

LE NEWS DEL MESE

IN QUESTO NUMERO

Le news del mese	1
Prima pagina	2
Il calendario	4
L'inserto MIP	5
Indicatori Opzioni	7
Indice e Volatilità	8
Statistiche del mese	8
Contatti	8
Analisi Tecnica	9

Delisting sul mercato IDEM

Con riferimento agli Avvisi n. 14518 del 6 ottobre 2006 e n. 14804 del 13 ottobre 2006, Borsa Italiana ha comunicato che a partire dal 16 ottobre 2006 i contratti di opzione e *future* sulle azioni ordinarie RAS Holding sono stati delistati dal mercato IDEM.

Lancio *long stock options* e nuova microstruttura di mercato

Dal 23 ottobre è possibile investire in opzioni su azioni con scadenza fino a tre anni sui seguenti sottostanti: Assicurazioni Generali, Enel, Eni, Fiat, STMicroelectronics, Telecom Italia, Unicredito Italiano. Sono state inoltre rinnovate la microstruttura del mercato e gli obblighi per gli operatori market maker, al fine di incrementare ulteriormente la liquidità del mercato.

Intervento di rettifica dei contratti opzioni e *futures* su azioni Fastweb

L'operazione di rettifica sui contratti di opzione e *future* su azioni Fastweb ha inciso sia sul prezzo di esercizio/prezzo di chiusura giornaliero che sul numero di titoli sottostanti (lotto) ed è stata applicata a tutte le serie in negoziazione al termine della seduta del 20 ottobre 2006. Tramite gli Avvisi n. 13760 e n. 13761 del 22 settembre 2006, è stato comunicato che il coefficiente "K" per la rettifica delle opzioni e *future* su azioni Fastweb è pari a 0,988480 e che, di conseguenza, il lotto rettificato è pari a 101 azioni. Le nuove serie di opzioni e i nuovi contratti *future* su Fastweb che entreranno in negoziazione dal 23 ottobre 2006 manterranno il lotto pari a 100 azioni.

Esclusione dalle negoziazioni sul mercato IDEM

Con riferimento all'Avviso n. 15727 del 31 ottobre 2006, Borsa Italiana ha comunicato che a decorrere dal 6 novembre 2006 è efficace l'esclusione dalle negoziazioni dei contratti di opzione e *future* su azioni Banca Fideuram.

Pertanto, a partire da quella data:

- i market maker iscritti sui contratti di opzione e *future* sono esonerati dagli obblighi di quotazione;
- non sono più negoziabili serie con open interest nullo;
- non sono generate nuove serie e scadenze;
- le serie con open interest positivo rimangono in negoziazione fino alla scadenza naturale ovvero finché l'open interest è nullo.

Lancio nuove opzioni e *futures* su azioni

Dal 20 novembre 2006 sono attivi sul mercato IDEM 7 nuovi contratti di *futures* e di opzione su azioni che hanno come sottostanti i titoli Banca Popolare di Milano, Fondiaria-Sai, Italcementi, Lottomatica, Parmalat, Saipem Tenaris.



PRIMA PAGINA

INCREMENTA ANCORA LA LIQUIDITÀ DEL MERCATO IDEM!

NUOVA MICROSTRUTTURA PER LE OPZIONI

Il 23 ottobre Borsa Italiana ha modificato gli obblighi di quotazione per i *market makers* per i contratti di opzione su indice S&P/MIB e di opzione su azioni.

E' stata inoltre introdotta una nuova figura di *market making* chiamata *Liquidity Provider*, con l'obiettivo di incrementare ulteriormente la liquidità sulle scadenze più brevi.

Sul mercato IDEM i *market maker* garantiscono la presenza di proposte di negoziazione su tutti i contratti listati, attraverso l'esposizione sull'*orderbook* di ordini in acquisto e in vendita in via continuativa o in risposta a richieste di quotazione, in questo modo **contribuendo notevolmente all'incremento della liquidità del mercato.**

I *market maker* hanno obblighi di quotazione relativi a serie e scadenze (sulle quali hanno obblighi di quotazione), quantità minima (contratti oggetto della quotazione), *spread* massimo consentito (determinato come differenza massima ammissibile tra il prezzo della proposta in acquisto e il prezzo della proposta in vendita) e tempo (per il ripristino delle quotazioni dopo la conclusione di un contratto).

Il 23 ottobre Borsa Italiana ha modificato gli obblighi di quotazione per i *market makers* per i contratti di opzione su indice S&P/MIB e di opzione su azioni. La revisione degli obblighi, che fa seguito alle modifiche del luglio 2005, consiste in **un ulteriore incremento degli obblighi per i *market makers*** in termini di quantità e di numero di scadenze quotate.

Inoltre, è stata introdotta una nuova figura di *market making* chiamata *Liquidity Provider*, con l'obiettivo di fornire ulteriore liquidità sulle serie e sulle scadenze più brevi.

SCADENZE DA QUOTARE

Per quanto riguarda gli obblighi di quotazione in termini di scadenze, gli operatori *Primary Market Makers* quotano su base continuativa le scadenze fino a 12 mesi sulle opzioni su indice S&P/MIB e le scadenze fino a 6 mesi sulle opzioni su azioni, mentre i *Market Makers* che rispondono a richieste di quotazione quotano tutte le scadenze listate fino a 3 anni sia sulle opzioni su indice S&P/MIB che sulle opzioni su azioni.

Inoltre, la nuova figura di *Liquidity Provider* quota su base continuativa le prime 3 scadenze listate, fornendo pertanto ulteriore liquidità sulle scadenze tipicamente più negoziate.

Grazie all'intensa attività di quotazione dei *market maker* e ai nuovi obblighi gli investitori finali hanno maggiore visibilità di prezzo anche sulle scadenze più lunghe: **l'introduzione di obblighi fino a 3 anni per le opzioni su azioni permette infatti di prendere posizioni a lungo termine con la possibilità di chiuderle in qualsiasi momento fruendo della funzionalità di *quote request*.**

PIU' LIQUIDITA' CON LA REVISIONE DEL "FOCUS GROUP"

Il "Focus Group" - composto dai titoli più scambiati sul mercato IDEM - è stato ampliato a 15 contratti di opzione su azioni

La presenza di 22 market maker garantisce la liquidità e la copertura integrale di tutti i contratti listati sul mercato IDEM.

al fine di incrementare ulteriormente la liquidità disponibile sui *book* di negoziazione agli investitori finali.

I *Primary Market Maker* devono scegliere almeno 20 contratti di opzione su cui performare attività di *market making*, 10 dei quali devono essere appartenenti al Focus Group.

Per i titoli compresi all'interno del nuovo Focus Group, i *Primary Market Makers* e i *Liquidity Providers* devono quotare 100 o 50 contratti, mentre i *Market Makers* devono quotare 50 o 25 contratti, in entrambi i casi in funzione del controvalore del lotto minimo e della liquidità del sottostante.

Per i contratti al di fuori del Focus Group e per le scadenze oltre l'anno il quantitativo da quotare è invece pari a 25 contratti per i *Primary Market Makers* e i *Liquidity Providers*, mentre i *Market Makers* devono rispondere alle richieste di quotazione esponendo su *orderbook* almeno 15 contratti, così come per le scadenze lunghe (da 1 a 3 anni).

OBBLIGHI DI PERMANENZA SU ORDERBOOK

Gli operatori *Primary Market Makers* e *Liquidity Providers* sulle opzioni su indice e sulle opzioni su azioni devono esporre prezzi denaro e lettera su base continuativa e, se applicati, ripristinare le quotazioni entro due minuti.

Gli operatori *Market Makers*, invece, hanno obblighi di rispondere alle richieste di quotazione entro due minuti dalla richiesta e mantenere la quotazione per almeno 15 secondi (opzioni su azioni) oppure 30 secondi (opzioni su indice S&P/MIB).

22 MAKER MAKER SULL'IDEM

L'incremento dell'attività dei market maker e l'ingresso di nuovi operatori domestici e internazionali ha permesso di incrementare la competizione e di garantire agli investitori finali *spread* più stretti e maggiore liquidità disponibile *onscreen*.

CONTRATTO DI OPZIONE	PRIMARY MARKET	
	MAKERS LIQUIDITY PROVIDERS	MARKET MAKERS
Alleanza Assicurazioni	50	25
Autostrade	50	25
Banca Intesa	50	25
Banca Monte dei Paschi di Siena	50	25
Enel	100	50
Eni	50	25
Fiat	50	25
Generali Assicurazioni	100	50
Pirelli & C.	100	50
Sanpaolo IMI	50	25
Snam Rete Gas	50	25
STMicroelectronics	100	50
Telecom Italia Ordinarie	100	50
Telecom Italia Risparmio	50	25
Unicredito Italiano	50	25



Grazie alla presenza di 22 *market maker*, oggi è garantita la liquidità e garantita su tutti i contratti listati sul mercato IDEM.

LIQUIDITA' SU BASE CONTINUATIVA ANCHE SUI NUOVI CONTRATTI LISTATI

Nel 2006 i prodotti derivati che hanno registrato il maggior tasso di crescita sono i *futures* e le opzioni su singole azioni: nei primi dieci mesi dell'anno le opzioni su azioni negoziate sull'IDEM hanno infatti registrato una crescita del numero di contratti standard scambiati pari al 27% rispetto allo stesso periodo del 2005 mentre i *futures* su azioni sono stati il prodotto del mercato dei derivati a maggior tasso di crescita con un incremento dei volumi pari al 38%.

Facendo seguito a questo *trend*, Borsa Italiana ha lanciato il 20 novembre 2006 sette nuovi contratti di opzione e *future* su azioni, portando il numero di strumenti negoziati sul mercato ad un totale di 43 contratti di opzione e 39 contratti di *futures* su azioni.

I nuovi contratti derivati, che incrementeranno del 20% il numero dei prodotti quotati sul mercato IDEM, hanno come sottostanti i titoli Banca Popolare di Milano, Fondiaria-Sai, Italcementi, Lottomatica, Parmalat, Saipem e Tenaris.

La liquidità su questi contratti è supportata dalla presenza di 7 operatori *market makers* che garantiscono prezzi denaro e lettera su base continuativa e rispondendo a richieste di quotazione.

I *market makers* attivi sui contratti *future* su azioni sono Banca Aletti, Banca Caboto e Banca Nazionale del Lavoro, mentre sulle opzioni su azioni sono presenti Abaxbank, Banca Caboto, Banca Nazionale del Lavoro, Banca IMI, Wolverine Trading UK e Interactive Brokers UK come specialista.

LISTA MARKET MAKER

Abaxbank S.p.A.
Banca Akros S.p.A.
Banca Aletti & C.
Banca Caboto S.p.A.
Banca IMI S.p.A.
Banca Nazionale del Lavoro S.p.A.
BNP Paribas Arbitrage SNC
Campisi & C. SIM S.p.A.
Deutsche Bank AG
Euromobiliare SIM S.p.A.
Exane
Interactive Brokers UK Ltd
Meliorbanca S.p.A.
Nuovi Investimenti SIM S.p.A.
Oddo Options SNC
Optiver VOF
Sella Holding Banca S.p.A.
Simetica SIMI S.p.A.
Société Générale S.A.
UBS Limited
UniCredit Banca Mobiliare
Wolverine Trading UK Limited

A cura di
Borsa Italiana

IL CALENDARIO

A novembre saranno 22 i giorni di borsa aperta.
A dicembre saranno 19 i giorni di borsa aperta.

I maggiori eventi sul mercato nel mese di Novembre e Dicembre sono:

- 17 novembre: scadenza futures e opzioni su azioni;
- 15 dicembre: scadenza futures e opzioni su azioni; scadenza future e opzioni su indice;
- 18 dicembre: revisione indice S&P/MIB.
- 25 e 26 dicembre: Borsa chiusa.

BORSA ITALIANA												CALENDARIO DI NEGOZIAZIONE												2006			
GENNAIO	FEBBRAIO	MARZO	APRILE	MAGGIO	GIUGNO	LUGLIO	AGOSTO	SETTEMBRE	OTTOBRE	NOVEMBRE	DICEMBRE	GENNAIO	FEBBRAIO	MARZO	APRILE	MAGGIO	GIUGNO	LUGLIO	AGOSTO	SETTEMBRE	OTTOBRE	NOVEMBRE	DICEMBRE				
1 Dom	1 Mer	1 Mer	1 Sab	1 Lun	1 Gio	1 Sab	1 Mar	1 Ven	1 Dom	1 Mar	1 Ven	1 Dom	1 Mer	1 Mer	1 Sab	1 Lun	1 Gio	1 Sab	1 Mar	1 Ven	1 Dom	1 Mar	1 Ven	1 Ven	1 Ven		
2 Lun	2 Gio	2 Gio	2 Dom	2 Mar	2 Ven	2 Dom	2 Mer	2 Sab	2 Lun	2 Gio	2 Gio	2 Dom	2 Mer	2 Sab	2 Lun	2 Gio	2 Sab	2 Mar	2 Ven	2 Dom	2 Lun	2 Gio	2 Gio	2 Gio	2 Gio		
3 Mar	3 Ven	3 Ven	3 Lun	3 Mar	3 Gio	3 Lun	3 Gio	3 Dom	3 Mar	3 Ven	3 Ven	3 Lun	3 Gio	3 Sab	3 Lun	3 Gio	3 Sab	3 Mar	3 Ven	3 Dom	3 Lun	3 Gio	3 Gio	3 Gio	3 Gio		
4 Mer	4 Sab	4 Sab	4 Mar	4 Gio	4 Dom	4 Mar	4 Ven	4 Lun	4 Mer	4 Lun	4 Lun	4 Ven	4 Gio	4 Sab	4 Mar	4 Gio	4 Sab	4 Mar	4 Ven	4 Dom	4 Lun	4 Gio	4 Gio	4 Gio	4 Gio		
5 Gio	5 Dom	5 Dom	5 Mer	5 Ven	5 Lun	5 Mer	5 Sab	5 Mar	5 Lun	5 Mer	5 Mer	5 Gio	5 Dom	5 Gio	5 Mar	5 Gio	5 Sab	5 Mar	5 Ven	5 Dom	5 Lun	5 Gio	5 Gio	5 Gio	5 Gio		
6 Ven	6 Lun	6 Lun	6 Gio	6 Sab	6 Mar	6 Gio	6 Dom	6 Mer	6 Gio	6 Mer	6 Mer	6 Lun	6 Gio	6 Dom	6 Mar	6 Gio	6 Dom	6 Mer	6 Gio	6 Dom	6 Lun	6 Gio	6 Gio	6 Gio	6 Gio		
7 Sab	7 Mar	7 Mar	7 Ven	7 Dom	7 Mer	7 Ven	7 Lun	7 Gio	7 Sab	7 Mar	7 Mar	7 Sab	7 Mar	7 Gio	7 Sab	7 Mar	7 Gio	7 Sab	7 Mar	7 Dom	7 Lun	7 Gio	7 Gio	7 Gio	7 Gio		
8 Dom	8 Mer	8 Mer	8 Sab	8 Lun	8 Gio	8 Gio	8 Sab	8 Mar	8 Ven	8 Dom	8 Dom	8 Dom	8 Mer	8 Gio	8 Sab	8 Lun	8 Gio	8 Sab	8 Mar	8 Ven	8 Dom	8 Gio	8 Gio	8 Gio	8 Gio		
9 Lun	9 Gio	9 Gio	9 Dom	9 Mar	9 Ven	9 Lun	9 Dom	9 Mer	9 Lun	9 Mer	9 Mer	9 Lun	9 Gio	9 Sab	9 Lun	9 Gio	9 Sab	9 Mar	9 Ven	9 Dom	9 Lun	9 Gio	9 Gio	9 Gio	9 Gio		
10 Mar	10 Ven	10 Ven	10 Lun	10 Mar	10 Gio	10 Mar	10 Dom	10 Sab	10 Lun	10 Mer	10 Mer	10 Lun	10 Gio	10 Gio	10 Mar	10 Gio	10 Sab	10 Mar	10 Ven	10 Dom	10 Lun	10 Gio	10 Gio	10 Gio	10 Gio		
11 Mer	11 Sab	11 Sab	11 Mar	11 Gio	11 Dom	11 Mar	11 Ven	11 Lun	11 Mer	11 Lun	11 Lun	11 Mer	11 Gio	11 Gio	11 Mar	11 Gio	11 Sab	11 Mar	11 Ven	11 Dom	11 Lun	11 Gio	11 Gio	11 Gio	11 Gio		
12 Gio	12 Dom	12 Dom	12 Mer	12 Ven	12 Lun	12 Mer	12 Sab	12 Mar	12 Lun	12 Mer	12 Mer	12 Gio	12 Dom	12 Gio	12 Mar	12 Gio	12 Sab	12 Mar	12 Ven	12 Dom	12 Lun	12 Gio	12 Gio	12 Gio	12 Gio		
13 Ven	13 Lun	13 Lun	13 Gio	13 Sab	13 Mar	13 Gio	13 Dom	13 Mer	13 Lun	13 Mer	13 Mer	13 Gio	13 Dom	13 Gio	13 Mar	13 Gio	13 Dom	13 Mer	13 Gio	13 Dom	13 Lun	13 Gio	13 Gio	13 Gio	13 Gio		
14 Sab	14 Mar	14 Mar	14 Ven	14 Dom	14 Mar	14 Ven	14 Lun	14 Gio	14 Sab	14 Mar	14 Mar	14 Lun	14 Gio	14 Gio	14 Mar	14 Gio	14 Sab	14 Mar	14 Ven	14 Dom	14 Lun	14 Gio	14 Gio	14 Gio	14 Gio		
15 Dom	15 Mer	15 Mer	15 Sab	15 Lun	15 Gio	15 Gio	15 Sab	15 Mar	15 Ven	15 Dom	15 Dom	15 Lun	15 Gio	15 Gio	15 Mar	15 Gio	15 Sab	15 Mar	15 Ven	15 Dom	15 Lun	15 Gio	15 Gio	15 Gio	15 Gio		
16 Lun	16 Gio	16 Gio	16 Dom	16 Mar	16 Ven	16 Lun	16 Dom	16 Mer	16 Lun	16 Mer	16 Mer	16 Lun	16 Gio	16 Gio	16 Mar	16 Gio	16 Sab	16 Mar	16 Ven	16 Dom	16 Lun	16 Gio	16 Gio	16 Gio	16 Gio		
17 Mar	17 Ven	17 Ven	17 Lun	17 Mar	17 Gio	17 Mar	17 Dom	17 Sab	17 Lun	17 Mer	17 Mer	17 Gio	17 Dom	17 Gio	17 Mar	17 Gio	17 Sab	17 Mar	17 Ven	17 Dom	17 Lun	17 Gio	17 Gio	17 Gio	17 Gio		
18 Mer	18 Sab	18 Sab	18 Mar	18 Gio	18 Dom	18 Mar	18 Ven	18 Lun	18 Mer	18 Lun	18 Lun	18 Gio	18 Dom	18 Gio	18 Mar	18 Gio	18 Sab	18 Mar	18 Ven	18 Dom	18 Lun	18 Gio	18 Gio	18 Gio	18 Gio		
19 Gio	19 Dom	19 Dom	19 Mer	19 Ven	19 Lun	19 Mer	19 Sab	19 Mar	19 Lun	19 Mer	19 Mer	19 Gio	19 Dom	19 Gio	19 Mar	19 Gio	19 Sab	19 Mar	19 Ven	19 Dom	19 Lun	19 Gio	19 Gio	19 Gio	19 Gio		
20 Ven	20 Lun	20 Lun	20 Gio	20 Sab	20 Mar	20 Gio	20 Dom	20 Mer	20 Lun	20 Mer	20 Mer	20 Gio	20 Dom	20 Gio	20 Mar	20 Gio	20 Sab	20 Mar	20 Ven	20 Dom	20 Lun	20 Gio	20 Gio	20 Gio	20 Gio		
21 Sab	21 Mar	21 Mar	21 Ven	21 Dom	21 Mar	21 Ven	21 Lun	21 Gio	21 Sab	21 Mar	21 Mar	21 Lun	21 Gio	21 Gio	21 Mar	21 Gio	21 Sab	21 Mar	21 Ven	21 Dom	21 Lun	21 Gio	21 Gio	21 Gio	21 Gio		
22 Dom	22 Mer	22 Mer	22 Sab	22 Lun	22 Gio	22 Gio	22 Sab	22 Mar	22 Ven	22 Dom	22 Dom	22 Lun	22 Gio	22 Gio	22 Mar	22 Gio	22 Sab	22 Mar	22 Ven	22 Dom	22 Lun	22 Gio	22 Gio	22 Gio	22 Gio		
23 Lun	23 Gio	23 Gio	23 Dom	23 Mar	23 Ven	23 Lun	23 Dom	23 Mer	23 Lun	23 Mer	23 Mer	23 Gio	23 Dom	23 Gio	23 Mar	23 Gio	23 Sab	23 Mar	23 Ven	23 Dom	23 Lun	23 Gio	23 Gio	23 Gio	23 Gio		
24 Mar	24 Ven	24 Ven	24 Lun	24 Mar	24 Gio	24 Mar	24 Dom	24 Sab	24 Lun	24 Mer	24 Mer	24 Gio	24 Dom	24 Gio	24 Mar	24 Gio	24 Sab	24 Mar	24 Ven	24 Dom	24 Lun	24 Gio	24 Gio	24 Gio	24 Gio		
25 Mer	25 Sab	25 Sab	25 Mar	25 Gio	25 Dom	25 Mar	25 Ven	25 Lun	25 Mer	25 Lun	25 Lun	25 Gio	25 Dom	25 Gio	25 Mar	25 Gio	25 Sab	25 Mar	25 Ven	25 Dom	25 Lun	25 Gio	25 Gio	25 Gio	25 Gio		
26 Gio	26 Dom	26 Dom	26 Mer	26 Ven	26 Lun	26 Mer	26 Sab	26 Mar	26 Lun	26 Mer	26 Mer	26 Gio	26 Dom	26 Gio	26 Mar	26 Gio	26 Sab	26 Mar	26 Ven	26 Dom	26 Lun	26 Gio	26 Gio	26 Gio	26 Gio		
27 Ven	27 Lun	27 Lun	27 Gio	27 Sab	27 Mar	27 Gio	27 Dom	27 Mer	27 Lun	27 Mer	27 Mer	27 Gio	27 Dom	27 Gio	27 Mar	27 Gio	27 Sab	27 Mar	27 Ven	27 Dom	27 Lun	27 Gio	27 Gio	27 Gio	27 Gio		
28 Sab	28 Mar	28 Mar	28 Ven	28 Dom	28 Mar	28 Ven	28 Lun	28 Gio	28 Sab	28 Mar	28 Mar	28 Lun	28 Gio	28 Gio	28 Mar	28 Gio	28 Sab	28 Mar	28 Ven	28 Dom	28 Lun	28 Gio	28 Gio	28 Gio	28 Gio		
29 Dom	29 Mer	29 Mer	29 Sab	29 Lun	29 Gio	29 Gio	29 Sab	29 Mar	29 Ven	29 Dom	29 Dom	29 Lun	29 Gio	29 Gio	29 Mar	29 Gio	29 Sab	29 Mar	29 Ven	29 Dom	29 Lun	29 Gio	29 Gio	29 Gio	29 Gio		
30 Lun	30 Gio	30 Gio	30 Dom	30 Mar	30 Ven	30 Lun	30 Dom	30 Mer	30 Lun	30 Mer	30 Mer	30 Gio	30 Dom	30 Gio	30 Mar	30 Gio	30 Sab	30 Mar	30 Ven	30 Dom	30 Lun	30 Gio	30 Gio	30 Gio	30 Gio		
31 Mar	31 Ven	31 Ven	31 Lun	31 Mar	31 Gio	31 Mar	31 Dom	31 Mer	31 Lun	31 Mer	31 Mer	31 Gio	31 Dom	31 Gio	31 Mar	31 Gio	31 Sab	31 Mar	31 Ven	31 Dom	31 Lun	31 Gio	31 Gio	31 Gio	31 Gio		

• DATA STACCO
 • SCADENZA INDICE FUTURES IDEM
 ▲ SCADENZA OPZIONI IDEM e IDEM STOCK FUTURES
 ■ REVISIONE/RIBILANCIAMENTO INDICI S&P/MIB - MIDEX - ALL STARS - STAR - TECHSTAR

BORSA CHIUSA DIURNO + AFTER HOURS (TAH e TAHX)
 MERCATO AFTER HOURS CHIUSO (TAH e TAHX)

www.borsaitaliana.it



CAPIRE I DERIVATI Un approccio Corporate

Una Guida per analizzare i derivati dal punto di vista delle aziende

Inserito a cura del MIP

TRATTAMENTO CONTABILE STOCK OPTION

Il tema approfondito in questo numero riguarda il trattamento contabile previsto dai principi IAS per le stock option.

Con il termine stock option si definisce genericamente una forma di incentivo a medio/lungo termine concesso ai dipendenti di una società, al fine di renderli più partecipi all'andamento dell'azienda per cui lavorano.

Le stock option sono opzioni di tipo *call* che hanno per sottostante azioni della società o della capogruppo presso cui il beneficiario presta servizio. Solitamente sono assegnate in forma gratuita ed il prezzo di esercizio (*strike price*) è stabilito dalla società che concede le opzioni. Il diritto di opzione può riguardare azioni già esistenti o azioni di nuova emissione.

Prima che le stock option diventino esercitabili il beneficiario, a partire dalla data di assegnazione (*grant date*), deve attendere il trascorrere di un determinato periodo di tempo (*service period*). Al termine di questo periodo (*vesting date*) le opzioni possono essere esercitate secondo le modalità previste nel piano di stock option entro e non oltre una data di scadenza prefissata (*expiry date*). Alcuni piani di stock option prevedono un limite massimo alla quantità di opzioni che si possono esercitare in una sola volta: se il beneficiario possiede un numero di stock option più elevato l'esercizio dovrà avvenire in più tranche.

Le stock option non sono alienabili e, nel caso in cui il rapporto di lavoro tra la società ed il dipendente dovesse interrompersi, eventuali opzioni assegnate ma non ancora esercitate diverranno prive di valore.

Il beneficiario realizzerà un profitto qualora, durante il periodo di esercitabilità, il valore delle azioni dell'impresa presso cui presta servizio risulti maggiore dello *strike price* a cui gli sono state assegnate le opzioni.

Per un'impresa l'offerta di azioni ad un prezzo inferiore a quello di mercato ha un duplice effetto: costituisce un costo per gli azionisti; comporta una diluizione del capitale di controllo per effetto dell'ingresso di nuovi soci.

Sino a prima dell'introduzione dei principi contabili internazionali (IAS) non esistevano norme specifiche che definivano il trattamento contabile per questa tipologia di strumenti: essi venivano trattati al pari di tutti gli altri derivati e di conseguenza considerati come operazioni fuori bilancio.



L'assenza delle informazioni relative ai piani di stock option aveva un effetto distorsivo sui numeri dei bilanci delle imprese. Per questa ragione gli IAS hanno introdotto l'obbligo di iscrivere a bilancio il *fair value* delle opzioni come costo del personale in contropartita ad un aumento di capitale apportato (IAS 17 e 32). Sulla base del principio di competenza il costo dovrà essere ripartito lungo tutto l'arco del *service period*.

La misurazione del *fair value* può essere fatta a partire dalla *grant date* oppure dalla *vesting date*, in ogni caso comunque il costo deve essere riconosciuto sin dal momento in cui le opzioni sono attribuite ai beneficiari.

La logica sottostante questa rilevazione contabile risiede nella constatazione che, di fatto, il beneficiario delle opzioni sta apportando un servizio lavorativo: le opzioni sulle azioni della società costituiscono un compenso per il servizio corrisposto.

Gli effetti sui redditi delle imprese possono essere significativi dato il fatto che questi strumenti sono sempre più utilizzati come forma di incentivo nei confronti del management aziendale. La teoria economica spiega che le stock options sono utili per ridurre il conflitto di interessi esistente tra la proprietà dell'impresa e il management e rappresentano quindi un meccanismo di incentivazione a lungo termine.

Un ulteriore elemento che merita approfondimento riguarda il **trattamento fiscale** delle stock option. In Italia fino a prima dell'approvazione del decreto Bersani il prelievo fiscale sui proventi derivanti da stock option era pari al 12,50%. La nuova normativa in vigore prevede che questi proventi concorrano alla formazione del reddito della persona fisica che li percepisce e di conseguenza che siano tassati secondo l'aliquota prevista per la rispettiva fascia di reddito.

Giancarlo Giudici
Umberto Rorai
MIP Politecnico di Milano



INDICATORI OPZIONI

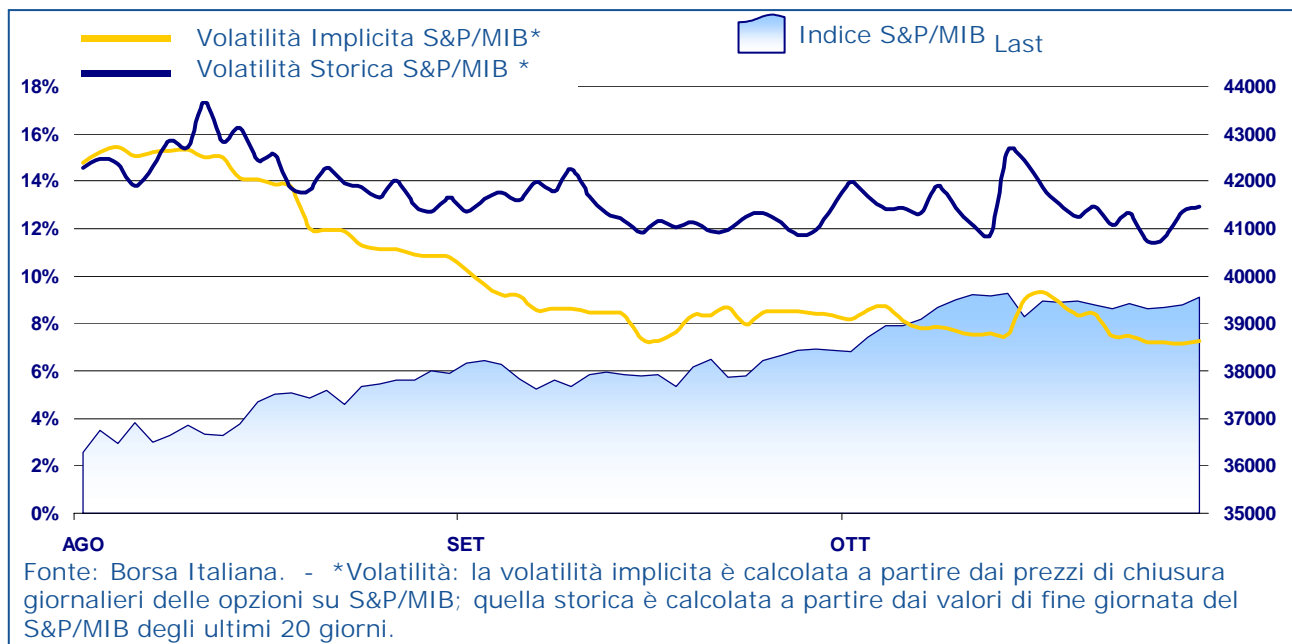
SOTTOSTANTE	PERFORMANCE A 1 MESE*	VOLATILITA' 1 MESE*	VOLATILITA' 3 MESI *	VOLUME CALL	VOLUME PUT	PUT/CALL RATIO
ACEA	5,23%	9,77%	16,22%	47	23	0,49
AEM	0,37%	12,16%	14,31%	2.524	742	0,29
ALITALIA	-6,10%	26,63%	30,08%	3.486	1.769	0,51
ALLEANZA	0,75%	11,41%	11,97%	14.471	13.770	0,95
AUTOGRILL	5,79%	12,19%	15,03%	1.662	6.718	4,04
AUTOSTRADE	-1,15%	18,07%	14,63%	8.236	11.151	1,35
BANCA FIDEURAM	-1,60%	3,17%	2,66%	21	7	0,33
BANCA INTESA	3,28%	17,34%	21,96%	8.219	18.973	2,31
BANCA MONTE PASCHI SIENA	0,13%	13,60%	14,05%	5.688	4.291	0,75
BANCHE POPOLARI UNITE	1,42%	12,94%	11,38%	1.418	729	0,51
BANCO POP VERONA E NOVARA	-4,16%	24,84%	17,28%	5.299	3.334	0,63
BULGARI	8,19%	16,45%	15,23%	1.872	781	0,42
CAPITALIA	6,19%	17,81%	18,12%	18.032	11.861	0,66
ENEL	4,15%	7,01%	6,62%	37.989	31.469	0,83
ENI	1,20%	15,03%	12,28%	45.716	28.581	0,63
FASTWEB	10,25%	34,91%	29,71%	13.426	7.057	0,53
FIAT	10,65%	22,25%	18,04%	121.056	163.570	1,35
FINMECCANICA	6,86%	12,63%	12,75%	2.197	2.622	1,19
GENERALI	4,94%	12,58%	12,09%	148.699	182.606	1,23
GRUPPO ED L'ESPRESSO	-1,17%	9,20%	7,41%	716	448	0,63
LUXOTTICA	4,49%	12,91%	12,10%	534	1.925	3,60
MEDIASET	3,96%	12,67%	13,95%	4.906	3.115	0,63
MEDIOBANCA	5,98%	15,69%	16,82%	12.495	12.574	1,01
MEDIOLANUM	6,48%	21,83%	18,91%	3.606	2.185	0,61
MONDADORI EDITORE	4,68%	10,82%	9,36%	300	335	1,12
PIRELLI & C	5,29%	16,59%	27,39%	25.262	9.335	0,37
RAS HOLDING		15,97%	14,38%	-	-	
RCS MEDIAGROUP	-0,55%	10,18%	17,54%	946	171	0,18
SAN PAOLO IMI	0,38%	19,65%	21,47%	47.481	13.872	0,29
SEAT PAGINE GIALLE	10,27%	25,05%	20,06%	2.714	1.809	0,67
SNAM RETE GAS	4,08%	8,70%	8,08%	4.151	3.324	0,80
STMICROELECTRONICS	-1,67%	19,31%	21,91%	60.870	44.382	0,73
TELECOM ITALIA	6,00%	20,31%	17,71%	128.280	94.265	0,73
TELECOM ITALIA RSP	3,13%	16,97%	16,92%	24.265	13.528	0,56
TERNA	3,75%	7,41%	8,00%	780	795	1,02
TISCALI	6,67%	27,54%	20,29%	7.861	3.330	0,42
UNICREDITO ITALIANO	-1,01%	9,38%	11,07%	16.006	29.946	1,87
Totale complessivo				781.231	725.393	

Fonte: Borsa Italiana - Dati aggiornati al 30 ottobre 2006

* La performance a 1 mese e le volatilità storiche a 1 mese e 3 mesi sono calcolate sui prezzi dei titoli sottostanti i contratti di opzione



INDICE E VOLATILITÀ



STATISTICHE DEL MESE

PRODOTTO	N. CONTRATTI	CONTROVALORE (€ML)	N CONTRATTI MEDIA GIORN.	OPEN INTEREST
Futures su indice	294.275	57.663	13.376	18.789
miniFutures su indice	117.042	4.586	5.320	3.574
Opzioni su indice	280.099	26.766	12.732	201.897
IDEM Stock Futures	498.934	5.632	22.679	163.695
Opzioni su azioni	1.506.624	7.113	68.483	2.658.006
TOTALE IDEM	2.696.974	101.760	122.590	3.045.934

Fonte: Borsa Italiana - Dati relativi ad ottobre 2006

Sul sito di Borsa Italiana www.borsaitaliana.it sono disponibili giornalmente:

- Tabella delle 5 opzioni su azioni più scambiate
- Tabella dei 5 stock futures più scambiati
- Book a 5 livelli ritardato di 20 minuti per tutti i prodotti IDEM
- Intraday di tutti i contratti eseguiti sui prodotti IDEM
- Listino ufficiale (con tutti i dati relativi all'ultima negoziazione di Borsa)
- Andamento intraday dell'open interest sui futures sull'indice S&P/MIB
- Indicatori sulle opzioni (put/call ratios, open interest...)

I dati sono disponibili all'interno della sezione derivati.



IDEM - Borsa Italiana
 Piazza degli Affari, 6 - 20123 Milano
 Tel. 02-72426.231 Fax 02-72426.386
 e-mail: idemagazine@borsaitaliana.it
www.borsaitaliana.it





PROFILI DI ANALISI TECNICA

Sezione dedicata all'approfondimento delle tematiche di Analisi Tecnica a cura dei docenti SIAT, Associazione di categoria degli Analisti Tecnici Italiani

LA VOLATILITA' E L'APPROCCIO ATTRAVERSO L'ANALISI TECNICA

La turbolenza è pericolosa e la instabilità dei prezzi può presentare all'improvviso oscillazioni selvagge che ne rendono difficile il controllo.

"Rileggendo la salita quasi continua degli indici di mercato dal 1982 al 1999 è molto probabile che sia attualmente iniziato un decennio dalle caratteristiche incerte e dominato da una elevata volatilità che genererà performances irregolari da un anno all'altro.

Tale scenario se verrà confermato andrà a rimettere in discussione le strategie di investimento del "compera ed attendi" finora adottate, mentre avrà maggior fortuna, in questo caso, la gestione attuata con lo "stock picking" e risulterà sempre più importante l'applicazione metodologica dell'Analisi Tecnica a supporto del trading."

Il procedere attraverso le considerazioni espresse in questo seppur datato articolo, permette all'attento lettore di porre l'attenzione su di un aspetto di fondamentale importanza nell'operatività sui mercati, anche solo adombrato in questo articolo, il concetto di "rischio". Sappiamo che esiste una stretta relazione fra il rischio ed il rendimento atteso (vorrei dire sperato) e siamo a conoscenza della possibile correlazione tra gli stessi, tanto che più un investimento è rischioso più l'investitore sta confidando in un extraguadagno non in linea con i rendimenti di mercato.

Esistono numerose misure di rischio, la più comune è la nozione di volatilità che, proprio a causa della sua semplicità sia di definizione che di calcolo, permette di avere una visione immediata circa la variabilità (leggi rischiosità) del sottostante.

E' proprio di questo aspetto che l'autore dell'articolo proposto sta discutendo, ossia dell'aumentato livello di rischiosità del mercato che si è aperto nel primo decennio del nuovo secolo.

Diamo quindi una definizione di **Volatilità**:

Volatilità è un indicatore statistico (probabilistico) che misura la velocità di oscillazione della funzione considerata rispetto ad un suo valore di riferimento, permettendo una valutazione numerica dell'instabilità ed esprimendone, quindi, il livello di rischiosità.

Tratteremo in questo articolo le due forme della volatilità, cioè volatilità storica e volatilità implicita, ed in seguito ne faremo una comparazione, preoccupandoci di produrre argomentazioni tese ad una rappresentazione di metodo piuttosto che quantitativa delle loro espressioni matematiche.



PROFILI DI ANALISI TECNICA

Sezione dedicata all'approfondimento delle tematiche di Analisi Tecnica a cura dei docenti SIAT, Associazione di categoria degli Analisti Tecnici Italiani

VOLATILITÀ STORICA

E' la volatilità calcolata (s.q.m. della varianza) sui corsi passati dell'attività finanziaria, poco reattiva in quanto non tiene in considerazione gli eventi recenti, ciò fornisce una cattiva approssimazione della misura del livello di rischio assunto, rappresentandone il valore passato piuttosto che quello futuro. E' funzione del range di oscillazione osservato in un determinato periodo di tempo e misura la dispersione intorno ad un valore di tendenza, cioè risulta essere la misura della deviazione rispetto al valore atteso.

Sostanzialmente è una sintesi numerica del comportamento passato dell'attività in questione, è quindi un riferimento puramente matematico che nulla dice del comportamento futuro del sottostante, e che ha come unica valenza quella di generare una distribuzione (cosiddetta gaussiana) che è stata fino ad oggi usata per avvalorare le ipotesi (attualmente in crisi) del mercato efficiente.

Essa può essere calcolata per qualunque strumento finanziario.

VOLATILITÀ IMPLICITA

E' una stima della volatilità futura ed è misura delle aspettative degli operatori circa la variabilità futura dei strumenti negoziati. Per questa sua caratteristica è un dato essenziale nel calcolo del prezzo delle opzioni poiché queste, operando sul futuro, sono fortemente influenzate dal livello delle informazioni che possono arrivare sui mercati.

Essa è per le opzioni ciò che il prezzo è per le azioni, tanto che i traders ragionano ed operano proprio in funzione di questa. Rappresenta quindi il prezzo dell'incertezza sul comportamento futuro del sottostante.

Essa non misura l'ampiezza delle oscillazioni di un asset ma quantifica il rischio percepito in relazione al mercato, maggiore il rischio più alto il prezzo dell'opzione.

Viene anche usata come indicatore di sentiment, infatti un suo aumento indica un crescente nervosismo degli operatori (dovuto al maggior rischio percepito) ed anticipa un movimento violento del mercato. Viceversa un valore basso evidenzia una situazione di tranquillità e quindi uno scenario potenzialmente favorevole alla crescita dei listini.

L'indice di volatilità (su questa costruito) costituisce un eccellente anticipatore della futura evoluzione del mercato poiché risulta essere correlato negativamente con l'indice del sottostante; esso viene usato dall'analista come un segnale di acquisto o di vendita.

E' idea comune che la volatilità storica (calcolabile) e quella implicita (ipotizzabile) siano tra loro correlate e che il loro confronto contenga utili indicazioni per il trading.



PROFILI DI ANALISI TECNICA

Sezione dedicata all'approfondimento delle tematiche di Analisi Tecnica a cura dei docenti SIAT, Associazione di categoria degli Analisti Tecnici Italiani

COMPARAZIONE FRA VOLATILITÀ STORICA / VOLATILITÀ IMPLICITA

Una prima indicazione operativa nel confronto dei due aspetti è la seguente: quando il valore della "storica" è troppo elevato, la logica degli operatori considera questa una condizione che non sostenibile nel tempo facendo nascere l'attesa di una sua contrazione. Avremo quindi un valore dell' "implicita" in riduzione per effetto della vendita di volatilità sul mercato, con conseguente basso costo per le opzioni.

Al contrario una "storica" molto bassa comporterà una "implicita" in aumento per effetto dell'acquisto di volatilità con conseguente alto costo per le opzioni.

COMPARAZIONE FRA INDICE DI VOLATILITÀ E MERCATO

Un'altra importante osservazione è dovuta all'evoluzione inversa fra mercato e volatilità (quando il mercato azionario scende la volatilità sale) riconducibile a due ordini di motivazioni.

Nel caso in cui si ha un mercato con un moderato rialzo (il mercato azionario è strutturalmente un mercato a rialzo), lì dove tutti gli investitori seguono la corrente, riuscire a produrre un extrarendimento da parte dei gestori risulta possibile solo se si opera vendendo opzioni call e quindi comprimendo la "implicita". Si assisterà ad un ribasso sull'indice costruito sulla "implicita".

L'altra ragione è ascrivibile ad una asimmetria fra i movimenti a ribasso e quelli a rialzo. Come è noto i movimenti a rialzo sono più lenti di quelli a ribasso, quest'ultimi generano di conseguenza un aumento della rischiosità e quindi dell'indice di volatilità costruito sulla "implicita". Tutto ciò perché i momenti di panico provocano sia un aumento della rischiosità percepita, che un aumento delle richieste di acquisto delle opzioni put.

Esistono anche situazioni atipiche di eccesso di prudenza o di confidenza; ad esempio in un mercato a ribasso anche la volatilità decresce, ciò rappresenta una condizione di mancanza di panico, che non individua inversioni di tendenza ma solo correzioni momentanee in un trend a rialzo ben definito.

Normalmente la correlazione positiva fra mercato e volatilità è incompatibile e se ciò accade il mercato non sta valutando correttamente il rischio, potrebbe quindi essere vicina una degenerazione del sistema (esempio di diminuzione dei valori di mercato e della volatilità). Nel caso di eccesso di prudenza, quando cioè un rialzo del mercato è seguito da un rialzo della volatilità, si potrebbe generare un consolidamento successivo e non una correzione, a maggior conferma della momentanea prudenza del mercato che potrebbe, come abbiamo già detto, degenerare.

Uno degli indicatori più interessanti nell'analisi del mercato attraverso la volatilità sono le "Bollinger Band".

Roberto Pimpolari
Docente SIAT