



Settembre 2010 | Numero 12 | **newsletter bimestrale**

IN QUESTO NUMERO

Copertina		1
IDEM	I numeri e le news del mercato	2
	Operare con i trading systems	3-5
SeDeX	I numeri e le news del mercato	7
	I Certificati autocallable di Société Générale	8-9
	Reverse Express su tasso di cambio Euro/Real Brasiliano	10-11
ETFplus	I numeri e le news del mercato	13
	Investire a leva short su future obbligazionari	14-15
	Il regime fiscale degli ETC	16-17
MOT	I numeri e le news del mercato	18
Contatti		19

PRIMO PIANO

Market View

A fine luglio concludevamo l'articolo di sintesi con un segnale, primo per noi da inizio del 2010, di un potenziale accumulo di azionario perché era sovrastimata la probabilità di un rischio di doppia recessione, fino a quel momento ampiamente scontata dal mercato.

Avevamo probabilmente ragione perché gli indicatori economici sono migliorati ma gli indici azionari europei sono cresciuti al massimo di +1,5% (Djeurostoxx e Dax): si tratta di un rimbalzo modesto e addirittura per il nostro indice, FtseMib, di un ribasso dell'1,30%.

Vogliamo partire proprio da questo punto e cioè dal confronto tra fine luglio e fine agosto, per capire cosa stia succedendo e cosa potrebbe succedere su fine anno sul mercato azionario.

Si parla ora di attese per una futura 'exit strategy' (la fine del periodo di iniezione di extra liquidità da parte delle banche centrali, iniziato dopo il fallimento di Lehman di due anni fa) verso inizio del 2011 ma si devono fare i conti con un ciclo della disoccupazione ancora elevato (8,5% per l'Italia e 9,6% per gli Stati Uniti) e con un ciclo dei profitti quasi al picco negli ultimi 30 anni in US.

Ecco, per noi, spiegato il motivo anche in Europa di un modesto incremento degli indici azionari, pur in presenza di minori rischi di doppia recessione: gli investitori hanno smesso di ridurre la componente azionaria dei portafogli gestiti (perché cresceremo in futuro) ma faticano a selezionare i migliori titoli o i migliori indici azionari perché il ciclo dei profitti potrebbe essere opposto a quello della crescita: ovvero ciclo macro che risale e ciclo micro che inizia a scendere.

E' ancora troppo presto per parlare di fine degli effetti della trappola del credito del '08-'09 ed è bene vedere come si muoveranno i profitti prima e dopo la Christmas Season.

EDITORIALE

Gli indicatori congiunturali più recenti confermano che, dopo la solida performance della prima metà dell'anno (soprattutto dell'area euro e al suo interno della Germania e in parte anche dell'Italia), la crescita economica mondiale ha rallentato; secondo le stime più recenti la debolezza dell'economia dovrebbe proseguire anche nel quarto trimestre del 2010. Le previsioni di consenso per il Pil puntano su un progresso per l'anno in corso del 2,7% per gli Stati Uniti e dell'1,6% per l'area euro (1,0% per l'Italia). La moderazione della crescita nella seconda metà dell'anno era prevista, in ragione della natura temporanea degli stimoli straordinari che hanno consentito l'uscita dalla recessione nel corso del 2009 (a questo proposito a settembre il NBER ha ufficialmente datato a giugno 2009 la fine della più lunga recessione economica dal secondo dopoguerra). In questo contesto le principali banche centrali hanno segnalato chiaramente l'intenzione di mantenere invariati i tassi di politica monetaria e continuare a fornire liquidità al sistema.

Le condizioni al contorno restano in generale poco favorevoli sul mercato primario azionario che, con la notevole eccezione di alcuni mercati emergenti, procede a passo ancora ridotto. Elevata volatilità e prospettive di ripresa ancora incerte pesano infatti sulla decisione di quotarsi delle imprese che ritardano il processo di quotazione. Diversamente da quanto accaduto durante la crisi, nel corso del 2010 le operazioni di aumento di capitale da parte di società quotate non hanno compensato la profonda debolezza mercato delle IPO: su Borsa Italiana gli aumenti di capitale nel periodo gennaio-agosto sono scesi da 16,3 miliardi di euro del 2009 agli attuali 7,2 miliardi.

A cura di
Fabio Braga, CFA

Markets Analysis - Borsa Italiana

Per informazioni:
inside.markets@borsaitaliana.it

IDEM - Italian Derivatives Market

I numeri e le news del mercato

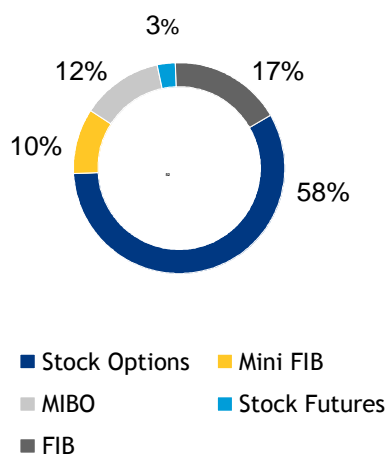
Cifre Chiave – Ago 2010

N. contratti	2.062.363
Controvalore ml €	57.370
Open interest	4.607.742

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

MIBO	1,98
GENERALI	0,76
UNICREDIT	1,05
ENEL	0,76
FIAT	0,47
TELECOM ITALIA	1,29
ENI	2,04
INTESANPAOLO	0,66
STMICROELECTRONCIS	0,48
TELECOM ITALIA RISP	0,82
BANCO POPALARE	0,58

N. Contratti



8° edizione della Trading Online Expo

Non fare l'orso, insegui il toro.
 Vieni alla TRADING ONLINE EXPO 2010
 8° edizione

Milano, 28 e 29 ottobre

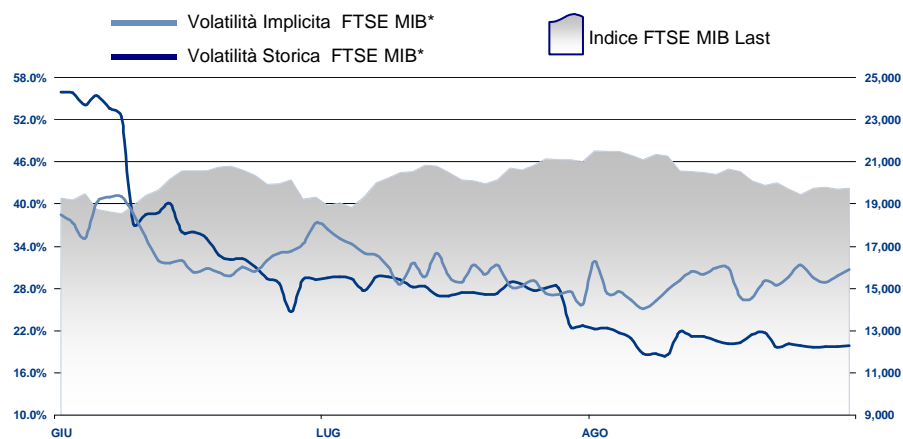
Data: 28 e 29 ottobre 2010
 Luogo: Palazzo Mezzanotte - Congress Centre and Services
 Indirizzo: Piazza degli Affari 6, Milano
 Per maggiori informazioni: www.borsaitaliana.it/tol

 **Borsa Italiana**
 London Stock Exchange Group

Vieni il 28 e 29 Ottobre a Palazzo Mezzanotte in Piazza degli Affari 6.

Non perdere l'occasione.. **Iscriviti subito!!**

REGISTRAZIONE
 ONLINE



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

Fonte Borsa Italiana – dati relativi a Agosto 2010



Operare con i trading systems

Non esiste ad oggi una definizione, univocamente accettata, di trading system. Esso può comunque identificarsi come un "set di regole, più o meno complesse, che genera segnali operativi di acquisto e di vendita di strumenti finanziari". L'impiego dei trading system come metodologia operativa sui mercati finanziari prevede che l'investitore si limiti ad inviare a mercato, fedelmente e meccanicamente, tutti i segnali operativi generati dal trading system stesso. L'aspetto centrale è che si azzeri, quindi, la discrezionalità del trader in fase di compravendita. In genere ogni trading system è progettato per operare in modo ottimale solo in limitate condizioni di mercato (direzionale, laterale, con alta o bassa volatilità ecc). Possiamo classificare i trading system in queste 3 tipologie:

- Quelli che individuano figure di continuazione;
- Quelli che creano segnali di acquisto/vendita al variare della volatilità dei prezzi;
- Quelli finalizzati all'individuazione di figure di inversione.

Di norma, con condizioni di mercato differenti da quelli per i quali sono stati ideati, si genererà un'operatività mediamente più rischiosa e meno profittevole. In alternativa è possibile utilizzare dei sistemi non ottimizzati per aumentare la redditività del sistema in specifiche condizioni di mercato ma per poter operare in modo tale da ridurre al minimo il rischio di loss.

1) Trading system rientranti nella categoria dei trend following

I TS appartenenti a questa categoria sono basati su indicatori che provano ad individuare in un trend una certa direzionalità, la quale può essere più o meno intensa; essi tendono a performare meglio in condizioni di mercato caratterizzate da una tendenza definita, al rialzo o al ribasso, con bassa volatilità. I risultati peggiori, invece, li otteniamo durante un periodo c.d. "laterale", dove si possono registrare anche ampi Drawdown, ossia delle perdite massime nelle fasi di mercato laterale unite ad una limitata percentuale di operazioni corrette.

2) Trading system rientranti nella categoria dei volatility breakout

I sistemi rientranti nella seconda categoria calcolano la volatilità istantanea e la confrontano con quella dei periodi precedenti: determinano un segnale di ingresso nel mercato sulla "forza", ovvero, entrano quando la volatilità aumenta, e un segnale di uscita durante le fasi di debolezza.

Il verificarsi di gap sovente confermano la correttezza del segnale. Questi trading system in genere sono caratterizzati da un basso drawdown, perché utilizzano stop loss posizionati a pochi tick di distanza dal prezzo d'ingresso. Le performance peggiori si riscontrano in caso di trend ben definiti, con bassa volatilità.

3) Trading system rientranti nella categoria dei supporti e resistenze

I trading system della terza categoria sono basati su varie figure di analisi tecnica: si cerca di individuare i momenti di "inversione" del mercato e l'operazione si perfeziona qualora si siano raggiunti prezzi minimi o massimi significativi, oltre i quali il trend in atto sul mercato s'inverte. Sostanzialmente la tendenza è quella di andare Long in prossimità di un prezzo definito come supporto (in cui aumenta la pressione dei compratori) e di andare Short in prossimità di livelli di resistenza, in cui viceversa è la pressione dei venditori ad aumentare. I maggiori guadagni si ottengono durante i momenti di mercato laterale, mentre performances meno eccezionali si riscontrano in caso di monodirezionalità del mercato.

Tipologie di operatività

Con riferimento alla frequenza degli ordini inseriti dai clienti invece abbiamo due modi di operare:

- In modalità End Of Day;
- In modalità Real time.

Tramite intermediari come IW Bank è possibile utilizzare entrambe le tipologie; altri brokers, invece, consentono di operare solo in modalità RT ed altri solo in EoD. Ovviamente a seconda che si lavori in real time o in EoD, le modalità operative di acquisto, vendita e chiusura della posizione saranno diverse. Quando si opera in EoD il segnale di compravendita arriva al mercato solo il giorno successivo a quello in cui si è verificato ed in genere gli ordini vengono inviati con prezzo al meglio: fino ad oggi uno dei limiti principali del mercato IDEM è stato il fatto che mancasse una fase d'asta di apertura. Spesso, quindi, durante i primi minuti di contrattazione si registravano movimenti anomali sui prezzi dei futures (in particolare quello sul nostro indice di riferimento, il FTSE Mib) che in casi particolari hanno portato anche alla temporanea sospensione delle contrattazioni (il c.d. circuit breaker) che comportava per il future la sospensione dalle negoziazioni per 1 minuto, all'interno del quale non era possibile né aprire - né tanto meno stoppare - una posizione.



Entro la fine di quest'anno, invece, il mercato IDEM sarà gestito attraverso una nuova piattaforma di negoziazione e saranno introdotte alcune novità, tra le quali l'introduzione di un'asta di apertura tra le ore 08:30 e le ore 09:00. Ciò ridurrà di molto i casi in cui potrà verificarsi il circuit breaker, e ciò comporta indubbi vantaggi ai trader che operano tramite circuit breaker.

Operatività Daily ed operatività Intraday

Se manteniamo in essere, alla fine della giornata borsistica, una o più posizioni aperte durante le ore di negoziazione continua, possiamo correre il rischio di subire sulle stesse i cosiddetti "gap overnight". Esiste, infatti, un intervallo temporale in cui vari eventi, solo indirettamente collegati al future in oggetto od al relativo sottostante, possono influenzare anche pesantemente l'andamento dei prezzi e durante i quali non è possibile modificare la strategia in essere né invertendo né chiudendo la propria posizione sul future. Questo tipo di operatività si chiama "Daily". Se invece abbiamo diverse operazioni nell'arco della stessa giornata e non andiamo mai overnight allora si parlerà di operatività Intraday. Un'altra differenza tra queste due visioni del trading si riscontra anche nei diversi timeframe utilizzati nei due casi (grafici daily/weekly nel primo caso, intraday (tick by tick, ad 1, 5, 15 minuti) nel secondo caso).

Fasi della creazione di un trading system

L'implementazione di un trading system è costituita da diverse azioni, ognuna delle quali è finalizzata al raggiungimento di un medesimo risultato finale, la massimizzazione dei profitti. La prima fase, quella in cui è più significativo l'intervento umano, consiste nell'ideazione e realizzazione di un proprio trading system: esso dovrà essere funzionale al tipo di operatività prescelta nonché al tipo di strumento finanziario sul quale intendiamo operare. Una volta individuata la regola (o il set di regole) che meglio si adatta al tipo di operatività che vogliamo adottare, occorre compiere dei test: essi dapprima realizzati in modo virtuale, studiando quale sarebbe stato il risultato di una certa operatività nel caso in cui avessi seguito fedelmente tali regole, sia in fase di apertura sia in fase di chiusura della posizione. Questo è quello che si definisce "paper trading" ed oggi è effettuato sempre meno su supporti di carta e sempre di più grazie all'ausilio dei computer. Qualora l'esito di questi test si riveli soddisfacente, passeremo ad un secondo step, nel quale testeremo in tempo reale. Questa è una fase cruciale, perché qui è possibile vedere se si riscontrano imperfezioni in fase di invio l'ordine a mercato, per esempio se non si tiene conto in modo corretto dei gaps o dei momenti in cui vi sono andamenti anomali dei prezzi (ad esempio perché in quel momento abbiamo la diffusione di particolari dati macroeconomici); questo tipo di errori si riscontra più frequentemente quando l'operatività è di tipo intraday (ove il sistema potrebbe generare un segnale rialzista o ribassista, ma manca la conversione del segnale stesso in un ordine da inviare al mercato).

Se anche queste operazioni determinano un risultato che il trader reputa buono, l'implementazione del trading system può definirsi completa ed a quel punto si passa progressivamente da una fase di progettazione del TS ad una fase di controllo, nella quale occorre monitorare che il sistema sia costantemente funzionante. Sarà anche necessario occuparsi di ottimizzare il set di regole utilizzate nonché, qualora se ne sia la necessità, di implementare nuovi trading systems.

Gestione del rischio

Uno degli errori che il trader compie più spesso è quello di focalizzarsi eccessivamente sugli algoritmi relativi all'apertura della posizione, relegando in secondo piano lo sviluppo di procedure logiche da utilizzare per poter chiudere con profitto - o limitando le perdite - la propria posizione. L'insieme dei segnali di chiusura di una posizione costituiscono quello che in genere è definito come "Money Management" ed è fondamentale evitare che, specialmente quando si opera in strumenti derivati, il capitale possa subire drastiche decurtazioni a causa di alcune, spesso poche, operazioni errate, e di ottimizzare il guadagno quando chiudiamo in utile un'operazione.

Le tipologie classiche di Money Management sono cinque:

- Stop Loss
- Breakeven Stop
- Trailing Stop
- Take Profit
- Shock Protection

Lo Stop Loss è quel segnale che limita la perdita massima associata a ciascun trade. L'entità di questa perdita può essere fissata in diversi modi:

- % fissa. Si utilizza quando la perdita massima è espressa in termini di somma di percentuale del proprio patrimonio investito, indipendentemente dal titolo che stiamo negoziando;
- % legata alla volatilità del titolo. Si usa, invece, quando lo stop è diversificato a seconda della volatilità standard del titolo che stiamo negoziando (generalmente in questi casi la soglia dello stop loss è collegata ad indicatori quali l'ATR;
- punti fissi. Si ha quando, operando principalmente con i futures, la soglia massima della perdita sopportabile è determinata dal numero di punti (ticks) guadagnati o persi dal momento in cui si apre una posizione sullo strumento di nostro interesse, indipendentemente dalla volatilità.

Un caso particolare di stop loss è il Breakeven Stop. Esso ci consente, una volta raggiunto un certo profit teorico, di inserire un ordine che chiude una posizione in pareggio ed evitare che un profit teorico possa trasformarsi in un loss.

Un'evoluzione di questa tipologia di ordini è il Trailing Stop. Per questi tipi di ordine vanno innanzitutto indicati due livelli di prezzo: quello al quale attivare il segnale e quello al quale indicare la chiusura della posizione.



Per il primo prezzo va scelto un prezzo maggiore del breakeven stop (se siamo long), che quindi di chiudere la posizione in guadagno superiore rispetto al breakeven stop, mentre per il secondo livello è necessario decidere quanto del guadagno teorico che sta maturando fino a quel momento siamo disposti a cedere al mercato.

Infine, le regole di Shock Protection servono a limitare le perdite che possono determinarsi quando, a seguito di avvenimenti esterni non prevedibili direttamente (come la comunicazione di dati macroeconomici), possono esservi delle notevoli escursioni nelle quotazioni di uno strumento (specie se si tratta di futures) ed il prezzo si muove velocemente in direzione opposta a quella da noi desiderata, generalmente accompagnandosi ad un aumento improvviso dei volumi e della volatilità.

Implementare un Trading system

Non sempre è possibile realizzare un trading system completo. Affinché ciò sia possibile occorre che lo strumento di nostro interesse sia quotato su mercati regolamentati (ed il future sull'indice FTSE Mib certamente lo è) ma oltre a ciò bisogna soddisfare altri requisiti:

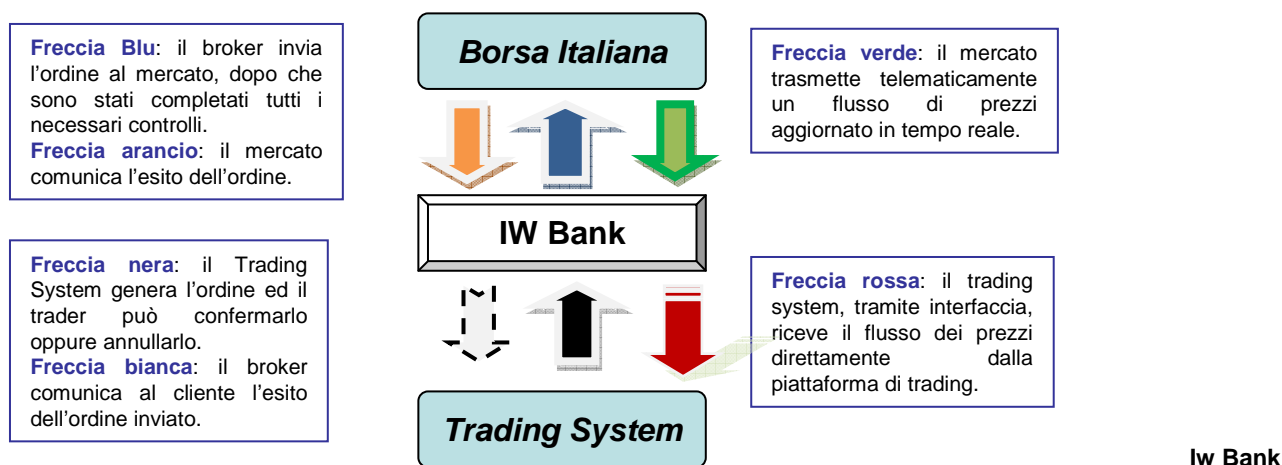
-Operare con un intermediario che ha accesso diretto al mercato, e non con soggetti che inviano ordini al mercato

tramite un terzo soggetto, il broker, in modo da minimizzare l'intervallo di tempo compreso tra la generazione del segnale operativo e la ricezione dello stesso da parte del mercato;

-Avere a disposizione un flusso di dati sufficiente per poter realizzare sia dei test su dati storici sufficientemente attendibili, sia test basati sul real time;

-Utilizzare un'interfaccia che permetta di collegare la piattaforma che utilizziamo per fare trading (Quick Trade) al software che utilizziamo per generare i segnali di compravendita.

Intermediari come IW Bank hanno sviluppato, nel corso degli anni, un'offerta di servizi dedicati ad una clientela sempre più evoluta e da molti anni riescono a soddisfare le esigenze sopra indicate. All'interno della principale piattaforma di trading (Quick Trade) è prevista una componente – la Personal External Interface, che consente ai trader di poter collegare un software, programmato in autonomia oppure sviluppato da una software house per ricevere dati (prezzi in real time – riferiti sia alle migliori proposte di acquisto e vendita presenti nel book sia alle migliori proposte presenti in questo momento in bid ed ask – sia prezzi storici, con diversi timeframe Daily ed Intraday) ed essere in grado di inviare ordini non appena si realizza la condizione operativa prevista. Nello schema seguente indica come è alimentato il trading system:



Se vuoi operare in derivati senza emotività, ma valutando correttamente il momento giusto per comprare e vendere, scegli IWBank! La sua offerta è ricca, completa e assolutamente vantaggiosa.

Con IWBank puoi scegliere e negoziare via Web <http://trader.iwbank.it/trading-offerta-derivati-trader.html> o Call Center (n. verde 800-991187) i più importanti Derivati su indici azionari, dividendi, tassi di interesse, valute, cambi, commodities, titoli obbligazionari ed azionari quotati sui principali mercati mondiali (IDEM, Eurex, Euronext.Liffe, Cme, Cbot, Nymex, Comex, Meff, ICE, Opzioni-USA, Liffe-Metal).

IW Bank ti permette di collegare la piattaforma Quick Trade a software esterni gratuitamente, tramite il servizio DDE, oppure tramite l'interfaccia Personal External Interface a condizioni assolutamente competitive.

All'interno del nostro sito puoi scaricare il manuale che ti spiega come costruire il tuo archivio prezzi personalizzato e operare su più titoli contemporaneamente, anche appartenenti a diverse categorie (azioni, obbligazioni, futures, forex,...):

http://trader.iwbank.it/documenti/moduli/moduli_vari/pei.pdf

IW Bank, infine, ti ricorda che è possibile usufruire gratuitamente del servizio PEI per un mese a partire dall'attivazione.

8° EDIZIONE DELLA TRADING ONLINE EXPO

ETF day
Il giorno giusto per incontrare gli esperti del settore.

Derivatives school
Fai trading come i professionisti: scopri il delta hedging automatico.

I quattro elementi naturali del tuo trading
li trovi alla Trading Online Expo 2010

Equity trading
L'uomo contro la macchina. Faccia a faccia con un vero algorithmic trader.

Bond time
Dedica il giusto tempo ai tuoi investimenti obbligazionari.

PROGRAMMA

ETF day	28-29/10	9.30 - 13.00
Equity trading	28/10	14.30 - 18.30
Derivatives school	28/10	11.30 - 13.30
Bond time	29/10	14.00 - 16.30

Data: 28 e 29 ottobre 2010
Luogo: Palazzo Mezzanotte - Congress Centre and Services
Indirizzo: Piazza degli Affari 6, Milano
Per maggiori informazioni: www.borsaitaliana.it/tol

 **Borsa Italiana**
London Stock Exchange Group

Iscriviti e partecipa a numerosi convegni sul trading online...l'evento è gratuito!

SeDeX - il mercato dei Covered Warrant e dei Certificati

I numeri e le news del mercato

Cifre Chiave – Ago 2010

N. contratti	102.835
Controvalore mln €	806,7
New Listing del mese	41
N. Emittenti	16
N. Sottostanti	336

Il Mercato SeDeX

Gli strumenti in quotazione a fine agosto ammontano a 3.393, di cui 1.791 covered warrant plain vanilla, 104 covered warrant strutturati/esotici, 1.076 investment certificates e 422 leverage certificates.

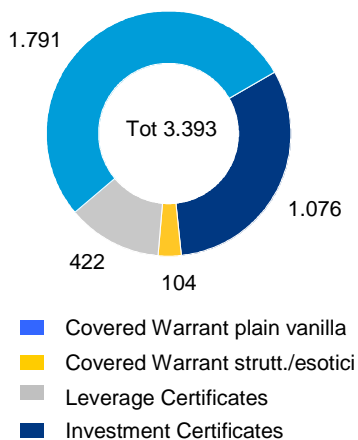
Nel mese di agosto 2010 su SeDeX sono stati quotati 29 covered warrant plain vanilla e 12 nuovi certificati.

In agosto sono stati scambiati 102.835 contratti per un controvalore di 806,7 milioni di euro.

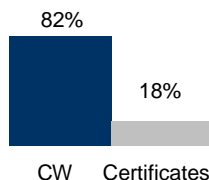
Nel corso di agosto, mese tradizionalmente condizionato dalla ferie estive, ha fatto il suo esordio sul mercato SeDeX un nuovo emittente: UBS AG. La banca svizzera ha quotato 5 certificati, due Express, due Sprint e 1 Dolphin Certificate.

I certificati Dolphin sono strumenti appartenenti alla famiglia dei Butterfly.

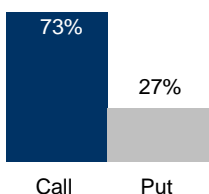
N° Strumenti per Segmento



Volumi CW vs Certificates



Volumi CW Call vs Put



I 5 Covered Warrant più scambiati

Emittente	ISIN	Sottostante	Facoltà	Strike	Scadenza	Contratti	Controv.
UniCredit	IT0004502230	FTSE MIB	Put	14.000	21/12/12	3.388	126,05
Société Générale	FR0010836130	FTSE MIB	Call	40.000	15/12/17	1.354	68,54
Société Générale	FR0010836072	FTSE MIB	Call	40.000	16/12/16	1.283	52,37
Société Générale	FR0010806687	FTSE MIB	Call	36.000	18/12/15	1.183	50,53
Société Générale	FR0010836148	FTSE MIB	Call	44.000	15/12/17	763	37,94

I 5 Certificates più scambiati

Emittente	ISIN	Sottostante	Caratteristiche	Scadenza	Contratti	Controv.
RBS	NL0006324956	FTSE MIB	Mini Futures	16/12/10	14	7,45
Deutsche Bank	DE000DB5W0Y5	Eurostoxx 50 TRN	Reverse Bonus	02/0512	53	5,06
Soc. Générale E.	DE000SG5YDS6	ENI	Bonus Cap	14/04/11	208	3,65
UniCredit Bank	DE000HV7LK02	Eurostoxx 50	Bonus	11/03/11	277	3,45
Deutsche Bank	DE000DB5P0Y4	ENEL	Bonus	17/12/10	137	3,25

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

I Certificati autocallable di Société Générale

Seguendo la scia del vincente Express Coupon legato all'Indice Euro STOXX 50, il via ad una promettente nuova gamma OPTIMIZ Certificate



Camilla Ventura

Camilla Ventura lavora per Société Générale da maggio 2010 nel desk Listed Products (ETF, Certificate, Covered Warrant) per l'Italia. In precedenza, per quasi 3 anni (luglio 2007 - maggio 2010), ha lavorato per Bnp Paribas nel desk Retail Listed and Structured Products a Milano. Inoltre ha maturato un'esperienza di quasi 1 anno per Bnp Paribas presso la sede di Parigi nel desk Retail Listed Products France. Ha conseguito la laurea in "Moneta, Finanza e Risk Management" presso l'Università di Economia degli Studi di Brescia.

In un contesto di mercato come quello attuale, ancora fortemente instabile, Société Générale continua a sviluppare Investment Certificate sempre più innovativi, di natura Autocallable che offrono la possibilità agli investitori di ottenere rendimenti interessanti in tempi veloci senza rinunciare ad una protezione parziale del capitale a scadenza. Si tratta di strumenti che permettono di ottenere un rimborso anticipato

Date di rilevazione dell'indice Euro STOXX 50

▶ 23 luglio 2009: 2585,79	+ 4,53%
▶ 15 luglio 2010: 2702,81	

Andamento dell' Express Coupon Certificate Euro STOXX 50

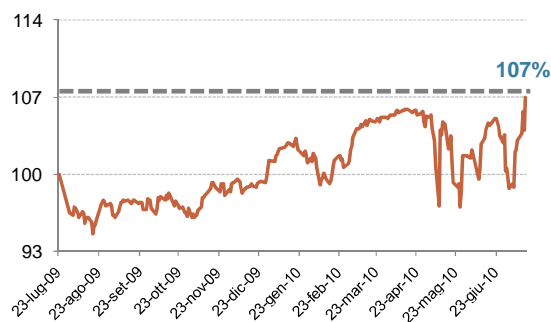


Figura 1 - Meccanismo di rimborso anticipato e Andamento dell'Express Coupon Certificate legato all'indice Euro STOXX 50 (Codice Isin DE000SG07PC3), fonte Société Générale.

del capitale investito, anche fin dal primo anno di vita, al verificarsi di condizioni prestabilite all'emissione. In alternativa al rimborso e all'estinzione prematura del certificato, la struttura dà la possibilità di ottenere coupon periodici con un cuscino di protezione a scadenza. Più o meno sofisticati, la maggioranza degli ultimi certificati

primo anno (il livello di chiusura dell'indice alla data di valutazione è risultata \geq strike), il certificato ha rimborsato già lo scorso 15 luglio 2010 un importo pari al capitale investito maggiorato di un coupon variabile lordo del 7% (come prestabilito nelle Condizioni Definitive).

Un risultato interessante soprattutto tenendo conto che il certificato ha segnato un rendimento del 7% a fronte di una performance dell'indice pari solo al 4,53%. L'investitore ha ottenuto quindi un rendimento superiore a quello segnato dal mercato.

Sulla scia del successo incassato da questo certificato, Société Générale amplia ulteriormente la sua offerta proponendo la nuova gamma "OPTIMIZ" certificate, tre dei quali già acquistabili su SeDeX, ancora una volta di natura autocallable ma caratterizzata da diversi aspetti innovativi.

SCHEDE TECNICHE	
NOME	Express Coupon
CODICE ISIN	DE000SG07PC3
EMITTENTE	Société Générale Effekten
SOTTOSTANTE	Euro STOXX 50
STRIKE (S0)	2585,79 Pt
BARRIERA	1551,47 Pt (60% di S0)
COUPON VARIABILE (potenziale)	7% (annuale)
DATA DI VALUTAZIONE INIZIALE	23 luglio 2009
DATE DI VALUTAZIONE INTERMEDIE	Annuali
CONDIZIONE DEL RIMBORSO ANTICIPATO	Livello di chiusura dell'indice alla data di valutazione(i) \geq Strike (S0)
DATA DI SCADENZA	20 luglio 2017 (Il certificato è stato richiamato il 15 luglio 2010 in base al livello di chiusura dell'indice alla data di valutazione(1) pari a 2702,81 Pt)

Esaminiamo un po' più da vicino l'Optimiz PI (Codice Isin IT0006713439) in quotazione dal 13 settembre 2010 scorso. Il certificato è stato emesso lo scorso 29 aprile 2010, mentre la data in cui è stato rilevato il livello iniziale risale al 6 maggio 2010 pari a 2611,41 punti (livello di chiusura dello Euro STOXX 50 in tale data).

SCHEDE TECNICHE	
NOME	Optimiz PI Certificate
CODICE ISIN	IT0006713439
CODICE NEG.	S11244
EMITTENTE	Société Générale Effekten
SOTTOSTANTE	Euro STOXX 50
STRIKE (S0)	2611,41 Pt
COUPON FISSO	7% (annuale)
DATA DI VALUTAZIONE INIZIALE	6 maggio 2010
DATE DI VALUTAZIONE INTERMEDIE	Annuali
DATA DI SCADENZA	17 maggio 2018

La strategia "PI" corrisponde ad un investimento nell'indice Euro STOXX 50 dove, ogni anno, la performance del miglior mese è posta al 100%. Questo è equivalente ad avere ogni anno 11 mesi di esposizione diretta all'indice ed 1 mese capitale garantito neutrale. Secondo questa logica si calcolano il "Valore PI" e la "Performance PI" (come evidenziato nello schema sottostante) che serviranno per calcolare coupon ed eventuale rimborso anticipato a partire dal terzo anno.

Al primo e al secondo anno il certificato prevede il pagamento di un coupon fisso del 7% qualunque sia l'andamento dell'indice. Dal terzo anno il certificato può pagare un coupon variabile pari al massimo tra 0% e 7% + 15% x Performance PI ed inoltre, nel caso in cui la performance PI superi una determinata soglia annua ad una data di osservazione, si attiva il meccanismo del rimborso anticipato del capitale investito e il certificato scade prematuramente rimborsando il capitale investito incrementato


$\text{Valore PI} = \text{Prodotto Performance Mensili Indice (i)} \times 100\%$ <p style="text-align: center;">per $i = 1, \dots, 11$</p>

$\text{Performance PI (Anno j)} = \text{Prodotto dei Valori PI(k)} - 1$ <p style="text-align: center;">per $j = 3, \dots, 8$ e $k = 1, \dots, j$</p> <p><small>* La performance mensile dell'Indice è calcolata come rapporto fra il valore dell'indice alla fine del mese considerato e il valore dell'Indice alla fine del mese precedente</small></p>

Figura 2 - Metodologia di calcolo del "Valore PI" e della "Performance PI"

da un coupon pari al massimo tra i coupon variabili cumulati fino a quell'anno (esclusi quindi i primi due fissi) e la performance PI.

Figura 3 - Soglie di attivazione annuali

ANNO	SOGLIE DI ATTIVAZIONE ANNUA
3	0%
4	-5%
5	-10%
6	-15%
7	-20%
8	-25%

Un'altra peculiarità interessante di questo certificato è l'"effetto Semi Lock" attivabile dal quarto anno: posto che lo strumento non abbia rimborsato all'anno 3, il coupon variabile dal quarto anno in poi, assume un valore minimo al 50% del coupon variabile precedente. Infine, nel caso in cui il rimborso anticipato non abbia mai avuto

luogo, a scadenza si possono presentare i tre casi descritti nella tabella sottostante. E' importante evidenziare il meccanismo della protezione parziale del capitale investito, infatti basta che almeno una delle performance PI degli ultimi tre anni sia stata superiore al -60% e l'investitore riceverà il 100% del capitale investito maggiorato di un eventuale coupon maturato nell'anno 8.

Meccanismo di rimborso a scadenza	Optimiz Certificate (Codice Isin IT0006713439)
1) Se la performance PI dell'anno 8 è superiore a - 25% (Soglia di attivazione all'anno 8), l'investitore riceve un rimborso pari a:	100% + Max [42%; Performance PI (8)]*
2) Se almeno una delle Performance PI degli ultimi tre anni è stata superiore a - 60%, l'investitore riceve un rimborso pari a:	100% + Coupon variabile potenziale (8)
3) Altrimenti, l'investitore riceve un rimborso pari a:	100% ridotto della Performance PI+ Coupon variabile potenziale (8)

* Questo scenario di rimborso non prevede il pagamento di coupon

Questo prodotto è solo un assaggio dei prossimi certificati che andranno a completare la gamma su Borsa Italiana. Con questa nuova famiglia di prodotti Société Générale vuole rafforzare la sua presenza anche sul mercato dei Certificati, caratterizzata da un'offerta di prodotti sempre più innovativi, che cerca di soddisfare le molteplici esigenze degli investitori, anche in momenti di mercato volatili e incerti come quello attuale.

Nome Certificato	Emittente	Sottostante	Codice Isin
Optimiz PI	Société Générale Effekten	Euro STOXX 50	IT0006713439
Optimiz Double Opportunity	Société Générale Effekten	Euro STOXX 50	IT0006707712
Optimiz Switcher	Société Générale Effekten	Euro STOXX 50	IT0006709668

Figura 3 - Certificati "Optimiz" attualmente acquistabili su SeDeX

Camilla Ventura
Desk Italia prodotti quotati di Société Générale

Reverse Express su tasso di cambio Euro/Real Brasiliano

Un modo alternativo per puntare sulla crescita dei Mercati Emergenti



Laura Elena Bonetti

26 anni, laureata in Economia e Management delle Istituzioni e dei Mercati Finanziari all'Università Bocconi, è parte dal 2007 del team X-markets di Deutsche Bank, dove si occupa dell'attività di emissione e distribuzione di certificati d'investimento.

A partire dallo scorso mese di Aprile, è entrata a far parte della gamma di prodotti offerta da Deutsche Bank una nuova struttura, il Reverse Express su Euro / Real Brasiliano. Il certificato è legato all'andamento del tasso di cambio fra le due valute, e in particolare, è strutturato in maniera tale da beneficiare di un rafforzamento della valuta brasiliana nei confronti di quella europea.

Il termine "Reverse" sta ad indicare la diversa logica che caratterizza questo prodotto rispetto ai più tradizionali Express: mentre per questi ultimi generalmente si beneficia di un rialzo

delle quotazioni di singoli titoli o indici, nel caso del Reverse Express si punta ad una diminuzione di valore del tasso di cambio sottostante; il tasso di cambio di riferimento è infatti espresso per convenzione come numero di unità di valuta straniera per Euro, di conseguenza un apprezzamento del Real Brasiliano nei confronti della moneta europea determina una diminuzione del valore del tasso di cambio in quanto sono necessari meno Real per comprare un Euro e viceversa.

Prima di affrontare nello specifico le caratteristiche

tecniche e il funzionamento del prodotto, può risultare interessante analizzare un pò più nel dettaglio il sottostante, anche al fine di comprendere meglio la ragione economica alla base della scelta di Deutsche Bank.

Creato nel 1994 dopo un lungo periodo di svalutazioni e iperinflazione, il Real Brasiliano si rafforzò inizialmente rispetto al dollaro, fattore che spinse la Banca Centrale a introdurre un regime controllato fra il 1996 e il 1998, che riportò la valuta a valori più allineati rispetto al dollaro statunitense.

A partire dal 1998 si consentì la libera fluttuazione del tasso di cambio, e da quel momento sino al 2002 la valuta fu sottoposta a fortissime pressioni – soprattutto causate dai prezzi delle materie prime e da notevoli complicazioni politiche interne al paese. Dal 2003 in avanti, hanno iniziato ad avere i loro effetti una politica macroeconomica prudente e una serie di politiche favorevoli al mercato, portando così ad un aumento generale di fiducia verso la situazione economica del paese in generale e , nello specifico, della valuta, che ha lentamente ricominciato a guadagnare terreno nei confronti del dollaro statunitense.

Ad oggi, il Brasile rappresenta una delle realtà economiche con il più elevato tasso di crescita realizzato e potenziale. Si è pertanto deciso di offrire agli investitori un prodotto che

Grafico 1, andamento tasso di cambio EUR/Real



permettesse di trarre profitto delle prospettive future di sviluppo dell'economia, che tipicamente si riflettono in un rafforzamento della valuta.



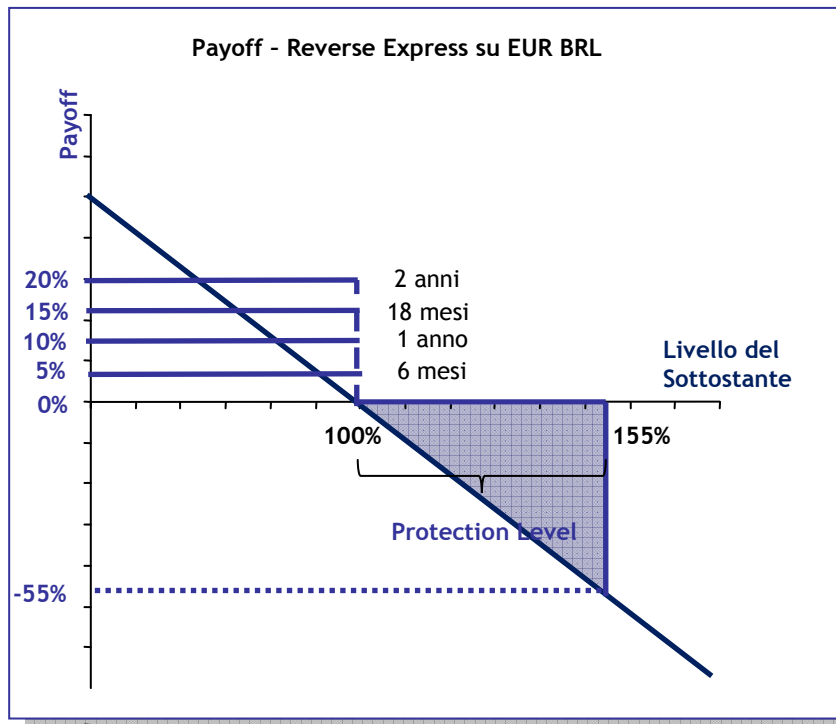
Il funzionamento del prodotto

Il Reverse Express su Euro / Real Brasiliano è stato emesso il 28 Aprile 2010, ed è quotato mercato SeDeX di Borsa Italiana dal 29 Luglio 2010.

A intervalli semestrali, il certificato offre la possibilità di essere rimborsato anticipatamente. Affinchè ciò avvenga, è necessario che il sottostante si trovi ad un livello almeno pari o inferiore al livello di strike, fissato in data 29 Aprile 2010 e pari a 2,3044 Real Brasiliani per Euro. Qualora ciò si verifici alla prima data di osservazione – il prossimo 1 Novembre – il certificato si estinguerebbe anticipatamente rimborsando un importo di 105

Euro. In caso contrario (vale a dire nel caso in cui il Real Brasiliano si sia svalutato contro l'Euro rispetto alla data di strike), la vita del certificato proseguirebbe fino alla data di osservazione successiva.

Grafico 2, il meccanismo di payoff



Le date di osservazione durante la vita del certificato sono tre, con cadenza semestrale. In ognuna di tali date, la condizione prevista per il rimborso è sempre la stessa, mentre il premio associato aumenterà di 5 Euro in ogni occasione.

Qualora non dovesse verificarsi il rimborso anticipato a nessuna delle date previste, il certificato giungerebbe alla data di scadenza naturale, fissata al 30 Aprile 2012.

A tale data, gli scenari possibili ai fini della determinazione dell'importo di rimborso saranno tre, e dipenderanno esclusivamente dal livello del

SCHEDA TECNICA	
EMITTENTE	Deutsche Bank AG
CODICE ISIN	DE000DB7LPB1
SOTTOSTANTE	EUR / BRL
DATA DI EMISSIONE	30 aprile 2010
DATA DI SCADENZA	30 aprile 2012
STRIKE	2,3044
AUTOCALLABILITY	Ogni 6 mesi
COUPON	5% con memoria
PROTEZIONE	155% del livello iniziale

tasso di cambio fra Euro e Real Brasiliano rispetto al valore di strike.

Nel caso in cui il sottostante si trovi ad un livello almeno pari o inferiore allo strike, il certificato rimborserebbe interamente il nozionale investito, maggiorato di un bonus di 20 Euro. Se invece il sottostante si trovasse ad un livello compreso fra lo Strike e la barriera (posta al 155% del livello di riferimento iniziale, e pari al tasso di cambio di 3,5718 Real Brasiliani per un Euro), il certificato prevede comunque la restituzione integrale del nozionale di 100 Euro.

Infine, nel caso in cui il Real Brasiliano dovesse essersi svalutato, alla data di scadenza, più del 55% rispetto allo strike (tasso di cambio fra le due valute superiore a 3,5718), l'importo rimborsato dal certificato sarebbe proporzionale alla perdita di valore del Real rispetto all'Euro: ipotizzando, ad esempio, un livello di riferimento finale del tasso di cambio pari a 3.7504 (performance positiva del tasso di cambio, e quindi deprezzamento del Real Brasiliano rispetto all'Euro del 62,75%), l'importo di rimborso del certificato sarebbe pari a 37,25 Euro.

Per tutte le valutazioni, il tasso di cambio ufficiale di riferimento è il fixing della European Central Bank, pubblicato ogni giorno intorno alle ore 14.30.

Laura Elena Bonetti

**Deutsche Bank AG – Milan branch
Global Markets
db-X Financial Products**



€fpa Italia European Conference 2010

Le nuove sfide nella consulenza
e nella pianificazione finanziaria:
la certificazione, una risposta di qualità

**New Challenges
in Financial Advice and Planning:
the Certification as a Quality Response**

**12-13 novembre 2010
ROME MARRIOTT PARK HOTEL**

Con il Patrocinio di



ETFplus: il mercato degli ETF e ETC

I numeri e le news del mercato

Cifre chiave – Ago 2010

N. contratti	250.025
Controvalore mln €	5799,0
N. Emittenti	11
N. Strumenti	447 ETF e 67 ETC

I più scambiati per controvalore

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

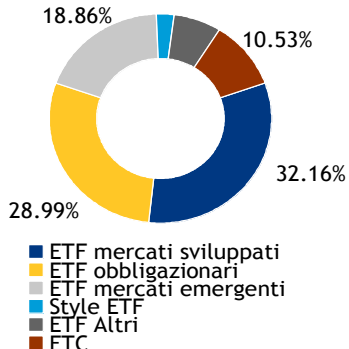
I più scambiati per contratti

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

ETFplus - AUM in Italia:

17,812 mld di €

2.48% 6.98%



Fonte Borsa Italiana – dati aggiornati ad agosto 2010

Nuovi record per il mercato ETFplus

Crescono ancora gli asset under management nel mercato ETFplus di Borsa Italiana. A fine agosto, infatti, le masse dei soli ETC hanno raggiunto la cifra record di 1.874,9 milioni di euro con una crescita del 6,6% rispetto al mese precedente, crescita che risulta a doppia e tripla cifra se si allarga l'orizzonte temporale: +78% rispetto all'inizio dell'anno, +170% rispetto ad agosto 2009. Complessivamente i segmenti ETF/ETFS ed ETC hanno raggiunto i 17.812,1 milioni di euro di masse in gestione, il più alto valore di sempre. Infine, il controvalore e i contratti medi giornalieri per l'intero mercato ETFplus nel mese di agosto (rispettivamente, 11.365 e 263,6 milioni di euro) confrontati con i dati di agosto 2009 evidenziano una crescita del +21,4% e del +38,5%.

Record di nuove quotazioni

Tra agosto e settembre sono stati quotati 42 nuovi ETF sul mercato ETFplus di Borsa Italiana portando il numero totale di strumenti a quota 556.

Amundi ha quotato 15 ETF: 6 azionari, 6 governativi su indici EuroMTS, due ETF monetari e l'Amundi Etf Ex Aaaa Govt Bond EuroMts che offre un'esposizione inedita a un portafoglio di titoli emessi dai governi degli Stati membri dell'area Euro con rating inferiore alla tripla A (quindi tipicamente Grecia, Spagna, Portogallo, Irlanda, Italia).

Lyxor, oltre ad aver proposto due nuovi ETF che investono sul mercato canadese e australiano, ha anche emesso e quotato il primo ETF in Europa sui dividendi attesi, il quale replica un indice composto dai future sui dividendi delle 50 società appartenenti all'EuroStoxx50 nonché 10 ETF settoriali mondiali.

Anche Credit Suisse ha portato sul mercato un importante numero di strumenti: 14 ETF di cui 13 su indici MSCI su diversi Paesi e uno su CSI 300 che consente per la prima volta di accedere alla performance delle 300 azioni cinesi (A-Shares - azioni acquistabili solo ad investitori locali) a maggiore capitalizzazione e liquidità quotate alle borse di Shanghai e Shenzhen.

Contratti medi giornalieri

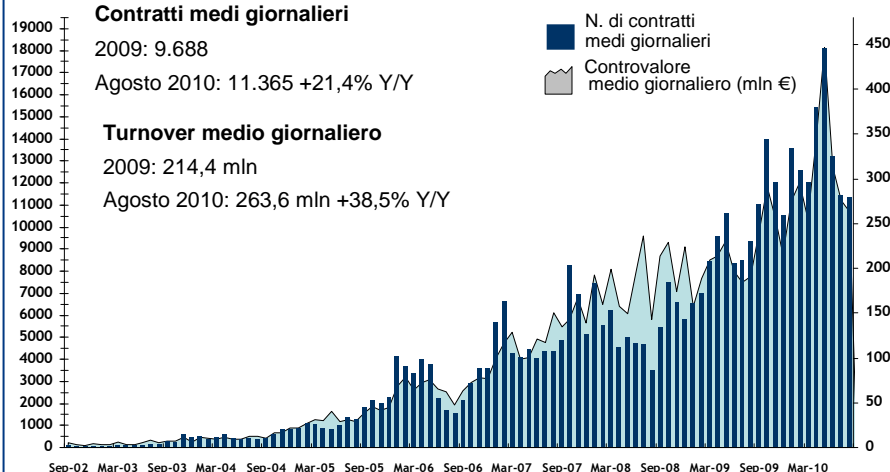
2009: 9.688

Agosto 2010: 11.365 +21,4% Y/Y

Turnover medio giornaliero

2009: 214,4 mln

Agosto 2010: 263,6 mln +38,5% Y/Y



Investire a leva short su future obbligazionari

Le opportunità di investimento con gli ETF



Marcello Chelli

Marcello Chelli lavora per Société Générale dall'agosto del 2005 ed è responsabile per l'Italia del desk Listed Products (ETF, Certificate, Covered Warrant). Precedentemente per 7 anni (maggio 1998 – agosto 2005) è stato Business Analyst in Borsa Italiana dove, tra i progetti seguiti, ha lanciato e gestito il mercato regolamentato su ETF. Per 1 anno (aprile 1997 – aprile 1998) ha avuto un'esperienza in Bank of America (Milano). Nell'aprile del 1997 si è laureato presso l'Università L. Bocconi di Milano.

Introduzione

La recente crisi del debito dei paesi europei ha portato un notevole apprezzamento dei titoli obbligazionari dei paesi più solidi come la Germania, con conseguente riduzione dei rendimenti del Bund considerato un "porto sicuro" nella tempesta finanziaria. Chi intendesse scommettere su un'inversione di questa tendenza in un contesto di rialzo dei tassi potrebbe assumere una posizione di vendita sul future sul Bund. Operare sui mercati futures è però notoriamente appannaggio quasi esclusivo degli investitori istituzionali (a causa della presenza dei margini e della elevata dimensione dei contratti). Oggi però ETFplus ospita un nuovo strumento per gli investitori interessati ad esporsi con leva short sul Bund.

Lyxor ha quotato infatti il "**Lyxor ETF Daily Double Short Bund**", un ETF con caratteristiche innovative che lo rendono assolutamente unico nel proprio genere. Questo ETF, su base giornaliera, espone infatti l'investitore al rendimento doppio ed inverso dell'Euro-Bund Future (negoziato sul mercato Eurex) e, al contempo, riconosce una remunerazione pari al tasso Eonia sulla quota parte di capitale non assorbita dai margini del future. Il nozionale esposto verso l'"Euro-Bund Future" e il nozionale esposto verso il tasso "Eonia" vengono rivisti ogni giorno per tener conto, rispetto al giorno precedente, del guadagno sull'Eonia e del guadagno/perdita sul contratto future. La leva è pari a 2, viene ribasata ogni giorno sulla chiusura dell'indice del giorno precedente e lo strumento è, ovviamente, indicato per finalità di trading e di copertura ovvero per beneficiare di uno scenario di rialzo dei tassi.

L'apprezzamento già dimostrato dagli investitori professionali è principalmente riconducibile alla maggiore semplicità operativa

dell'ETF rispetto al future: nessuna marginazione, nessun roll-over delle scadenze, lotto minimo di un solo ETF (circa 85 Euro), possibilità di split tra più clienti, minori limiti all'uso di ETF, negoziazione e settlement con le stesse modalità delle azioni. La decisione di basare l'ETF sull'Euro-Bund Future (e non su un paniere di titoli di stato dell'area Euro) scaturisce da varie considerazioni:

- 1) L'Euro-Bund Future è probabilmente lo strumento di copertura sul fixed income più utilizzato nel mondo e l'ETF dovrebbe beneficiarne in termini di spread e quantità: secondo Eurex nel 2009 l'Euro-Bund Future ha negoziato circa 17.000 miliardi di Euro.
- 2) L'Euro-Bund Future permette di investire (in ottica speculativa o di copertura) sul puro "**rischio di tasso**", senza alcun effetto distorsivo causato da un concomitante "**rischio di credito**" (come avverrebbe invece nel caso di un paniere di titoli di emittenti diversificati).
- 3) L'**elevata Modified Duration** dell'ETF (circa -20) consente di operare coperture con un impiego di capitale minimo, cioè con una frazione della posizione long da coprire.

L'impatto dei contratti future sull'ETF

Il rendimento intraday dell'Euro-Bund Future è calcolato rispetto all'ultimo prezzo negoziato il giorno precedente alle ore 17:40 ed il contratto future su cui si è esposti è il closest-to-expiry, cioè il più prossimo tra quelli disponibili.

La roll-over date, cioè il giorno di passaggio dal contratto future in scadenza al contratto future successivo, è il giorno lavorativo precedente l'ultimo giorno di negoziazione del contratto future: alla roll-over date la performance giornaliera del contratto future è calcolata sulla base della performance giornaliera del nuovo contratto (e non del vecchio) e, pertanto, non si generano "salti" anche nel caso in cui i prezzi dei contratti dei due future contigui fossero visibilmente disallineati.

Meccanismo di sicurezza per evitare l'annullamento del patrimonio dell'ETF

Nel caso in cui l'indice double short replicato dall'ETF dovesse perdere intraday il 40% del suo valore (a causa di una performance intraday positiva dell'Euro-Bund Future di circa il +20%) è previsto che l'indice ribasi immediatamente la leva (intraday) al fine di non poter mai annullare (neanche teoricamente) il proprio valore e, di conseguenza, il patrimonio dell'ETF.



Le caratteristiche dell'Euro-Bund Future

L'Euro-Bund Future è trattato su Eurex dalle 08:00 alle 22:00, il valore di un contratto è di 100.000 Euro, è prevista la

marginazione e sono negoziate le prime tre scadenze trimestrali del ciclo Marzo, Giugno, Settembre e Dicembre. L'Euro-Bund Future è basato su un titolo nozionale di riferimento che, nello specifico, è un Bund con una vita residua di 10 anni ed una cedola del 6%. Alla scadenza è prevista obbligatoriamente la consegna fisica e, al riguardo, il venditore può optare a sua discrezione tra le obbligazioni della Repubblica Federale della Germania con un tempo a scadenza tra 8,5 e 10,5 anni, denominate in Euro e con un ammontare emesso di almeno 5 Miliardi di Euro.

Il Compounding Effect

Come noto gli ETF a leva e short hanno una leva fissa (+2x; -1x; -2x) che viene ribasata ogni giorno sulla base del valore di chiusura dell'indice del giorno precedente. Questo ribasamento giornaliero della leva comporta che:

- 1) Durante la seduta di negoziazione in corso il rendimento dell'ETF (Leva, Short e Double Short) è pari al rendimento dell'indice Long tradizionale (es. FTSE MIB Index) moltiplicato per un fattore +2x, -1x o -2x.
- 2) Invece per periodi superiori a 1 giorno il rendimento dell'ETF (Leva, Short e Double Short) non è esattamente pari al rendimento dell'indice Long tradizionale (es. FTSE MIB Index) moltiplicato per un fattore +2x, -1x o -2x.

Questo effetto, che può essere positivo o negativo per

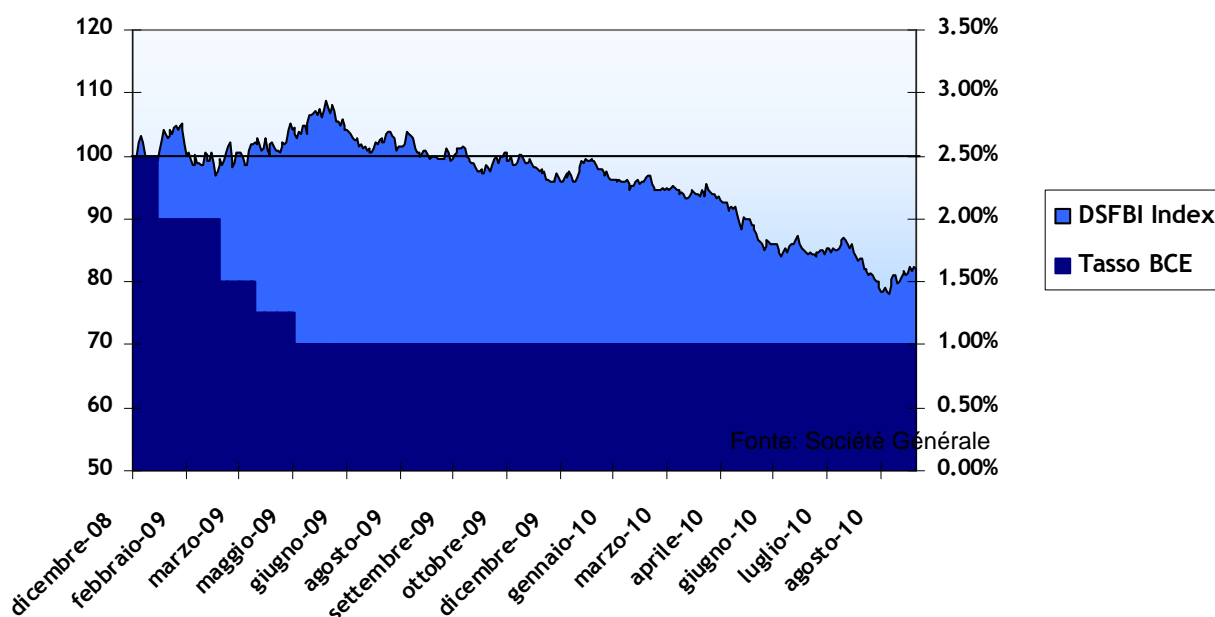
l'investitore, è dovuto al Compounding effect, cioè all'effetto del rendimento composto legato al ribasamento giornaliero della leva. Da notare che tecnicamente non ci sono alternative al citato ribasamento giornaliero della leva in quanto non è possibile garantire una leva fissa (es. -2x) a investitori che acquistano l'ETF in date diverse e a prezzi diversi. In ogni caso è opportuno notare che tale effetto può essere agevolmente annullato rivedendo periodicamente l'investimento nell'ETF, cioè aumentando / diminuendo il numero di quote dell'ETF in base al fatto che nel frattempo il loro numero sia divenuto eccessivo o deficitario rispetto alle proprie esigenze.

Come calcolare la Duration dell'ETF

La Duration dell'ETF è indicativamente doppia ed inversa rispetto a quella dell'Euro-Bund Future a cui esso fa riferimento. A sua volta la Duration dell'Euro-Bund Future è pari al Cheapest to Deliver (CTD) diviso per il Conversion Factor (CF): per esempio al 15/06/2010 il CTD era il Bund DE0001135382, la Mod Duration era 8,35 e il CF era 0,8324: pertanto la duration dell'ETF era pari a circa $(8,35 / 0,8324) * (-2) = -20,06$.

Marcello Chelli,
responsabile Italia prodotti quotati di Société Générale

Andamento dell'indice SGI Daily Double Short Bund Index e del tasso BCE



Il regime fiscale degli ETC

Fiscalità ed *Exchange Traded Commodities* quotati nel mercato ETFplus di Borsa Italiana



Michele Citarella

Michele Citarella è country head dello studio legale Simmons & Simmons e responsabile del dipartimento di diritto tributario per l'Italia. Michele si occupa degli aspetti tributari connessi ad operazioni di pianificazione fiscale e di ristrutturazione di gruppi societari, di M&A e di quotazione, e di operazioni finanziarie sia sul lato debt che equity anche con riferimento all'emissione di strumenti finanziari strutturati.

Email: michele.citarella@simmons-simmons.com



Enrico Leone

Enrico Leone è a capo dell'Italian Desk nella sede di Londra di Simmons & Simmons e fa parte del Financial Market Department della practice italiana. Enrico è specializzato in diritto dei mercati finanziari e si occupa di derivati, strumenti finanziari strutturati, asset management, fondi di investimento, exchange traded funds ed exchange traded commodities. Enrico è Avvocato italiano e Solicitor of England and Wales.

Email: enrico.leone@simmons-simmons.com

L'Agenzia delle Entrate con la Risoluzione n. 72/E del 12 luglio 2010 e' intervenuta per chiarire i dubbi interpretativi relativi al trattamento dei redditi - percepiti da persone fisiche residenti non esercenti attività di impresa commerciale - derivanti dagli strumenti finanziari classificabili come exchange traded commodities ed al contempo ha ritenuto opportuno specificare incidentalmente quali caratteristiche debbano presentare tali prodotti affinché l'applicazione del menzionato trattamento possa essere riconosciuto.

In termini generali e come richiamato dalla stessa amministrazione finanziaria, si e' soliti infatti classificare come *exchange traded commodities* ("ETC") quegli strumenti finanziari emessi a fronte dell'investimento diretto dell'emittente in merci o in contratti, anche derivati, su merci, ed il cui valore è collegato all'andamento dei prezzi delle attività oggetto dell'investimento oppure al valore di indici o panieri relativi a tali attività. Ne deriva che il prezzo degli ETC è legato, direttamente o indirettamente, all'andamento dell'attività sottostante. Questa classificazione accomuna diversi prodotti che presentano notevoli differenze strutturali dal punto di vista regolamentare, come recentemente ricordato dal *Committee of European Securities Regulators CESR/09-559* del 3 Novembre 2009).

In relazione a quest'ultimo aspetto l'Agenzia delle Entrate - conscia probabilmente delle differenze strutturali riscontrabili

tra i vari prodotti che si richiamano alla tipologia exchange traded commodities - ha rilevato infatti la necessità di chiarire che il trattamento fiscale di cui alla Risoluzione n. 72/E (la "**Risoluzione**") si riferisce specificamente a quei prodotti noti come ETC che "sono negoziati in un segmento del mercato ETFplus, che è il mercato regolamentato telematico di *Borsa Italiana* in cui sono negoziati anche gli *Exchange Traded Funds (ETF)*" e pertanto unicamente ai prodotti che rispettano i requisiti di ammissione alla quotazione previsti dal Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A. (il "**Regolamento di Borsa**").

A conferma di ciò, si nota infatti come l'amministrazione finanziaria definendo i caratteri essenziali degli strumenti oggetto della Risoluzione abbia riproposto sostanzialmente sia in termini di struttura dell'emittente che di impiego dei proventi derivanti dalla sottoscrizione il dettato dell'articolo 2.2.20, comma 1, lett. b), e dell'articolo 2.2.23, comma 6 del Regolamento di Borsa relativo agli "strumenti finanziari derivati cartolarizzati" ammessi nel Mercato ETFplus.

Dopo aver ristretto l'ambito di analisi della Risoluzione agli "strumenti finanziari derivati cartolarizzati" negoziati sul Mercato ETFplus ed individuato la natura giuridica degli stessi, che si ribadisce essere differente da quella dei fondi, al fine di determinarne il relativo regime fiscale, l'Agenzia delle Entrate ha confermato che i redditi derivanti dagli ETC sono da



considerarsi “redditi diversi di natura finanziaria” di cui all'articolo 67, comma 1, lettera c-quater), del Decreto del Presidente della Repubblica n. 917 del 22 dicembre 1986 (“TUIR”).

L'Agenzia delle Entrate giunge a questa conclusione dopo aver escluso (i) una qualunque assimilabilità tra ETF ed ETC alla luce della diversa forma giuridica e funzionamento che caratterizzano questi strumenti (gli ETC non rientrano nella categoria degli OICR), nonché (ii) la possibilità di qualificare i redditi in parola come “redditi di capitale” di cui all'articolo 44 del TUIR in quanto non derivanti dal mero godimento del capitale investito da intendersi nel senso del godimento dei frutti derivanti da un impiego di fatto assimilabile ad un contratto di mutuo. Quest'ultimo punto porta, inoltre, ad escludere che a detti redditi possa applicarsi il regime fiscale proprio degli interessi derivanti da obbligazioni o titoli simili, né quello dei cosiddetti “titoli atipici” disciplinati dall'articolo 5 del Decreto Legge n. 512 del 30 settembre 1983.

Poiché, continua l'Amministrazione Finanziaria, “*gli ETC costituiscono un impiego dinamico in cui il capitale è utilizzato come strumento per il conseguimento del reddito, il quale, inoltre, si presenta di natura aleatoria perché dipende dall'andamento dell'attività sottostante*” si ritiene che dal punto di vista fiscale, stante l'assimilazione con gli strumenti finanziari derivati, i redditi derivanti dagli ETC siano riconducibili ai rapporti di cui all'articolo 67, comma 1, lettera c-quater) del TUIR, vale a dire ai “*rapporti da cui deriva il diritto ... di ricevere ... a termine uno o più pagamenti collegati a ... quotazioni o valori di strumenti finanziari, ... di metalli preziosi o di merci*”, i cui redditi, se percepiti da parte di un soggetto persona fisica,

non esercente attività d'impresa, sono soggetti ad imposta sostitutiva nella misura del **12,50%** a norma del Decreto Legislativo n. 461 del 21 novembre 1997.

L'assimilazione ai contratti derivati, operata dall'Agenzia, è motivata con la disposizione di cui all'articolo 1 del Decreto Legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998 che prevede che sia considerato derivato qualsiasi titolo che comporta un regolamento in contanti determinato con riferimento ad azioni, obbligazioni o qualsiasi altro titolo normalmente negoziato che permette di acquisire azioni o obbligazioni, a valute, a tassi di interesse, a rendimenti, a merci, a indici o a misure.

Ciò comporta che la tassazione dei redditi derivanti da un investimento in ETC percepiti da un soggetto persona fisica residente, non esercente attività d'impresa potrà avvenire:

1. con l'applicazione dell'imposta sostitutiva del 12,50% di cui all'articolo 5 del Decreto Legislativo n. 461 del 21 novembre 1997 (c.d. regime della dichiarazione); ovvero
2. con l'applicazione dell'imposta sostitutiva del 12,50% da parte di un intermediario finanziario autorizzato secondo quanto previsto dall'articolo 6 del Decreto Legislativo n. 461 del 21 novembre 1997 (c.d. regime del risparmio amministrato); ovvero
3. con l'applicazione dell'imposta sostitutiva del 12,50% da parte di un intermediario finanziario autorizzato sul risultato annuo di gestione secondo quanto previsto dall'articolo 7 del Decreto Legislativo n. 461 del 21 novembre 1997 (c.d. regime del risparmio gestito).

**Michele Citarella ed Enrico Leone,
studio legale Simmons and Simmons**

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

I numeri e le news del mercato

Cifre Chiave: gen-ago 2010

Titoli di Stato

N. contratti	1.627.317
Controvalore mln €	135.817,1
N. strumenti	97
New listed da gennaio	31

DomesticMOT

N. contratti	683.258
Controvalore mln €	13.072,3
N. strumenti	332
New listed da gennaio	66

EuroMOT

N. contratti	144.103
Controvalore mln €	4.640,8
N. strumenti	253
New listed da gennaio	50

Ultime quotazioni MOT

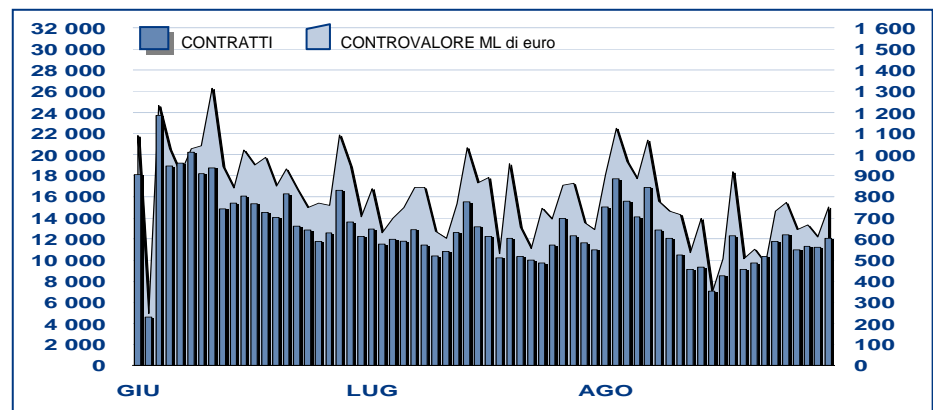
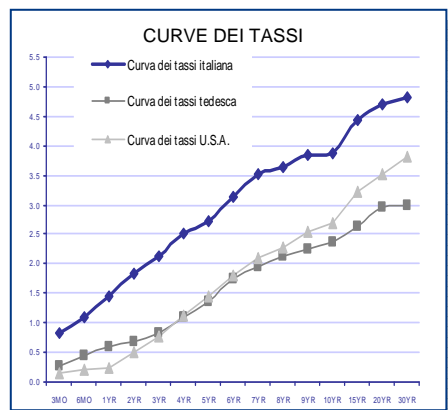
Nei mesi di agosto e settembre il listino del mercato MOT è stato arricchito di nuove emissioni obbligazionarie. Nel dettaglio:

- due prestiti obbligazionari a tasso fisso di UBI che fruttano un interesse lordo annuo rispettivamente pari al 2,30% e al 2,15% del valore nominale del prestito, entrambi con scadenza 2012;
- un'obbligazione a tasso fisso di UBS AG che paga cedole annuali pari al 4,00% del valore nominale del prestito con scadenza luglio 2017;
- un prestito di Barclays Bank Plc che paga cedole trimestrali, a tasso fisso pari al 2% del valore nominale del prestito per i primi due anni e successivamente legate al tasso Euribor 3M più uno spread di 0,45% fino a scadenza;
- un'emissione di Banca IMI con interessi legati all'andamento del tasso Euribor a 6 mesi;
- sei obbligazioni di RBS: una obbligazione a tasso fisso crescente, una a tasso fisso decrescente, una legata all'inflazione italiana, una con tasso fisso per il primo anno e successivamente interessi legati al differenziale fra i tassi EUR Swap a 10 e a 2 anni e due con tasso variabile legate all'andamento del tasso Euribor;
- un prestito IWBank che frutta interessi eventuali a scadenza in misura pari al 70% della performance realizzata dall'indice DJ Eurostoxx 50.

Il segmento EuroMOT ha visto la quotazione di un'obbligazione a 3 anni della Repubblica Italiana in USD, tre titoli di stato della Repubblica Federale Tedesca, tre della Repubblica Francese e due obbligazioni in USD della Banca Europea per gli Investimenti (BEI).

Ultime quotazioni ExtraMOT

Nei mesi di agosto e settembre sul mercato ExtraMOT sono entrate in negoziazione 8 nuove euro-obbligazioni corporate e bancarie di diversi emittenti. Sul nuovo mercato di Borsa Italiana è attualmente possibile negoziare oltre 150 prestiti obbligazionari.



Fonte dati: Borsa Italiana



Redazione Inside Markets

IDEM - Gabriele Villa, Melissa De Sanctis

ETFplus - Silvia Bosoni, Demis Todeschini

SeDeX - Emanuele Grasso, Luisa Fischietti

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

inside.markets@borsaitaliana.it

Borsa Italiana - London Stock Exchange Group

Piazza degli Affari, 6

20123 Milano

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

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

I marchi Borsa Italiana, IDEM, MOT, MTA, STAR, SeDeX, MIB, IDEX, Bit Club, Academy, MiniFIB, DDM, EuroMOT, Market Connect, NIS, Borsa Virtuale, ExtraMOT, MIV, Bit Systems, Piazza Affari Gestione e Servizi, Palazzo Mezzanotte Congress and Training Centre, PAGS nonché il marchio figurativo costituito da tre losanghe in obliquo sono di proprietà di Borsa Italiana S.p.A.

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

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

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

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

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