

x-markets

Informazioni sui prodotti

Numero verde 800.90.22.55
E-mail x-markets.italia@db.com
Internet www.x-markets.db.com
Rivista X-press (mensile)
gratuita

Informazioni sulle quotazioni

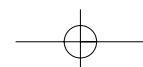
Reuters DBMENU
Bloomberg DBITALY
Risponditore automatico
per le quotazioni: 800.90.22.55

Indirizzo

Deutsche Bank AG
c/o Deutsche Bank SIM S.p.a.
Via Santa Margherita, 4
20121, Milano



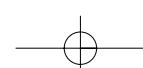
Partire con i Covered Warrant.



Indice

Come inseguire le opportunità	3
Un pieno di conoscenze	4
Covered Warrant. Per ogni mercato, un prodotto	5
I concetti fondamentali	9
Il prezzo è giusto?	14
Indicatori dinamici	17
Tipologie di Covered Warrant	21
L'emittente: attività e compiti	24
Strategie possibili	27
Quale Covered Warrant?	32
Domande frequenti	34
Trattamento fiscale per le persone fisiche	36
Testi specialistici	38
Covered Warrant – Glossario*	

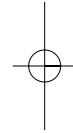
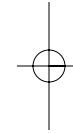
* Il glossario dei Covered Warrant allegato è parte integrante
di questa brochure.



Come inseguire le opportunità.

Negli ultimi anni, nessuno strumento di investimento ha suscitato maggior interesse. Infatti si possono realizzare profitti elevati con un piccolo importo iniziale – il cosiddetto effetto leva – e le perdite sono sempre limitate a quanto si è deciso di investire inizialmente, a differenza dei futures o di altri strumenti derivati a perdita massima illimitata. Una cosa è, però, certa: i Covered Warrant come strumento

d'investimento richiedono un'esatta conoscenza del loro funzionamento e dei rischi che possono comportare. Troppo spesso l'insufficiente esperienza su questi prodotti è stata causa di perdite. Con i Covered Warrant, solo un investitore che conosce i fattori di influenza e soprattutto quali effetti determinano sul titolo può avere, nel lungo termine, aspettative di rendimento.



Un pieno di conoscenze.

Per rendere più comprensibili i retroscena e le modalità di negoziazione dei Covered Warrant, abbiamo pensato di utilizzare un esempio molto attuale tratto dalla nostra esperienza quotidiana. Paragonando la relazione dell'investitore con i suoi Covered Warrant al rapporto fra un automobilista con l'auto a secco e un benzinaio. Ci auguriamo che questa lettura possa aiutare a partire ben informati e con successo sulla strada dei Covered Warrant. In ogni caso, ricordiamo che prima di ogni investimento è assolutamente necessario leggere il prospetto informativo sullo specifico prodotto per poterne comprendere appieno

le caratteristiche, i rischi e le opportunità di profitto.
Il glossario allegato sarà di accompagnamento in questo viaggio, con brevi spiegazioni su concetti importanti che influenzano la valutazione dei Covered Warrant e sui principali indicatori relativi. L'ordine alfabetico renderà più agevole la ricerca. Consigliamo di continuare a tenerlo a portata di mano anche quando, con l'aiuto di questa brochure principale, le conoscenze sui Covered Warrant saranno consolidate e ampliate.

Il team X-markets della Deutsche Bank augura a tutti buon viaggio.



Covered Warrant. Per ogni mercato, un prodotto.

- La negoziazione di Covered Warrant e il distributore di benzina
- Rischio limitato – Nessun altro obbligo
- Valore di mercato dell'opzione
- Durata del diritto d'opzione
- Aspettative future
- L'investimento in borsa

La negoziazione di Covered Warrant e il distributore di benzina

Per spiegare al meglio l'origine ed il funzionamento di un Covered Warrant può essere utile fare riferimento ad una situazione di vita quotidiana. Immaginiamo di comprarcia la macchina dei nostri sogni, un'auto sportiva di elevata potenza e con un buon numero di cilindri. Emozionante, no? Tranne quando andiamo per la prima volta a fare benzina. Per un litro di super il benzinaio pretende un Euro tondo tondo. Ad un tratto ci ricordiamo di ciò che si è letto nelle ultime settimane sulle quotazioni in salita nel mercato del petrolio grezzo a Rotterdam e sulla tassazione degli oli minerali. Per queste ragioni ci si aspetta che nei prossimi due anni il prezzo di un litro di benzina super salga fino a 1,50 Euro, forse addirittura a 2 Euro – e di colpo ci sentiamo molto meno felici della nostra nuova macchina sportiva. Quest'ultima infatti consuma, a seconda di quanto si preme l'acceleratore, tra i 15 e i 20 litri di benzina ogni 100 chilometri.

A un tratto ci viene un'idea. Stipulare con il proprietario del distributore di benzina il seguente contratto: acquistare il diritto di comprare nei prossimi due anni 5.000 litri di benzina super al prezzo di un Euro al litro. Per ogni opzione, così, si avrà il diritto di acquistare un litro alle condizioni pattuite.

Ci si può accordare con il proprietario del distributore di benzina su quanto segue: per un litro della quantità convenuta gli si pagano subito 0,10 Euro. Il diritto di potere acquistare in ogni momento 5.000 litri di benzina nei prossimi 24 mesi per 1 Euro al litro ci costerà dunque 500 Euro. Inoltre si potrebbe cordare con il distributore anche il diritto di poter vendere il proprio diritto d'opzione in ogni momento ad altri automobilisti. Al proprietario del distributore di benzina in fondo non importa a chi deve fornire i 5.000 litri.

Rischio limitato – Nessun altro obbligo

Se il prezzo della benzina nei prossimi due anni dovesse salire in modo inatteso, realizzeremmo un ottimo profitto: del resto si potrebbero acquistare 5.000 litri di benzina super ad un prezzo molto al di sotto del valore di mercato. A fronte di un prezzo di 2 Euro si potrebbe anche considerare l'eventualità di rivendere la propria opzione. Questa varrebbe allora 5.000 Euro, dopo essere stata pagata solo 500 Euro. Un affare eccellente. Tuttavia, se il prezzo dovesse scendere, il rischio sarebbe limitato alla somma impiegata per l'acquisto del diritto di opzione. Infatti se il prezzo della benzina diventasse 0,80 Euro, non ci sarebbe l'obbligo di acquistare i 5.000 litri a 1,00 Euro l'uno.

Se il prezzo di un litro di benzina invece si mantenesse stabile intorno ad 1 Euro fino alla scadenza, l'opzione in questo caso non varrebbe più nulla e scadrebbe senza valore.

Ammettiamo ora che il prezzo della super scenda nettamente durante il periodo concordato di due anni e che si trovi alla fine a quota 0,70 Euro. In questo caso, naturalmente, non faremmo valere il nostro diritto di acquistare 5.000 litri a 1 Euro ciascuno e lasceremmo scadere la nostra opzione. Dovremmo così accettare la perdita totale della somma pagata per l'opzione (nel nostro caso, 500 Euro). Questa perdita sarebbe stata contenuta se avessimo venduto l'opzione dopo alcuni mesi. Qualora il prezzo della benzina salisse notevolmente, ad esempio a 2 Euro al litro, si prospetterebbero le seguenti possibilità: continuare a rifornire l'auto con benzina a 1 solo Euro al litro oppure vendere l'opzione e realizzare un profitto elevato. Nota bene: in qualità di acquirenti si hanno soltanto diritti, mentre il benzinaio in qualità di venditore ha diritti e doveri.

Valore di mercato dell'opzione

Dopo tre mesi ci rechiamo nuovamente dal nostro distributore di benzina abituale e notiamo che il litro di benzina super adesso costa

1,20 Euro. Il valore dei nostri diritti d'opzione è dunque salito e noi naturalmente siamo molto soddisfatti di quest'evoluzione, al contrario degli altri automobilisti che incontriamo al distributore di benzina. Naturalmente tra gli altri automobilisti suscita scalpore il fatto che noi dobbiamo pagare solo 1 Euro per un litro. Potremmo raccontare del nostro accordo con il benzinaio, e alcune persone, probabilmente, tormentate dal continuo aumento del prezzo della benzina, ci potrebbero offrire di comprare un certo numero dei nostri diritti di opzione. Si viene a creare qualcosa di simile ad un mercato. Poiché la maggior parte teme che i prezzi della benzina continueranno a salire, potremmo subito vendere i nostri diritti d'opzione a 0,30 Euro al litro.

L'attuale valore di mercato di ogni singolo diritto d'opzione, da noi acquistato per 0,10 Euro, è dunque di 0,30 Euro.

Durata del diritto d'opzione

Quanto più nettamente il prezzo al litro sale oltre 1,10 Euro – che è il nostro punto di pareggio – tanto più acquistano valore i nostri diritti e tanto più aumenta il profitto. Dal momento che sono concordati esercizio e consegna effettiva di benzina in ogni momento e dato che ci sono degli acquirenti interessati a comprare i nostri diritti, abbiamo libera scelta: ritirare i



5.000 litri poco a poco e assicurarci così un prezzo molto vantaggioso, oppure vendere i nostri diritti al prezzo del momento. Il prezzo che gli altri automobilisti sono disposti a pagare sarà naturalmente tanto più alto quanto più costerà un pieno di benzina.

Ad un prezzo attuale della benzina di 1,20 Euro, si risparmierebbero 0,20 Euro esercitando il diritto d'opzione al distributore. Il valore di mercato, vale a dire quello che altri pagherebbero per questo diritto, è però di 0,30 Euro. Il motivo di ciò è fondato: il diritto d'opzione ha ancora una durata di 21 mesi, visto che tre mesi fa si era stipulato un contratto di una durata di due anni. È quindi chiaro che il diritto di poter fare benzina ancora per 21 mesi al prezzo di 1 Euro al litro vale di più del diritto di poterlo fare, ad esempio, ancora solo per due giorni.

Un'altra caratteristica dell'opzione di acquisto benzina: con il benzinaio si concorda la consegna fisica del carburante. All'esercizio del diritto d'opzione si ottiene effettivamente il sottostante, cioè la benzina super, in forma fisica.

Aspettative future

Nel frattempo ci sentiamo proprio a nostro agio nel nuovo ruolo di proprietari di opzioni. Una mattina prendiamo nuovamente il superbolloide e andiamo a fare benzina. Sulla

tabella dei prezzi notiamo che il prezzo al litro della benzina super è rapidamente salito da 1,10 a 1,30 Euro. Motivo: l'organizzazione dei paesi che esportano petrolio, l'OPEC, ha annunciato a sorpresa una forte riduzione dell'estrazione del petrolio greggio. Al mercato del petrolio greggio a Rotterdam i prezzi sono saliti alle stelle e le compagnie petrolifere hanno fatto ciò che fanno sempre in questi casi, alzando notevolmente i prezzi della benzina. Al distributore gli automobilisti si trovano riuniti in gruppetti a discutere animosamente. C'è una certa atmosfera di panico poiché ognuno si aspetta che i prezzi della benzina saliranno ancora di molto.

Adesso gli automobilisti ci conoscono e, quando si accorgono di noi, una parte di loro ci circonda improvvisamente e vuole comprare i nostri diritti di opzione. Vengono offerti 60, addirittura 70 centesimi al litro. Un automobilista particolarmente preoccupato si propone addirittura di comprare 2.000 diritti d'opzione a 0,80 Euro l'uno. Un paio di giorni dopo il quadro è cambiato. È vero che la benzina super nel frattempo costa 1,35 Euro, ma nessuno si aspetta ulteriori aumenti di prezzo. Il Governo ha dichiarato la propria disponibilità a ridurre l'imposta sulla fabbricazione degli oli minerali al fine di mantenere stabili i prezzi. Quando chiediamo ad altri automobilisti cosa sarebbero disposti a



pagare per i nostri diritti d'opzione, l'offerta più alta è di 0,50 Euro. È dunque evidente che le aspettative relative alla prossima evoluzione del prezzo del sottostante influiscono sul valore dei diritti d'opzione. In questo caso rimane solo da sperare di aver venduto una parte dei propri diritti proprio nel giorno del panico più grande, ai prezzi più alti. Certo, gli acquirenti di allora non dovrebbero essere contenti della prevista riduzione dell'imposta sulla fabbricazione degli oli minerali. Il loro acquisto in quel caso non sarebbe stato proprio un buon affare.

L'investimento in borsa

Da quando abbiamo comprato le opzioni di acquisto benzina, ci interessiamo naturalmente a tutto ciò che ha a che fare con lo sviluppo dei prezzi della benzina e con i fattori che li influenzano. Un giorno leggiamo sul giornale un articolo interessante. La Deutsche Automobili SpA porterà prossimamente sul mercato una macchina sportiva con un bel design, buone prestazioni e un consumo di soli 2 litri ogni 100 chilometri. Il nuovo modello promette di diventare un successo fenomenale, tanto più che i prezzi della benzina la settimana scorsa sono di nuovo saliti.

Visto che con le nostre opzioni di acquisto sulla benzina abbiamo fatto delle buone esperienze, decidiamo di provare adesso anche con i Covered Warrant in Borsa.

Per l'azione della Deutsche Automobili SpA c'è però un'intera serie di Covered Warrant e tra questi bisogna trovare quelli giusti. L'azione attualmente è quotata 43 Euro.

Aspettandoci quotazioni nettamente in salita, decidiamo di acquistare un Covered Warrant Call su quell'azione.

Prima dell'acquisto, tuttavia, vogliamo sapere quali Covered Warrant sono più convenienti e diamo un'occhiata a diversi parametri di riferimento per avere informazioni sul rapporto rischio-rendimento. Gli indicatori mostrano all'incirca quanto l'acquisto della Automobili SpA tramite un Covered Warrant sia più caro dell'acquisto diretto e quale possa essere l'ampiezza di oscillazione del Covered Warrant.

Questi dettagli decisivi sono nelle prossime pagine. D'ora in poi non si parlerà più di benzina. Ma di qualcosa di molto più avvincente: negoziazione dei Covered Warrant in Borsa.

- Ad ogni investitore, il giusto Covered Warrant
- Il valore di un Covered Warrant
- Volatilità dei prezzi
- Ancora sulla volatilità

Ad ogni investitore, il giusto Covered Warrant

Si sa. Con i Covered Warrant si può guadagnare molto, ma si possono anche subire perdite considerevoli. Prima di avvicinarsi dunque a questi prodotti, è necessario conoscere molto bene i concetti fondamentali. I Covered Warrant appartengono agli strumenti finanziari derivati. Ciò significa che ogni Covered Warrant si riferisce a uno strumento finanziario e rispecchia l'evoluzione della sua quotazione in un determinato rapporto.

In linea di massima, l'acquisto di un Covered Warrant ha senso solo se ci si aspetta una forte oscillazione del sottostante. Sulla Borsa Italiana i diversi emittenti offrono Covered Warrant su molti sottostanti diversi: singole azioni italiane ed internazionali, panieri di azioni italiane ed internazionali, ma anche su merci come petrolio e metalli nobili. Il segmento più grande e con i maggiori volumi è dato dai Covered Warrant su indici, seguito dai Covered Warrant su singole azioni, in particolar modo italiane, europee e americane. Chi vuole puntare su quotazioni in salita o in discesa di titoli standard, ad esempio azioni degli indici S&P-MIB, Dow

Jones EuroSTOXX 50 e Dow Jones Industrial Average, non può certo lamentarsi di scarse possibilità di scelta. Vengono trattati titoli con durate e prezzi d'esercizio molto differenti, cosicché ogni investitore troverà il Covered Warrant che corrisponde esattamente alle sue aspettative.

A seconda della direzione del movimento atteso si può puntare su un Covered Warrant Call o un Covered Warrant Put. Il possessore di un Covered Warrant acquista infatti dall'[Emittente](#) il diritto di acquistare o di vendere sul mercato [il](#)

[Sottostante](#) (cioè l'azione, titolo, indice o materia prima sul quale il contratto è basato, o meglio il titolo sul quale si acquista il diritto di acquistare o vendere, anche detto [Underlying](#)) ad un determinato prezzo ([il cosiddetto Prezzo d'esercizio o Strike](#)), entro un determinato lasso di tempo ([cioè entro la Scadenza](#)), ad un dato rapporto ([Moltiplicatore](#)), o di ottenere una somma in denaro corrispondente al profitto conseguito dall'operazione, come spiegheremo più avanti.

Si distingue quindi fra [Covered Warrant Call](#) (Call) e [Covered Warrant Put](#) (Put). Mentre con i

I concetti fondamentali.

Call si punta su aumenti dei prezzi del sottostante, il possessore dei Put si aspetta che il prezzo del sottostante diminuisca. Il diritto di vendere questo valore ad un determinato prezzo diventa tanto più prezioso quanto più scende la sua quotazione.

Chi possiede diritti d'opzione ha tre possibilità di agire: li può lasciare scadere, vendere o, infine, li può esercitare. Qualora si decidesse per l'esercizio, è da tenere presente un importante dettaglio: si distingue fra due stili di opzioni, e cioè >[Diritto d'opzione americano](#)

e >[Diritto d'opzione europeo](#). Nel primo caso l'esercizio è possibile in qualsiasi momento dalla data di acquisto a quella di scadenza, nel secondo solo alla scadenza. A fronte di indicatori identici, i diritti d'opzione europei hanno quotazioni inferiori a quelli americani, perché la possibilità di poter esercitare il Covered Warrant in qualsiasi momento rappresenta un ulteriore vantaggio. Per la maggior parte dei Covered Warrant negoziati sui mercati invece della consegna fisica si preferisce utilizzare la >[Liquidazione per contanti](#) (in inglese "cash settlement"). La liquidazione per contanti

è stata introdotta perché la consegna fisica per determinati Covered Warrant non è possibile. Esempio tipico sono i Covered Warrant sugli indici: nessuno può consegnare l'S&P-MIB®. Inoltre la liquidazione per contanti risulta molto più semplice della consegna fisica (anche per i Covered Warrant, per i quali sarebbe possibile) e per questo ormai viene sempre utilizzata.

Il valore di un Covered Warrant

I Covered Warrant possono avere le caratteristiche più varie. Si può dire che per ogni idea d'investimento c'è un Covered Warrant. Per scegliere il Covered Warrant più adatto si possono poi utilizzare alcuni indicatori il cui significato verrà illustrato più avanti.

Il prezzo di un Covered Warrant si compone del cosiddetto >[Valore intrinseco](#) e del >[Valore temporale](#). Quest'ultimo è la differenza tra il prezzo del Covered Warrant e il valore intrinseco. Il valore temporale si deve interpretare come remunerazione per la durata di un diritto d'opzione. Quanto più lunga è la durata di un Covered Warrant, tanto più ha valore. Ciò dipende dalla speranza o dalla supposizione che l'eventuale valore intrinseco ottenibile durante la vita residua in seguito ad

una modifica del prezzo del sottostante possa ancora aumentare fino alla fine. Così si spiega il fatto che il valore temporale di un diritto d'opzione diminuisca al calare della vita residua, fino a tendere verso lo zero, mentre la perdita di valore temporale aumenti considerevolmente verso la scadenza. Un Covered Warrant possiede sempre un valore intrinseco se può essere esercitato realizzando un profitto. Per determinare il valore intrinseco bisogna vedere se il prezzo attuale del sottostante si trova sotto o sopra al prezzo d'esercizio. Per convenzione si distingue fra Covered Warrant >[In the money](#), >[At the money](#), >[Out of the money](#).

Per i Covered Warrant out of the money, il prezzo corrisponde solo al valore temporale. Se il Covered Warrant rimane out of the money fino alla scadenza, allora esso scadrà senza valore perché il valore temporale si riduce a zero. L'acquisto di Covered Warrant out of the money è quindi chiaramente più rischioso dell'acquisto di Covered Warrant che possiedono un valore intrinseco. I Covered Warrant fortemente out of the money e con una vita residua relativamente breve sono perciò altamente speculativi, dato che il pericolo di una perdita totale è in que-





sto caso massimo. Con tali Covered Warrant si possono avere profitti solamente se il sottostante si muove velocemente e in maniera decisa nella direzione desiderata. La probabilità di una tale evoluzione deve essere verificata in ogni singolo caso.

Volatilità dei prezzi

Le oscillazioni dei mercati, o meglio del sottostante, svolgono un ruolo importante nella formazione del prezzo e quindi nella negoziazione dei Covered Warrant. Quindi è molto importante tenere d'occhio l'evoluzione e la forza, o meglio l'ampiezza di tali oscillazioni/cambiamenti.

Per questo una delle più importanti ipotesi della moderna teoria dei prezzi dei Covered Warrant è che un diritto d'opzione acquista tanto più valore, quanto più è marcato questo spettro di oscillazione, vale a dire quanto più alta è la >**Volatilità**. Questo perché la probabilità che il Covered Warrant acquisti un valore intrinseco o raggiunga un valore intrinseco più alto cresce all'aumentare dell'ampiezza di oscillazione del sottostante. Tuttavia si può calcolare con esattezza solo la >**Volatilità storica**. Quest'ultima costituisce in ogni caso un impor-

tante spunto per la determinazione della >**Volatilità attesa** e della >**Volatilità implicita** di cui si tiene conto nel calcolo del prezzo dei Covered Warrant. L'ampiezza di oscillazione del passato, però, non può fornire che un aiuto per l'orientamento, dal momento che la volatilità può mutare improvvisamente.

Chi investe in borsa lo sa bene: un inatteso >**Profit warning** e il prezzo di un'azione che poco prima era considerata conservativa, o addirittura monotona, ha magari un impatto del 20 per cento sul titolo – con relativi effetti su tutti i Call e i Put che hanno quest'azione come sottostante.

D'altronde questo tipo di avvenimenti sul mercato ha come principale caratteristica quella di essere imprevedibile. Quindi ogni singolo Market Maker, sulla base della sua esperienza passata e anche ricalcando retroattivamente dal prezzo dei Covered Warrant attualmente trattati sul mercato, si forma un giudizio sulla volatilità implicita. L'influenza di questa grandezza sulla formazione del prezzo dei diritti d'opzione è notevole. Le argomentazioni sull'interdipendenza tra il prezzo del Covered Warrant e il prezzo del sottostante – espressa in indicatori dinamici – sono applicabili solo fino a quando non cambia la

valutazione del mercato sulla volatilità implicita.

Può essere molto remunerativo acquistare un Covered Warrant poco prima di un netto aumento della volatilità. Un esempio: si acquista un Put su un'azione di una casa automobilistica poco prima che l'azienda lanci un improvviso profit warning. L'azione, che precedentemente non si era fatta notare per forti oscillazioni, da un giorno all'altro scende del 25 per cento.

In questo caso come possessore di Covered Warrant Put il vantaggio è duplice: in primo luogo per la caduta del prezzo del sottostante nella direzione desiderata, in secondo luogo per l'evidente aumento della volatilità.

Ancora sulla volatilità

Per lo stesso motivo, vi possono essere perdite sensibili se si acquistano Covered Warrant che hanno valori di volatilità eccezionalmente alti. Continuiamo con il nostro esempio: l'azione è salita da 100 a 200 Euro. Adesso si acquista, perché ci si aspetta che le quotazioni salgano ulteriormente. L'azione, però, si mantiene per settimane allo stesso livello. Anche se il sottostan-

te non subisce diminuzioni di prezzo, i Call su quest'azione registreranno notevoli perdite a causa della volatilità nuovamente in diminuzione. Nel caso estremo può addirittura accadere che, nonostante l'azione salga marginalmente, i Call continuino a perdere valore, perché la volatilità scende. Naturalmente in questo caso influisce anche la perdita di valore temporale.

Lo stesso capita nel caso opposto per le fasi di borsa che seguono a forti flessioni delle quotazioni. Qui il fenomeno è più evidente, perché in fasi di ribasso la volatilità, di regola, sale più velocemente che in fasi di borsa favorevoli. Ciò dipende dal fatto che i movimenti verso il basso spesso avvengono in maniera più repentina di quelli verso l'alto.

Fondamentalmente vi sono forti differenze tra i valori di volatilità di sottostanti diversi. Ad esempio, la volatilità implicita del S&P-MIB è in generale inferiore a quella delle singole azioni di cui si compone questo indice. Intuitivamente questo si può comprendere dal fatto che spesso un'azione sale e un'altra scende, così, per quanto riguarda la volatilità nel S&P-MIB si arriva complessivamente ad una compensazione.

Il prezzo è giusto?

- Il Covered Warrant più adatto e conveniente.
Come sceglierlo.
- L'indicatore della Leva

Il Covered Warrant più adatto e conveniente. Come sceglierlo

Come fare previsioni? Con processi di negoziazione rapidi come quelli dei Covered Warrant, è fondamentale conoscere ed interpretare in modo corretto alcuni indicatori fondamentali.

Gli indicatori statici consentono un giudizio qualitativo sul prezzo di Covered Warrant simili in un dato momento. Tali indicatori dovrebbero essere usati solo per il confronto di Covered Warrant con caratteristiche affini. Uno degli indicatori di cui si tiene più conto nella valutazione dei diritti d'opzione è il >[Premium](#).

Sicuramente il suo vantaggio più grande sta nel fatto che si può calcolare molto facilmente e quindi fornisce rapidamente una visione d'insieme dei Covered Warrant che si vogliono prendere in considerazione. Infatti chi compra diritti d'opzione, a fronte di un esiguo impiego di capitale, vuole approfittare in modo più che proporzionale di un movimento del prezzo del sottostante. Il premium indica quanto costerà in più l'acquisto del sottostante (nei Call) tramite l'esercizio del diritto d'opzione rispetto all'acquisto diretto del sottostante.

Questo indicatore però dice ancora poco, dato che un diritto d'opzione

ha tanto più valore quanto più lunga è la sua vita residua. Inoltre non si tiene ancora conto dell'aspetto temporale. Per il confronto di diversi Covered Warrant è perciò più sensato calcolare il premium per unità di tempo e regalarsi per ciascun anno di vita residua.

Persino il cosiddetto >[Premium annuale](#), tuttavia può non soddisfare appieno, dato che non viene messo in relazione al Covered Warrant. Ad esempio, è evidente che un premium di 1 Euro è da valutare in maniera del tutto differente, a seconda che il Covered Warrant costi 5, 10 o 100 Euro. Per il confronto di Covered Warrant con questo indicatore si utilizza perciò il >[Premium percentuale](#). Ciò serve a indicare di quale percentuale è più caro acquistare il sottostante tramite l'acquisto e l'esercizio del Covered Warrant rispetto all'acquisto diretto del sottostante. Con ciò si ha un criterio utile per il confronto dei diritti d'opzione.

Tuttavia, l'affermazione "quanto più basso è il premium, tanto più conveniente è il Covered Warrant" sarebbe troppo semplice. Un confronto ha senso solo se riferito a Covered Warrant che possiedono caratteristiche simili per quanto riguarda la durata e il valore intrinseco. Covered Warrant con un valore

intrinseco elevato hanno di regola premium molto bassi, Covered Warrant con un valore intrinseco basso o senza valore intrinseco hanno premium molto alti. Un confronto sulla base del premium percentuale soddisfa soprattutto due scopi: fornisce una visione d'insieme rapida e non complicata di quale, tra due Covered Warrant con caratteristiche simili, sia quello da prendere in considerazione. Quindi se si ha già optato per un determinato sottostante, sulla base del premium si possono confrontare Covered Warrant con durate e prezzi d'esercizio simili e decidersi infine per quello meno caro.

L'indicatore della Leva

L'indicatore più conosciuto fra quelli relativi ai Covered Warrant è senza altro la >[Leva](#). Esso indica in che rapporto un Covered Warrant segue un movimento del sottostante. La leva attuale o semplice si calcola dividendo il prezzo del sottostante per quello del Covered Warrant. A fronte di un moltiplicatore diverso da 1,0 e per i sottostanti in valuta straniera (es. Azioni straniere) anche questi due fattori devono essere considerati nella valutazione.

Alla base della leva semplice c'è la supposizione che le variazioni di prezzo in unità monetarie influisca-





no sempre allo stesso modo sul sottostante e sul diritto d'opzione. Tuttavia, questa supposizione non è sostenibile.

Un esempio: ammettiamo che un Covered Warrant dia il diritto all'acquisto di un'azione che costa 100 Euro, che il prezzo d'esercizio sia di 200 Euro, la vita residua di due mesi e che il Covered Warrant costi 1 Euro. La leva semplice è dunque $100:1 = 100$. Secondo i criteri della leva semplice, il Covered Warrant dovrebbe salire del 1.000 per cento a 11 Euro, qualora l'azione recuperi fino a 110 Euro. In pratica però non lo farà, perché in questo caso l'azione sarà ancora lontana dal prezzo d'esercizio di 200 Euro. Se entro due mesi non sarà in the money, il diritto d'opzione scadrà senza valore. Di conseguenza, la leva

semplice è valida tutt'al più per l'analisi di diritti d'opzione con un alto valore intrinseco. È del tutto inutile per i Covered Warrant senza alcun valore intrinseco. Per questo motivo, oggi si lavora prevalentemente con la leva teorica, detta anche Elasticità (vedi pagina seguente).

Un altro indicatore importante è il >[Punto di Pareggio o Break-even-point](#). Esso indica a partire da quale prezzo del sottostante il possessore di un Covered Warrant realizza un guadagno, in caso di esercizio immediato del diritto di opzione. Un esempio: se il Covered Warrant costa 1 Euro, il prezzo d'esercizio è di 200 Euro e il moltiplicatore è 0.01, il prezzo dell'azione dovrebbe salire oltre 300 Euro affinché l'investitore realizzasse un guadagno con questo Covered Warrant.

- Indicatori dinamici
- Il Delta
- L'Elasticità
- Il Theta
- Il Gamma
- Il Vega
- Il Rho

Indicatori dinamici.

Indicatori dinamici

Oltre agli indicatori statici, anche quelli dinamici danno informazioni importanti sui Covered Warrant. Gli indicatori dinamici informano sulle variazioni del prezzo dei Covered Warrant in dipendenza di variazioni, ad esempio, del prezzo del sottostante, della durata o della volatilità. Essi consentono, contrariamente agli indicatori statici, una stima di futuri sviluppi dei prezzi dei Covered Warrant in un determinato momento. Per la loro determinazione si usano generalmente modelli di valutazione dei Covered Warrant. Essi sono sempre validi solo per un breve lasso di tempo e devono essere rideterminati, qualora mutino fattori di influenza decisivi.

Il Delta

Uno di questi indicatori è il >[Delta](#). Con il delta compare uno dei moderni indicatori di valutazione detti anche "greche", perché denominati secondo lettere dell'alfabeto greco. Nella moderna teoria dei prezzi dei Covered Warrant esso indica di quanto varia il prezzo di un Covered Warrant in seguito a variazioni di prezzo del sottostante. Il calcolo esatto del delta viene eseguito con l'aiuto di modelli teorico-finanziari di valutazione dei Covered Warrant. Per i Covered Warrant Call il delta assume valori tra 0 e 1,

per Covered Warrant Put tra -1 e 0. Un delta di 0,70 significa che un Covered Warrant Call con moltiplicatore 0,1 sale di 0,07 Euro se il sottostante si muove di 1 Euro verso l'alto, e scende dello stesso importo se il sottostante scende di 1 Euro. Inoltre, il delta può essere usato per stimare approssimativamente la probabilità che un diritto d'opzione alla scadenza possieda un valore intrinseco e quindi non scada senza valore. Il Covered Warrant dell'esempio sopra riportato, dunque, con una probabilità del 70 per cento non scadrà senza valore.

Da un punto di vista matematico, il delta è la derivata prima del prezzo del Covered Warrant rispetto al prezzo del sottostante.

L'Elasticità

La leva teorica che indica la variazione percentuale del prezzo del Covered Warrant in dipendenza della variazione percentuale del prezzo del sottostante viene definita >[Elasticità](#). Essa è data dalla moltiplicazione del delta per la leva. È un indicatore utile, ma rappresenta solo un'istantanea, poiché il delta varia col passare del tempo.

Negli ultimi decenni è stata sviluppata una serie di modelli di valutazione dei prezzi dei Covered Warrant. Accanto al modello bino-

miale quello che è alla base della moderna teoria delle opzioni è il modello sviluppato dai due scienziati americani Fisher Black e Myron Scholes basato sull' "equo valore di mercato" o "fair value". Con il modello di Black-Scholes, che da loro prese il nome e che venne poi ulteriormente raffinato, dovrebbe essere possibile individuare il giusto valore dei diritti d'opzione. Si tratta qui del valore teoricamente giustificato con cui la probabilità di ottenere un profitto o una perdita è esattamente identica.

Purtroppo, tali modelli di valutazione si basano su ipotesi di base che

nella realtà dei mercati delle opzioni spesso non sono verificate; ad esempio, un tasso d'interesse costante che sia uguale per gli interessi a credito e per quelli a debito, oppure la possibilità illimitata di vendite allo scoperto. Il modello di Black-Scholes, nonostante i suoi punti deboli, ha dato luogo ad un nuovo modo di vedere nella valutazione dei diritti d'opzione. Tuttavia, una discussione approfondita andrebbe ben al di là delle finalità di questa brochure. In appendice troverete riferimenti a testi specialistici in cui questa tematica è trattata in modo molto dettagliato.



Il Theta

Come abbiamo già illustrato, il prezzo di un diritto d'opzione è costituito dal valore intrinseco e dal valore temporale e quest'ultimo va progressivamente diminuendo all'approssimarsi della scadenza. Il >**Theta** misura dunque la perdita di valore temporale per unità di tempo, ad esempio al giorno o a settimana, premesso che il prezzo del sottostante e tutti gli altri parametri non si muovano fino alla scadenza. Un theta settimanale dell'1,5 per cento significa che il diritto d'opzione perde l'1,5 per cento del valore a settimana se il prezzo del sottostante rimane invariato e quindi il valore intrinseco rimane costante. Il valore del theta dipende fortemente dal fatto che il diritto d'opzione sia in the money, at the money oppure out of the money. Il theta più basso viene registrato nei Covered Warrant con elevato valore intrinseco, mentre la perdita di valore temporale più repentina si ha nei Covered Warrant at the money. In generale, la diminuzione del valore temporale è più forte negli ultimi tre mesi della durata di un Covered Warrant.

L'investitore deve sempre tenere conto di questa perdita di valore temporale, derivata semplicemente dalla diminuzione della vita residua. Quanto più si è in prossimità della scadenza del Covered

Warrant, tanto più i movimenti positivi del prezzo del sottostante devono avere effetti positivi per l'investitore per compensare la perdita di valore temporale e permettere un guadagno.

Da un punto di vista matematico, il theta è la derivata del prezzo del Covered Warrant rispetto al tempo.

Il Gamma

Un altro importante indicatore è il >**Gamma**. Esso indica la sensibilità del delta nei confronti di variazioni di prezzo del sottostante. Quanto più alto è il valore del gamma, tanto più fortemente reagisce il delta a tali movimenti. Un gamma di 0,02 vuol dire che se il prezzo del sottostante sale o scende di 1 Euro, allora il delta varia di 0,02 unità. Il gamma raggiunge il valore più alto in Covered Warrant at the money, e questo valore massimo è tanto più alto, quanto più breve è la vita residua del diritto d'opzione.

Da un punto di vista matematico, il gamma è la derivata prima del delta rispetto al prezzo del sottostante e quindi la derivata seconda del prezzo del Covered Warrant nei confronti del prezzo del sottostante.

Il Vega

Il >**Vega** è l'indicatore dell'influenza delle variazioni di volatilità del sotto-



stante sul prezzo del Covered Warrant. Si ricordi: la volatilità è l'ampiezza di oscillazione del sottostante entro un determinato lasso di tempo. Accanto al prezzo del sottostante la volatilità rappresenta il fattore di influenza più importante per il valore di diritti d'opzione. Il vega indica in che misura varia il prezzo del Covered Warrant se la volatilità implicita sale o scende di un punto percentuale. Un vega di 0,25 significa che se la volatilità del sottostante varia dell'1 per cento, allora il valore del diritto d'opzione sale o scende di 0,25 unità monetarie aggiustato per il Moltiplicatore. Come il gamma, anche il vega avrà il suo valore più alto nei Covered Warrant at the money. Tuttavia, contrariamente al gamma, il valore del vega è tanto più alto, quanto più lunga è la vita residua del diritto d'opzione.

Da un punto di vista matematico, il vega è la derivata prima del prezzo del Covered Warrant rispetto alla volatilità.

Il Rho

Il >Rho misura l'influenza delle variazioni del tasso di interesse sul valore del Covered Warrant. Infatti alla base del calcolo dei prezzi dei Covered Warrant non si presuppone

il prezzo attuale, bensì quello alla fine del periodo, cioè il prezzo a termine del sottostante. Questo prezzo finale si compone del prezzo attuale e di un fattore detto Cost of carry. Esso indica il totale dei costi per il finanziamento di una posizione sul sottostante fino alla scadenza fissata del Covered Warrant. Questi costi dipendono in buona misura dal livello dei tassi di interesse. Un rho di 0,50 significa che il prezzo del Covered Warrant – aggiustato per il moltiplicatore – varia di 0,50 Euro se il tasso di interesse sale o scende di un punto percentuale. Nell'ambito dei Covered Warrant sulle valute deve essere considerato anche il tasso di interesse straniero. Così, ad esempio, i Covered Warrant sul cambio Euro/Dollaro hanno due indicatori rho: uno per il tasso di interesse sull'Euro e uno per il tasso di interesse sul Dollaro. Per quanto riguarda la maggior parte degli altri Covered Warrant, il rho può però essere trascurato, poiché variazioni estreme del livello dei tassi di interesse in un breve lasso di tempo sono molto rare.

Da un punto di vista matematico, il rho è la derivata del prezzo del Covered Warrant rispetto al tasso di interesse.

- Sottostanti dei Covered Warrant
- Covered Warrant su indici azionari
- Covered Warrant su azioni
- Covered Warrant su panieri di azioni
- Covered Warrant su valute
- Covered Warrant sui mercati globali

Sottostanti dei Covered Warrant

Esistono Covered Warrant su diversi sottostanti. Gli investitori possono puntare su indici, azioni, panieri di azioni, valute, tassi di interesse e anche materie prime.

Covered Warrant su indici azionari

I Covered Warrant su indici azionari si basano sull'evoluzione degli indici azionari od obbligazionari. Il sottostante preferito è tuttavia l'indice azionario italiano S&P-MIB o, per meglio dire, l'indice in cui sono contenute le più grandi capitalizzazioni della Borsa Italiana. Sono molto scambiati anche Covered Warrant sull'indice americano S&P-500®, sul Nasdaq-100®, sull'Euro STOXX e sull'indice giapponese Nikkei-225. Inoltre esiste un'offerta, anche se limitata, che si riferisce ai principali indici azionari di altri paesi come Germania (DAX®), Gran Bretagna (FTSE-100®), Francia (CAC-40®) o Hong Kong (Hang Seng®).

Covered Warrant su azioni

I Covered Warrant su singole azioni costituiscono il grosso degli scambi su questi prodotti finanziari. Ci sono Call e Put sia su azioni italiane che

internazionali con durate e prezzi d'esercizio diversi.

Covered Warrant su panieri di azioni

Sono interessanti anche i Covered Warrant su indici settoriali, ad esempio sui sottoindici del DAX® o del Dow Jones Euro STOXX. Questi Covered Warrant sono paragonabili ai Basket Warrant. Con essi si può puntare sulla evoluzione di un settore. Il sottostante di questi Covered Warrant è un "paniere" di singole azioni. Questo paniere, naturalmente, non è frutto di una composizione arbitraria, esiste un denominatore comune dei singoli titoli: può trattarsi dell'appartenenza ad un settore, della provenienza da un dato paese o di entrambe. Un esempio tipico di quest'ultima possibilità potrebbe essere un paniere automobilistico tedesco che potrebbe contenere le azioni della BMW, Daimler-Chrysler e della Volkswagen, e forse anche della Porsche.

Con i Basket Warrant l'investitore dunque non punta su una singola azione, bensì su una tendenza di settore o sull'evoluzione in un determinato settore di mercato. Se ci si

aspetta una congiuntura favorevole nel settore auto, ma si è incerti su quale azione ne beneficerà maggiormente, con un Basket Warrant si può approfittare di una ripresa dell'intero settore oppure di una recessione, visto che anche per i Basket Warrant esiste la variante Put.

Covered Warrant su valute

Un ulteriore segmento di mercato è dato dai Covered Warrant su valute (i cosiddetti Currency Warrants). Con essi si può puntare su variazioni

dei tassi di cambio dell'Euro nei confronti di valute straniere. In questo contesto, la valuta di gran lunga più importante è il Dollaro USA; esistono anche Covered Warrant su altre valute, come lo Yen Giapponese, la Sterlina Inglese o il Franco Svizzero. Inoltre, vengono trattati Covered Warrant con cui si può puntare su variazioni del tasso di cambio fra valute straniere; ad esempio sulla relazione Dollaro USA/Yen Giapponese. Naturalmente anche nell'ambito dei Covered Warrant su valute c'è una vasta scel-



ta di Put, con i quali si può speculare sulla debolezza di una valuta o proteggersi contro perdite valutarie. Ciò può essere importante se si possiedono azioni straniere o se si ha un credito in denaro in valuta estera.

A proposito: con un Call Euro/Dollaro USA si punta su un aumento del tasso di cambio dell'Euro nei confronti del Dollaro USA. Di contro, con un Put Euro/Dollaro USA si punta su un aumento del tasso di cambio del Dollaro USA nei confronti dell'Euro.

Covered Warrant sui mercati globali

Il più piccolo segmento nell'ambito dei Covered Warrant è dato dai Covered Warrant su materie prime (in inglese, Commodity Warrant). I sottostanti più richiesti, quasi gli unici, sono il petrolio, l'oro e l'argento e, precisamente, nelle quantità di un'oncia di oro, o di argento (inglese: troy ounce) fino al peso di 31,1035 grammi. Chi, ad esempio, punta su una rapida ascesa dei prezzi dell'oro, con queste opzioni potrebbe ottenere profitti maggiori di quanto non farebbe acquistando il contratto futures sottostante, monete d'oro o azioni minerarie.

I Covered Warrant che si riferiscono ad obbligazioni sono chiamati Covered Warrant sui tassi di interesse (Bond Warrant). Con tali opzioni si può puntare su prezzi in discesa o salita di titoli a reddito fisso e quindi su una variazione del tasso d'interesse generale nei mercati di capitali. Bisogna però fare attenzione perché la definizione, tuttavia, è un po' equivoca: con i Call su azioni si punta su corsi azionari in salita, con Call sui tassi di interesse, però, non si punta su un aumento del tasso di interesse, bensì su un rialzo dei corsi obbligazionari e quindi su tassi in discesa. Poiché le obbligazioni, quanto più è lunga la loro durata, tanto più reagiscono in modo sensibile alle variazioni dei tassi, chi compra Bond Warrant non deve tenere conto solamente della durata del Covered Warrant, ma anche di quella del sottostante. Questo problema non si pone con i Covered Warrant su azioni, poiché le azioni hanno in teoria una durata illimitata. I più importanti sottostanti dei Bond Warrant trattati sui mercati internazionali sono gli U.S. Treasury Bonds, cioè Buoni del Tesoro Americano, e i prestiti obbligazionari della Repubblica Federale Tedesca (tedesco: Bundesanleihen).

L'emittente: attività e compiti.

- Importanti condizioni generali per la negoziazione
- Liquidità dei Covered Warrant
- Fonti informative

Importanti condizioni generali per la negoziazione

Le opzioni non sono un'invenzione dell'era di Internet. Già nell'Olanda del XVII secolo, durante il boom dei tulipani, esistevano opzioni per l'acquisto di bulbi. Sul mercato a termine di Chicago già nel XIX secolo gli agricoltori, acquistando Call o Put, potevano garantirsi contro le oscillazioni di prezzo di beni agricoli – e naturalmente potevano anche specularci sopra. L'enorme crescita del mercato delle opzioni, specialmente in Italia, è però un fatto recente. Già negli anni '80 si poteva ancora avere una visione d'insieme molto chiara del listino dei warrant tradizionali. Infatti allora venivano trattati esclusivamente i cosiddetti "warrant classici": opzioni che venivano emesse dalle rispettive aziende nel-

l'ambito di un aumento di capitale, anche tramite l'emissione di prestiti obbligazionari.

Presto vennero emessi i primi Covered Warrant, il tipo di opzioni oggi prevalente, almeno tra gli investitori privati. In questi strumenti finanziari il termine "covered" indica che le opzioni sono coperte (cioè emesse su sottostanti già esistenti) e l'emittente non è l'azienda alla cui azione il Covered Warrant si riferisce. Negli anni successivi la gamma dei Covered Warrant quotati in borsa si è man mano allargata. Venivano emessi Call e Put su sottostanti sempre più numerosi, sul mercato arrivavano anche alcuni Basket Warrant e altri con strutture più esotiche. Il mercato dei Covered Warrant ha acquistato quindi sempre maggiore importanza

e ad oggi le prospettive di evoluzione sono sempre maggiori.

Tra gli emittenti c'è grande concorrenza per offrire il prodotto migliore. Se una serie di Covered Warrant scade o se il prezzo del sottostante si discosta di molto dai prezzi di esercizio dei Covered Warrant già quotati, vengono emessi senza grandi indugi nuovi Covered Warrant. Un nuovo Covered Warrant può essere ammesso alla quotazione di borsa e quindi offerto sul mercato solo dopo che il prospetto che ne descrive le caratteristiche e i rischi ha superato il vaglio della CONSOB e di Borsa Italiana. Una volta che il nuovo Covered Warrant viene corredata di un nuovo numero identificativo del titolo (codice ISIN e Codice di Negoziazione attribuito dall'Ufficio Italiano dei Cambi), l'emittente presenta un Prospetto Informativo o una Nota Integrativa alla CONSOB una richiesta di Ammissione a Quotazione a Borsa Italiana e, una volta ottenute le rispettive autorizzazioni, non vi sono più ostacoli all'ingresso in borsa.

Nel prospetto informativo (o nella nota integrativa, che va letta insieme al programma di emissione) sull'emissione vengono puntualmente descritte le condizioni del Covered Warrant. Ciò vale per caratteristiche come la durata, il moltiplicatore, il tipo di diritto d'opzione (call o put) e lo stile (europeo o americano).

Ulteriori regole spiegano cosa succede nel caso che, durante la durata del Covered Warrant, si arrivi a variazioni (fusione, aumento di capitale) relative al sottostante.

Se un emittente vuole tenere testa efficacemente agli altri concorrenti oltre alle questioni regolamentari deve confrontarsi su alcuni elementi competitivi di non secondaria importanza. Per prima cosa, naturalmente, deve portare sul mercato i prodotti che in quel momento sono ricercati dagli investitori. Sul mercato dei Covered Warrant, in fondo, è la domanda che stabilisce l'offerta. Poi deve reagire più velocemente a nuove condizioni di mercato e, ancora meglio, deve essere il primo che dopo un forte ribasso di un'azione emette nuovi Covered Warrant con prezzi d'esercizio attuali. Come per altri strumenti finanziari, anche per i Covered Warrant esiste un mercato attivo, nel quale, a seconda del prezzo del sottostante, si forma un prezzo per ogni Covered Warrant.

In Borsa l'emittente agisce in qualità di Market Maker, il quale è obbligato a mostare sempre, durante tutta la sessione di negoziazione, i prezzi ai quali è disposto ad acquistare e vendere determinate quantità di Covered Warrant.

Liquidità dei Covered Warrant

In molti casi, per via degli ordini immessi dagli investitori in Borsa, la liquidità per i singoli Covered



Strategie possibili.



Warrant non sarebbe sufficiente. Per un Covered Warrant, dunque, una compensazione tra domanda ed offerta non potrebbe più essere facilmente ottenibile. Per questo motivo, Borsa Italiana obbliga gli emittenti ad esporre in via continua, prezzi in acquisto e vendita dei Covered Warrant sul mercato.

Visti i forti cambiamenti di valore tipici dei Covered Warrant, e quindi l'elevato livello di rischio a cui si è sottoposti, è consigliabile investire in Covered Warrant soltanto un ammontare la cui eventuale perdita sia sopportabile senza problemi per l'equilibrio finanziario generale del proprio portafoglio. Inoltre, proprio per reagire prontamente ai mutamenti del mercato e quindi del valore della propria posizione, l'investitore deve mantenersi sempre informato sugli ultimi sviluppi e tendenze dei mercati. Da diverse ricerche risulta inoltre che ci si dovrebbe cimentare in speculazioni in Borsa solo se si è in grado di seguirle adeguatamente. Se si è estremamente impegnati professionalmente o ci si trova in una

situazione personale che richiede tutta la propria energia, è consigliabile rimandare il proprio investimento nei Covered Warrant a un momento in cui si avrà più tempo per gestirlo.

Fonti informative

Chi ha Covered Warrant nel proprio deposito titoli ha ancora più bisogno di informazioni aggiornate, ad esempio, di un azionista o di un possessore di obbligazioni. Soprattutto i media elettronici offrono a questo proposito un servizio efficace e spesso gratuito. Oltre al televideo, bisogna qui citare principalmente Internet. È consigliabile quindi consultare i siti dei broker online o della Borsa Italiana, e i principali provider di informazioni. Spesso immettendo il codice identificativo del titolo (ad esempio il codice ISIN o codice di Negoziazione) si possono consultare le quotazioni in tempo reale dei Covered Warrant. Naturalmente, per i Covered Warrant di Deutsche Bank la prima fonte informativa è il nostro sito Internet www.x-markets.db.com

- Strategia "90/10"
- Long Call
- Long Put
- Copertura del rischio

I Covered Warrant possono essere impiegati per una serie di strategie d'investimento. In primo piano vi sono naturalmente le aspettative e gli scopi dell'investitore. Infatti si possono utilizzare i Covered Warrant per scopi molto conservativi, ad esempio, per proteggere il proprio portafoglio titoli. Si possono però usare anche per speculazioni aggressive, in caso di aspettative di aumento o diminuzione dei prezzi del sottostante. Con un portafoglio titoli conservativo possono essere utilizzati per aumentarne il rendimento complessivo, investendo una piccola percentuale del proprio capitale in Covered Warrant.

Strategia "90/10"

Chi desidera operare in questa direzione, può applicare la cosiddetta strategia "90/10". Questa definizione vuol dire che l'investitore combina nel suo portafoglio titoli a tasso fisso e Covered Warrant. La percentuale dei titoli a tasso fisso è del 90 per cento, mentre al massimo il 10 per cento viene investito in Covered Warrant. Mentre i primi garantiscono una stabilità dell'investimento, i secondi permettono la ricerca di rendimenti più elevati sfruttando idee selezionate sul comportamento del mercato. L'idea che sta alla base è che gli interessi ricavati dalle obbligazioni devono essere abbastanza alti



da compensare gran parte della possibile perdita totale dell'investimento in Covered Warrant. Un investitore che dispone di 100.000 Euro, può per esempio investire 90.000 Euro in titoli di Stato con due anni di vita residua e un rendimento del 2,5 per cento (2,1875 per cento al netto delle imposte, che però non considereremo in questo esempio per semplicità). In due anni le obbligazioni vengono estinte e l'investitore incassa in totale il 5% di interessi lordi, dunque 4.500 Euro lordi. Così in due anni si avranno a disposizione 94.500 Euro, anche se l'investimento in Covered Warrant dovesse rivelarsi un fiasco totale (la perdita massima rimarrà limitata al 5,5% dell'investimento iniziale). D'altra parte, c'è naturalmente la possibilità che con i Covered Warrant si realizzino guadagni interessanti, aumentando nettamente la performance totale del portafoglio, diversamente da quello che sarebbe accaduto se si fosse investito tutto il capitale in titoli a tasso fisso. L'applicabilità di questa strategia dipende evidentemente dal tasso di interesse generale ed è tanto più interessante quanto più alto è il tasso di interesse che si può conseguire con obbligazioni di prima categoria.

Long Call

La strategia sicuramente più conosciuta sui mercati dei Covered Warrant è l'acquisto di Covered

Warrant Call, detto in gergo tecnico "Long Call". L'investitore punta qui su un aumento del prezzo del sottostante entro la scadenza del Covered Warrant. Questa strategia è vincente solo se viene raggiunto il Break-even-point: il prezzo deve salire ad un livello più alto della somma del prezzo d'esercizio più il prezzo del Covered Warrant aggiustato per il moltiplicatore al momento dell'acquisto (cioè in questo caso diviso per il moltiplicatore). I costi di transazione non vengono considerati.

Long Put

La strategia contraria, cioè l'acquisto di un Covered Warrant Put, si chiama "Long Put". Qui si punta su una forte diminuzione del sottostante. Il Break-even-point viene raggiunto quando il prezzo del sottostante è inferiore al prezzo d'esercizio meno il prezzo del Covered Warrant al momento dell'acquisto aggiustato per il moltiplicatore (cioè in questo caso diviso per il moltiplicatore). Ad esempio: si acquista un Put su un'azione con un prezzo d'esercizio di 100 Euro e un moltiplicatore di 0,1. Per ciascun Covered Warrant si paga 1 Euro. Il Break-even-point è raggiunto a 90 Euro. Qualora l'azione fino alla scadenza dovesse scendere ancora di più, l'investimento porterà dei profitti. Anche qui i costi di transazione non sono considerati.

Copertura del rischio

I Covered Warrant, tuttavia, si possono impiegare per scopi molto difensivi; ad esempio per proteggere il portafoglio titoli contro i rischi di perdite incombenti. Chi per ipotesi ha molte azioni in portafoglio e si aspetta un movimento verso il basso, può pensare di vendere le azioni. Probabilmente, però, la vendita potrebbe essere sconsigliata da considerazioni di natura fiscale o di altro tipo. In questo contesto devono essere inoltre considerati gli alti costi di transazione per la vendita ed eventualmente per il successivo riacquisto. In realtà la vendita non è assolutamente necessaria perché l'investitore, tramite l'acquisto di Covered Warrant Put, può "assicurarsi" efficacemente contro la perdita di valore del suo portafoglio di azioni. Il concetto fondamentale è il seguente: se si verificasse veramente una perdita di valore delle azioni, il valore dei Covered Warrant Put dovrebbe salire. In questo modo le perdite sul sottostante potrebbero quindi esser bilanciate dai profitti conseguiti su una quantità adeguata di questi strumenti. Come ogni altra assicurazione, tuttavia, anche questa strategia di protezione ha un costo: il prezzo d'acquisto dei Covered Warrant Put è infatti quasi da intendersi come premio di assicurazione. È vero che se non ci sarà la perdita di valore il premio

andrà perduto, ma l'investitore potrà dormire sonni tranquilli!

Nella pratica, è però bene distinguere fra Copertura dinamica e statica. Per Copertura statica si intende la protezione al 100 per cento fino alla scadenza del periodo di riferimento, mentre con Copertura dinamica si procede a ritocchi e variazioni durante tutto il periodo di interesse. Per la Copertura statica viene calcolato solo in un determinato momento quanti Covered Warrant Put sono necessari per proteggere il portafoglio. Il numero rimane costante, ecco perché questa Copertura si chiama "statica". Nel caso di Copertura dinamica, di contro, la posizione relativa ai Covered Warrant Put viene adeguata regolarmente a seconda dell'evoluzione dei prezzi delle azioni. La posizione è dunque "dinamica".

I professionisti come i manager di fondi o i gestori patrimoniali preferiscono il più delle volte l'utilizzo di Coperture dinamiche. Per gli scopi degli investitori privati spesso è invece sufficiente la Copertura statica, tanto più che l'adattamento continuo avrebbe come conseguenza alti costi di transazione.

La Copertura più semplice si ha quando in portafoglio sono contenute solo azioni ad alta capitalizzazione sulle quali esistono Covered Warrant Put, oppure quando la

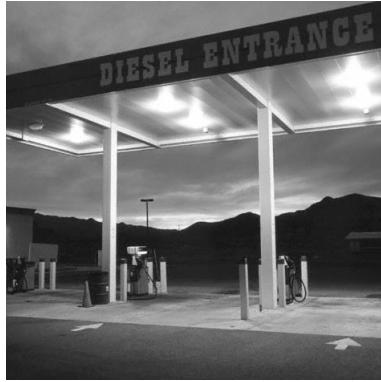


composizione del portafoglio corrisponde con esattezza ad un indice sul quale vengono trattati diversi Covered Warrant Put. In questi casi, si può proteggere ogni singola posizione oppure l'intero portafoglio con i relativi Covered Warrant Put. Quanto più vale il portafoglio, tanto più costerà naturalmente il premio di assicurazione. Inoltre quest'ultimo dipende da quanto grande deve essere la protezione desiderata, se l'investitore vuole l'equivalente di una polizza kasko, o totale, o parziale o con franchigia.

Se un investitore possiede un portafoglio composto dalle principali blue-chip italiane e quindi in larga misura corrisponde all'S&P-MIB e si vuole proteggere, può agire nel seguente modo: poniamo che l'S&P-MIB si trovi a 26.500 punti e che l'investitore teme che scenda a 24.000 punti. Egli potrebbe comprare un adeguato numero di Covered Warrant Put con un prezzo d'esercizio di 26.500 punti per poter godere di una protezione totale. Questa protezione è però piuttosto cara. Covered Warrant Put con un prezzo d'esercizio di 25.000 punti e identica durata costano certo molto meno. Se l'investitore compra questi ultimi, dovrà sostenere da sé

parte delle perdite se effettivamente si verifica il temuto crollo dell'indice. La protezione assicurativa si attiva solo se l'S&P-MIB si trova a meno di 25.000 punti. Naturalmente l'investitore può comprare una metà di Covered Warrant con prezzi d'esercizio di 26.500 punti e una metà con prezzi d'esercizio di 25.000 punti oppure può scegliere una franchigia ancora più alta e combinare a piacere tutte le possibilità a seconda delle sue aspettative. Questa decisione non è semplice e deve essere attentamente ponderata in ogni singolo caso.

Per quanto riguarda la Copertura dinamica, il numero dei diritti d'opzione necessari può essere individuato al meglio con il delta, cioè il fattore che indica la sensibilità di un Covered Warrant al variare del prezzo del sottostante. Nei Covered Warrant Put al valore percentuale del delta viene anteposto un segno meno. Se un Covered Warrant Put ha un valore del delta -50 (-25) per cento, allora per la protezione di un'azione sono necessari due (quattro) Covered Warrant Put, poiché un Put segue le variazioni di prezzo delle azioni solo con un rapporto di 0,5 (0,25).



Hedge statico

Valore del portafoglio:	318.000 Euro	Prezzo d'esercizio:	30.000 punti
S&P-MIB30:	26.500 punti	Durata:	8 mesi
Protezione:	Covered	Moltiplicatore:	0.0001
		Delta:	-0,484
		Prezzo:	0,1852 Euro

1° passo:
Determinare il rapporto di portafoglio (RP)
 Valore del portafoglio / S&P-MIB
 $318.000 / 26.500 = 12$

2° passo:
Covered Warrant Put necessari
 RP x moltiplicatore / delta
 $(RP / moltiplicatore) / \text{delta} =$
 $12 / 0.0001 / 0.484 = 247.934$ Covered Warrant Put

Per cui è necessario impiegare 45.917,36 Euro per la protezione. Ciò corrisponde al 14,44 per cento del valore del portafoglio.
 La protezione tramite Covered Warrant su azioni funziona in modo analogo. Per individuare il numero dei Put necessari, viene diviso il valore delle azioni da proteggere per il prezzo dell'azione aggiustato per il delta del Covered Warrant.

Scenario:
 Ecco l'effetto delle variazioni del SP Mib alla scadenza:

S&P-MIB	Portafoglio titoli	Posizione Put	Portafoglio comp lessivo
-10%	-31.800	+31.800	±0
±0%	±0	-22.224	-22.224
+6,99%	+22.224	-22.224	±0
+20%	+63.600	-22.224	+41.376

Hedge dinamico

Valore del portafoglio:	318.000 Euro	Prezzo d'esercizio:	30.000 punti
S&P-MIB:	26.500 punti	Durata:	8 mesi
Protezione:	Covered Warrant Put	Moltiplicatore:	0.0001

Quale Covered Warrant?

- Propensione al rischio e analisi degli indicatori
- Qualità dei servizi di market making

Propensione al rischio e analisi degli indicatori

In ogni decisione relativa ad un investimento devono essere considerati alcuni elementi fondamentali, come ad esempio la tipologia e la propensione al rischio dell'investitore. È necessario valutare attentamente il proprio livello di avversione al rischio, tenendo sempre ben presente qual è lo scopo dell'investimento. La situazione è certo diversa nel caso l'investimento abbia fini speculatorivi, di copertura o se invece sia voluto per effettuare un adeguamento dei profili di rischio e rendimento tramite un impiego combinato di vari strumenti finanziari.

Qualità dei servizi di market making

Gli investimenti in Covered Warrant differiscono dall'acquisto diretto del sottostante sia da un punto di vista qualitativo che quantitativo. Per prendere una decisione equilibrata in merito ad un investimento non si può prescindere da informazioni affidabili ed aggiornate, così come non si può fare a meno di precise cognizioni del profilo di rischio e rendimento di questi strumenti. È quindi importante conoscere e comprendere tutti quei parametri

che influenzano l'evoluzione dei Covered Warrant.

Il procedimento di scelta può essere suddiviso in tre fasi. Fase informativa, fase decisionale e fase di controllo. Dapprima si deve dunque disporre di informazioni sul mercato, sulle caratteristiche dei prodotti e sui relativi sottostanti. La premessa fondamentale per un investimento in Covered Warrant è avere acquisito un'opinione forte sia sull'evoluzione del prezzo d'acquisto che sul lasso di tempo in cui si verificherà l'attesa evoluzione del prezzo.

Nella seconda fase si dovrebbe stabilire qual è il rischio massimo che l'investitore è disposto a correre, cioè quale somma egli è disposto ad investire e quali caratteristiche di un Covered Warrant soddisfano lo scopo dell'investimento. Nella scelta dovrebbero essere considerate anche la qualità delle informazioni messe a disposizione dall'emittente anche sui prezzi e la qualità del market making.

La terza fase, infine, comincia subito dopo l'acquisto e comprende tutte quelle misure da intraprendere fino all'esercizio o alla vendita della posizione. Sostanzialmente si tratta di misure della performance unite al

monitoraggio delle quotazioni, all'evoluzione del sottostante e delle prospettive del mercato, e al controllo dell'investimento. Le aspettative relative alla direzione e all'entità della variazione del prezzo del sottostante, così come l'orizzonte dell'investimento e la scelta del prezzo d'esercizio in relazione al prezzo attuale, determinano già le caratteristiche fondamentali dell'investimento in Covered Warrant, quali la tipologia – Call o Put –, la durata e il prezzo d'esercizio.

Chi ha un approccio speculativo, sceglie tendenzialmente scadenze brevi e un prezzo d'esercizio at the money o leggermente out of the money. Chi ha invece un approccio più difensivo, tende ad orientarsi su scadenze più lontane nel tempo e Covered Warrant in the money.

In generale possiamo dire che ha poco senso concentrarsi sui singoli indicatori. Quando si investe in Covered Warrant bisogna seguire una pluralità di fattori. Per esempio si può dire che chi si aspetta una forte e rapida variazione del prezzo sceglierà probabilmente Covered Warrant diversi rispetto a chi punta su una lenta ma costante ascesa o discesa dei sottostanti. In ogni

caso, è consigliabile fare attenzione alla vita residua dello strumento e, per prudenza, si dovrebbero evitare quei Covered Warrant che hanno un delta minore di 0,15 nel caso dei Call o -0,15 nel caso dei Put.

Minore è il delta, più grande è l'influenza della volatilità implicita. Qualora poi la scelta dovesse riguardare due Covered Warrant, per il resto identici, si dovrebbe optare per quello con la minore volatilità implicita, perché costituisce l'alternativa più vantaggiosa.

Inoltre l'investitore dovrebbe fare attenzione al differenziale tra prezzo denaro e prezzo lettera esposti sul mercato per lo strumento (il cosiddetto Spread). Infatti in caso di vendita, si deve tener conto che il prezzo del Covered Warrant deve salire almeno di questo spread per consentire all'investitore di liquidare il proprio investimento senza perdite. Attenzione però a non farsi trarre in inganno da spread che sono solo visivamente stretti. Infatti uno spread di un Cent a fronte di un moltiplicatore 0,01 vuol dire uno spread di 1 Euro sul sottostante. Di contro, uno scarto denaro-lettera di 2 Cent con moltiplicatore 0,1 comporta uno spread di appena 20 Cent sul sottostante!

Domande frequenti.

- Qual è la differenza fra Covered Warrant ed opzioni?
- Perché ci sono tanti Covered Warrant diversi su determinati strumenti finanziari come l'S&P-MIB, il Dollaro USA o alcune azioni singole?
- Perché su determinate singole azioni ci sono molti Covered Warrant diversi, mentre su altre non ce n'è neanche uno?
- Il numero elevato di Covered Warrant presenti sul mercato non va a discapito della liquidità di ogni singolo Covered Warrant?

Qual è la differenza fra Covered Warrant ed opzioni?

Contrariamente alle opzioni, i Covered Warrant sono titoli negoziabili come una qualsiasi azione quotata in Borsa e quindi trasferibili liberamente tra gli investitori. Investendo in un Covered Warrant, inoltre, si conosce il rischio massimo di perdita fin dall'inizio e non ci sono obblighi di depositare margini o depositi di garanzia, come avviene nelle opzioni tradizionali e nei futuri. Ogni Covered Warrant ha un codice identificativo del titolo (codice ISIN) e alla sua emissione viene realizzato un prospetto informativo in cui vengono stabilite con precisione le condizioni (durata, moltiplicatore, ecc.) e descritti i rischi inherenti l'investimento. Infine i Covered Warrant vengono di regola emessi dalle banche.

Perché ci sono tanti Covered Warrant diversi su determinati strumenti finanziari come l'S&P-MIB, il Dollaro USA o alcune azioni singole?

Tra i numerosi emittenti di Covered Warrant attivi in Italia c'è una forte concorrenza che ha come effetto l'emissione di una gran quantità di Covered Warrant sui sottostanti preferiti dagli investitori. Forti trend sul

mercato azionario possono far sì che i prezzi dei sottostanti si discostino dai prezzi d'esercizio dei Covered Warrant già quotati. A ciò gli emittenti reagiscono "producendo" nuovi Covered Warrant con prezzi d'esercizio attuali.

Perché su determinate singole azioni ci sono molti Covered Warrant diversi, mentre su altre non ce n'è neanche uno?

La domanda regola l'offerta. Tutti gli emittenti immettono sul mercato soprattutto quei Covered Warrant che pensano possano suscitare un forte interesse negli investitori. Inoltre, di norma, non vengono emessi Covered Warrant su azioni che non hanno un flottante abbastanza grande da permettere l'elaborazione di prezzi efficienti.

Il numero elevato di Covered Warrant presenti sul mercato non va a discapito della liquidità di ogni singolo Covered Warrant?

No, poiché gli emittenti che quotano i Covered Warrant sul mercato si impegnano a fare il massimo per garantire in ogni istante un mercato liquido. Essi espongono quindi continuamente prezzi denaro e prezzi lettera ai quali comprano e vendono i propri Covered Warrant.

- Se non vi sono scambi, esiste il rischio di non poter liquidare i propri Covered Warrant che si detengono in portafoglio?

- L'emittente di Covered Warrant subisce una perdita quando l'investitore realizza un guadagno?

- A volte le aziende attuano aumenti di capitale, operano delle fusioni o cambiano il valore nominale delle loro azioni. Cosa accade con i Covered Warrant su tali azioni?

Se non vi sono scambi, esiste il rischio di non poter liquidare i propri Covered Warrant che si detengono in portafoglio?

Diversamente da quanto accade per le azioni con bassi volumi di scambio, per i Covered Warrant non si deve temere che gli ordini non possano essere eseguiti per mancanza di liquidità.

L'emittente di Covered Warrant subisce una perdita quando l'investitore realizza un guadagno?

No, poiché gli emittenti hanno come missione quella di mantenere coperta la propria posizione: non speculano quindi contro gli investitori. Questo è anche il motivo per cui difficilmente esistono Covered Warrant su azioni non liquide, per le

quali una simile tutela non è possibile in misura sufficiente.

A volte le aziende attuano aumenti di capitale, operano delle fusioni o cambiano il valore nominale delle loro azioni. Cosa accade con i Covered Warrant su tali azioni?

In questi casi le condizioni dei Covered Warrant vengono adattate di conseguenza. Nel prospetto informativo di ciascun Covered Warrant vengono descritti quali adattamenti verranno eseguiti e in quali circostanze. Grazie alle sudette misure si garantisce che l'investitore non subisca pregiudizi. La posizione economica dell'investitore rimarrà quindi invariata rispetto a quella che aveva prima dell'operazione sul capitale.

Trattamento fiscale per le persone fisiche.

Le informazioni fornite qui di seguito riassumono, ai sensi della legislazione tributaria italiana e della prassi di mercato, il regime fiscale proprio dell'acquisto, della detenzione, della cessione e dell'esercizio dei Covered Warrant da parte di investitori che siano persone fisiche residenti in Italia e che agiscano al di fuori dell'esercizio di imprese commerciali.

Quanto segue non intende essere un'analisi esauriente di tutte le conseguenze fiscali dell'acquisto, della detenzione, della cessione e dell'esercizio dei Covered Warrants ed è basato sulla legislazione fiscale vigente, fermo restando che la stessa rimane soggetta a possibili cambiamenti che potrebbero avere effetti retroattivi e altro non rappresenta che un'introduzione alla materia.

Gli investitori sono tenuti a consultare i loro consulenti in merito al regime fiscale proprio dell'acquisto, della detenzione, della cessione e dell'esercizio dei Covered Warrants.

Ai sensi dell'articolo 81 del Testo Unico delle Imposte sui Redditi approvato con Decreto del Presidente della Repubblica del 22 dicembre 1986 n. 917, come modificato dal Decreto Legislativo 21 Novembre 1997 n. 461 e successive modificazioni, i proventi e plusvalenze, non conseguiti nell'esercizio di imprese commerciali, percepiti da persone fisiche residenti in

Italia e soggetti a queste equiparate come definite nel richiamato Decreto 461/1997 e successive modificazioni, derivanti sia dall'esercizio che dalla cessione a titolo oneroso dei Covered Warrants, sono soggetti ad imposta sostitutiva del 12,5%. Gli oneri e le minusvalenze derivanti dall'esercizio o dalla cessione dei Covered Warrants sono deducibili secondo le modalità appresso indicate; i premi pagati sui Covered Warrants concorrono a formare il reddito nell'esercizio in cui i Covered Warrants sono esercitati o ceduti. Il contribuente può optare fra tre differenti regimi di tassazione tra loro alternativi: il regime della dichiarazione, che costituisce il "regime base" applicabile a meno di opzione esercitata dal contribuente; il regime del risparmio amministrato e quello del risparmio gestito:

a) Regime della dichiarazione: l'applicazione di tale regime comporta a carico del contribuente la distinta indicazione dei proventi o delle plusvalenze realizzate, al netto di eventuali oneri e minusvalenze, nella dichiarazione dei redditi. La plusvalenza netta tassabile viene determinata in dichiarazione ed assoggettata ad imposta del 12,5%. L'imposta sostitutiva dovuta deve essere versata entro i termini previsti per il versamento delle imposte sui redditi. Il regime della dichiarazione è obbligatorio nell'ipotesi in cui il soggetto non opti per uno dei regimi di cui

alle successive lettere (b) e (c). Per converso, l'obbligo di dichiarazione non sussiste per le plusvalenze ed altri proventi per i quali il contribuente abbia esercitato l'opzione di cui alle lettere b) e c) sotto indicate. Il contribuente è ammesso a riportare a nuovo le eccedenze negative ed a compensarle con i redditi ed altri proventi realizzati aventi medesima natura nel periodo d'imposta in cui la perdita è realizzata e nei quattro periodi d'imposta successivi.

b) Regime del risparmio amministrato: nel caso in cui il soggetto opti per tale regime, che presuppone il deposito delle attività finanziarie presso un intermediario residente in Italia, l'imposta è determinata e versata all'atto della cessione dall'intermediario residente in Italia, presso il quale i Covered Warrants sono depositati in custodia ed amministrazione, sui proventi o sulle plusvalenze effettivamente realizzate al netto di eventuali minusvalenze realizzate in precedenza. In caso di realizzo di differenziali negativi gli intermediari computano in diminuzione fino a loro concorrenza l'importo dei predetti

differenziali dai differenziali positivi realizzati nelle successive operazioni poste in essere nell'ambito del medesimo rapporto, nello stesso periodo d'imposta e nei successivi ma non oltre il quarto.

c) Regime del risparmio gestito: presupposto per effettuare l'opzione di tale regime è il conferimento di un incarico di gestione patrimoniale ad un intermediario residente debitamente autorizzato. In tale regime l'imposta è applicata nella misura del 12,5% dall'intermediario al termine del periodo d'imposta sull'incremento di valore del patrimonio gestito maturato, anche se i relativi redditi non sono stati ancora percepiti, al netto dei redditi soggetti a ritenuta, dei redditi esenti e dei redditi per i quali la tassazione avviene in sede di dichiarazione dei redditi.

Va peraltro rilevato che secondo una diversa interpretazione della normativa attualmente in vigore i Covered Warrants potrebbero essere considerati come titoli atipici e quindi assoggettati a tassazione con l'aliquota del 27%.

Testi specialistici.

Hull, J.: Fondamenti dei Mercati
Futures e Opzioni - Il Sole 24 Ore;

Hull, J.: Opzioni, Futures e altri deri-
vati - Il Sole 24 Ore;

Hull, J.: Opzioni, Futures e altri deri-
vati – Manuale delle soluzioni
Il Sole 24 Ore;

Natenberg, S.: Option Volatility &
Pricing: Advanced Trading
Strategies
Probus And Techniques. NYC 1994;

Fabio Oreste
Guadagnare in Borsa con le Opzioni
Il Sole 24 Ore

Avvertenze legali

I Covered Warrant sono titoli molto volatili e speculativi che espongono l'investitore al rischio di perdita dell'intero capitale investito. Sono caratterizzati da una rischiosità molto elevata la cui percezione può essere ostacolata dalla loro complessità. È quindi necessario che l'investitore concluda un'operazione avente ad oggetto tali strumenti solo dopo averne compreso la natura e il grado di esposizione al rischio che essa comporta. L'investitore deve considerare che la complessità di tali strumenti può favorire l'esecuzione di operazioni non adeguate.

Prima dell'investimento si raccomanda la lettura del prospetto di ammissione alla quotazione disponibile presso la Borsa Italiana S.p.A., sul sito www.db-xm.com o richiedibile al Servizio Informazioni X-markets Deutsche Bank. Questa brochure si basa su informazioni di pubblico dominio che consideriamo affidabili, ma di cui non siamo in grado di garantire l'esattezza e che non implicano responsabilità alcuna da parte di Deutsche Bank AG o di una sua controllata.

Questa brochure ha finalità esclusivamente informativa e non è da intendersi in alcun modo come un'offerta di vendita o come una sollecitazione all'investimento.