEM</b>	I numeri e le news del mercato	2
	Back Testing delle Strategie	3-4
	Medie mobil e trendlines: un'interessante parentela	5-6
<b>SeDeX</b>	I numeri e le news del mercato	7
	I certificati di investimento e la gestione di portafoglio	8-9
	Gli Athena Certificate di BNP Paribas	10-11
<b>ETFplus</b>	I numeri e le news del mercato	12
	ETF: l'attività di Market Making	13-14
	L'evoluzione del mercato degli ETF	15-16
<b>MOT</b>	I numeri e le news del mercato	17
	Ripresa in atto ma tempi ancora lunghi per il pieno recupero	18-19
<b>Contatti</b>		20

## PRIMO PIANO

# Market View

Il periodo metà settembre-metà ottobre ha visto il Ftse Mib passare al rialzo il livello di 24,000, portandosi da 23,400 a 24,400 e quindi ha visto il listino domestico avvicinarsi al livello target di 25,000 mentre S&P500 si avvicinava a 1100 e il Dow Jones passava i 10,000 punti.

La forza del mercato azionario è risultata meno intensa di quella verificatasi tra luglio e settembre ma nulla al momento sembra impensierire il clima bullish: complice il rientro del rischio sui corporate bonds che, in Europa, è sceso mediamente sotto i 90bps di differenziale rispetto ai titoli governativi (erano a 130bps a metà luglio) e, in USA, sotto i 150bps (erano a 200bps a metà luglio).

Il clima microeconomico risulta dunque caratterizzato da basse aspettative di altri fallimenti societari e dalla percezione che non ci siano sorprese sul trend di Borsa.

Il clima macroeconomico si sta raffreddando a causa del livello elevato della disoccupazione americana e del rientro della fiducia degli imprenditori (ISM).

L'asimmetria tra attese bullish sull'azionario e neutralità/pessimismo sul ciclo economico sono evidenziate dal rapporto tra petrolio e oro, a favore del primo per un 6% da metà settembre (l'oro è correlato al clima macro e il petrolio a quello micro).

Per ora prevale quindi l'ottimismo (petrolio) ma il rischio è dietro l'angolo (oro).

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

## EDITORIALE

*Il miglioramento del contesto economico si è finalmente riflesso nei conti delle imprese quotate. Utili superiori alle attese hanno caratterizzato tanto il comparto dei finanziari quanto quello dei ciclici industriali. La diffusione delle trimestrali ha dunque validato il rally azionario di questi ultimi mesi e alimentato un ulteriore progresso dei corsi nelle prime settimane di ottobre. La moderata volatilità, ai minimi da oltre un anno, il ritorno verso multipli più premianti e la revisione al rialzo delle prospettive di crescita, hanno finalmente avuto un effetto sensibile sul mercato dei capitali. Dall'inizio della crisi il mercato primario azionario ha vissuto una dinamica fortemente divergente tra nuove quotazioni e raccolta di capitale da parte di società già quotate. Il processo di deleveraging ha imposto a molte società di ristabilire un maggior equilibrio tra indebitamento e mezzi propri, generando volumi nella raccolta di capitale da parte di società quotate che hanno raggiunto, a livello globale, livelli record su base storica. Sui soli mercati gestiti da Borsa Italiana, ad esempio, è stato raccolto più capitale nei primi 9 mesi di quest'anno che complessivamente negli ultimi tre anni. La vera novità è la ripresa del mercato delle IPO, che dopo un periodo di sostanziale blocco durato oltre un anno, sta ora offrendo segnali tangibili di ripresa. Il progresso è, similmente a quanto accade sul lato dell'economia reale, ben più evidente sulle Borse e le imprese asiatiche di quanto non lo sia per quelle occidentali. La ripresa delle IPO è un importante e positivo segnale che il processo verso la normalizzazione dei mercati sta proseguendo.*

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

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

# IDEM - Italian Derivatives Market

## I numeri e le news del mercato

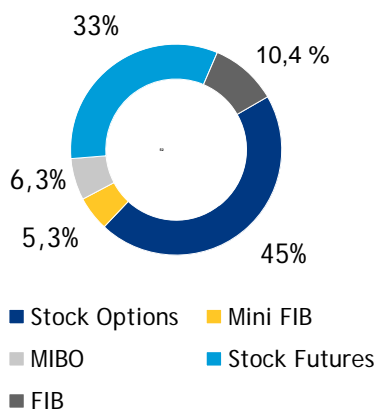
### Cifre Chiave – settembre 2009

<b>N. contratti</b>	4.041.120
<b>Controvalore ml €</b>	82.185
<b>Open interest</b>	4.933.774

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

MIBO	1,24
UNICREDIT	1,53
GENERALI	0,87
INTESA SAN PAOLO	1,04
ENEL	2,10
TELECOM ITALIA	0,80
FIAT	0,85
STMICROELECTRONICS	0,27
ENI	0,96
BMPS	1,08
MEDIOBANCA	0,70

### N. Contratti



## K factor su Tiscali

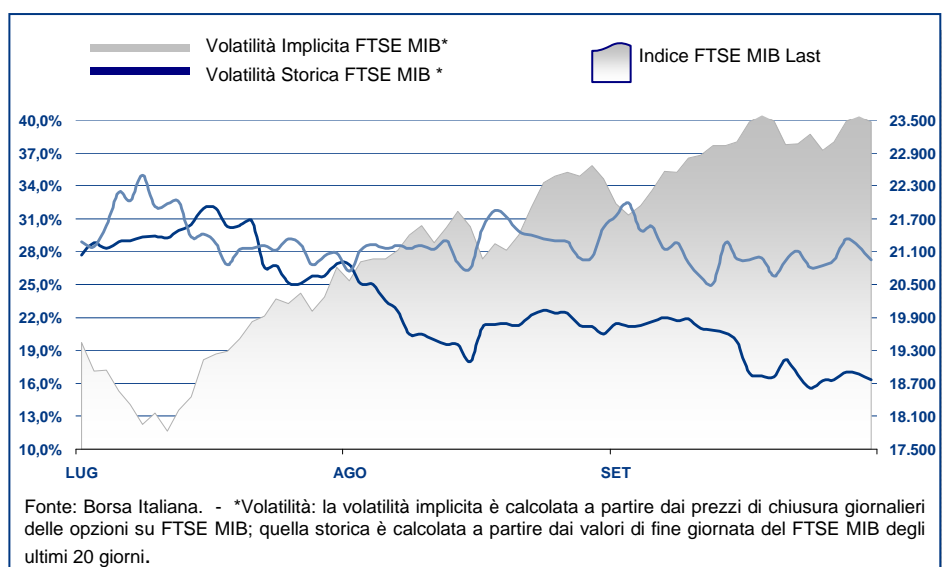
Con riferimento agli Avvisi di Borsa Italiana n. 15393 e 15394 del 8 ottobre 2009, si comunica che il coefficiente K per la rettifica dei contratti di opzione e futures su azioni ordinarie Tiscali è pari a 0,057380.

Per i contratti rettificati di opzione e futures su azioni ordinarie Tiscali il lotto rettificato è pari a 1743 azioni. Le nuove serie di opzioni e futures su azioni ordinarie Tiscali che entreranno in negoziazione dal 12 ottobre 2009 avranno il lotto pari a 5000 azioni.

Gli attuali obblighi di market making sulle opzioni e sui futures su azioni Tiscali non verranno modificati a seguito dell'operazione sul capitale. Per qualsiasi informazione in merito agli attuali obblighi, si prega di fare riferimento agli Avvisi di Borsa Italiana n. 2792 e n. 2793.

## Tiscali: aumento a pagamento del capitale sociale

Ai sensi delle Istruzioni di Borsa Italiana art. IA.9.1.7 e IA.9.1.11, si comunica che il prezzo di esercizio, il prezzo di chiusura giornaliero e il numero di titoli (lotto) oggetto dei contratti di opzione e futures su azioni Tiscali saranno rettificati come descritto negli Avvisi di Borsa Italiana n. 15392, 15393 e 15394 del 8 ottobre 2009.



## Back Testing delle Strategie



### Stefano Zanchetta

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

I trader in opzioni normalmente sono legati ad alcune strategie che prediligono in quanto si sono dimostrate profittevoli nella loro esperienza o, in ogni caso, riflettono le loro propensioni al guadagno e la loro avversione, più o meno accentuata, al rischio di mercato.

E' normale, quindi, che i trader tendano ad utilizzare preferibilmente le stesse strategie. Alcuni di essi si saranno chiesti quanto avrebbero guadagnato se avessero utilizzato sistematicamente la stessa strategia portandola a scadenza e proponendola di nuovo il mese successivo.

L'obiettivo di questo articolo è quello di verificare statisticamente la bontà di una strategia in opzioni ripetuta nel corso degli ultimi due anni passati, per dare informazioni sulla profittabilità e sui rischi legati alla stessa.

L'analisi finale dei risultati evidenzia le statistiche relative alle varie operazioni, indicando (elenchiamo i dati più significativi):

- il guadagno o la perdita complessiva;
- il numero di strategie vincenti e perdenti;
- la perdita e il guadagno massimo, medio e minimo;
- il numero di strategie consecutive di guadagno e perdita;
- le condizioni di mercato coincidenti con il guadagno e con le perdite.

L'analisi statistica offre al trader in opzioni elementi utili a confermare o meno la scelta di una certa strategia. Se, ad esempio, i livelli attuali di volatilità implicano una bassa probabilità di successo (le statistiche potrebbero indicare che con condizioni di mercato analoghe a quelle attuali hanno comportato perdite nella grande maggioranza dei casi) allora il trader potrebbe decidere di non applicare una certa strategia e di propendere per un'altra.

Al contrario, il trader potrebbe veder confermata la sua scelta essendo "confortato" da guadagni possibili in passato con situazioni analoghe di mercato.

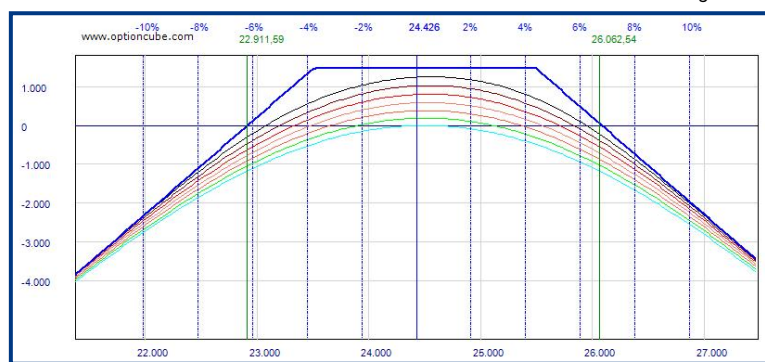
Si consideri un primo esempio operativo:

Esempio 1: apertura il giorno 19 ottobre 2009 di una strategia "Short Strangle" sull'indice FTSEMIB con le seguenti operazioni: vendita allo scoperto di un'opzione CALL 25500 scadenza novembre 2009 al prezzo di 234 e vendita allo scoperto di un'opzione PUT 23500 scadenza novembre 2009 al prezzo di 336.

Entrambe le opzioni hanno lo strike che dista circa il 4% dal valore attuale del sottostante, pari a 24426.

L'incasso complessivo per la strategia è pari a  $234 \cdot \text{€}2,5 + 336 \cdot \text{€}2,5 = \text{€} 1'460$  che equivale anche al massimo guadagno ottenibile con la stessa a scadenza.

Immagine 1



I margini richiesti per l'apertura di questa strategia sono pari a 6'707 euro. Tale valore rappresenta statisticamente il costo teorico di liquidazione nel peggiore degli scenari possibili secondo il modello TIMS adottato dalla CC&G.

L'analisi seguente cerca di rispondere al quesito iniziale: se negli ultimi due anni la stessa strategia fosse stata ripetuta mese per mese cosa sarebbe avvenuto?

E' possibile dare una risposta, ovviamente, attraverso l'ausilio di uno strumento che ricostruisca gli scenari passati di prezzi e volatilità, e generi delle operazioni fittizie nel passato che ripropongano la stessa strategia odierna. Per fare un esempio, oggi l'indice vale circa 24500 e le opzioni sono state vendute con strike rispettivamente pari a 23500 (la PUT) e 25500 (la CALL). Il 22 novembre 2007 l'indice valeva 37365 punti e il software simula la vendita di opzioni con strike 36500 (la PUT) e 38500 (la CALL). Gli strike quindi si adattano all'evoluzione passata del sottostante.

Andando indietro di 500 giorni di mercato aperto, il software simula la strategia 22 volte partendo dal 22 novembre 2007 e terminando il 16 ottobre 2009.

Su un totale di 22 volte, 14 volte la strategia è risultata vincente, con un guadagno di 31'240,55 euro (2'231 euro circa di guadagno medio) mentre 8 volte è risultata perdente con una perdita di 26'955,48 euro (3'369 euro di perdita media). Con un capitale di riferimento di 25'000 euro la strategia ripetuta negli ultimi 2 anni avrebbe fatto realizzare un profitto complessivo di 4'285 euro, pari al 17,14% del capitale (8,91 % su base annua). Le statistiche sia sui trade vincenti che su quelli perdenti danno un'idea abbastanza precisa del rischio a cui si incorre seguendo questa strategia. Dati interessanti, ad esempio, sono la massima perdita mensile (-5'522 euro) e il massimo drawdown nel corso dell'intero periodo (-19'170 euro).

Analizzando questi dati l'utente è in grado di valutare se la strategia è sostenibile sia finanziariamente che psicologicamente: lo stress da perdite a volte impone la chiusura anticipata di strategie.

Oltre alle statistiche sui guadagni e sulle perdite è interessante analizzare le condizioni di mercato che hanno consentito di guadagnare o che hanno determinato le perdite.

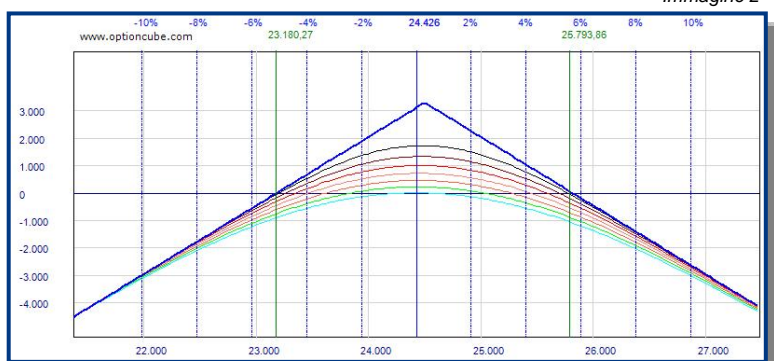
Ad esempio, per questa strategia, un mercato leggermente crescente (+0,99% in media di crescita mensile) e una volatilità in calo mediamente del 3,5% hanno consentito di guadagnare. Quando, invece, il mercato mediamente è sceso del 4,75% su base mensile e la volatilità è salita dell'8,44% allora la strategia è risultata perdente.

Si consideri un secondo esempio operativo:

Esempio 2: apertura il giorno 19 ottobre 2009 di una strategia "Short Straddle" sull'indice FTSEMIB con le seguenti operazioni: vendita allo scoperto di opzione CALL 24500 scadenza novembre 2009 al prezzo di 618 e vendita allo scoperto di opzione PUT 24500 scadenza novembre 2009 al prezzo di 700. Entrambe le opzioni hanno lo strike quasi coincidente col valore attuale del sottostante, pari a 24426. L'incasso complessivo per la strategia è pari a  $618 \cdot \text{€}2,5 + 700 \cdot \text{€}2,5 = \text{€} 3'295$  che equivale anche al massimo guadagno ottenibile con la stessa strategia a scadenza.

I margini richiesti per l'apertura di questa strategia sono pari a 9'063 euro. Rispetto alla strategia precedente (esempio 1) i maggiori margini richiesti denotano un rischio di mercato maggiore. In effetti è ben noto che la "Short Straddle" sia più rischiosa della "Short Strangle".

Immagine 2



Andando indietro di 500 giorni di mercato aperto il software simula la strategie 22 volte partendo dal 22 novembre 2007 e terminando il 16 ottobre 2009.

Su un totale di 22 volte, 12 volte la strategia è risultata vincente, con un guadagno di 31'909,42 euro (2'659 euro circa di guadagno medio) mentre 10 volte è risultata perdente con una perdita di 32'311,52 euro (3'231 euro di perdita media). Con un capitale di riferimento di 25'000 euro la strategia ripetuta negli ultimi 2 anni avrebbe fatto realizzare una perdita complessiva di 402,11 euro, pari al 1,61% del capitale (0,94 % su base annuale).

Guardando le condizioni di prezzo e volatilità che hanno determinato i profitti e le perdite, si può notare come, per questa strategia, un mercato leggermente crescente (+1,31% in media di crescita mensile) e una volatilità in calo mediamente del 5,29% hanno consentito di guadagnare. Quando, invece, il mercato mediamente è sceso del 4% su base mensile e la volatilità è salita dell'8,2% allora la strategia è risultata perdente. Disponendo delle statistiche di entrambe le strategie è possibile confrontarle nella seguente tabella:

Descrizione	Short Strangle (-1 C25500 -1 P23500)	Short Straddle (-1 C24500 -1 P24500)
Guadagno o perdita	4'285,07	-402,11
Guadagno medio	2'231,47	2'659,12
Guadagno massimo	5'621,53	6'112,67
Perdita media	-3'369,44	-3'231,15
Perdita massima	-5'522,70	-6'020,00
Massimo DrawDown	-19'170,45	-22'710,61
Var.ne Spot per Trade vincenti	0,99 %	1,31 %
Var.ne Volatilità per Trade vincenti	-3,49 %	-5,29 %
Var.ne Spot per Trade perdenti	-4,75 %	-3,99%
Var.ne Volatilità per Trade perdenti	+8,44 %	+8,20%

## Conclusioni

Il metodo del backtesting sulle strategie non assicura di avere maggiori probabilità di guadagno ma è uno strumento utile a verificare se la strategia che si sta per mettere in atto è in linea con le aspettative di guadagno e di perdita ed è sostenibile secondo il proprio profilo finanziario.

Inoltre l'analisi delle condizioni di mercato che hanno determinato in passato i guadagni e le perdite dovrebbe evitare errori di valutazione nel momento in cui si costruiscono nuove strategie.

## Medie mobili e trendlines: un'interessante parentela



### Massimo Intropido

*E' 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. E' 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).*

I lettori più giovani non hanno assistito al grande sviluppo che l'analisi tecnica ha subito negli anni '80 e '90 caratterizzati dall'introduzione di una lunga serie di indicatori quantitativi che hanno di fatto rivoluzionato quantomeno il modo di presentare questa disciplina. Lo sviluppo dei personal computer ha consentito ad un numero sempre maggiore di analisti ed appassionati di analisi tecnica di sviluppare o tentare di sviluppare nuovi indicatori che segnalassero l'inizio ed alla fine delle tendenze con la maggior precisione possibile. Com'è andata a finire lo sappiamo benissimo. Alcuni indicatori, quali ad esempio l'RSI e l'ADX hanno iniziato a godere di grande popolarità, persino eccessiva rispetto alle loro reali qualità.

Tuttavia il grande lavoro che è stato svolto in termini di algoritmi quantitativi ci ha dimostrato definitivamente che le difficoltà che comporta l'analisi tecnica non derivano dall'imprecisione degli strumenti, ma piuttosto dal carattere estremamente erratico ed a volte fortemente contraddittorio dei mercati finanziari. Gli analisti (tra cui chi scrive) che hanno qualche decennio di esperienza non hanno mai smesso di apprezzare l'efficacia degli strumenti di base dell'analisi tecnica, ovvero delle trendline e delle figure tecniche. L'utilizzo di queste semplici metodologie lascia indubbiamente degli spazi di interpretazione individuale, ma in mano ad un analista esperto anche le tecniche postulate un secolo fa da Charles Dow continuano ad essere estremamente valide (e profittevoli!) e, circostanza forse non conosciuta da tutti, a sposarsi in maniera egregia e rassicurante con gli strumenti quantitativi.

In questo articolo voglio infatti mostrare l'utilità di un confronto apparentemente fine a sé stesso come quello tra medie mobili e trendline. In realtà dimostrerò facilmente che questo paragone non è una dissertazione puramente accademica, ma consente di sottoporre ad una discreta analisi quantitativa uno strumento, quali appunto le linee di tendenza, che ancora oggi è così ostico da automatizzare e dunque apparentemente difficile da valutare in termini oggettivi. Utilizziamo come terreno di studio il più famoso indice borsistico del mondo, ovvero il Dow Jones



Nel grafico qui sopra ho rappresentato delle trendline di medio-lungo periodo unitamente ad una media mobile semplice a 200 giorni. Si può notare come in alcuni casi vi sia una quasi perfetta coincidenza tra due strumenti concettualmente molto diversi tra di loro. Infatti la media mobile è un indicatore statistico che, come illustrato in altri miei articoli, diventa utile in borsa quando funziona male dal punto di vista statistico. Vediamo perché. Quando i prezzi sono stazionari, la media mobile passa attraverso di essi. Quando invece vi è una tendenza, la media mobile è regolarmente in ritardo rispetto ad essa e quindi tende a stare più vicina agli estremi di prezzo che si oppongono alla tendenza piuttosto che quelli che l'assecondano. In altre parole durante un trend rialzista tende a stare più vicina ai minimi che ai massimi, così come durante una discesa del prezzo si avvicina di più ai massimi rispetto a quanto faccia nei confronti dei minimi. Ma questa situazione è esattamente quella che si deve creare quando si disegna una trendline, poiché quest'ultima rappresenta la condizione minima geometrica necessaria affinché la tendenza possa continuare.



Negli anni, infatti, si è rivelato particolarmente vantaggioso tracciare le trendline in maniera tale che esse funzionassero da supporti per i rialzi e da resistenze per i ribassi. In questo modo si lascia al mercato lo spazio per sfogare la propria tendenza e ci si accontenta del mantenimento dei requisiti minimi di quest'ultima.

Quindi, riassumendo, possiamo dire che l'effetto di ritardo delle medie mobili e la "minimalità" delle trendline fanno sì che questi due indicatori abbiano così tanto in comune da essere quasi intercambiabili.

Quale vantaggio può derivare per l'analista da questa parentela così stretta? Non certo la capacità dei computer di calcolare le performance di una strategia di trading basata sulla media mobile equivalente alle nostre trendline. Ciò può essere fatto manualmente anche sulla linea di tendenza stessa. Basta solo un po' di buona volontà ed una calcolatrice. Il fatto di poter lavorare con le medie mobili come buon proxy delle trendline fatte a mano consente di mantenere la stessa efficacia e semplicità concettuale di un metodo grafico anche quando ci si avventura nella costruzione di strategie e statistiche basate sulle medie mobili, come ad esempio le bande di Bollinger. E per quale motivo è ancora oggi interessante elaborare algoritmi basati sulla media mobile, strumento tecnico ormai di antica data? Per sfruttare il grosso vantaggio che offre la media mobile nella costruzione di formule complesse. Infatti, come molti sapranno, dal punto di vista matematico la media (almeno quella semplice) è un operatore lineare e ciò la rende facilmente elaborabile anche in maniere assolutamente originali. Essa può infatti essere facilmente disaggregabile ed integrabile a piacimento. Qui davvero la fantasia dell'analista può davvero sbizzarrirsi.

Questa forte somiglianza non può certo dirsi una scoperta originale. Si tratta di una circostanza assolutamente nota da decenni agli analisti più esperti. È invece una condizione di base, una sorta di assioma che rende molto interessante ancora oggi il continuo sviluppo di indicatori e trading system basati sulle medie mobili.

**Massimo Intropido**  
**Fondatore Ricerca e Finanza**

# SeDeX - il mercato dei Covered Warrant e dei Certificati

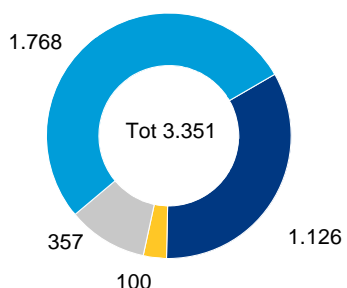
I numeri e le news del mercato

PRESENTAZIONE LIBRO

## Cifre Chiave – settembre 2009

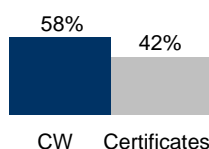
N. contratti	141.932
Controvalore mln €	958,4
New Listing del mese	653
N. Emittenti	17
N. Sottostanti	261

## N° Strumenti per Segmento

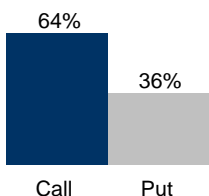


- Covered Warrant plain vanilla
- Covered Warrant esotici
- Leverage Certificates
- Investment Certificates

## Volumi CW vs Certificates



## Volumi CW Call vs Put



## I Certificati di Investimento

### Mercati, strutture finanziarie, strategie gestionali

In questo numero di Inside Markets ospitiamo un articolo di Mauro Camelia, professore aggregato presso l'Università di Siena e curatore del libro "I Certificati di Investimento". Il libro sarà nelle librerie nella prima metà di novembre, pubblicato nella collana Finanza e Mercati delle Edizioni Il Sole 24 Ore.

Partendo dalla mappa realizzata da ACEPI (Associazione Italiana Certificati e Prodotti di Investimento), il libro analizza le principali tipologie di certificati, coniugando il rigore teorico-istituzionale con l'analisi di esemplificazioni operative in modo da accrescere la trasparenza e la conoscenza di questi strumenti presso un pubblico sempre più vasto e illustrare le modalità di inserimento nel processo di investimento come asset class autonome, affiancando quelle tradizionali (azioni, obbligazioni e liquidità).

Borsa Italiana, che ha collaborato alla realizzazione dell'opera, ospiterà il 19 novembre 2009 presso palazzo Mezzanotte l'evento di presentazione del libro.



## I 5 Covered Warrant più scambiati

Emittente	ISIN	Sottostante	Facoltà	Strike	Scadenza	Contratti	Controv.
Unicredit	IT0004502230	FTSE MIB	Put	14.000	21/12/12	1.795	67,23
Société Générale	FR0010724930	FTSE MIB	Call	24.000	16/10/09	16.666	34,27
Société Générale	FR0010757229	FTSE MIB	Call	28.000	20/12/13	334	26,02
Unicredit	IT0004502180	FTSE MIB	Put	18.000	16/12/11	726	25,47
Société Générale	FR0010713677	FTSE MIB	Call	22.00	18/09/09	6.668	20,97

## 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	1.600	128,16
Bayerische Hypo- und Vereinsbank	DE000HV778W2	STM	Equity Protection Certificate Strike 5,00 Part. 100%	17/12/10	1.243	51,30
Banca Aletti	IT0004453301	ENI	Borsa Protetta Certificate Strike 11.55 Part. 100%	22/01/10	598	21,19
Banca IMI	IT0004486822	DJ EUROSTOXX 50	Euro Equity Protection Cap Cert. Strike 2.217,86 Part. 100%	30/04/13	306	9,73
Credit Suisse International	GB00B39MSQ94	EURO/USD	Dollar Premium Strike 1,4345	19/06/13	331	5,75

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

# I certificati di investimento e la gestione di portafoglio

## Un approccio metodologico



**Mauro Camelia**

Professore aggregato di *Tecnica Bancaria e di Organizzazione degli Intermediari Finanziari* presso la *Facoltà di Economia dell'Università di Siena*. Dal 1995 svolge attività di consulenza, per conto di primarie aziende bancarie, nei seguenti settori: a) analisi macroeconomiche; b) analisi finanziarie; c) definizione di strategie di gestione di portafogli finanziari. Dal 1997 è consulente di ABI Formazione relativamente alla progettazione ed alla realizzazione di seminari specialistici su temi riguardanti la gestione di portafogli finanziari. Dal 2004 è referente di ABI per i Corsi di formazione nell'area finanza. È autore di pubblicazioni scientifiche in ambito finanziario su tematiche relative allo studio dell'Economia degli Intermediari Finanziari.

Il bilancio provvisorio del 2009 per il settore dei certificati di investimento può considerarsi molto positivo; il mercato primario, in particolare, ha evidenziato una ripresa significativa come illustra la figura 1. Nel periodo gennaio – settembre il controvalore dei certificati di nuova emissione è stato di 1,77 miliardi di Euro, in netta controtendenza rispetto alla parte finale del 2008 e al corrispondente periodo dello stesso anno (+ 700 milioni di Euro).

Gli emittenti hanno alimentato con continuità l'offerta sul mercato primario con il collocamento di certificati aventi caratteristiche finanziarie allineate alle quotazioni correnti delle attività di riferimento; allo stesso tempo è stata ulteriormente arricchita la già ampia varietà dei certificati di investimento in circolazione.

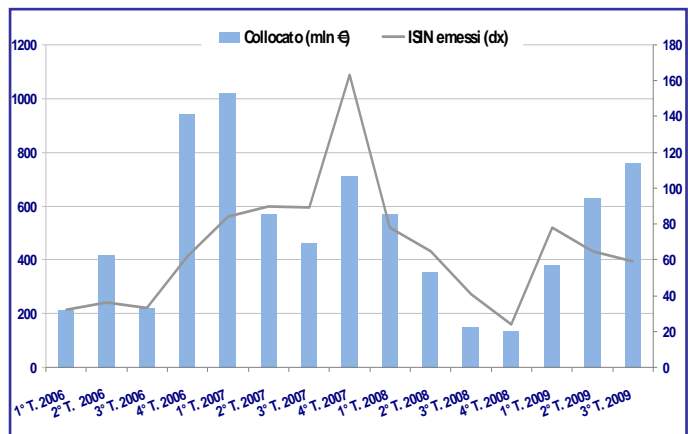


Figura 1 – Il mercato primario dei certificati in Italia. Fonte: ACEPI

L'elevato dinamismo che ha contraddistinto il mercato primario dei certificati nella prima parte dell'anno offre lo spunto per riflettere sui possibili interventi da realizzare per assicurare una crescita stabile a questo settore nei prossimi anni, meno condizionata dalle fasi di più elevata instabilità dei mercati finanziari, come è accaduto in passato.

Impiegati con continuità nel processo di investimento i certificati offrono molteplici opportunità di diversificazione di portafoglio, in termini di accesso ad una pluralità di mercati, attività sottostanti e strategie di investimento. Ciò nonostante non possono trascurarsi alcuni ostacoli che impediscono un utilizzo sistematico dei certificati nella gestione di portafoglio: il riferimento è alla scarsa trasparenza e complessità di questi strumenti finanziari. Fattori, questi ultimi, che possono limitare sia una corretta valutazione ex ante (ovvero all'atto della selezione dei certificati) sia il monitoraggio e la successiva gestione dei profili di rischio di questi strumenti finanziari.

Un'adeguata diffusione della cultura finanziaria è quindi precondizione indispensabile per consentire ai risparmiatori di conoscere i profili di rischio – rendimento atteso dei certificati e per inserirli stabilmente all'interno della gestione di portafoglio.

### Uno schema di sintesi

Partendo da tali considerazioni si propone di seguito uno schema, articolato in macrofasi, in grado di favorire un utilizzo più efficiente e soprattutto maggiormente consapevole, da parte degli investitori, dei certificati di investimento nella gestione di portafoglio.

### 1. Le caratteristiche finanziarie

La prima fase è incentrata sull'analisi delle caratteristiche finanziarie dei certificati di investimento: essi sono combinazioni di strumenti derivati (solitamente opzioni plain vanilla ed esotiche) che consentono di tradurre le preferenze degli investitori in altrettanti profili di rischio – rendimento atteso personalizzati. Un contributo essenziale per l'analisi e la comprensione delle caratteristiche finanziarie dei certificati di investimento è offerto dalla "Mappa dei certificati" realizzata da ACEPI. Si tratta di uno strumento di rapida consultazione che classifica i prodotti presenti sul mercato in rapporto alle caratteristiche finanziarie degli stessi. La "Mappa" suddivide i certificati in quattro categorie: strumenti a capitale protetto/garantito, strumenti a capitale condizionatamente protetto/garantito, strumenti a capitale non protetto/garantito e



strumenti a leva. All'interno di ciascuna categoria i certificati, suddivisi per tipologia, sono descritti in termini di caratteristiche generali, obiettivi di investimento e orizzonte temporale. L'analisi è completata con un grafico che illustra il profilo dei profitti e delle perdite a scadenza di ciascun certificato.

## 2. L'analisi di sensitività

La seconda fase ha come obiettivo la valutazione dinamica del profilo di rischio connesso all'investimento in certificati. Questa fase è incentrata sulla cosiddetta analisi di sensitività (what if analysis): partendo dalla struttura finanziaria dei certificati, definita in termini di componenti derivative sottostanti, l'analisi di sensitività consente di valutare gli effetti indotti sul prezzo dei certificati dalle variazioni che intervengono nei diversi fattori (prezzo del sottostante, prezzo di esercizio, volatilità, tassi di interesse, dividendi, etc.) da cui dipende il valore delle componenti derivative di cui si compongono.

## 3. La classificazione

Sulla base dell'analisi di sensitività è possibile giungere, nella terza fase, alla classificazione, illustrata in figura 2, in cui, tenuto conto del diverso profilo di rischio – rendimento atteso e delle diverse finalità con cui possono essere utilizzati nella gestione di portafoglio, i certificati sono suddivisi nelle seguenti macrocategorie:

- *protezione del capitale*: appartengono a questa categoria i certificati che consentono di partecipare al rialzo/ribasso dell'attività sottostante, assicurando, allo stesso tempo, a scadenza la protezione totale/parziale del valore nominale sottoscritto in fase di collocamento. Certificati quali gli Equity Protection, i Double Win ed i Butterfly si indirizzano ad investitori caratterizzati da una elevata avversione al rischio, consentendo loro di minimizzare il costo opportunità connesso allo "star fuori dal mercato";
- *yield enhancement*: rientrano in questa categoria i certificati, quali i Bonus, i Cash Collect, gli Express ed i Twin Win, funzionali all'amplificazione della redditività corrente di portafoglio. Essi si caratterizzano per un downside risk minore rispetto alle attività sottostanti, pur non assicurando il rimborso del valore nominale dei certificati alla data di scadenza;
- *partecipazione/diversificazione*: questa categoria comprende i certificati che riproducono il profilo di rischio – rendimento atteso delle attività sottostanti; si configurano pertanto come strumenti di diversificazione all'interno di portafogli di investimento. Le tipologie di certificati più diffuse in questa categoria sono i Benchmark e gli Outperformance, che si indirizzano prevalentemente ad investitori aventi un profilo di rischio allineato a quello delle attività sottostanti i certificati;
- *leverage*: questi certificati amplificano i movimenti delle attività sottostanti, essendo caratterizzati dall'effetto leva finanziaria. In

questa categoria, che si rivolge soprattutto ad investitori caratterizzati da un'elevata propensione al rischio, rientrano i Turbo e gli Short ed i Minifuture.

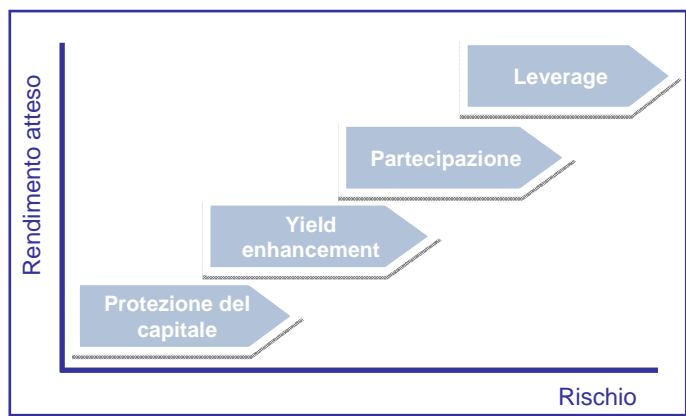


Figura 2 – Principali macrocategorie di certificati

## 4. Le strategie di investimento

La quarta fase è relativa all'individuazione delle strategie di investimento all'interno delle quali inserire opportunamente i certificati, affiancando le asset class tradizionali (azioni, obbligazioni e liquidità). Le strategie di investimento sono solitamente classificate in tre categorie comprendenti le strategie attive, le strategie passive e quelle semi – attive. Queste ultime rappresentano un apparente compromesso tra le strategie attive e quelle passive; in realtà, data l'elevata flessibilità con cui sono in grado di adattarsi a condizioni di mercato particolarmente instabili, gli approcci semi – attivi, in particolare la strategia core – satellite, hanno assunto negli ultimi anni una posizione sempre più centrale nell'ambito delle strategie di investimento. Le strategie semi – attive coniugano infatti la ricerca di rendimenti differenziali in eccesso rispetto al benchmark, obiettivo proprio delle strategie attive, con il puntuale controllo del rischio, tipico delle metodologie passive. La possibilità, offerta dai certificati di investimento, di sintetizzare all'interno dello stesso strumento finanziario una componente passiva (che assicura la totale esposizione al rischio nelle fasi positive dei mercati) e, al contempo, una attiva (in grado di minimizzare il rischio nelle fasi di maggiore instabilità dei mercati) pone le basi per l'inserimento a pieno titolo di questi strumenti finanziari nell'ambito della strategia core – satellite.

**Mauro Camelia**

# Gli Athena Certificate di BNP Paribas

## Nuova offerta dedicata allo Scudo fiscale



**Gian Luigi Pedemonte** è responsabile commerciale per i Certificates e Covered Warrant a BNP Paribas. Fin dal 1996 si è occupato di Equity Derivatives seguendo in prima persona il lancio dei covered warrant a Société Générale. Dopo un'esperienza imprenditoriale nell'online, Gian Luigi è ritornato ad occuparsi dell'investment banking internazionale di TradingLab, per poi lanciare la piattaforma commerciale di X-markets di Deutsche Bank. Dal 2007 a BNP Paribas, si occupa del lancio e della gestione degli investment certificates del gruppo transalpino.

I Certificati d'Investimento sono strumenti che consentono di realizzare strategie per proteggere il capitale, massimizzare i rendimenti o rendere efficiente la gestione fiscale. In questo periodo in particolare, molti investitori stanno valutando se aderire allo scudo fiscale, ponderandone costi e ritorni. Sono soprattutto alla ricerca di possibilità d'investimento che permettano loro di recuperare rapidamente il costo dello scudo e assicurarsi buone opportunità di rendimento per il futuro. Gli investitori che smobilizzano investimenti all'estero, a volte con una certa difficoltà nel caso di immobili o di partecipazioni in società o hedge fund, chiedono soprattutto prodotti semplici e facilmente liquidabili.

Proprio per rispondere a queste esigenze, BNP Paribas ha pensato ad una serie di certificati Scudo, tutti quotati in Borsa Italiana e quindi negoziabili in qualsiasi momento proprio come un'azione.

### Athena Scudo Certificate su basket di Azioni

Un esempio su tutti è l'Athena Scudo, che sarà quotato in Borsa a metà novembre: prevede infatti un premio fisso del 5% indipendente dalle condizioni di mercato (vedi la tabella sotto che riassume le condizioni di rimborso), che permette di recuperare, proprio grazie a questo premio fisso, una parte dei costi di regolarizzazione fin dal primo anno.

Inoltre, l'Athena Scudo, della durata di 5 anni, prevede la totale garanzia del capitale a scadenza, che in questo modo è protetto da qualsiasi ribasso delle azioni sottostanti, e l'opportunità di interessanti rendimenti negli anni successivi al primo.

Il Certificato, che punta su un paniere di titoli importanti come Novartis, Fiat, Lvmh, Rio Tinto, France Telecom e Unicredit, pagherà dopo il primo anno, un Coupon di 5 euro in qualsiasi caso. Nei tre anni successivi sono invece previste tre finestre di rimborso anticipato. In tali occasioni, se tutti i sottostanti si troveranno a un livello almeno pari a quello iniziale, l'investitore riceverà il nominale di 100 euro con un Coupon di 5 euro se il rimborso avverrà il 31 ottobre 2011, di 107,5 euro se il rimborso avverrà il 30 ottobre 2012 e di 110 euro nell'ultima finestra del 30 ottobre 2013.

#### SCHEDA PRODOTTO

##### Athena Scudo

<b>Emittente:</b> BNP Paribas
<b>Codice ISIN:</b> NL0009098755
<b>Sottostante:</b> Basket di Azioni (Novartis, Fiat, LVMH, Rio Tinto, France Telecom e Unicredit)
<b>Data di emissione:</b> 06/11/2009
<b>Data di scadenza:</b> 30/10/2014
<b>Strike:</b> 30/11/2009
<b>Protezione:</b> 100%
<b>Premio fisso:</b> 5% il primo anno

#### CONDIZIONI PER IL RIMBORSO ANTICIPATO

DATA	CONDIZIONE	RIMBORSO
08/11/2010	Nessuna	5 euro
31/10/2011	Tutti titoli > Valore Iniziale	105 euro
30/10/2012	Tutti titoli > Valore Iniziale	107,5 euro
30/10/2013	Tutti titoli > Valore Iniziale	110 euro
30/10/2014	Tutti titoli > Valore Iniziale Almeno un titolo < Valore Iniziale	112,5 euro 100 euro

#### VALORE DI RIMBORSO DEL CERTIFICATO

Al termine del primo anno, cedola garantita di 5 euro qualsiasi sia il valore dei titoli sottostanti
Nelle date di valutazione intermedie, se tutti i titoli si troveranno al di sopra del valore iniziale, il certificato verrà ritirato e al possessore sarà restituito il capitale oltre a una cedola di rimborso finale che potrà ammontare a 105, 107,5 o 110.
A scadenza, se tutti i titoli si troveranno sopra il valore iniziale, il certificato verrà rimborsato a 112,5 euro. In caso negativo, viene assicurato il rimborso del capitale nominale (100 euro).



Se nessuna di queste tre opportunità verrà sfruttata, si arriverà alla scadenza finale (30 ottobre 2014) e, se tutti i sottostanti si troveranno a un livello pari o superiore a quello iniziale, il pagamento all'investitore sarà di 112,5 euro. Se anche uno solo dei titoli componenti il paniere avrà



invece perso terreno, il possessore vedrà comunque protetto il valore nominale di 100 euro per certificato a cui va aggiunto il Coupon incondizionato incassato il primo anno.

#### Athena Certificate su ENI/ENEL

SCHEDA PRODOTTO Athena ENI/ENEL
<b>Emittente:</b> BNP Paribas
<b>Codice ISIN:</b> NL0009098409
<b>Sottostante:</b> Basket di Azioni (ENEL ed ENI)
<b>Data di emissione:</b> 02/09/2009
<b>Data di scadenza:</b> 29/11/2011
<b>Strike:</b> 01/09/2009
Protezione del capitale se il sottostante non registra perdite superiori al 35% del loro valore iniziale
<b>La Barriera viene osservata solo alla scadenza.</b>

E per chi invece crede in un settore specifico, ad esempio quello energetico, BNP Paribas propone anche certificati che consentono di puntare su indici settoriali o su panieri di aziende. In ottica scudo potrebbe essere interessante anche l'Athena su Eni ed Enel (Isin NL0009098409) che pagherà, il 7 settembre 2010, un Coupon di 8 euro per certificato in qualsiasi scenario. In questo caso quindi l'investitore, oltre a ripagarsi la

tassa, si garantirà anche un ritorno del 3% fin dal primo anno. Alla scadenza finale del 30 novembre 2011 sarà inoltre possibile incassare, oltre al valore nominale del certificato, un ulteriore Coupon di 10 euro se Eni ed Enel si troveranno a un livello pari o superiore a quello iniziale. Nel caso in cui uno dei due sottostanti non dovesse riuscire a rispettare tale condizione ma la sua performance a scadenza fosse comunque superiore al 65% del Valore iniziale, il possessore vedrebbe comunque salvaguardato il valore nominale del certificato (100 euro) e avrebbe in ogni caso incassato gli 8 euro del primo anno. In altri termini, se anche uno dei sottostanti dovesse perdere terreno ma rispettare la Barriera posta al 65% del Valore iniziale, l'investitore si ritroverebbe con un rendimento dell'8%.

E se ad aderire allo Scudo è una società, invece che un privato, BNP Paribas ha soluzioni ad hoc anche per le aziende, anzi, la flessibilità dei certificati consente di realizzare emissioni ad hoc su singoli clienti per importi limitati, a partire da soli 300.000 Euro.

**Gian Luigi Pedemonte**  
Head of Sales Retail Listed Products  
BNP Paribas Italia

# ETFplus: il mercato degli ETF e ETC

## I numeri e le news del mercato

### Cifre chiave – settembre 2009

<b>N. contratti</b>	242.536
<b>Controvalore mln €</b>	5.262
<b>N. Emittenti</b>	10
<b>N. Strumenti</b>	304 ETF e 67 ETC

### I più scambiati per controvalore

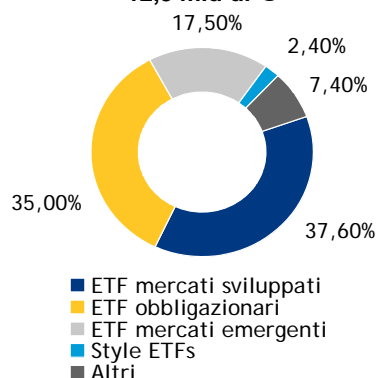
1. LYXOR ETF XBEAR FTSE MIB
2. LYXOR ETF LEVERAGED FTSE MIB
3. LYXOR ETF LEVDAX
4. LYXOR ETF FTSE MIB
5. ETFS NATURAL GAS

### I più scambiati per contratti

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

### ETF - AUM in Italia:

12,3 mld di €



## Record degli scambi e nuove quotazioni in primo piano

Il mercato ETFplus ha visto i mesi di settembre ed ottobre caratterizzarsi per il notevole numero di nuovi ETF entrati in quotazione, ben 26, e per il record di scambi sia per contratti che per controvalore.

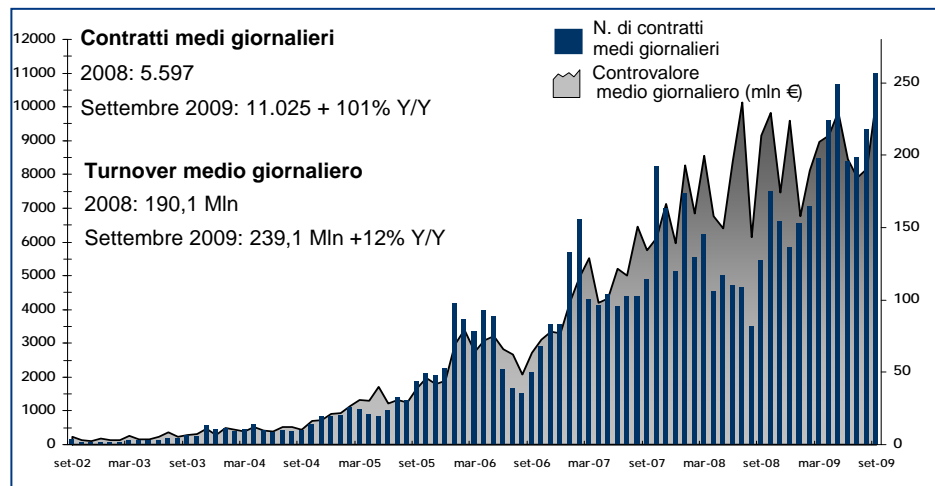
Borsa Italiana ha infatti dato il benvenuto a 3 nuovi ETF di iShares, 6 nuovi ETF di EasyETF - testimonianza del rinnovato interesse dell'emittente francese per il mercato italiano degli ETF - e al nuovo emittente Credit Suisse che, dopo il successo riscontrato nel mercato domestico, ha scelto l'Italia come primo mercato per l'espansione nell'area euro, quotando sul mercato ETFplus ben 17 ETF.

E' obbligazionaria la classe d'investimento dei 3 nuovi ETF di iShares, che consentono di prendere esposizione rispettivamente sui titoli di stato dell'area euro, sulle obbligazioni corporate europee e su un indice misto (titoli di stato e corporate).

La nuova offerta di EasyETF comprende 4 ETF su mercati emergenti (Cina, Corea del sud, Sud Africa e next 11 - rappresentativo dei mercati azionari degli 11 paesi considerati i futuri paesi emergenti), 1 ETF sul mercato equity statunitense (l'S&P 100) ed 1 ETF sul Dow Jones Euro Stoxx 50.

La gamma del nuovo emittente Credit Suisse prevede un mix tra ETF obbligazionari (4 su titoli di stato degli USA e 4 su titoli di stato dell'area Euro con diverse maturity nonché inflation linked), ETF azionari di *stile* (4 ETF large cap e 4 ETF small cap sui mercati equity di Eurozona, Regno Unito, U.S.A. e Giappone) e ETF su mercati emergenti (1 ETF replicante l'indice MSCI Emerging markets).

Grazie a queste nuove quotazioni, il 19 ottobre 2009 è stata raggiunta quota 394 strumenti quotati - 306 ETF, 21 ETF strutturati e 67 ETC - la cui negoziazione nel mese di settembre ha generato volumi medi giornalieri pari a 11.025 contratti e 239,1 milioni di euro, i più alti valori di sempre. L'incremento degli scambi continua anche ad ottobre; la media giornaliera del mese non ancora concluso supera i 13.000 contratti e i 270 milioni di Euro di controvalore, ponendo le basi per un nuovo record.



# ETF: L'attività di Market Making

## Il ruolo di specialist e il successo degli ETF

### Antonio Volpe



*Antonio Volpe, laureato in Economia Politica presso l'Università Luigi Bocconi di Milano, lavora attualmente in Banca IMI sul desk di Fixed Income & Structured Solutions occupandosi di ETF, ETC e prodotti di tasso. In Banca IMI dal 1997 ha maturato esperienza prima sul Exchange Traded Derivatives desk poi dal 2000 nel team Sales Financial Institutions.*

L'attività di market making su ETF (Exchange Traded Funds) ha contribuito in modo sostanziale alla crescita degli ETF ed alla loro diffusione negli ultimi anni. Banca IMI inizia da pioniere l'attività nel 2002 coprendo i primi prodotti di natura azionaria crescendo parallelamente all'attività di listing di ETF sulle diverse borse europee, ed oggi in qualità di market maker/liquidity provider offre liquidità su tutti gli ETF di tutti gli emittenti quotati in Europa e in particolare su Borsa Italiana.

A partire dal 2008, la crescente diffusione di prodotti sul reddito fisso e commodity ha richiesto una diversa gestione del business con conseguente specializzazione del market making per classi di investimento ed in tal senso si è mossa Banca IMI. La conoscenza approfondita dei sottostanti è infatti un presupposto fondamentale non solo per una corretta gestione del rischio ma soprattutto per una maggiore qualità del pricing che si traduce in bid/offer spread molto più stretti rispetto al passato. L'investitore può oggi contare su prodotti sui quali esiste una liquidità pari

a quella del sottostante e costi impliciti (bid/offer spread) molto contenuti. Il processo attraverso il quale l'Authorized Participant è in grado di garantire liquidità è il processo di

creazione/rimborso (creation/redemption) delle quote dell'ETF illustrato nella fig.1. Grazie a questo processo nel mondo degli ETF, diversamente da ciò che accade per qualsiasi altro strumento finanziario, abbiamo ogni giorno l'incontro tra mercato primario e mercato secondario. La creazione e il rimborso può essere di due tipi: in kind (in natura) e in cash (in denaro). Nel caso di creation in kind il market maker o liquidity provider consegnerà all'emittente direttamente il basket di titoli che compongono l'indice sottostante ricevendo in cambio le corrispondenti quote del fondo, mentre nel secondo caso (sottoscrizione in cash) effettuerà un pagamento in denaro in cambio delle quote dell'ETF. In questo caso è l'emittente che provvede, tramite broker, ad acquistare il basket di titoli che andrà ad alimentare il patrimonio segregato del fondo corrispondente alle quote di ETF create. Nel caso di ETF swap based l'emittente provvede invece, attraverso la propria controparte swap, all'increase/decrease dello swap sottostante.

### L'importanza del "magazzino" nel Market Making

Il market maker si espone continuamente sul book nell'arco di tutta la sessione (dalle ore 9.00 alle ore 17.25 in Borsa Italiana) rispettando gli obblighi di quantitativo minimo di

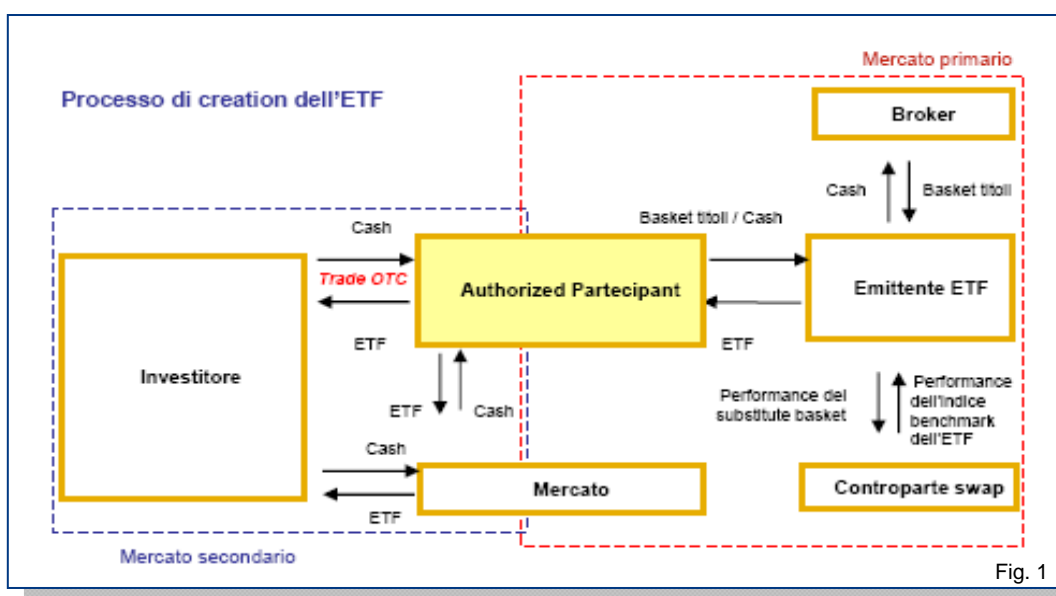


Fig. 1

ciascuna proposta e di bid/offer spread massimo definiti da Borsa Italiana. Alcune riflessioni vanno fatte sull'importanza dello stock di ETF in portafoglio, sulla sua gestione e i suoi costi.



Lo specialist prima di iniziare a quotare tende sempre ad avere un "magazzino" degli ETF più negoziati, sul quale gravano alcuni costi quali: il costo di finanziamento delle posizioni, le management fees da riconoscere all'emittente, nonché il costo di hedge dello stesso magazzino e la relativa, se necessaria, copertura in cambi, ai quali vanno infine aggiunti i costi di sottoscrizione sul primario (creation/redemption fees).

Al momento del trade di un ETF la copertura (lo specialist non assume rischi di mercato) avviene attraverso il future che replica l'indice o un basket di future che, con opportuni pesi, insieme generano minor tracking error rispetto all'indice di riferimento, oppure attraverso un basket perfetto o ottimizzato di titoli. Solo in un secondo momento il market maker valuterà se modificare la dimensione del magazzino accedendo al mercato primario. I costi di mercato primario che il market maker/liquidity provider deve sostenere hanno impatto sul pricing pertanto si preferisce la creation/redemption in kind, solitamente meno onerosa di quella cash, per risparmiare costi ed essere più competitivi. Per la gestione del magazzino e quindi per size consistenti lo specialist fa uso anche di swap, è il caso ad esempio di ETF replicanti indici di corporate bond o obbligazioni legate all'inflazione dove frequente è il ricorso a CDS (credit default swap) e inflation swap ai fini della copertura del rischio credito e rischio inflazione.

#### Market Making quando il mercato sottostante è chiuso

Nel caso di mercati sottostanti chiusi per festività o al di fuori degli usuali orari di negoziazione il market maker riesce comunque a quotare l'ETF utilizzando per la copertura asset molto correlati. Un'ultima modalità di hedge, ormai molto utilizzata, è sfruttare i tanti ETF esistenti o su un unico indice ma di diversi emittenti o ETF simili per composizione, area geografica, duration, ecc. Ad esempio in caso di acquisto di quote di un ETF replicante la performance dell'indice FTSE BRIC 50 lo specialist può coprirsi vendendo, con opportuni pesi, quote di ETF sugli indici di ciascuno dei quattro paesi Brasile, Russia, India e Cina. Si comprende quindi come lo sviluppo stesso del mercato ETF alimenti la liquidità del prodotto agevolando il lavoro del market maker.

#### Market Making e liquidità

Uno degli errori più frequenti nel quale incorre un investitore è misurare la liquidità di un ETF in base al numero di contratti giornalieri scambiati, mentre da tutto ciò che si è detto appare semplice concludere che la liquidità di un ETF è invece pari alla liquidità dell'indice sottostante. Infatti per tutta una seduta di negoziazione potrebbero non esserci scambi su un ETF ma chiunque avrebbe potuto negoziarlo anche per importi elevati in

quanto lo specialist è stato presente costantemente sia in acquisto che in vendita durante tutto l'orario delle negoziazioni. Altro comune errore è affermare che alcuni ETF hanno bid/offer spread troppo larghi, anche quest'ultimi sono lo specchio di ciò che accade sul mercato sottostante. Vi sono però asset class in cui si riscontrano eccezioni a favore dell'ETF, è il caso ad esempio degli ETF replicanti indici corporate bond dove il bid/offer spread è spesso più stretto rispetto a quello del mercato cash sottostante dei single name che compongono l'indice, questo accade grazie al fatto che il market maker copre il rischio credito attraverso CDS che sono notoriamente strumenti molto più efficienti rispetto al cash. Inoltre il bid/offer spread esposto dal market maker risulta allineato al iNAV (indicative net asset value) e non è influenzato dagli scambi, il premio/sconto rispetto al iNAV è infatti opportunità di arbitraggio. Se ad esempio il prezzo di mercato dell'ETF è a sconto rispetto all'iNAV allora il market maker acquista l'ETF e vende allo scoperto il portafoglio di titoli sottostante, rimborsa con l'emittente l'ETF al NAV ricevendo tale portafoglio, la posizione scoperta sul portafoglio titoli è dunque chiusa generando un profitto. Analogamente in caso di ETF a premio rispetto all'iNAV il market maker compra il portafoglio sottostante, vende allo scoperto l'ETF, consegna il portafoglio all'emittente per creare l'ETF al NAV, il nuovo ETF creato chiude la posizione scoperta generando un profitto.

Infine alcuni investitori erroneamente guardano al primo livello di book e affermano che la liquidità è scarsa. E' ovvio che il market maker si espone in bid/offer per un numero di quote tale da rispettare il vincolo imposto da Borsa Italiana in termini di minimum size, ma spesso è disposto a confermare quel prezzo per controvalori ben maggiori, ciò risulta essere confermato dal fatto che ad oggi i principali utilizzatori di ETF sono i fondi dei fondi e le GPM, che usano l'ETF per trading/hedging ma anche come strumento di gestione della liquidità e di asset allocation e che quindi movimentano controvalori elevati. Questi soggetti rappresentano più dell'80% dei flussi generati da Banca IMI con clientela istituzionale nel corso dell'ultimo anno. Se analizziamo invece la domanda per asset class si rimane stupiti dall'enorme sviluppo e diffusione dei prodotti di reddito fisso che solo in due anni sono passati dal 27% dei volumi negoziati da Banca IMI nel primo semestre 2007 al 52% nel primo semestre 2009 favoriti non solo dall'innovazione di prodotto, nel 2007 infatti abbiamo assistito alla nascita del primo ETF (swap based) replicante un tasso, ma anche da un mercato caratterizzato negli ultimi due anni da scarso appetito per il rischio e preferenza per la liquidità. Possiamo quindi concludere che il mix innovazione prodotto, sviluppo del market making, semplicità e trasparenza dello strumento spiega e giustifica il successo degli ETF.

**Antonio Volpe,**  
Financial Institutions Sales, Banca IMI



# L'evoluzione del mercato degli ETF

## Come usarli in un'ottica di gestione del portafoglio



### Sergio Trezzi

*Sergio Trezzi, Managing Director, è responsabile di Invesco in Italia. È, inoltre, a capo dello sviluppo del business degli ETF di Invesco PowerShares in Europa Continentale. Nel 1995 ha conseguito la laurea in Scienze Bancarie, Finanziarie ed Assicuratrici presso l'Università Cattolica di Milano. La sua formazione include: INSEAD (Fontainebleau - Francia, 2003) e Centre of Creative Leadership (Greensboro - US, 2005).*

Un anno dopo il fallimento Lehman Brothers l'incubo della crisi sembra si stia allontanando. Secondo vari imprenditori ed economisti il punto minimo della recessione è stato superato e le premesse di una ripresa, anche se lenta, ci sono tutte. Gli investitori se ne sono già accorti e i mercati finanziari negli ultimi mesi hanno messo a segno rialzi record.

Nonostante l'andamento del mercato non sia stato lineare – non si possono escludere delle correzioni nei prossimi mesi – l'universo degli ETF continua a registrare nuovi record di crescita che confermano le previsioni secondo cui gli ETF ricopriranno un ruolo da protagonisti nei prossimi anni. Gli investitori, infatti, li riconoscono come strumenti finanziari semplici, flessibili, trasparenti e poco onerosi, in grado di rispondere alle molteplici esigenze di asset allocation degli investitori.

Oltre ai benefici sopra indicati è bene ricordarne altri due, citati meno spesso, ma altrettanto, se non più importanti in fasi di mercato particolarmente difficili.

La prima, condivisa con i fondi di investimento tradizionali, è la separazione del patrimonio del fondo da quello della società di gestione. In un panorama che ha visto in serie difficoltà istituzioni finanziarie anche di primo piano, per i risparmiatori è importante sapere che il loro denaro non sarà in nessun caso coinvolto nell'eventuale fallimento (default) del gestore.

La seconda è la quotazione in Borsa degli ETF, e quindi la possibilità, per chi investe, di acquistare o vendere in tempi brevissimi, pagando solo le commissioni ordinarie come accade con i titoli azionari quotati.

Nonostante la fiducia degli investitori stia lentamente crescendo, i risparmiatori preferiscono ancora confidare nei prodotti "cash":

strumenti di liquidità che consentono di non esporre il proprio capitale ad eccessive oscillazioni, offrendo al tempo stesso un certo rendimento. L'elevato bisogno di sicurezza, poi, porta a preferire le emissioni ad alto rating, e in primo luogo quelle governative.

Gestire la propria liquidità attraverso uno strumento semplice e trasparente, come un ETF, può risultare una soluzione vincente per ottimizzare efficacia ed efficienza.

Nell'ormai vasta gamma di prodotti presenti sul mercato, esistono infatti anche ETF monetari, che investono in titoli obbligazionari a breve, con l'obiettivo di replicare l'andamento di indici del mercato monetario. A questa tipologia appartiene l'ETF PowerShares EuroMTS Cash 3 Months, quotato sulla Borsa Italiana da un anno.

I principali vantaggi rispetto a un investimento diretto in titoli di Stato sono molteplici: come primo, la diversificazione. Acquistando un ETF si acquista un portafoglio di emissioni diverse per tipologia e scadenza, diluendo quindi ulteriormente il rischio. Ma la diversificazione riguarda anche gli emittenti: anziché limitarsi a sottoscrivere titoli emessi dallo Stato italiano, il risparmiatore italiano può investire in titoli di altri paesi europei, senza rischi di valuta.

In secondo luogo, oltre ai costi contenuti (0,15% all'anno – elemento distintivo di questo strumento d'investimento) esiste anche un vantaggio dal punto di vista fiscale: mentre su conti correnti e depositi si paga una ritenuta del 27%, i proventi degli ETF sono tassati con l'aliquota del 12,5%.

Come sempre, prima di investire bisogna aver ben chiare le caratteristiche del prodotto prescelto. Pur appartenendo alla stessa asset class, gli ETF, come qualunque altro strumento d'investimento, possono essere costruiti attraverso metodologie molto differenti.

Infatti all'interno dell'asset class "cash" una importante distinzione va fatta, in particolare, fra gli strumenti cash based e quelli swap based. I primi investono effettivamente in titoli fisici e sono costruiti acquistando tutti i titoli contenuti nell'indice sottostante: sono quindi caratterizzati dalla massima trasparenza, il loro portafoglio è pubblico, e lo si può agevolmente paragonare all'indice. I secondi per replicare l'andamento dell'indice utilizzano, invece, contratti swap stipulati con una controparte con la quale viene scambiata la performance del basket di titoli presenti nell'ETF (non



necessariamente appartenenti all'indice benchmark) con la performance dell'indice di riferimento stesso. Ciò introduce un rischio controparte (pari al valore dello swap) che è contenuto dalla normativa europea UCITS III (che regola la commercializzazione dei fondi) al 10% del valore del fondo. Il PowerShares EuroMTS Cash 3 Months Fund appartiene alla prima categoria, infatti, oltre a selezionare i titoli con il più elevato rating creditizio di Standard&Poor's (A-1), investe direttamente in titoli governativi (cash based), senza utilizzare strumenti derivati e swap. Questi elementi dovrebbero assicurare un maggior grado di tranquillità agli investitori, che potrebbero recuperare quella fiducia che è stata fortemente intaccata delle ultime vicende internazionali.

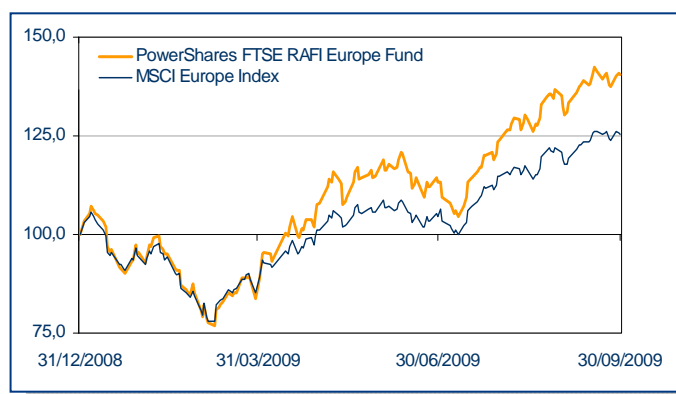
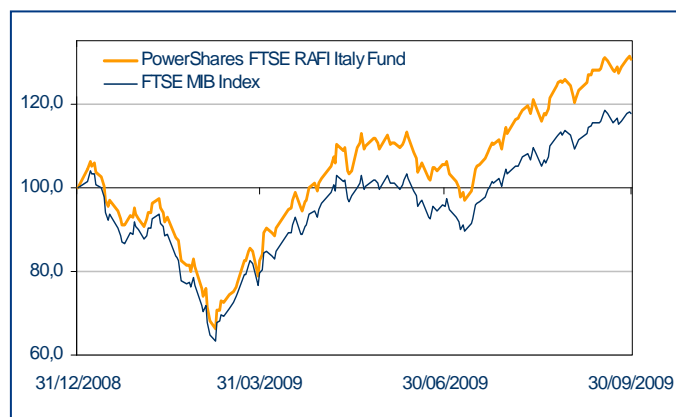
Per gli investitori con un profilo più aggressivo alla ricerca di un prodotto trasparente, flessibile e a basso costo che mira a battere gli indici di mercato, gli ETF FTSE RAFI (basati sui fondamentali di una società) possono rappresentare una buona opportunità da cogliere.

I gestori degli indici tradizionali usano metodi di selezione e di ponderazione dei titoli basati sulla capitalizzazione di mercato che rispecchiano l'approccio di investimento tradizionale. Tale metodo lascia che sia il mercato a stabilire il peso da assegnare ad un titolo all'interno del paniere, con tutte le complicazioni che ne derivano: i movimenti speculativi dei mercati possono causare fenomeni di mispricing e, di conseguenza, dare luogo a ponderazioni improprie all'interno dell'indice.

Gli indici FTSE RAFI rappresentano la versione moderna di quelli basati sulla capitalizzazione di mercato. A differenza dei benchmark tradizionali, si avvalgono infatti di metodi di ponderazione che integrano parametri fondamentali quali il fatturato, il cash flow, il patrimonio netto e i dividendi. Questi indici non si affidano al mercato per stabilire il peso da assegnare ad un titolo, e non subiscono l'influenza delle bolle speculative, perché i ricavi e i dividendi di una società non dipendono dall'andamento irrazionale dei mercati e mirano a creare maggiori opportunità di rendimento a fronte di una minore volatilità.

Alla luce dell'esperienza maturata sul mercato USA, PowerShares offre dal 2007 anche agli investitori italiani ed europei un'ampia gamma di ETF basati sugli indici fondamentali FTSE RAFI (PowerShares FTSE RAFI Italy 30 Fund, PowerShares FTSE RAFI Europe Fund, PowerShares FTSE RAFI Developed Europe Mid-Small Fund, PowerShares FTSE RAFI US 1000 Fund, PowerShares FTSE RAFI Developed 1000 Fund) che copre le principali aree geografiche del mondo con l'obiettivo di sovraperformare i relativi indici standard ponderati in base alla capitalizzazione.

Come evidenziato dai grafici, dal lancio e da inizio anno gli ETF basati sugli indici fondamentali hanno provveduto a creare valore per il portafoglio dell'investitore.



Negli ultimi dieci anni abbiamo assistito ad una forte evoluzione nel mercato degli investimenti che ha fatto emergere nuovi strumenti di investimento, in grado di soddisfare le diverse esigenze degli investitori offrendo applicazioni d'investimento specializzate.

Semplici, efficienti e poco costosi, gli ETF si prestano a molteplici utilizzi nella gestione del portafoglio ed offrono la possibilità di diversificare anche piccoli patrimoni.

Gli investitori possono quindi ottenere molti benefici da un investimento in ETF e le opportunità continuano a crescere man mano che si sviluppa il mercato di questi prodotti e che la gamma si arricchisce.

**Sergio Trezzi,**  
**Responsabile Europeo ETF – Invesco PowerShares**



# MOT - il mercato dei titoli di stato e delle obbligazioni

I numeri e le news del mercato

## Cifre Chiave: gen-set 2009

### Titoli di Stato

<b>N. contratti</b>	2.187.499
<b>Controvalore mln €</b>	166.400
<b>N. strumenti</b>	95
<b>New listed da gennaio</b>	41

### DomesticMOT

<b>N. contratti</b>	458.206
<b>Controvalore mln €</b>	7.384
<b>N. strumenti</b>	278
<b>New listed da gennaio</b>	30

### EuroMOT

<b>N. contratti</b>	136.252
<b>Controvalore mln €</b>	4.992
<b>N. strumenti</b>	224
<b>New listed da gennaio</b>	54

## Ultime quotazioni MOT ed ExtraMOT

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

- 1 obbligazione emessa da Credit Suisse che prevede il pagamento di interessi annuali fissi e di una cedola eventuale finale legata all'andamento di indici azionari internazionali;
- 2 bond di Banca IMI che prevedono cedole fisse annuali e cedole eventuali legate all'andamento di indici azionari internazionali;
- 2 prestiti obbligazionari di ABN AMRO Bank N.V. che corrispondono interessi trimestrali a tasso fisso. Per uno dei due prestiti l'emittente ha la facoltà di trasformare l'obbligazione da tasso fisso a tasso variabile con indicizzazione al tasso Euribor a 3 mesi;
- 4 bond a 10 anni emessi da Barclays Bank PLC di cui un zero coupon, un tasso fisso, un tasso variabile e un prestito legato all'andamento dell'indice DJ Eurostoxx 50.

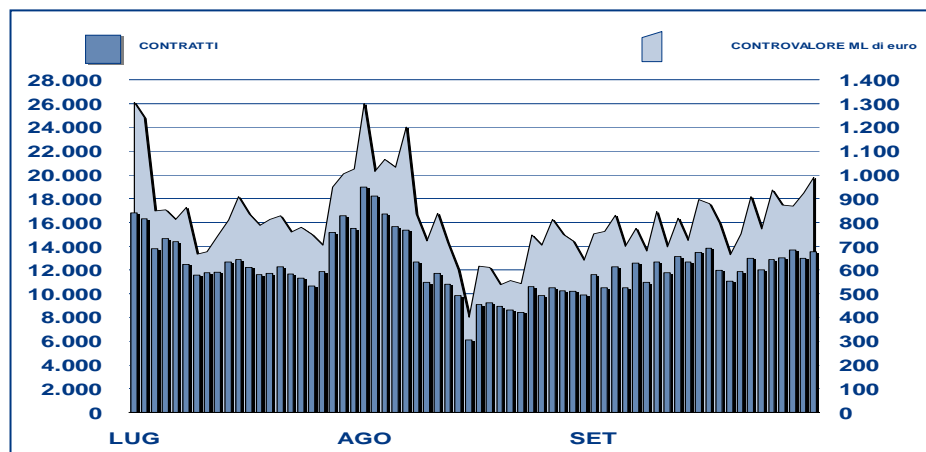
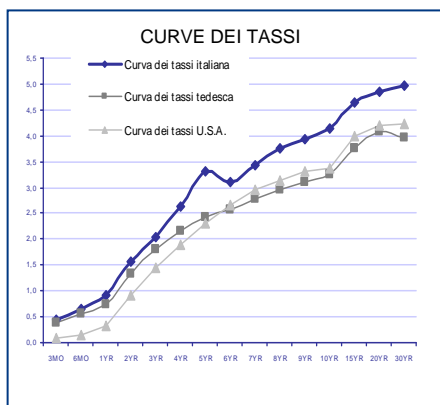
Il listino del mercato ExtraMOT nel mese di ottobre ha raggiunto quota 86 eurobonds negoziabili. In particolare, nel corso del mese sono entrate in negoziazione 9 nuove obbligazioni corporate di diversi emittenti quali BMW, Honda, General Electric, Sanofi-Aventis, Renault e Atlantia.

## Trading Online Expo - Bond Time

Venerdì 30 ottobre prenditi il tempo per scoprire le tendenze e le idee di trading su corporate e titoli di stato!

Durante la TOL Expo, Borsa Italiana dedica, infatti, tutta la mattina ad un approfondimento delle obbligazioni con l'obiettivo di capire, attraverso l'intervento dei maggiori esperti sul tema, le tendenze di mercato per i prossimi mesi e le principali idee di trading in obbligazioni.

Per conoscere nel dettaglio i temi che saranno trattati ed i relatori che intervengono consulta il programma alla pagina: [www.borsaitaliana.it/speciali/trading-online-expo-2009/sedexemotconference/bondtime.htm](http://www.borsaitaliana.it/speciali/trading-online-expo-2009/sedexemotconference/bondtime.htm)



# Ripresa in atto ma tempi ancora lunghi per il pieno recupero

## Incerteza circa i tempi e i modi della exit strategy da parte delle banche centrali



### Giuseppe Maraffino

Giuseppe Maraffino è Strategist presso l'ufficio ricerca di UniCredit. In particolare, si occupa di analisi economiche e di strategie di investimento sul mercato delle obbligazioni governative.

Dopo aver conseguito la laurea in Economia Politica presso l'Università Bocconi e un Master in Finance & Economics presso LSE, ha lavorato come economista presso l'ufficio studi di Tradinglab e di UBM.

Ci stiamo avvicinando alla fine del 2009 in **una fase economica decisamente migliore rispetto a quella con cui abbiamo iniziato l'anno**. L'evidenza degli ultimi mesi mostra, infatti, che le politiche fiscali estremamente espansive attuate dai Governi insieme alle misure straordinarie di politica monetaria decise dalle banche centrali hanno iniziato a produrre effetti reali. Di conseguenza, non solo le *business survey* (IFO, PMIs), che danno indicazioni sulla evoluzione del ciclo economico in un orizzonte di tre/sei mesi, ma anche i dati di economia reale suggeriscono che il peggio sia sul piano economico che finanziario e' ormai alle spalle e che l'economia mondiale è sulla strada della ripresa. Quindi, dopo una prima metà d'anno di forte contrazione economica (-6.4% in Q1 e -0.7% in Q2 negli Stati Uniti, t/t annualizzato e -2.5% in Q1 e -0.2% in Q2, t/t nella Zona Euro), le attese sono per una crescita che torna ad essere positiva negli ultimi due trimestri del 2009. **Anche nel settore finanziario la situazione è meno incerta**, con molte banche che hanno annunciato di essere in grado di ripagare gli aiuti governativi ricevuti in passato e il FMI che ha rivisto al ribasso le stime sulle svalutazioni del settore finanziario a livello mondiale. Inoltre, c'è evidenza di ripresa di flussi di fondi sul mercato interbancario, rimasto bloccato per diversi mesi a causa della mancanza di fiducia tra le banche.

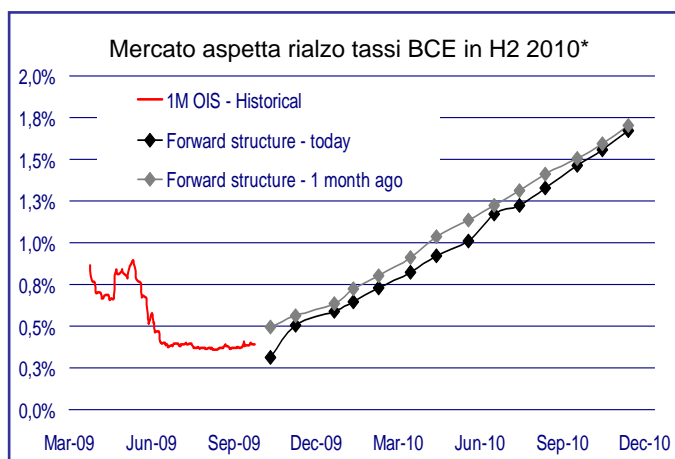
Tuttavia, **ci sono ancora degli interrogativi** che con molta probabilità saranno risolti solo il prossimo anno.

Uno dei più importanti riguarda i **tempi della ripresa economica**. L'incertezza e' incentrata sul sentiero della ripresa: a forma di "V", ovvero ripresa di forza uguale e contraria alla fase di contrazione che ha caratterizzato la crisi o a forma di "W", ovvero ripresa lunga e moderata con una fase di assestamento caratterizzata da una correzione verso metà del prossimo anno prima di un pieno ritorno sul sentiero di crescita potenziale (solo nel 2011). Di conseguenza, l'attuale fase di miglioramento

economico sarebbe solo l'inizio della fase intermedia di assestamento. Questo spiegherebbe la volatilità che ha contraddistinto il mercato nelle ultime settimane, con la debolezza di alcuni dati, soprattutto sul mercato del lavoro americano, che ha lasciato un po' di timori tra gli investitori che hanno iniziato a scommettere su una ripresa a W. Tuttavia, i risultati positivi delle trimestrali americane in Q3 hanno portato un certo ottimismo sui mercati, la cui durata, però è molto legata alla conferma che dovrà arrivare dai dati reali. Il recupero del mercato del lavoro, in particolare, è una condizione necessaria e sufficiente per il pieno recupero economico.

**A questo è legato anche l'outlook di inflazione**. Le attese si dividono tra aspettative di **elevata inflazione**, legata soprattutto al rialzo dei prezzi delle materie prime e del petrolio, e alla ripresa del ciclo economico e aspettative di **caduta in deflazione**, scenario che sarebbe fortemente legato ad una situazione di perdurante debolezza economica. Consideriamo entrambi gli scenari poco probabili. Vediamo, infatti, l'inflazione tornare in territorio positivo nei prossimi mesi, e rimanere ben contenuta e sotto controllo, dal momento che con tassi di crescita economica ben sotto il potenziale (*output gap*) pressioni al rialzo sui prezzi saranno molto contenute.

Un altro aspetto importante da capire sarà **quando e come le banche centrali inizieranno la fase di abbandono delle misure non convenzionali** (forti iniezioni di liquidità, tassi d'interesse bassi)



Fonte: Bloomberg e UniCredit Research

\*Aspettative di politica monetaria basate sulla curva OIS



e si muoveranno verso la normalizzazione della politica monetaria (ovvero rialzo dei tassi d'interesse dagli attuali livelli estremamente bassi). E' importante tenere presente che negli ultimi mesi l'abbondante liquidità immessa sul mercato, soprattutto dopo l'asta di rifinanziamento a 12 mesi tenuta dalla BCE a fine giugno, è stato il principale fattore che ha provocato una forte discesa dei rendimenti soprattutto sulla parte a breve della curva e sul mercato monetario (BOT a diversa scadenza e tassi Euribor). Di conseguenza, un cambiamento di strategia di politica monetaria non ben calibrato avrebbe forti ripercussioni sul mercato obbligazionario. Le curve di mercato attualmente scontano un cambiamento di strategia di politica monetaria negli Stati Uniti e nella Zona euro verso la metà del prossimo anno e vedono un rialzo dei tassi in Area Euro già alla fine del 2010. Il nostro scenario è più cauto delle attuali aspettative di mercato. Riteniamo, infatti, che la BCE si muoverà in modo molto graduale verso la exit strategy, che sarà caratterizzata da una prima fase, che molto probabilmente inizierà verso metà del prossimo, di graduale riduzione della liquidità e delle misure adottate a sostegno del settore bancario. Non vediamo spazio

per un rialzo dei tassi nel corso del prossimo anno: con una crescita economica che arriverà a potenziale solo a partire del 2011, l'assenza di pressioni inflazionistiche farà in modo che la BCE rimanga con i tassi all'1% per tutto il prossimo anno.

**Sul fronte dei mercati**, ci aspettiamo rendimenti sostanzialmente stabili sugli attuali livelli fino alla fine dell'anno. Successivamente, aspettative di ripresa economica, preoccupazioni per un possibile ritorno delle pressioni inflazionistiche (legate anche all'aumento dei disavanzi pubblici) e aumento delle emissioni di titoli pubblici da parte dei governi, necessari per finanziare i piani di stimolo all'economia, spingeranno verso l'alto i rendimenti dei titoli a lunga, generando un incremento del differenziale 2/10 anni sulle curve (*steepening*). Solo quando le banche centrali inizieranno a segnalare l'intenzione di lasciare le attuali politiche di tassi bassi, avremo un rialzo dei rendimenti sulla parte a breve della curva con conseguente riduzione del differenziale di rendimento tra il 2 e il 10 anni (*flattening*). Tale fase sarà accompagnata anche da un aumento dei tassi sul mercato monetario.

**Giuseppe Maraffino,**

**Fixed Income Strategist, UniCredit Research**

Giuseppe Maraffino, Fixed Income Strategist, UniCredit Research

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.



**PEN TRADER**

Lo scalping su palmare a penna, pratico e veloce come da PC



**directa alert** PATENT PENDING

- 1 ti avvisano
- 2 ti collegano
- 3 esegui

Tieni il mercato sotto controllo anche quando il tuo palmare non è collegato a Internet



SMS

Solo con alte prestazioni e basse commissioni puoi sfruttare tutti i movimenti del mercato

**flashbook**

Book verticale a 5 e più livelli per fare scalping allo stesso modo su Futures e Azioni



marginatura dinamica 1-5

Con **10.000 €** di liquidità puoi andare **SHORT** e **LONG** intraday per **50.000 €** sui principali titoli del **FTSE MIB** e del **DAX 30**



# la tecnologia più alta

le commissioni più basse

# directa

trading on line dal 1996

directa



**VISUAL TRADER**

in versione Base **gratuita** o Pro, perfettamente integrato con il sistema di trading e le quotazioni **directa**



directa



Per tenere i soldi e i titoli in banca e operare con **directa** sui mercati, puoi scegliere tra

**più di 130 Banche convenzionate**



**AZIONARIO ITALIA** per ordine\*

**5 euro** con la commissione fissa

oppure se operi moto

scendi fino a **1,5 euro** con le commissioni degenerative

\* fino a 500.000 € di controvalore

**directa** l'esperienza fa la differenza

**2008**

eseguiti su azioni: 4 milioni  
contratti su futures: 1,2 milioni

www.directa.it

011.530101

# directa