

Marzo 2009 | Numero 2 | **newsletter bimestrale**

IN QUESTO NUMERO

Copertina		1
IDEM	I numeri e le news del mercato	2
	Il nuovo pricing del mercato IDEM	3
	Quando le azioni sono convenienti?	4-5
SeDeX	I numeri e le news del mercato	6
	Investire facilmente a leva	7-8
	Capitale protetto per beneficiare di ogni condizione di mercato	9-10
ETFplus	I numeri e le news del mercato	11
	ETF: tecniche e modalità di replica dell'indice benchmark	12-13
	Cresce l'interesse verso gli ETF obbligazionari	14-15
MOT	I numeri e le news del mercato	16
	I vantaggi della periferia	17
Contatti		18

PRIMO PIANO

Market View

Marzo può essere ricordato come un mese a due facce: quella negativa dovuta al panico da rischio sistemico che ha portato l'indice S&P500 a 660 e l' S&PMib sotto 12,600 e quella positiva legata al veloce rimbalzo, che dai minimi ha visto un ritorno del 20% in meno di due settimane.

Tra gennaio e marzo abbiamo visto una volatilità più stabile sugli indici azionari e molto meno stabile invece sui singoli titoli azionari e sul mondo obbligazionario in genere.

C'è oggi una maggiore consapevolezza che l'economia prima o poi si debba riprendere e che ci sia una certa stabilità del bacino asiatico: Cina in testa.

E' proprio questa consapevolezza che ha arrestato la discesa delle materie prime da inizio anno e ha riversato anche la debolezza dell'euro contro dollaro: da 1,32 del 19 gennaio a 1,37 del 19 marzo.

Rimangono gli interrogativi di sempre: siamo su un 'turning point' stabile? Le valutazioni dei titoli azionari tengono conto dei prossimi tagli dei dividendi? L'azionario è ancora un prodotto appetibile per le gestioni attive? La Bce ha fatto abbastanza per il ciclo economico europeo?...

E' prematuro pensare di avere risolto tutto; la crisi ci ha messo 7 mesi a maturare sugli indici azionari: da agosto '07 a marzo '08 e pensiamo che ce ne vogliano altri 7 dai minimi per poter vedere un riavvio strutturale: ottobre '09.

Abbiamo la consapevolezza che il 2009 possa chiudere meglio di quanto ci si fosse aspettati a fine '08 ma anche che ci saranno ancora sorprese negative da digerire...

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

EDITORIALE

Questi primi tre mesi dell'anno si sono rivelati, come atteso, intensi di indicazioni sulla congiuntura economica e sulle condizioni dei mercati finanziari.

Sul fronte macroeconomico la diffusione dei dati del PIL dell'ultimo trimestre del 2008 ha confermato i timori circa la profondità della crisi. Tutte le principali economie sono in recessione. I segnali che giungono da statistiche a più elevata frequenza, quali gli indici di produzione e le business surveys, suggeriscono il persistere di condizioni particolarmente avverse nel primo trimestre dell'anno.

La politica monetaria continua a essere estremamente espansiva. Alle azioni sui tassi di interesse, le banche centrali hanno associato stimoli quantitativi, attraverso l'acquisto diretto di titoli di debito detenuti presso il pubblico.

A marzo è proseguito il lavoro delle autorità monetarie e finanziarie di revisione della regolamentazione nel contesto del Financial Stability Forum. L'obiettivo è la stesura di regole che diano una risposta alle fragilità emerse in questa crisi, delineando così l'architettura del nuovo sistema finanziario globale.

Nella seconda metà di marzo i mercati finanziari hanno offerto alcuni positivi segnali. Le condizioni di turbolenza sul mercato della liquidità sembrano essersi, anche se solo parzialmente, allentate. Inoltre, dopo i primi due mesi dell'anno caratterizzati da perdite sostenute, si è osservato un sensibile progresso nell'azionario nella seconda metà di marzo.

Nei prossimi mesi vedremo se sono i segnali dell'inizio di un periodo di normalizzazione dei mercati finanziari.

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

Per informazioni:
inside.markets@borsaitaliana.it

IDEM - Italian Derivatives Market

I numeri e le news del mercato

Cifre Chiave – Feb 2009

N. contratti	2.818.363
Controvalore ml €	37.645
Open interest	4.532.847

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

MIBO	0,95
GENERALI	0,66
UNICREDIT	0,73
ENEL	0,91
TELECOMITALIA	2,66
FIAT	1,05
INTESA SAN PAOLO	0,70
ENI	1,05
BMPS	0,44
MEDIOBANCA	0,15
STMICROELECTRONICS	1,49

Fusione IFIL in IFI che modifica la denominazione in EXOR

Ai sensi delle Istruzioni di Borsa Italiana, si comunica che l'intervento di rettifica ha inciso sul prezzo di esercizio, sul prezzo di chiusura giornaliero e sul lotto oggetto dei contratti di opzione e *futures* su azioni ordinarie IFIL come descritto negli Avvisi di Borsa Italiana n. 2635, n. 2636 e n. 2658 del 26 febbraio 2009. A partire dal 2 marzo 2009 i contratti di nuova generazione hanno un nuovo lotto minimo pari a 100 azioni ordinarie EXOR.

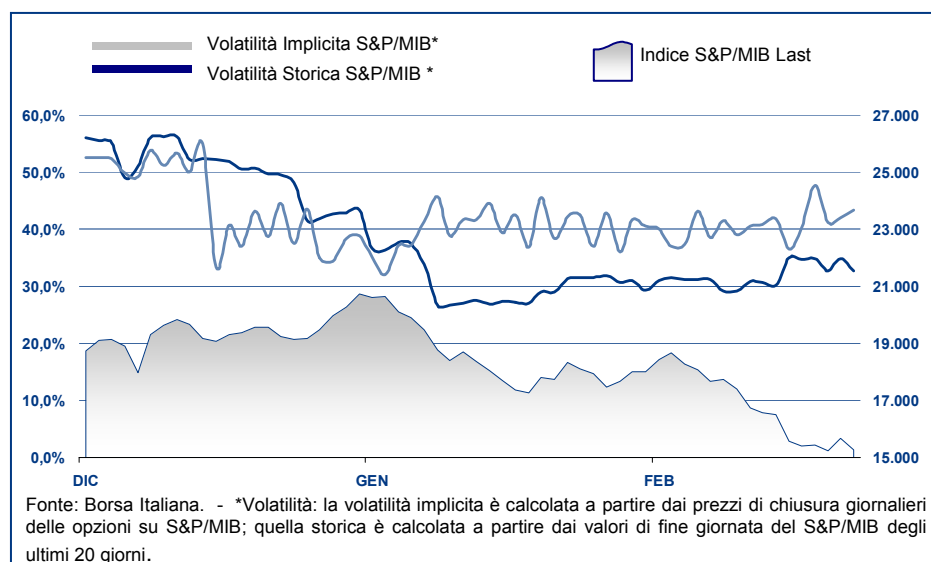
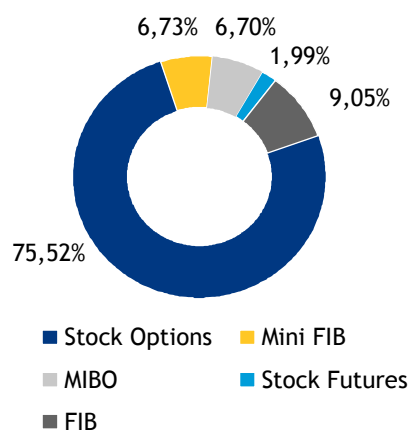
Pagamento di dividendo in nuove azioni Unicredit

Con riferimento all'Avviso di Borsa Italiana n. 17374 del 6 ottobre 2008 relativo al pagamento del dividendo 2008 in nuove azioni Unicredit si comunica che Borsa Italiana applicherà la disciplina prevista per il dividendo ordinario e che pertanto non si procederà ad alcuna rettifica su indice S&P/MIB e sui contratti derivati su azioni Unicredit, salvo per l'importo di dividendo che eccede il 10% della media dei prezzi ufficiali dell'azione nei cinque giorni di mercato aperto precedenti la data in cui l'organo competente della società approva il progetto di bilancio e formula la proposta di distribuzione del dividendo (art. IA.9.1.7 comma 2 b) e IA.9.1.11 comma 2 b) delle Istruzioni al Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A.).

Rettifica opzioni e future su Pagine Gialle

Ai sensi delle Istruzioni di Borsa Italiana, art. IA.9.1.7.1 a) e art. IA.9.1.11.1 a), Borsa Italiana comunica che l'intervento di rettifica ha inciso sul prezzo di esercizio, sul prezzo di chiusura giornaliero e sul lotto oggetto dei contratti di opzione e *future* su azioni ordinarie Seat Pagine Gialle come descritto negli Avvisi di Borsa Italiana n. 1571 e n. 1572 del 4 febbraio 2009. A partire dal 9 febbraio 2009 i contratti di nuova generazione hanno un nuovo lotto minimo pari a 500 azioni ordinarie Seat Pagine Gialle.

N. Contratti



Fonte Borsa Italiana – dati aggiornati a febbraio 2009

Il nuovo pricing del mercato IDEM

Introduzione di un cap per i *deals* di grosse dimensioni su *single name* e di uno sconto per i *deals* di piccole dimensioni su *stock futures*

Dal 2 marzo sull'IDEM – il mercato dei derivati di Borsa Italiana – è stato introdotto un nuovo schema di *pricing* per la negoziazione delle *stock options* e degli *stock futures*. Questa nuova struttura di *pricing* si colloca all'interno del processo di sviluppo e di continuo miglioramento del mercato IDEM che negli ultimi mesi ha visto l'introduzione della nuova microstruttura e delle nuove funzionalità di mercato, quali il completo passaggio al give up internazionale e la market maker protection.

La modifica di *pricing* rientra in questo progetto di sviluppo del mercato ed è stata studiata per andare incontro alle esigenze delle principali categorie di investitori, sia i broker istituzionali e market maker che gli investitori privati.

Ma quali sono quindi le novità? La principale in termini di benefici per il cliente finale è sicuramente l'introduzione di un costo massimo per eseguito (**cap**) per la negoziazione di *Stock Options* e *Stock Futures* oltre al millesimo lotto. In sostanza, per ogni trade effettuato su opzioni e futures su azioni superiore a mille lotti, le commissioni di trading e clearing verranno

applicate solamente sui primi mille permettendo così un risparmio fino al 96% per operazioni di grosse dimensioni.

La seconda novità riguarda invece solo gli *stock futures* e si rivolge ad un tipo di operatività di piccole dimensioni. A partire dal 1 giugno 2009, per ogni eseguito con un numero di lotti inferiore a 25, verranno pagati solamente i primi 5 lotti. Questo vuol dire che i lotti compresi tra il 5° al 25° hanno uno sconto del 100%. Per tutti gli investitori, sia professionali che privati, il risparmio rispetto al vecchio schema di prezzo crescerà in proporzione al numero di lotti sottostanti con un massimo dell'80% per operazioni su 25 lotti.

Con questa logica e a condizione che non si immettano ordini con un numero di lotti sottostanti superiori a 25, anche per gli *stock futures* sarà possibile negoziare con una commissione fissa come per il trading azionario.

Nella tabella sottostante è riportato il costo di trading e clearing (applicato da Borsa Italiana) per la negoziazione di *Stock Futures* a seguito dell'incentivo descritto:

TRADING & CLEARING FEES FOR SINGLE TRADE

Lot Size	Actual	New	Delta
30	€ 10.8	€ 10.8	0%
40	€ 14.4	€ 14.4	0%
50	€ 18	€ 18	0%
100	€ 36	€ 36	0%
200	€ 72	€ 72	0%
300	€ 108	€ 108	0%
400	€ 144	€ 144	0%
500	€ 180	€ 180	0%
1,000	€ 360	€ 360	0%
1,500	€ 450		-20%
2,000	€ 540		-33%
3,000	€ 720		-50%
4,000	€ 900		-60%
5,000	€ 1,080	€ 360	-67%
10,000	€ 1,980		-82%
15,000	€ 2,880		-88%
30,000	€ 5,580		-94%
50,000	€ 9,180		-96%

TRADING & CLEARING FEES FOR SINGLE TRADE

Lot Size	Actual	New	Delta
1	€ 0.36	€ 0.36	0%
2	€ 0.72	€ 0.72	0%
3	€ 1.08	€ 1.08	0%
4	€ 1.44	€ 1.44	0%
5	€ 1.80		0%
6	€ 2.16		-17%
7	€ 2.52		-29%
8	€ 2.88	€ 1.80	-38%
9	€ 3.24		-44%
10	€ 3.60		-50%
20	€ 7.20		-75%
25	€ 9.00		-80%

Come è possibile notare, il vantaggio economico per il cliente finale a seguito dell'introduzione sia del **cap** che dell'incentivo sugli *stock futures* è estremamente rilevante e consente al mercato IDEM di essere ancora più conveniente per tutte le categorie di investitori.

Quando le azioni sono convenienti?

Il Modello della FED consente di confrontare l'appetibilità di azioni ed obbligazioni



Massimo Intropido

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

Il periodo di forte crisi finanziaria che stiamo vivendo mette sicuramente voglia di sicurezza alla maggior parte degli investitori. In altre parole, si sta assistendo ad una vera e propria fuga dall'investimento azionario per rifugiare i propri risparmi (o ciò che ne resta) sull'investimento obbligazionario. Ma ciò avviene proprio nel periodo in cui quest'ultimo offre uno dei minimi storici in termini di rendimento. È infatti sintomatico il livello raggiunto dai tassi di riferimento in Gran Bretagna, ovvero lo 0,50%, che costituisce per l'appunto il minimo storico dal 1694 ad oggi. Ciò in cui molti investitori stanno cadendo è la cosiddetta Trappola della Liquidità, ovvero la fuga dall'investimento rischioso verso quello meno rischioso proprio nel momento in cui quest'ultimo offre il minimo rendimento.

Prima di effettuare questo spostamento di fondi, naturalmente se si ragiona in un'ottica di investimento, bisognerebbe calcolare la convenienza relativa delle due asset class, ovvero azioni ed obbligazioni. È possibile confrontare l'appetibilità del mercato azionario rispetto a quella del mercato obbligazionario? Sì, è possibile ed esiste anche un modello matematico con cui effettuare questa valutazione. Il modello viene comunemente definito FED Model (Il Modello della Fed), poiché è stato citato espressamente nel Rapporto Humphrey-Hawkins del 22 Luglio 1997, in cui la Fed notava che "il rapporto tra i prezzi [dei titoli] nell'indice S&P500 e la stima degli utili dei 12 mesi consecutivi è salito ulteriormente da livelli che erano già insolitamente elevati.

Le variazioni in questo rapporto sono sempre state inversamente correlate ai cambiamenti nei rendimenti dei Treasury [titoli di stato americani, n.d.r.] a lunga scadenza". Questo modello fu poi utilizzato Ed Yardeni, il quale contribuì a renderlo famoso, perlomeno negli ambiti della ricerca finanziaria.

Dunque, come possiamo formalizzare questo modello? Nel modo seguente:

$$E/P = Y$$

Dove:

- E/P è l'inverso del rapporto Price/Earnings azionario, ovvero la relazione tra l'utile d'esercizio e il prezzo del titolo di una società.
- Y è il rendimento dei Treasury americani a 10 anni.

Quando $E/P > Y$, significa che sono più convenienti le azioni rispetto alle obbligazioni, poiché si pagano poco rispetto agli utili che producono (e dunque ai dividendi che possono offrire o alla crescita di valore di cui possono essere protagoniste). Il contrario vale invece quando $E/P < Y$.

Il grafico che segue mostra l'andamento di queste due grandezze sul mercato americano dal 1997 ad oggi. La linea più marcata rappresenta l'andamento del rapporto utili/prezzi a Wall Street, ovvero il rendimento, in termini di utile aziendale, delle società americane. La linea con tratto più leggero rappresenta il rendimento dei titoli di stato americani con scadenza 10 anni.

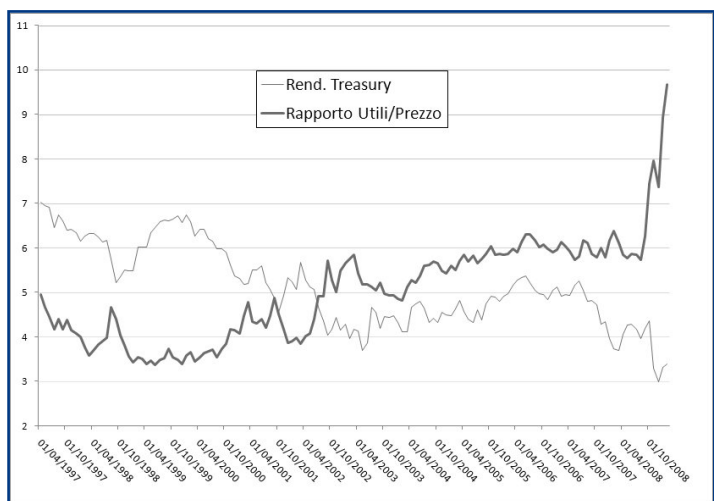


Immagine 1. Modello FED



Come si nota facilmente, sino a metà 2001 il rendimento delle obbligazioni è stato ampiamente superiore a quello delle aziende (in termini di utili d'esercizio). Il "sorpasso" si ha proprio nel 2001, periodo nel quale la borsa statunitense è in ribasso e la Fed riduce progressivamente il costo del denaro per cercare di scongiurare la recessione (riuscendoci). La cosa interessante è che la crescita degli utili aziendali è nettamente superiore a quella dei prezzi dei titoli azionari nel periodo 2003-2007, al punto da sovrastare anche il ritorno all'aumento dei tassi di interesse da parte della Banca centrale americana.

Il crollo degli ultimi 18 mesi, accompagnato da una politica monetaria coraggiosa da parte della Fed, sta creando una delle massime divergenze della storia tra la convenienza dei titoli azionari (in termini di utili che le aziende sottostanti producono) e titoli di Stato. Ciò significa che il mercato sta letteralmente "buttando via" fior di società, assieme naturalmente a quelle che invece hanno buoni motivi per vedere un declino dei loro corsi azionari. Si sta notando chiaramente come gli operatori azionari tendano a generalizzare l'andamento dei corsi azionari, con poca o nessuna discriminazione tra titoli di aziende che producono utili e titoli di aziende la cui stessa esistenza è in pericolo. Certo, vi è sicuramente una forte differenza tra l'andamento dei migliori titoli americani e quello dei peggiori.

Tuttavia la media di mercato, cui fanno riferimento i multipli dell'indice S&P500, ci dice che la convenienza prospettica di acquistare azioni in questo momento è la massima. Di tutto ciò tengono senz'altro conto i gestori più avveduti, i quali aspettano solo che il mercato azionario tocchi il fondo per buttarsi a comprare con decisione. Lo stesso dovrebbero fare anche i risparmiatori, perlomeno i più attenti. Ma l'altra grossa conclusione che si può trarre da questo grafico è che le stesse banche centrali torneranno ad alzare abbondantemente i tassi di interessi non appena si avrà l'impressione che i pericoli maggiori siano scampati, ovvero quando il sistema finanziario dimostrerà di sapersi reggere da solo avendo ritrovato un nuovo equilibrio, molto più modesto del precedente, ma anche molto più sano.

Nel corso degli anni non sono mancate le critiche al modello della Fed, che altro non è che un adattamento alla finanza dei modelli di valutazione aziendali usati nell'analisi fondamentale. Come al solito si pretende che modelli matematici abbiano forti capacità di previsione dei comportamenti umani, i quali, come noto, tendono ad essere riflessivi più che logici, cioè le persone tendono a copiare il comportamento degli altri più che a tentare di dare un giudizio indipendente. Ecco perché è facile trovare in letteratura articoli che si scagliano contro questa metodologia di confronto. A noi invece piace molto, perché non indica ciò che succederà, ma rivela il potenziale necessario affinché qualcosa accada. E questo potenziale in questo momento è rappresentato dall'enorme sottovalutazione dei migliori titoli dei listini azionari rispetto alle altre attività finanziarie.

Massimo Intropido
Fondatore Ricerca e Finanza

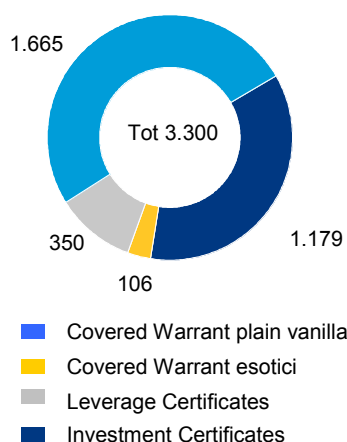
SeDeX - il mercato dei Covered Warrant e dei Certificati

I numeri e le news del mercato

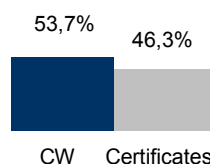
Cifre Chiave – Feb 2009

N. contratti	155.452
Controvalore mln €	745
New Listing del mese	500
N. Emittenti	18
N. Sottostanti	333

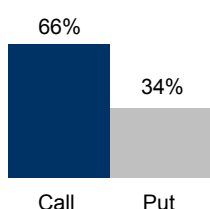
N° Strumenti per Segmento



Volumi CW vs Certificates



Volumi CW Call vs Put



Il Mercato SeDeX

Gli strumenti in quotazione a fine febbraio ammontano a 3.300, di cui 1.665 covered warrant plain vanilla, 106 covered warrant strutturati/esotici, 1.179 investment certificates e 350 leverage certificates. Gli scambi di febbraio sono pari 155.452 contratti per 745 milioni di euro di controvalore.

Nel mese di febbraio su SeDeX sono stati quotati 255 nuovi covered warrant plain vanilla, 37 nuovi investment certificates e 208 nuovi leverage certificates.

Nuovi Programmi di Emissione

Autorizzazione di 6 nuovi programmi di emissione di Investment Certificates: 3 di Deutsche Bank A.G., 2 di Banca IMI S.p.A. ed 1 di J.P. Morgan Chase Bank.

Nuove Listing Fees per i Covered Warrant

Saranno in vigore dall'1 aprile 2009 i nuovi corrispettivi di quotazione previsti per i Covered Warrant. Secondo il nuovo regime, la listing fee per i Covered Warrant Plain Vanilla è pari a 500 euro se quotati via Listing Online (altrimenti è pari a 550 euro). Ogni emittente che nel corso dell'anno fiscale quota 600 Covered Warrant ha la facoltà di quotare gratuitamente ulteriori 900 Covered Warrant entro la fine di tale anno.

I 5 Covered Warrant più scambiati

Emittente	ISIN	Sottostante	Facoltà	Strike	Scadenza	Contratti	Controv.
Société Générale	FR0010714758	ENI	Call	18,00	18/09/09	1.357	38,3
Société Générale	FR0010714766	ENI	Call	20,00	18/09/09	25.028	20,5
BNP Paribas	NL0006299471	FIAT	Call	6,00	01/12/09	4.750	18,1
Société Générale	FR0010685271	S&P/MIB	Put	18.000	20/03/09	848	18
Société Générale	FR0010713651	S&P/MIB	Put	20.000	18/09/09	674	17,7

I 5 Certificates più scambiati

Emittente	ISIN	Sottostante	Caratteristiche	Scadenza	Contratti	Controv.
UniCredit	IT0004035934	INTESA SANPAOLO	Bonus Strike 15,35 Bon. 128% Barr. 11,98 (toccata)	06/03/09	1.012	32,5
Banca Aletti	IT0004346737	ENI	Borsa Protetta Prot. 15,65 (100%) Part. 100%	20/03/09	563	30,1
Banca Aletti	IT0004453301	ENI	Borsa Protetta Prot. 19153 (100%) Part. 100% Cap 23750 (124%)	22/01/10	374	27,3
UniCredit	IT0004132111	MEDIASET	Bonus Strike 8,8 Bon. 120% Barr. 7,04 (toccata)	06/03/09	283	10,1
ABN AMRO Bank	NL0006480071	S&P/MIB	Mini Future Short Certificate Strike 22.500 Barr. 22.050	16/12/10	1475	8,7

Fonte Borsa Italiana – dati aggiornati a febbraio 2009

Controvalore espresso in milioni di EUR.

Investire facilmente a leva

I Mini Futures Certificates di ABN AMRO



Luca Zaccagnino

Product&Client Manager di RBS per gli strumenti quotati sul mercato italiano. Laureato in Ingegneria presso il Politecnico di Torino, entra nel 2007 a far parte del team Equity Derivatives di ABN AMRO; successivamente all'acquisto di alcune aree di ABN AMRO da parte del gruppo RBS sposta la sua area di attività sugli strumenti quotati sui segmenti SeDeX, ETFPLUS e MOT di Borsa Italiana, occupandosi di tutte le fasi del ciclo di vita degli strumenti: dall'ideazione alla strutturazione, alla quotazione, fino alla gestione ed al rapporto con la clientela.

I MINI Future emessi da ABN AMRO* rappresentano un'alternativa all'investimento diretto nel sottostante particolarmente efficace per sfruttare, con un effetto leva, aspettative di rialzo (MINI Long) o ribasso (MINI Short) su indici, titoli azionari, materie prime, tassi di cambio e di interesse. L'effetto leva si produce perché i MINI sono acquistabili con il pagamento di un ammontare pari solo ad una frazione del valore del relativo sottostante.

I Long permettono di investire al rialzo ed hanno un valore determinato da:

$$\text{Valore} = (\text{Livello del Sottostante} - \text{Strike}) \times \text{Parità}$$

se il sottostante è in valuta estera il risultato della precedente formula dovrà essere convertito in Eur.

Ad esempio il MINI Long su Fiat NL0009007509 che ha strike 3,01 e parità 0,1 avrà un valore pari a:

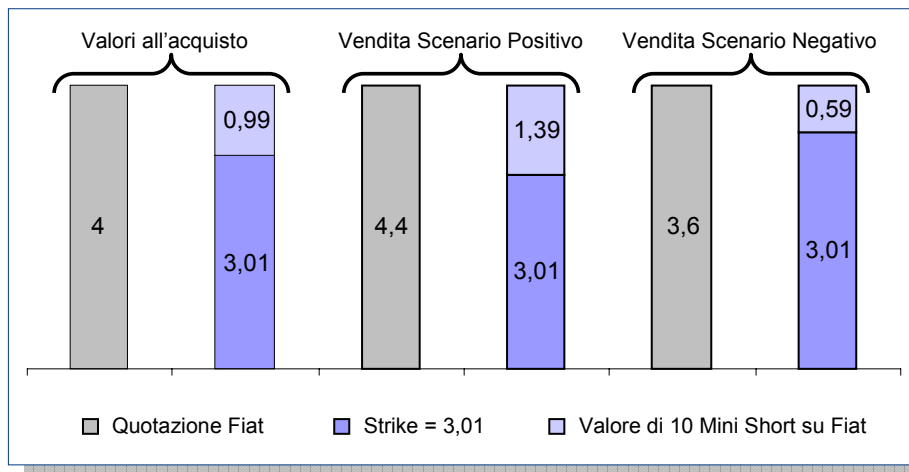
$$(4 \text{ €} - 3,01 \text{ €}) \times 0,1 = 0,099 \text{ €}$$

Parità 0,1 significa che ogni MINI permette di acquistare un decimo di azione pertanto per avere esposizione ad un'azione di Fiat sarà necessario acquistare 10 MINI Long spendendo 0,99€ invece dei 4€ che sarebbero necessari per acquistare direttamente l'azione. Lo strike rappresenta la parte del prezzo del sottostante che non viene pagata dall'investitore.

Nel "Grafico 1" si osserva l'andamento del prezzo dei MINI Long al variare del prezzo del sottostante: se il valore di Fiat sale di 40 centesimi anche il valore dei MINI Long cambia di 40 cent. ma, considerando il minore impiego di capitale iniziale, l'impatto della variazione di prezzo sull'investimento iniziale è decisamente maggiore.

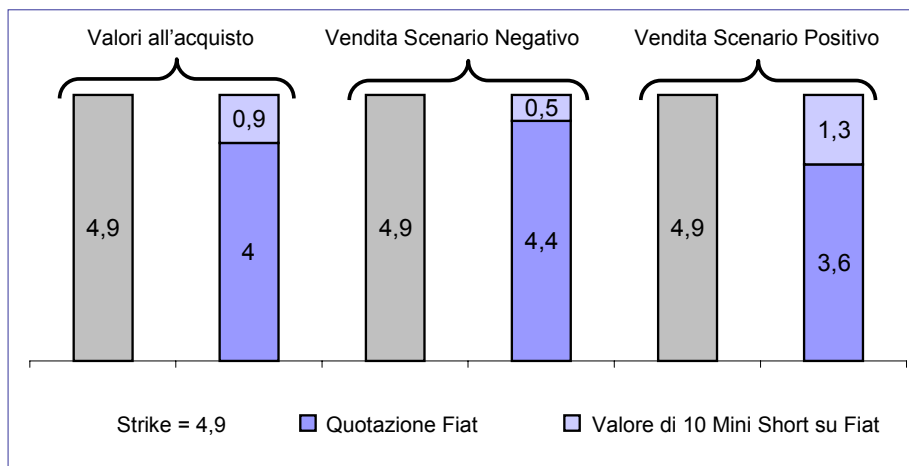
È quindi possibile utilizzare i MINI long con finalità speculative per moltiplicare l'esposizione al sottostante a parità di capitale investito. Con 4000€ sarebbe infatti possibile acquistare 1000 azioni Fiat oppure 40000 MINI controllando 4000 titoli azionari Fiat ($40000 \times 0,099 = 3960 \text{ €}$). Un apprezzamento di 40 centesimi sull'azione produce un profitto di 400€ sul portafoglio composto da azioni ($0,4 \text{ €} \times 1000$) mentre fa apprezzare di ben 1600€ il portafoglio composto da MINI Long ($0,4 \text{ €} \times 4000$).

Grafico 1



*The Royal Bank of Scotland plc (RBS) è un rappresentante autorizzato di ABN AMRO BANK N.V. in alcune giurisdizioni e ABN AMRO BANK N.V. è una "subsidiary undertaking" di The Royal Bank of Scotland Group plc.

Grafico 2



Un'alternativa è utilizzare i MINI Long per demoltiplicare il capitale investito a parità di esposizione al sottostante. Come abbiamo già visto è infatti possibile utilizzare i MINI per replicare l'esposizione al titolo azionario impiegando solo 0,99€ invece che 4€. In tal modo si potrebbe ad esempio mediare al ribasso un'esposizione al sottostante con un impiego limitato di capitale.

Al contrario dei MINI Long, i MINI Short permettono di investire al ribasso replicando una posizione di vendita del sottostante. Il valore dei MINI Short è determinato dalla seguente formula:

$$\text{Valore} = (\text{Strike} - \text{Livello del sottostante}) \times \text{Parità}$$

se il sottostante è in valuta estera il risultato della precedente formula dovrà essere convertito in Eur.

Ad esempio il valore del MINI Short su Fiat NL0009007897, che ha strike 4,9 € e parità 0,1 sarà pari a:

$$(4,9 \text{ €} - 4 \text{ €}) \times 0,1 = 0,090 \text{ €}$$

Essendo la parità 0,1, per replicare la vendita di un titolo azionario occorre acquistare 10 MINI short.

Dal "Grafico 2" si osserva che la somma del valore del titolo e del valore di 10 MINI short su Fiat è sempre pari allo strike dei MINI Short, pertanto quando il titolo si apprezza di 40 centesimi, i 10 MINI si deprezzano di 40 centesimi, viceversa quando il titolo azionario si deprezza, i MINI si apprezzano nella stessa misura.

I capitali persi sull'azione sono recuperati sul MINI Short: come si vede nel grafico la somma del valore del titolo e del valore di 10 MINI short su Fiat è sempre pari allo strike. I MINI future Short possono quindi essere utilizzati non solo per investire al ribasso sui sottostanti ma anche per costruire coperture di portafoglio su indici azionari, tassi di interesse e di cambio, particolarmente efficienti in quanto linearmente dipendenti dal valore del sottostante, senza deviazioni dovute alla volatilità.

Essendo i MINI Future lineari col prezzo del sottostante, se il valore del sottostante oltrepassasse il livello strike (ossia se il valore di Fiat scendesse sotto 3,01 nel caso dell'esempio sul MINI Long, oppure salisse sopra 4,9 nel caso del MINI Short) la quotazione del MINI dovrebbe essere negativa. Per evitare che ciò accada, su ogni MINI viene fissato e periodicamente rivisto, un livello Stop Loss che, qualora uguagliato dal sottostante, causa l'estinzione anticipata del MINI. Tale livello è calcolato in modo da essere superiore allo strike nel caso di MINI Long ed inferiore allo strike nel caso di MINI Short.

È importante infine sottolineare che lo strike viene aggiornato quotidianamente sulla base del tasso di interesse (aggiunto allo strike sia sui Long che sugli Short) dello spread sul tasso (sommato al tasso di interesse per i long e sottratto al tasso per gli short) e degli eventuali dividendi (sottratti allo strike alla data di stacco sia nel caso dei Long che degli Short).

Lo Stop Loss viene invece aggiornato il 15 di ogni mese sulla base dello strike corrente.

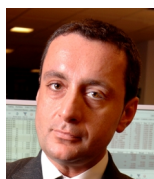
Sito Internet: www.rbsbank.it/markets
 e-mail: markets.it@rbs.com
 Numero verde: 800.920.960

Luca Zaccagnino
Product&Client Manager
RBS



Capitale protetto per beneficiare di ogni condizione di mercato

Gli Equity Protection di Banca IMI



Donato Finardi

Responsabile dei Listed Products di Banca IMI. Nel 2000 ha partecipato alla realizzazione della piattaforma CW e Certificati di Dresdner Bank in Italia e, successivamente, ha seguito il mondo degli Equity Derivatives in diverse realtà italiane. Dal 2005 è in AbaxBank – Divisione Securitised Derivatives - e si occupa di derivati cartolarizzati quotati su mercati regolamentati. Approdato in Banca Caboto all'inizio del 2007 ha seguito, anche durante il processo di fusione Caboto-IMI, la gestione e l'implementazione della piattaforma dei Listed Products.

Se si chiedesse oggi ad un investitore quali sono le caratteristiche principali che vorrebbe vedere nel proprio investimento, le risposte potrebbero essere:

- Protezione (possibilmente integrale) del premio iniziale investito;
- Semplicità del payoff;
- Partecipazione alla performance del sottostante (azioni, indici, valute, commodities e panieri derivanti dalla loro combinazione);
- Mercato secondario trasparente ed efficiente.

Tutte queste caratteristiche sono tipiche dei Certificati Equity Protection che hanno goduto recentemente di molte attenzioni da parte degli investitori così come dalla stampa specializzata. Ed il successo di questa tipologia di prodotto è cresciuto tanto quanto più accentuato è stato il ribasso del mercato azionario.

I Certificates Equity Protection sono strumenti finanziari che consentono di adottare una strategia di investimento in grado di proteggere a scadenza, in tutto o in parte, il premio investito e di partecipare alla performance del sottostante di riferimento. I Certificates Equity Protection permettono d'investire con tranquillità anche in mercati soggetti a forte volatilità, in quanto il capitale è sempre protetto, in tutto o in parte, alla scadenza.

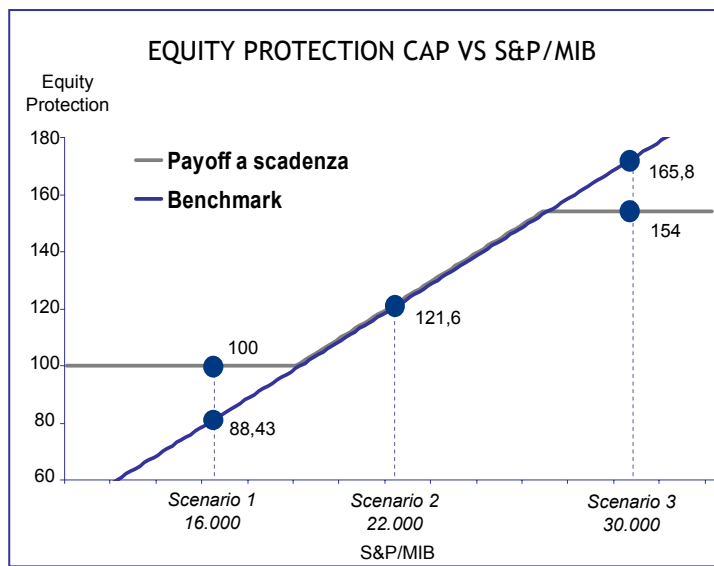
Sul mercato sono disponibili diverse tipologie di Equity Protection tra le quali le più note sono: Equity Protection Long, Equity Protection Long con Cap ed Equity Protection Short.

La differenza principale tra le prime due tipologie di certificati risiede nel fatto che nell'Equity Protection Long l'investitore

partecipa senza limiti ad eventuali rialzi del sottostante, mentre nella versione Equity Protection Long con Cap l'investitore beneficia degli eventuali rialzi, ma limitando il guadagno massimo ad un livello Cap prestabilito. Un profilo diverso ha il Certificato Equity Protection Short in quanto l'investitore possiede un'aspettativa di ribasso su un determinato mercato e desidera trarre profitto dalle eventuali performance negative, senza mettere a rischio il premio inizialmente investito.

Recentemente sul mercato sono stati emessi prevalentemente Certificati **Equity Protection con Cap** poiché, a fronte della rinuncia a performance fortemente positive, permettono all'Emittente di strutturare un certificato a capitale garantito anche in condizioni di mercato altamente volatili, con dividendi attesi in calo e tassi di interesse molto bassi. La strutturazione di Equity Protection senza Cap comporta, a parità di condizioni, la presenza di un fattore di partecipazione e/o una protezione del capitale inferiori rispetto alla versione con Cap.

A titolo esemplificativo, il grafico sotto riportato mostra l'importo di liquidazione del certificato Equity Protection con Cap su S&P/MIB, ISIN IT0004447303, recentemente quotato su SeDeX. Il Certificato presenta una protezione al 100%, un livello di protezione pari a 18.092, cap pari a 154%, multiplo pari a 0,005527 e scadenza pari al 30.01.2013.





Alla data di scadenza il valore dell'Equity Protection Long con Cap dipenderà dal valore dell'indice S&P/MIB rilevato alla medesima data. Di seguito sono illustrati i possibili scenari che si potrebbero verificare a scadenza.

Scenario 1.

A scadenza il livello dell'indice S&P/MIB è inferiore o uguale al livello di protezione.

Ipotizzando che il livello dell'indice sottostante sia pari a 16.000, (-11,57% dal livello iniziale) l'importo che verrà pagato è:

Se ha investito in Equity Protection Long con Cap.
Riceve il prezzo iniziale. 100 Euro
Se ha investito direttamente nell'Indice.
Riceve il valore dell'Indice. 88,43 (16.000*0,00527)

Scenario 2.

A scadenza il livello dell'indice S&P/MIB è superiore al livello di protezione (18.092) ma inferiore al livello Cap (27.861,68).

Ipotizzando che il livello dell'indice sottostante sia pari a 22.000 (+21,6%), l'importo che verrà pagato è:

Se ha investito in Equity Protection Long con Cap.
Riceve il prezzo iniziale più l'apprezzamento dell'Indice: $[18092 + (22.000 - 18.092) * 100\%] * 0,00527 = 100 + 21,6 = 121,6$ Euro
Se ha investito direttamente nell'Indice.
Riceve il valore dell'Indice. 121,6 (22.000*0,00527)

Scenario 3.

A scadenza il livello dell'indice S&P/MIB è superiore al livello Cap (27.861,68).

Ipotizzando che il livello dell'indice sottostante sia pari a 30.000 (+65,8%), l'importo che verrà pagato è:

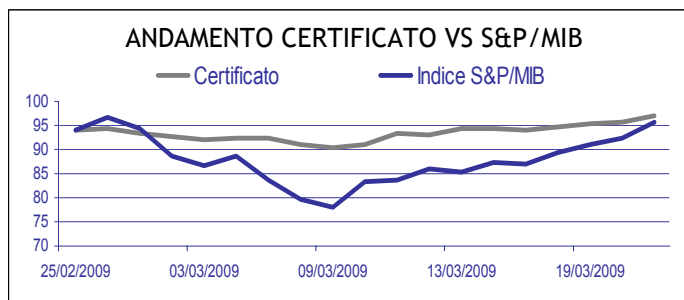
Se ha investito in Equity Protection Long con Cap.
Riceve il prezzo iniziale più l'apprezzamento dell'Indice con un limite massimo pari al livello Cap: $[18.092 + (27.861,68 - 18.092) * 100\%] * 0,00527 = 100 + 54 = 154$ Euro
Se ha investito direttamente nell'Indice.
Riceve il valore dell'Indice. 165,8 (27.861,68*0,00527)

Andando a monitorare concretamente l'andamento del prezzo del certificato Equity Protection con cap su S&P/MIB emergono chiaramente le caratteristiche positive che contraddistinguono questa tipologia di strumento.

Tra i vantaggi vi è ad esempio la possibilità di godere di una protezione del capitale anche in caso di diminuzione del sottostante, come è avvenuto negli ultimi mesi. Nel grafico di seguito riportato viene evidenziato l'andamento del Certificato confrontato con l'andamento dell'Indice sottostante dal primo giorno di quotazione (25/02/2009). Dal grafico di seguito riportato, risulta evidente come a fronte di una volatilità elevata del sottostante, il certificato ha mostrato un andamento lineare, contenendo le perdite e offrendo una protezione del premio investito in linea con le aspettative dell'investitore.

Un'altra caratteristica interessante dei Certificati Equity Protection è la possibilità di acquistare sul mercato secondario strumenti che quotano ad un livello inferiore al prezzo di rimborso (100 Euro). Si tratta di certificati che a scadenza proteggeranno parzialmente o totalmente il capitale nominale e che a causa della discesa del sottostante quotano sotto "100".

In questo caso l'investitore si garantisce a scadenza un rendimento certo seppur minimo. Ad esempio, nel caso del certificato su S&P/MIB, considerando una quotazione a 97 euro (17.03.09) e un arco temporale di circa 4 anni, l'investitore si garantisce un rendimento certo annuo pari a circa 0,75%.



Nella tabella di seguito vengono elencati alcuni equity protection (tutti con partecipazione 100%) attualmente in negoziazione su SeDeX che presentano quotazioni sotto "100".

SOTTOSTANTE	ISIN CODE	STRIKE	PROT.	CAP	BID	OFFER	SCADENZA
S&PMIB	IT0004447303	18092	100%	154%	96,9	97	30/12/2013
DJ EUROSTOXX	IT0004433915	2388,3	100%	127%	98,9	98,95	30/12/2011
S&P BRIC 40	IT0004411234	1463,21	90%	150%	96,7	96,9	30/09/2012
ENEL	IT0004448970	4,2513	95%	130%	96,7	96,95	16/12/2011
ENI	IT0004448988	16,6535	95%	125%	97,1	97,5	16/12/2011
GENERALI	IT0004448996	16,875	90%	125%	93,9	94,2	16/12/2011
S&P 500	IT0004440654	869,42	100%	132%	97,8	99	28/12/2012
S&PMIB	IT0004449036	18083,7	90%	130%	94,2	92,5	16/12/2011

Per concludere è importante ricordare il vantaggio fiscale che caratterizza i certificati rispetto ad altri strumenti assimilabili (come ad es ETF, Fondi). Acquistando un certificato, le eventuali plusvalenze possono essere compensate con minusvalenze già realizzate dagli investitori (in quanto si configurano come "redditi diversi"). Complice il brusco ribasso dell'ultimo anno, sono sicuramente numerosi gli investitori che vantano un poco invidiabile credito fiscale dovuto a perdite subite nel corso degli ultimi anni su azioni, Sicav e ETF di diritto estero o certificati.

Sito Internet: www.bancaimi.com
e-mail: infomercati@bancaimi.com
Numero verde: 800 99 66 99

Donato Finardi
Head of Listed Products
Banca IMI



ETFplus: il mercato degli ETF e ETC

I numeri e le news del mercato

Cifre Chiave – Feb 2009

N. contratti	140.785
Controvalore mln €	3.781
New Listing	11 ETF
N. Emittenti	12
N. Strumenti	303 ETF e 47 ETC

I più scambiati per controvalore

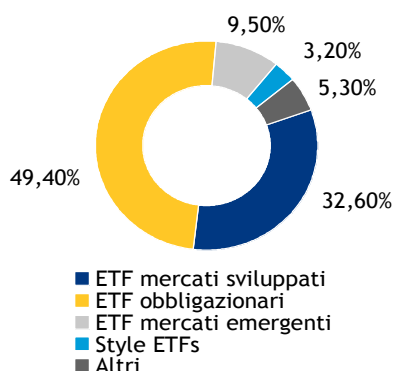
1. LYXOR ETF EURO CASH
2. SGAM ETF XBEAR S&P/MIB
3. DB X-TRACKERS SHORTDAX ETF
4. DB X-TRACKERS ETF DJ EURO STOXX 50 SHORT ETF
5. LYXOR ETF LEVDAX

I più scambiati per contratti

1. ETC CRUDE OIL ETFS
2. SGAM ETF XBEAR S&P / MIB
3. LYXOR ETF S&P / MIB
4. SGAM ETF LEVERAGED S&P / MIB
5. LYXOR ETF LEVDAX

ETF - AUM in Italia:

10,2 mld di €



ETFplus - superati i 300 ETF quotati

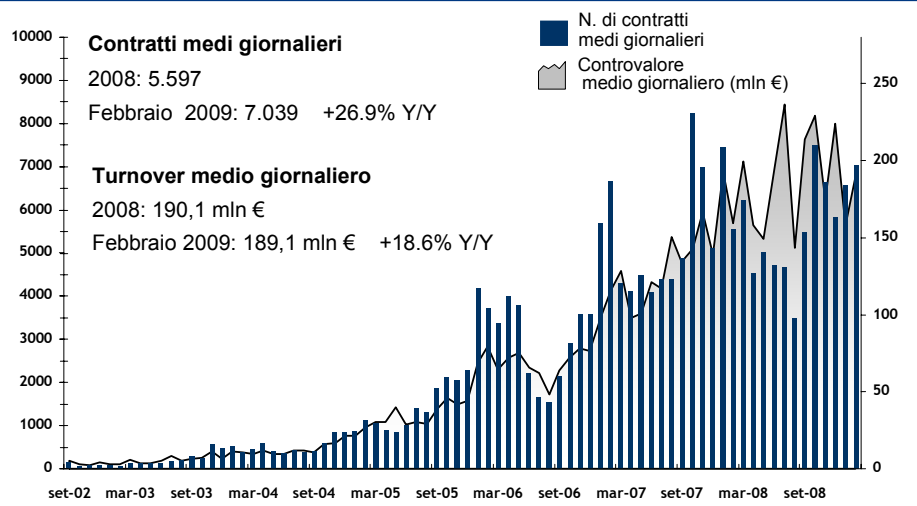
Nel mese di febbraio è stato raggiunto un nuovo importante traguardo da parte di Borsa Italiana: grazie agli 11 nuovi ETF entrati in quotazione, infatti, è stata infranta quota 300 ETF quotati sul mercato ETFplus portando il totale degli strumenti quotati ad oggi (tra ETF e ETC) oltre 350.

Nuove emissioni

Borsa Italiana nel mese di febbraio ha dato il benvenuto a 11 nuovi ETF di cui ben 9 di db x-trackers, 1 di Sgam Index S.A. ed 1 ETF di PowerShares. Db x-trackers ha espanso la sua offerta con 7 ETF indicizzati che replicano la performance di diversi indici fra cui l'MSCI AC Asia ex Japan TRN, l'MSCI Pacific ex Japan TRN e i più noti indici europei quali il Dow Jones STOXX 600 TR, il Dow Jones Euro STOXX 50 e il CAC 40 (per la prima volta sul mercato ETFplus). Il sesto ETF replica l'andamento dell'indice FX Hedged Deutsche Bank Liquid Commodity composto da un paniere di materie prime ed il settimo, il "db x-trackers II Global Sovereign EUR ETF", è invece composto dai titoli di debito pubblico emessi da paesi sviluppati il cui rating è classificato investment grade. I rimanenti 2 ETF sono strutturati di tipo short e replicano la performance degli indici FTSE 100 short e CAC 40 short.

Febbraio ha visto la quotazione anche di un nuovo ETF strutturato di Sgam Index S.A. che permette di ottenere, entro il tetto massimo del 200%, un'esposizione giornaliera inversa dell'indice Dow Jones Euro STOXX 50 Total Return e di un nuovo ETF di PowerShares che persegue l'obiettivo di replicare la performance dell'indice NASDAQ OMX Middle East North Africa.

Il 10 marzo, inoltre, sono entrati in negoziazione due nuovi ETF emessi da iShares, l'"iShares S&P Emerging Market Infrastructure" e l'"iShares € Covered Bond".



ETF: tecniche e modalità di replica dell'indice benchmark

Una valutazione comparata tra full replication, strategie di sampling e replica sintetica



Giovanna Zanotti

Professore associato di Economia degli Intermediari finanziari presso l'Università degli studi di Bergamo e professore presso SDA Bocconi, ha curato numerose pubblicazioni come "Can Mutual Funds Characteristics Explain Fees? (con M. Geranio)", *Journal of Multinational Financial Management*, 15 (2005), "Short term Interest rates volatility and Liquidity Risk in Stock Market Liquidity: Implications for Market Microstructure and Asset Pricing (con G. Gabbi e C. Caglio)", John Wiley and Sons Inc. 2008, Settembre 2007.

Gli ETF sono fondi, negoziati su un mercato di Borsa, la cui funzione è quella di replicare un indice, benchmark, sottostante. Da quando, nel 1993 furono quotati i primi ETF il mercato è cresciuto esponenzialmente. Alla fine di settembre 2008 si contavano worldwide 1300 ETF, gestiti da 105 società, quotati su 42 mercati e con un ammontare di asset under management pari a 805.200 milioni di dollari. Anche la gamma dei sottostanti in cui è possibile investire grazie agli ETF è cresciuta significativamente e copre oggi indici azionari, obbligazionari, di commodities, nonché indici customized (cioè appositamente costruiti) di tutto il mondo.

Comprando un ETF un investitore acquista uno strumento di replica passiva del benchmark di riferimento. Obiettivo del gestore di ETF è proprio quello di fare in modo che le performance del fondo siano il più possibile allineate a quelle del benchmark di riferimento o, detto in altri termini, di minimizzare il tracking error^[1].

Poiché però il gestore dell'ETF non può comprare direttamente il benchmark sottostante, ma al più i titoli che lo compongono, è interessante analizzare quali sono le modalità di replica adottate, quali i vantaggi e i costi associati a ciascuna di esse e quali le conseguenze derivanti dal fatto che i titoli del benchmark e dell'ETF possono essere in parte differenti.

Come può un gestore replicare fedelmente il benchmark? Il modo più semplice è quello di acquistare tutti i titoli inclusi nel benchmark in proporzione pari ai pesi che essi hanno nell'indice. Con questa modalità di replica, nota come full replication, e dato un benchmark value weighted, il gestore dell'ETF, una volta costituito il portafoglio iniziale dovrebbe in apparenza limitarsi

a lasciare inalterata la composizione dell'ETF: se un titolo aumenta di valore, la sua capitalizzazione cresce, e ciò determina un aumento del suo peso tanto nel benchmark quanto nell'ETF. Le performance dell'ETF e del benchmark dovrebbero sempre essere allineate.

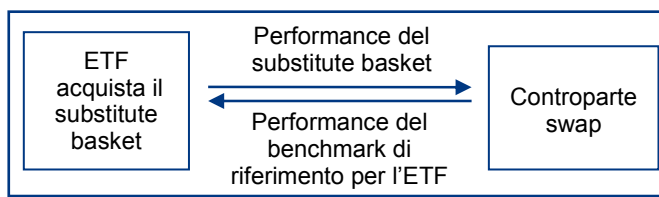
In realtà la full replication non è così semplice soprattutto nel caso in cui il benchmark sottostante sia costituito da un numero molto elevato di titoli o da titoli caratterizzati da una bassa liquidità. Un primo problema che il gestore incontra è legato al fatto che può non essere possibile replicare perfettamente i pesi percentuali che i titoli hanno nel benchmark se sul mercato dove i titoli sono negoziati sono imposti lotti minimi. Inoltre, anche immaginando di riuscire a replicare perfettamente il benchmark, il gestore dell'ETF si trova a dover effettuare ribilanciamenti periodici perché un titolo è uscito dall'indice, o perché un titolo entra nell'indice o perché i titoli in portafoglio pagano cedole o dividendi che devono essere reinvestiti. Le conseguenti operazioni di acquisto e vendita comportano costi di transazione che incidono sull'ETF (abbassandone le performance) e non sul benchmark. Nel caso di indici di riferimento costituiti da molti titoli, e quindi con un numero di ribilanciamenti elevato, o di benchmark con titoli poco liquidi, e quindi con alti differenziali denaro lettera, i costi di transazione derivanti dalle operazioni di ribilanciamento possono essere particolarmente elevati e ridurre le performance dell'ETF rispetto all'indice. Oltre alla composizione ci sono altre fonti di tracking error. Ad esempio i dividendi. Se il benchmark viene calcolato (come spesso avviene) nell'ipotesi che i dividendi pagati vengano immediatamente reinvestiti è chiaro che si genera una fonte di tracking error dal momento che nella realtà il processo di investimento è più lungo. In generale la full replication è efficace per indici costituiti da un numero non troppo elevato di titoli facilmente negoziabili (es. Nasdaq, FTSE100). La full replication è invece difficile da attuare nel caso di benchmark caratterizzati da un numero molto elevato di titoli (es. MSCI World) o dalla presenza di titoli poco liquidi (es. azioni di società a piccola o medio-piccola capitalizzazione).

Una seconda tecnica di replica è quella del sampling ovvero dell'acquisto di un campione (sample) di titoli scelti in modo da creare un portafoglio sufficientemente simile a quello del benchmark. Per il successo di questa strategia è fondamentale la modalità di selezione dei titoli. Una prima metodologia di

[1] Il tracking error è dato dalla differenza tra i rendimenti del fondo e i rendimenti del benchmark.

selezione è quella del **campionamento stratificato**, in base alla quale si suddivide il benchmark da replicare in gruppi di titoli e si selezionano alcuni titoli all'interno di ciascuno gruppo. Nel caso di benchmark azionari, ad esempio, i gruppi possono essere i settori industriali a cui i titoli appartengono. Si individua quanto ogni settore pesa nel benchmark e si selezionano i titoli in modo che sia rispettata la sua composizione settoriale. Per raffinare il campionamento si può utilizzare più di un criterio. Ad esempio, si potrebbe considerare oltre al settore la

capitalizzazione di borsa così da formare un numero limitato di titoli rispetto al benchmark ma che ne rispecchi la composizione per settori e per classi dimensionali. Questa tecnica di replica si basa



sull'idea che, se è possibile individuare le principali determinanti che spiegano il rendimento del benchmark (nell'esempio di prima il settore e la dimensione), allora, replicando nel fondo quelle stesse determinanti si dovrebbero ottenere rendimenti in linea con quelli del benchmark. Tecniche più sofisticate di sampling si basano sui **modelli multifattoriali**. In questi modelli il rendimento di un titolo può essere spiegato in funzione della sua esposizione a una serie di fattori secondo un'espressione del tipo:

$$r_i = a_i + b_{i1}F_1 + b_{i2}F_2 + b_{i3}F_3 + \dots + b_{in}F_n + e_i$$

dove i coefficienti a_i e $b_{i1}, b_{i2}, \dots, b_{in}$ sono costanti, $F_1, F_2, \dots, F_n$ sono i fattori che si ritiene spieghino l'andamento dei titoli azionari e e_i è un termine casuale che esprime la parte di rendimento del titolo non spiegabile con i fattori comuni. A titolo di esempio il modello multifattoriale probabilmente più famoso, quello di Fama e French (1993) spiega il rendimento dei titoli sulla base di tre fattori: il premio al rischio del mercato, la dimensione del portafoglio (small versus large), l'esposizione allo stile (value vs growth). Nella replica basata sui modelli multifattoriali, si individuano i fattori che si ritiene possano spiegare i rendimenti del benchmark e si costruisce un portafoglio con la stessa esposizione del benchmark ai fattori. E' facile intuire i principali limiti del sampling: perché la replica del benchmark sia efficace è necessario che i fattori individuati siano quelli davvero in grado di replicare il benchmark e che la relazione stimata fra i rendimenti dei portafogli dei fattori comuni individuati sia sufficientemente solida da un punto di vista statistico. D'altro canto, il metodo è sufficientemente semplice da applicare, e ciò rappresenta un pregio non irrilevante.

Negli ultimi anni accanto alle modalità tradizionali di gestione degli ETF (cash based) se ne è affiancata una nuova (swap-based) o a replica sintetica oggi di fatto molto utilizzata. Gli ETF swap-based cercano di replicare l'andamento del benchmark attraverso una strategia di investimento che prevede l'acquisto di un paniere di titoli (noto come substitute basket) e l'ingresso

in un contratto di swap con una controparte che riconosce all'ETF le performance del benchmark (si veda la figura sottostante). Questa soluzione garantisce che, al lordo delle commissioni, le performance dell'ETF e del benchmark siano sempre allineate. Inoltre, con questa modalità di replica, i rischi, i costi e le problematiche connesse al tracking dell'indice non gravano più sull'ETF, e quindi sull'investitore, ma sulla controparte swap che è in genere una banca appartenente al gruppo bancario che promuove l'ETF.

Nell'ETF swap based il rendimento del paniere sostituito non influisce sulle performance dell'ETF perché questo viene scambiato nel contratto di swap con la performance del

benchmark. In linea teorica il "paniere sostituito" potrebbe così anche completamente differire dall'indice di riferimento purché conforme ai requisiti di diversificazione imposti dalla UCITS III Directive.

A fronte di questi vantaggi gli ETF swap based espongono però agli investitori una fonte di rischio aggiuntiva rispetto agli ETF cash based: il rischio controparte. Nell'ipotesi di fallimento di tale controparte, lo swap non verrebbe onorato e nel caso il fondo abbia diritto di ricevere un flusso monetario, potrebbe incorrere in una perdita pari a tale entità. La normativa UCITS III pone un limite all'investimento in strumenti derivati (quindi anche in swap) da parte dei fondi: non più del 10% del NAV per singola controparte. Questo implica che il valore di ciascuno swap è limitato ad un massimo del 10% del NAV del fondo e nel caso siano previsti più swap providers è possibile realizzare una certa diversificazione del rischio controparte. Inoltre tutte le società che gestiscono ETF swap based hanno regole precise che stabiliscono come intervenire nel caso in cui il limite del 10% sia avvicinato o superato durante il giorno di negoziazione.

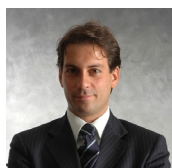
E' chiaro comunque che, soprattutto in un momento come questo caratterizzato da una forte percezione del rischio controparte da parte degli investitori, la considerazione di tale rischio può diventare importante.

In conclusione, si è potuto verificare quanto risulti difficile costruire un ETF che rispecchi integralmente la composizione del sottostante e, anche quando ciò sia possibile, esistano fonti di tracking error. Quanto alle altre metodologie di replica è bene per l'investitore conoscere quale effettivamente viene adottata dal fondo scelto. Solo così è possibile avere una quadro esaustivo delle caratteristiche, dei vantaggi, dei possibili rischi e anche delle performance connesse all'acquisto dell'ETF.

Giovanna Zanotti,
Prof. Associato di Economia degli Intermediari Finanziari
Università degli Studi di Bergamo

Cresce l'interesse verso gli ETF obbligazionari

Previsti 200 miliardi di asset under management a livello mondiale entro il 2011



Emanuele Bellingeri

Emanuele Bellingeri è Head of Sales per l'Italia di iShares, gruppo Barclays Global Investors. Bellingeri dopo la laurea in Economia inizia la sua carriera nell'area commerciale di Credit Agricole Asset Management per poi passare in Merrill Lynch Investment Managers nel team di business development. Prima di approdare in BGI ha lavorato per 4 anni in Invesco dove ricopriva la carica di Responsabile Clienti Professionali.

Lanciati per la prima volta nel 2000, gli ETF a reddito fisso sono cresciuti sostanzialmente nel corso degli ultimi due anni. Ciò è vero sia per quanto riguarda gli asset in gestione ed il numero di emittenti, sia per le asset class disponibili e i volumi delle negoziazioni.

Esistono diversi fattori che contribuiscono a tale crescita; in primo luogo le case di gestione degli ETF si stanno impegnando molto nell'approfondire i benefici offerti da tale tipo di investimento. In secondo luogo riteniamo che gli investitori, soprattutto in presenza di mercati particolarmente volatili, stiano effettivamente comprendendo e accettando i vantaggi principali offerti dagli ETF a reddito fisso: il basso costo, la trasparenza, la liquidità e la loro facilità d'uso.

Durante gli ultimi anni si è assistito a una forte crescita di quest'asset class ed è dunque possibile ritenere che questo processo sia solo l'inizio, ed è inoltre ragionevole pronosticare quasi un raddoppio degli asset in gestione degli ETF a reddito fisso, con una previsione di 200 miliardi di dollari a livello mondiale entro il 2011.

Ci sono numerosi fattori che danno impulso a questa crescita: una considerevole domanda di asset a reddito fisso, un numero maggiore di provider e utilizzatori di ETF che sta entrando nel mercato, nonché l'incremento dell'interesse dei market-maker di ETF ad operare con gli ETF obbligazionari, il che a sua volta servirà a ridurre gli spread e ad attrarre un maggior numero di investitori.

Per quanto riguarda l'esposizione, è possibile notare una domanda maggiore di prodotti globali che diversificano fra valute e differenti asset class del reddito fisso.

Molti investitori non hanno bisogno di essere convinti del motivo per cui gli ETF azionari sono ottimi strumenti d'accesso al 'beta', quando li si paragona ai tradizionali fondi azionari o all'acquisto diretto di singole azioni e, affrontando il medesimo argomento per gli ETF obbligazionari e facendo paragoni simili, i clienti arrivano spesso alla stessa conclusione.

Mai come oggi le questioni relative alla diversificazione, la trasparenza e i costi sono state altrettanto importanti. I clienti apprezzano inoltre la possibilità di poter cambiare rapidamente la composizione dei loro portafogli, via via che la loro prospettiva del mercato cambia. Da notare inoltre è la flessibilità notevolmente maggiore degli ETF rispetto ai fondi comuni, di poter essere negoziati durante l'intera giornata e non solo una volta al giorno: si possono infatti eseguire contrattazioni ai prezzi di mercato quando lo si desidera evitando il problema della sottoscrizione/rimborso al buio al NAV di fine giornata.

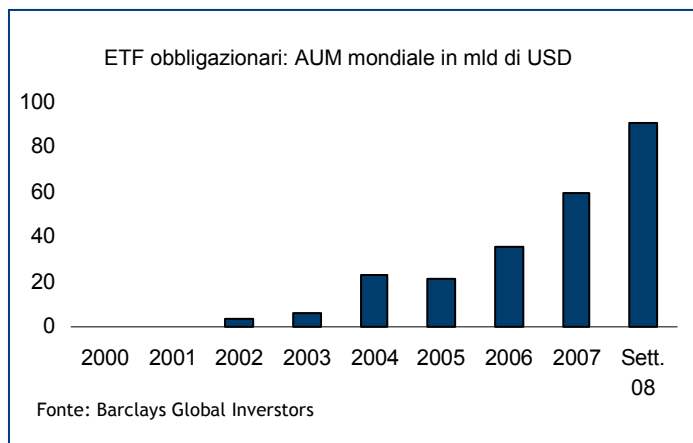
La possibilità di negoziare un'intera asset class con una singola negoziazione forma le basi della proposta ETF e l'aumento della volatilità dei mercati ha reso tale fattore una caratteristica inestimabile.

Gli investitori inoltre accettano sempre più il nostro metodo di gestione dei portafogli, ovvero di replica fisica dei nostri ETF a reddito fisso, tenuti in gestione presso conti segregati. Anche il fatto di pubblicare giornalmente, sul nostro sito web, i dati esatti dei fondi, compreso il quantitativo posseduto d'ogni singola obbligazione ha effettivamente aiutato i clienti ad apprezzare appieno la natura di questi investimenti.

Si dovrebbe notare che gli ETF a reddito fisso rappresentano una finestra che si affaccia sui mercati sottostanti. Se c'è stress nel mercato delle singole obbligazioni, un ETF di solito non viene negoziato altrettanto efficientemente rispetto ai periodi in cui le condizioni sono più normali. Ciò non significa che il



modello dell'ETF non sia efficiente, significa piuttosto che un Exchange Traded Fund può essere tanto efficiente solo quanto lo è il suo mercato obbligazionario sottostante.



Per quanto riguarda i flussi, abbiamo visto una forte domanda di fondi composti da cash bond e titoli di stato. Ciò è successo in seguito alla tendenza generale del mercato alla riduzione del rischio. E' interessante notare come vi sia ancora un interesse

all'acquisto degli ETF iShares su corporate bond, a questi elevati livelli di yield, come investimenti più a lungo termine.

Con il crescente interesse degli investitori per accedere a prodotti obbligazionari liquidi e trasparenti, iShares ha sviluppato una vasta gamma di ETF con esposizione a titoli corporate (iShares € Corporate Bond e iShares \$ Corporate Bond), governativi (iShares € Government Bond 1-3, iShares € Government Bond 3-5, iShares € Government Bond 7-10, iShares € Government Bond 15-30, iShares FTSE UK All Stocks Gilt, iShares \$ Treasury Bond 1-3, iShares \$ Treasury Bond 7-10), covered (iShares € Covered Bond e iShares eb.rexx Jumbo Pfandbriefe (DE) e legati all'inflazione (iShares € Inflation Linked Bond e iShares \$ TIPS).

Le aree geografiche coperte vanno dall'area Euro alla Gran Bretagna fino agli Stati Uniti. La gamma di prodotti offre la flessibilità di personalizzare la propria strategia di investimento anche scegliendo tra scadenze a breve, medio o lungo termine. Inoltre il pricing è davvero competitivo rispetto ad altre forme di investimento obbligazionario, con TER (total expense ratio, cioè le spese di gestione del fondo totali) tra 0,095% e 0,25%.

Emanuele Bellingeri
Head of Sales, iShares Italia



MOT - il mercato dei titoli di stato e delle obbligazioni

I numeri e le news del mercato

Cifre Chiave: Gen-Feb 2009

Titoli di Stato

N. contratti	595.591
Controvalore mln €	39.195,9
N. strumenti	96

DomesticMOT

N. contratti	81.543
Controvalore mln €	1075,7
N. strumenti	274

EuroMOT

N. contratti	31.590
Controvalore mln €	1012,9
N. strumenti	200

Le banche e la crisi: gli strumenti per il rafforzamento del patrimonio

In questa fase di profonda crisi si sente spesso parlare della necessità di rafforzamento del patrimonio da parte delle banche.

A tal fine, stanno acquisendo un ruolo di primo piano nell'offerta di strumenti finanziari all'investitore retail le obbligazioni bancarie subordinate (cd. LOWER TIER II): generalmente di tipo *Plain Vanilla*, sono annoverate nel patrimonio supplementare* dell'emittente entro i limiti stabiliti da Banca d'Italia. Prevedono che il rimborso del capitale, in caso di liquidazione, avvenga solo dopo che gli altri creditori non ugualmente subordinati siano stati soddisfatti. Hanno una scadenza pari o superiore ai 5 anni e generalmente rimborsano con ammortamento nei 5 anni precedenti la scadenza del prestito. L'emittente può prevedere il rimborso anticipato dello strumento, previa autorizzazione della Banca d'Italia.

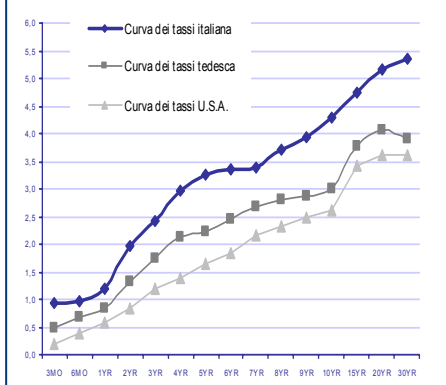
Altra tipologia di strumenti utile per l'obiettivo è rappresentata dagli "strumenti ibridi di patrimonializzazione". Anche noti come "UPPER TIER II", prevedono in caso di andamento negativo della gestione che l'emittente possa sospendere il pagamento degli interessi. Inoltre, in caso di perdite di bilancio che determinano una diminuzione del capitale versato e delle riserve al di sotto del livello minimo di capitale previsto per l'autorizzazione all'attività bancaria, gli interessi maturati e le somme rivenienti dalle suddette passività possono essere utilizzati per far fronte alle perdite e consentire all'emittente di continuare l'attività. La scadenza, se definita, non può essere inferiore a 10 anni ed il rimborso del capitale avviene previa autorizzazione di Banca d'Italia. In caso di liquidazione dell'emittente, il rimborso di tali strumenti è successivo al soddisfacimento dei creditori non ugualmente subordinati.

Un'ulteriore categoria, infine, è data dagli "strumenti innovativi di capitale" (cd. TIER I); tra le peculiarità, si evidenzia la possibilità di non corrispondere interessi ai detentori dei titoli se, nell'esercizio precedente, l'emittente o la sua controllante non ha registrato profitti distribuibili e/o non ha pagato dividendi ordinari e di risparmio agli azionisti. Qualora gli interessi non siano pagati, il diritto alla remunerazione è perso definitivamente. Gli strumenti sono irredimibili e possono prevedere facoltà di rimborso da parte dell'emittente non prima che siano trascorsi 10 anni dall'emissione, e comunque previa autorizzazione di Banca d'Italia. In caso di liquidazione dell'emittente, il rimborso di tali strumenti, privilegiato solo rispetto agli azionisti, è successivo al soddisfacimento di tutti gli altri creditori.

Come si può evincere, il rischio dell'investimento cresce all'aumentare del grado di subordinazione dello strumento. Pertanto, sono generalmente premiati con un più elevato tasso di remunerazione.

Per ulteriori approfondimenti si rinvia alle "Istruzioni di vigilanza" e alle "Nuove disposizioni di vigilanza per le banche" di Banca d'Italia.

CURVE DEI TASSI



Fonte Borsa Italiana – dati aggiornati a gennaio - febbraio 2009

* Il patrimonio supplementare, insieme al patrimonio di base, costituisce il patrimonio di vigilanza delle banche.

I vantaggi della periferia

In un contesto di mercato che rimane favorevole ai titoli governativi, i BTP rappresentano una buona opportunità d'investimento



Chiara Manenti

Strategist di reddito fisso presso l'Ufficio Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo. In particolare si occupa del mercato obbligazionario governativo e del mercato monetario. Cura la pubblicazione delle note di strategia di Fixed Income per Banca IMI. In precedenza ha svolto presso l'Ufficio studi di Caboto attività di macroeconomista, occupandosi per molti anni di finanza pubblica italiana ed europea. Ha conseguito una laurea in Discipline Economiche e Sociali presso l'Università Bocconi.

L'economia mondiale continuerà ancora per mesi a restare nella morsa della recessione, che rappresenta il tema dominante per il mercato obbligazionario. I dati macroeconomici pubblicati negli ultimi mesi negli Stati Uniti sono stati pesantemente negativi e il consenso degli analisti indica l'attesa di una contrazione del Pil degli Stati Uniti del 2.8% nel 2009. Purtroppo le attese di un calo dell'attività economica per buona parte del 2009 non sono circoscritte agli Stati Uniti: il consenso stima un calo del Pil in tutti i paesi del G7 per tutta la prima parte del 2009 ed, in alcuni casi, per l'intero anno. Se è indubbio che lo scenario di crescita resterà recessivo ancora per mesi, un nuovo fattore catalizzerà l'attenzione del mercato, l'inflazione. Il mercato ha già in parte

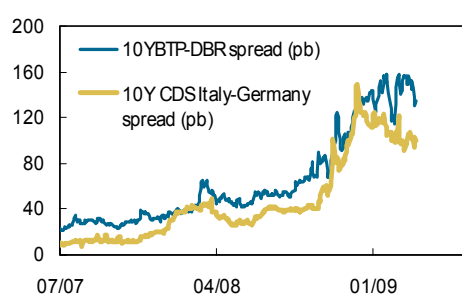
scontato il proseguimento della discesa dell'inflazione, ma i dati d'inflazione tendenziale della parte centrale dell'anno avranno anche un segno negativo ed inaugureranno, in molti paesi, una vera e propria stagione di disinflazione. I titoli di stato in euro e in dollari non potranno fare altro che beneficiare ulteriormente di uno scenario in cui alla bassa crescita si sommeranno timori di deflazione. Ulteriore elemento di supporto al mercato sarà l'azione diretta delle banche centrali: Banca d'Inghilterra e Federal Reserve hanno di recente

annunciato imponenti programmi di riacquisto di titoli di stato al fine di immettere ulteriore liquidità nel sistema finanziario. La BCE non ha ancora aperto questa nuova frontiera di interventi espansivi e sul mercato obbligazionario europeo, l'ingente quantità di titoli offerta sul mercato primario ha diffuso timori di una correzione al rialzo dei rendimenti. E' innegabile che la crisi finanziaria e la recessione in corso abbiano generato un consistente aumento delle necessità di finanziamento dei vari governi, che si trovano a fronteggiare un aumento del deficit pubblico a causa degli interventi di sostegno al sistema finanziario nonché del calo delle entrate fiscali indotto dal rallentamento del ciclo. Ma alla resa dei conti le pressioni dal lato dell'offerta non sembrano essersi rivelate fino ad ora determinanti sulla direzione dei tassi, come conferma il fatto

che le aste di mercato primario vengono sottoscritte agevolmente dagli investitori.

Per esempio, sia l'Italia sia la Grecia stanno chiudendo il primo trimestre avendo già raccolto sul mercato primario una quota consistente di quanto necessario nell'intero anno. L'Italia ha scelto di proseguire con la politica di estrema flessibilità di offerta adottata già a fine dello scorso anno: l'introduzione di un range di offerta per i diversi strumenti e le riaperture di vecchi titoli unitamente ai benchmark hanno permesso al Tesoro di raccogliere 155 mld di euro nel primo trimestre rispetto a 134 mld di euro nel primo trimestre del 2008. Nonostante la buona performance dei collocamenti sul mercato primario, i titoli governativi dei paesi periferici dell'Area euro sono stati penalizzati dall'aumento generalizzato del rischio di credito. Gli spread di rendimento tra i paesi ad alto e basso rating dell'area euro hanno segnato nuovi massimi ma, mentre nella prima parte di questo movimento, i mercati dei titoli di stato e dei credit default swap (CDS) hanno dato segnali equivalenti, nel corso dell'ultimo mese i differenziali tra CDS su Germania e paesi a basso rating, come Italia e Grecia, si sono chiusi, mentre gli spread di rendimento sui titoli sono rimasti sui massimi.

Il CDS Germania è passato infatti da 50 punti base (pb) a fine 2008 agli attuali 85pb, mentre i CDS su Italia sono saliti da 160pb a 185pb. Da sottolineare comunque che, rispetto agli scenari apocalittici di rottura o uscita di paesi dall'euro, il



mercato non si è mai spinto fino a prezzare questa eventualità concretamente: a testimonianza di ciò le curve degli spread per scadenza hanno sempre mantenuto un'inclinazione positiva. Nel medio termine riteniamo che la divergenza tra i movimenti dei CDS e dei titoli governativi verrà chiusa, con una riduzione degli spread di rendimento dei paesi a basso rating contro Germania. In particolare i BTP potranno ridurre il loro differenziale contro Bund dagli attuali 130pb a

90pb sul benchmark decennale. Oltre a posizioni in acquisto di BTP a lunga scadenza, risultano interessanti anche posizioni di acquisto di BTP su segmenti di curva più brevi, a 3-4 anni, che beneficiano di un ampio "roll-down", ossia il vantaggio dato dall'accorciamento della vita residua di un titolo il cui rendimento "scorre" verso il basso lungo una curva dei rendimenti per scadenza molto inclinata. Avere una curva dei rendimenti per scadenza con una elevata inclinazione positiva, come è oggi il caso per i BTP, significa che due titoli con vita residua che differisce di poco, hanno invece un'ampia differenza di rendimento. Assumendo che la forma della curva dei rendimenti resti invariata, la vita residua di un titolo diminuisce con il passare del tempo e di conseguenza il suo rendimento si riduce e il suo prezzo aumenta. Questa variazione è tanto più grande quanto più è inclinata la curva dei rendimenti.



Borsa Italiana
London Stock Exchange Group

Redazione Inside Markets

IDEM - Gabriele Villa, Melissa De Sanctis

ETFplus - Silvia Bosoni, Demis Todeschini

SeDeX - Emanuele Grasso

MOT - Carlo Gussoni, Anna Marucci, Enrico Sobacchi

inside.markets@borsaitaliana.it

Borsa Italiana - London Stock Exchange Group

Piazza degli Affari, 6

20123 Milano

© Marzo 2009 - Borsa Italiana.
Tutti i diritti sono riservati.

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

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

I marchi Borsa Italiana, Expandi, IDEM, MOT, MTA, MTF, STAR, SeDeX, All STARS, MIB, MIB 30, MIBTEL, MIDEX, IDEX, ITEX, Bit Club, Academy, MiniFIB, DDM, EuroMOT, Market Connect, NIS, nonché il marchio figurativo costituito da tre losanghe in obliquo sono di proprietà di Borsa Italiana S.p.A.

Il marchio S&P è di proprietà di Mc Graw-Hill Companies Inc.

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

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

La società Borsa Italiana è sottoposta all'attività di direzione e coordinamento di London Stock Exchange Group plc. Le società controllate da Borsa Italiana sono sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di Borsa Italiana S.p.A. e di London Stock Exchange Group plc.

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

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