

Settembre 2009 | Numero 5 | **newsletter bimestrale**

IN QUESTO NUMERO

Copertina		1
IDEM	I numeri e le news del mercato	2
	Ritorna la Trading Online Expo	3
	Classi di volatilità	4-6
SeDeX	I numeri e le news del mercato	7
	Puntare sui mercati azionari con maggior tranquillità	8-9
	L'Oil Booster Certificate di Société Générale	10-11
ETFplus	I numeri e le news del mercato	12
	Gli ETF e la quotazione in Borsa	13-14
	Investire sulle materie prime con gli ETC	15-17
MOT	I numeri e le news del mercato	18
	Il boom del mercato obbligazionario	19-20
Contatti		21

PRIMO PIANO

Market View

Da fine luglio è proseguito il rally dei mercati azionari mondiali: S&P500 +12%, Dax +11% e Bovespa +14%.

L'aumento dell'appetito al rischio sull'azionario si è tradotto in un'ulteriore compressione dei differenziali di rendimento tra titoli obbligazionari corporate ed emergenti rispetto a quelli governativi: Itraxx euro -40 bps e Brasile 10yr\$ - 70bps.

La corsa al posizionamento di rischio da parte degli investitori istituzionali, dopo l'incertezza del periodo marzo-giugno, ha privilegiato l'euro e lo Yen contro il \$ (come valute) e soprattutto le materie prime: Euro contro Dollaro + 4%, Yen contro Dollaro +4,74% e Crb (indice delle materie prime di Chicago) + 4%.

Possiamo sintetizzare quanto avvenuto negli ultimi due mesi come un piccolo 'capolavoro' della Fed: Bernanke ha convinto il mercato sulla necessità di bassi tassi di interesse a breve e ha permesso, con la liquidità iniettata a marzo, di vedere i profitti delle imprese raggiungere un piccolo record di sorprese positive nel secondo trimestre.

Il clima americano ha contagiato quello europeo con un costante miglioramento dell'indice di fiducia IFO.

I prossimi due mesi saranno un banco di prova per la Fed e la Bce: il clima di riavvio macro può continuare anche nel 2010?

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

EDITORIALE

Il consolidamento del quadro macroeconomico è proseguito nel periodo tra luglio e settembre. Se nel secondo trimestre dell'anno, Francia, Germania e Giappone avevano già fatto segnare il primo progresso del Pil su base congiunturale da oltre un anno a questa parte (+0,3% le due economie europee e +0,6% quella asiatica), la diffusione delle statistiche per il terzo trimestre dovrebbe confermare che la recessione è finita anche negli Stati Uniti, l'area euro e l'Italia. Un importante contributo è venuto dal commercio mondiale, grazie alla ripresa della domanda dai paesi asiatici e dalla Cina in particolare. E' questo uno degli elementi fondamentali per la sostenibilità della ripresa nelle economie avanzate, dove la perdita di occupazione e il processo di aggiustamento della propensione al risparmio mantengono particolarmente debole la domanda interna. Il miglioramento dell'outlook è confermato dalla revisione al rialzo delle stime di crescita per il 2010. Per gli Stati Uniti si prevede una crescita annua del Pil del 2,4%, in Giappone e nell'area euro la crescita dovrebbe attestarsi al 1,5% e 1,0% rispettivamente, mentre per l'economia italiana le previsioni puntano ad un ben più modesto 0,5%. Previsioni più ottimistiche sugli utili delle imprese hanno continuato ad alimentare la fiducia degli investitori e ad accrescere la propensione al rischio. Tutti i principali indici azionari sono in crescita rispetto all'inizio anno, dal 14,6% del FTSE100 al 19,0% del DJEuroStoxx, con l'indice FTSE MIB che è progredito del 18,7%. E' d'obbligo tuttavia adoperare una certa prudenza, la solidità della ripresa e il mantenimento del trend del mercato azionario dipenderanno da quanto le economie saranno in grado di fare fronte al venir meno dei sostanziosi stimoli implementati dalle autorità monetarie e fiscali negli ultimi 18 mesi.

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 – Ago 2009

N. contratti	2 293 316
Controvalore ml €	48 737
Open interest	5 037 530

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

MIBO	1,15
UNICREDIT	1,34
GENERALI	0,70
INTESA SANPAOLO	0,57
ENEL	1,38
FIAT	1,31
TELECOM ITALIA	1,26
ENI	1,33
BMPS	0,43
STMICROELECTRONICS	0,63
SNAM RETE GAS	2,27

K factor su Mediobanca

Con riferimento agli Avvisi di Borsa Italiana n. 14764 e 14765 del 23 settembre 2009, si comunica che il coefficiente K per la rettifica dei contratti di opzione e futures su azioni Mediobanca è pari a 0,933788 e il lotto rettificato è pari a 535 azioni.

Le nuove serie di opzioni e futures su azioni Mediobanca che sono entrate in negoziazione il 28 settembre 2009 hanno mantenuto il lotto pari a 500 azioni.

K factor Parmalat

Con riferimento agli Avvisi di Borsa Italiana n. 12554 e 12555 del 3 agosto 2009, si comunica che il coefficiente K per la rettifica dei contratti di opzione e futures su azioni Parmalat è pari a 0,978588. Il lotto rettificato per i contratti di opzione e futures su azioni Parmalat è pari a 1022 azioni.

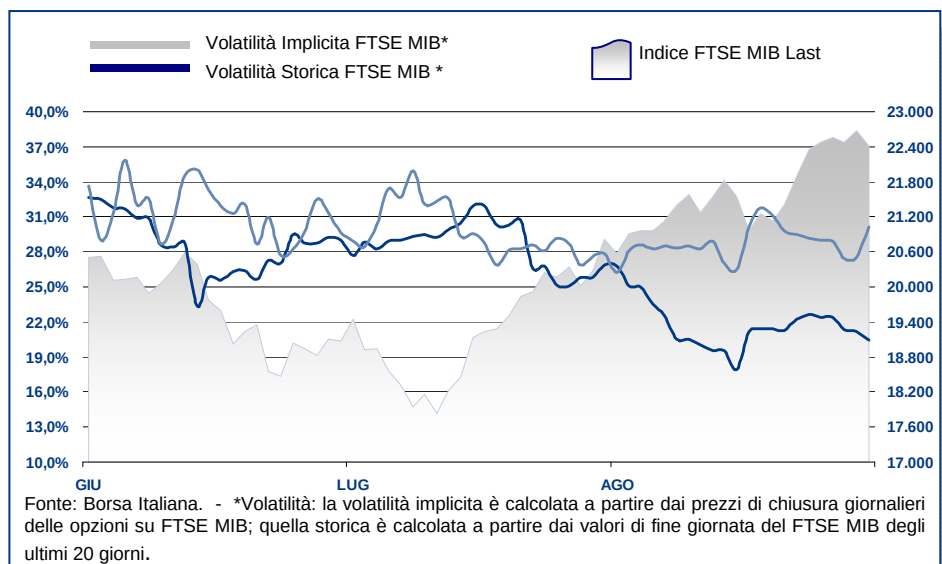
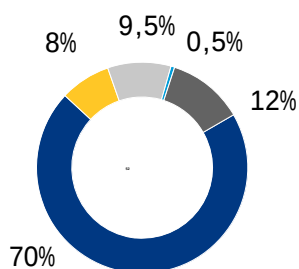
Le nuove serie di opzioni e futures su azioni Parmalat che sono entrate in negoziazione dal 21 settembre 2009 hanno mantenuto il lotto pari a 1000 azioni.

Raggruppamento su azioni Tiscali

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 incide sul prezzo di esercizio, sul prezzo di chiusura giornaliero e sul lotto oggetto dei contratti di opzione e futures su azioni ordinarie Tiscali come descritto negli Avvisi di Borsa Italiana n. 14167 e n. 14168 del 9 settembre 2009.

A partire dal 14 settembre 2009 i contratti di nuova generazione hanno un nuovo lotto minimo pari a 100 azioni ordinarie Tiscali.

N. Contratti





Ritorna la Trading Online Expo

Palazzo Mezzanotte 29 e 30 Ottobre 2009

La vetrina di Borsa Italiana dedicata al mondo del trading e dell'investimento on line compie sette anni.

Un'occasione unica per comprendere i processi decisionali di chi opera quotidianamente sui mercati per professione e per valutare le funzionalità delle diverse piattaforme di trading.

Sempre aperta a novità e sempre attenta nell'offerta di contenuti mirati, la Trading Online Expo dello scorso anno ha battuto ogni record, contando più 3.500 partecipanti in due giornate.

Tali numeri confermano che la "Trading Online Expo" si afferma sempre più come il canale di collegamento tra intermediari e clientela retail ma non solo: la presenza di operatori professionisti del risparmio quali promotori finanziari, private bankers, gestori di portafoglio e canali universitari è sempre più consistente.

La manifestazione si svolgerà, come ogni anno, presso Palazzo Mezzanotte, sede di Borsa Italiana, in due giornate di mercato aperto, 29 e 30 Ottobre.

Un'occasione per gli attori economici di offrire i propri prodotti e servizi ma, soprattutto, un'occasione per i singoli visitatori di incontrare i maggiori broker on line, emittenti e società legate al mondo della finanza ed entrare nel vivo del mercato attraverso le simulazioni in real time.

L'area espositiva sarà situata, come ogni anno, nel Parterre di Palazzo Mezzanotte (ex sala "alle grida") e nell'area scavi situata nell'Underground (piano interrato), mentre i seminari si svolgeranno nelle diverse sale convegni e balconate laterali (piano ammezzato).

Anche in questa edizione sarà possibile assistere a molteplici seminari e convegni organizzati da espositori, esperti di settori e da Borsa Italiana.

La novità di quest'anno è l'Equity Trading, un pomeriggio dedicato al trading insieme ad alcuni dei maggiori trader del panorama nazionale, per comprendere le tendenze e le correlazioni dei diversi mercati.

Ecco gli espositori e partner confermati che saranno presenti:

Directa, Fineco, Sella.it, IW Bank, WeTrade, We Bank, Banca Aletti, Banca IMI, IG Markets, CMC Markets, Activtrades, Unicredit Group, Société Générale, iShares, Deutsche Bank, Saxo Bank, Sal. Oppenheim, RBS, Interactive Brokers, Traderlink, Nuovi Investimenti, Credit Suisse, ETF Securities, Twice Sim, Trading Library, Finanzaonline.com, Finanza.com, Certificati e Derivati, Siat, Le fonti, Hedge, Advisor, ETFconsulting, Viani Editore.

Per maggiori informazioni visitate il sito www.borsaitaliana.it/tol

Non fare l'orso, inseguì il toro.
Vieni alla TRADING ONLINE EXPO 2009

7ª edizione

Milano, 29 e 30 ottobre

Data: 29 e 30 ottobre 2009

Luogo: Palazzo Mezzanotte - Congress and Training Centre

Indirizzo: Piazza Affari 6, Milano

Per maggiori informazioni: www.borsaitaliana.it/tol





Classi di volatilità

..ovvero i quattro volti dei mercati finanziari



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).

In questi lunghi mesi di incertezza sui mercati finanziari abbiamo assistito a situazioni a dir poco al limite è, soprattutto, si è notato come troppe volte anche gli addetti ai lavori si sono fatti prendere la mano oltre che dagli eventi, anche dalla volatilità che ne è scaturita. Tuttavia anche durante questa crisi secolare non è accaduto nulla che gli strumenti della finanza quantitativa non sapessero spiegare. Semmai l'errore (soprattutto degli investitori istituzionali che hanno perso ingenti capitali) è stato quello di sottovalutare la possibilità che una crisi dell'intero sistema finanziario spingesse la volatilità dei mercati oltre i livelli entro i quali essa normalmente si mantiene. Pertanto ciò che è avvenuto non era del tutto prevedibile, ma perlomeno lo era il meccanismo che ha concretamente prodotto i danni, cioè la volatilità anomala dei prezzi di mercato. Non è certo questa la sede per riflettere sull'adeguatezza dei criteri contabili in vigore ed applicati dalle banche per valutare i propri investimenti. È invece la sede per riflettere in maniera semplice ma efficace su quello che accade sui mercati quando, oltre al trend, cambia anche la volatilità. Per fare questa riflessione è necessario suddividere gli scenari che si possono incontrare sulle piazze finanziarie in base al livello della volatilità (cioè alta e bassa) ed all'andamento dei prezzi (cioè in trend o non in trend). In questo modo è possibile delineare quattro scenari che, sia pure in maniera generica, raggruppano tutto quanto può accadere sui mercati regolamentati. Ed è proprio per capire questo che ora passiamo in rassegna ciascuno di questi scenari.

Situazione 1: Mercato in trend e bassa volatilità

Questa è una buona situazione, poiché consente guadagni forse limitati, ma a basso rischio. Non è purtroppo uno scenario che si incontra molto spesso sui mercati poiché in, genere, o non succede nulla, oppure succede qualcosa che spesso fa muovere i prezzi in maniera fin troppo violenta.

Quando invece la variazione è più contenuta ma ben delineata, occorre certamente più pazienza per realizzare profitti interessanti, ma la riduzione del rischio è così importante da compensare lo sforzo in termini di attesa. Questa è senz'altro la situazione ideale per l'investitore, perché chi investe si pone un orizzonte temporale non certamente breve ed a quel punto il dover attendere non è nulla di fronte al beneficio di rischiare poco. La speculazione, invece, può incontrare qualche difficoltà, specie se la crescita è particolarmente lenta. In quel caso i segnali di ingresso sul mercato non sono mai molto chiari e lasciano sempre molti dubbi. Inoltre lo speculatore è colui che accetta il rischio, poiché lo sa gestire abbastanza bene, ma in cambio vuole dei guadagni abbastanza veloci. Difficilmente agli speculatori, almeno quelli più aggressivi, piace doverci mettere troppa pazienza. Essi temono infatti che possono verificarsi eventi rari ma molto gravi, i quali, data la forte esposizione con cui normalmente viene effettuata la speculazione, possono provocare danni molto pesanti al capitale finanziario, costringendoli addirittura ad interrompere la loro attività di compravendita. Perciò essi amano i guadagni relativamente veloci, quelli da seguire con attenzione costante e da saper interrompere prontamente quando è necessario.

Situazione 2: Mercato non in trend e bassa volatilità

Questa, per quanto possa sembrare paradossale, è una situazione di equilibrio per i mercati finanziari, cioè uno scenario nel quale non vi è alcun motivo perché il prezzo vari significativamente rispetto ai suoi livelli attuali. Infatti come funzionano i mercati finanziari? Esattamente come qualsiasi altro libero mercato, ovvero seguendo la legge della domanda e dell'offerta. Cosa dice questa legge? Dice che quando domanda ed offerta non vanno d'accordo, una delle due deve modificare il prezzo a cui è disposta ad effettuare lo scambio.

Quando invece nessuna delle due parti deve modificare le proprie condizioni, o non avvengono affatto degli scambi (situazione improbabile sui mercati finanziari), oppure il prezzo è considerato più o meno quello giusto.



È chiaro che in un mercato speculativo è difficile immaginare che il prezzo può sostare per molto tempo senza mostrare variazioni significative, tuttavia per periodi limitati di tempo è possibile assistere ad un suo movimento piuttosto contenuto.

Situazione 3: Mercato in trend ed alta volatilità

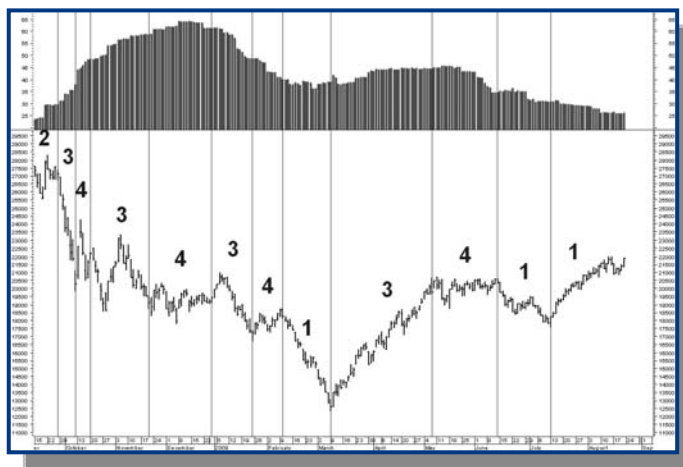
Può sembrare la situazione ideale. Infatti cosa c'è di meglio di un mercato che cresce rapidamente? La risposta è: un mercato che cresce a lungo! Purtroppo una crescita molto elevata raramente è sostenibile per lungo tempo. Il prezzo infatti non può continuare a correre all'infinito, altrimenti raggiungerebbe livelli troppo diversi dalla situazione di partenza per poter essere giustificati. Eppure sui mercati finanziari situazioni del genere si verificano spesso, poiché le borse non sempre danno origine a movimenti che esprimono il massimo della lucidità, ma al contrario si notano delle configurazioni che evidenziano invece molta emotività da parte degli operatori. Quando ciò accade bisogna certamente essere molto rapidi a sfruttarlo, ma non bisogna lasciarsi prendere dall'ingordigia ed occorre pertanto avere la prontezza di chiudere l'operazione nel momento in cui la tendenza sembra iniziare ad invertirsi. Questo scenario non è necessariamente il migliore per l'investitore, così come non sempre lo è per il trader, anche se quest'ultimo dispone certamente di mezzi migliori per sfruttare con profitto accadimenti del genere.

Situazione 4: Mercato non in trend ed alta volatilità

Apparentemente questo è lo scenario peggiore, poiché non vi è una tendenza ben definita ma vi sono fluttuazioni molto importanti. Eppure, se certamente questa situazione non è certo gradita agli investitori, poiché le forti variazioni di prezzo delle attività finanziarie si trasferiscono inevitabilmente sul portafoglio, per gli speculatori la mancanza di una tendenza, se unita ad alta volatilità, può comunque essere estremamente utile. Infatti, se l'ampiezza delle fluttuazioni è sufficiente, è possibile operare delle speculazioni veloci che possono essere abbastanza profittevoli. Quello che deve formarsi, cioè, è il cosiddetto trading range, ovvero un'ampiezza di oscillazione sufficiente a poter essere sfruttata mediante operazioni speculative.

Vediamo ora di capire in che modo si possono riconoscere i quattro scenari sopra discussi. Utilizzeremo l'indice FTSE MIB nel periodo tra Ottobre 2008 ed Agosto di quest'anno, perché si presta in maniera particolare ad evidenziare questi quattro scenari.

Nel grafico che segue abbiamo suddiviso questo anno circa di borsa in fasi che abbiamo numerato seguendo lo stesso criterio con cui le abbiamo spiegate qui sopra.



Passando ad una breve analisi notiamo come un anno fa il mercato era ancora nervoso con dei saliscendi piuttosto pronunciati ed una volatilità ancora bassa, pertanto ci trovavamo in una fase di tipo "2". Tuttavia in seguito è partito un violentissimo ribasso che ha fatto salire rapidamente la volatilità, facendo sì che quest'ultima toccasse il massimo a Dicembre ad un valore di oltre il 60% su base annua, un livello decisamente anomalo, ovvero quasi il triplo del normale. Ed è da questo che già allora si poteva dire di essere di fronte ad una crisi secolare, almeno dal punto di vista dell'analisi tecnica. Questo ribasso violentissimo è stato, come da manuale, un alternarsi di fasi di chiaro trend ribassista e di fasi laterali o di assenza di trend, pertanto la sequenza è stata chiaramente di tipo "3" "4" "3" "4", ovvero trend-laterale-trend-laterale, il tutto in alta volatilità. Ora è perfettamente chiaro che, trend o non trend, le fasi di alta volatilità (o, a maggior ragione, di volatilità anomala) sono in assoluto le più rischiose e difficili per chi si occupa professionalmente nei mercati finanziari.

Ad inizio 2009 si è assistito ad un fatto singolare, cioè il trend ribassista è diventato ancora più crudo e violento, ma la volatilità è diminuita, pertanto la sequenza di fasi è stata "3" "4" "1", anziché "3", "4", "1". Perché la fase peggiore del ribasso, ovvero quella da Febbraio a Marzo di quest'anno ha visto una caduta della volatilità? Semplicemente perché il mercato invertiva la sua direzione più raramente e meno violentemente.



Infatti la volatilità misura, tra le altre cose, anche la curvatura del mercato, ovvero la capacità di esprimere forti trend in contrasto tra di loro. In questo caso non vi era alcun contrasto: dominava l'orso!

La dimostrazione di ciò sia nella successiva ripresa primaverile, quando l'indice mette a segno una performance strepitosa ma la volatilità, pur rimanendo alta, non cresce, proprio perché il rally è molto "pulito". La volatilità rimane poi alta all'inizio dell'estate (l'ultima frase "4") e poi il tentativo ribassista ed il successivo a rally estivo sono decisamente di tipo "1", cioè delle fasi di mercato in trend e di bassa volatilità.

Non ci si dovrebbe mai limitare alla sola analisi della direzione di un mercato, ma si dovrebbe sempre e soprattutto studiare la volatilità dei suoi rendimenti, poiché i mercati ciclici come quelli finanziari qualunque guadagno primo poi viene perduto se non si tiene sotto controllo il rischio. Lo studio sistematico delle condizioni complessive di mercato deve far parte necessariamente del bagaglio minimo di abilità di un operatore moderno.

Massimo Intropido
Fondatore Ricerca e Finanza

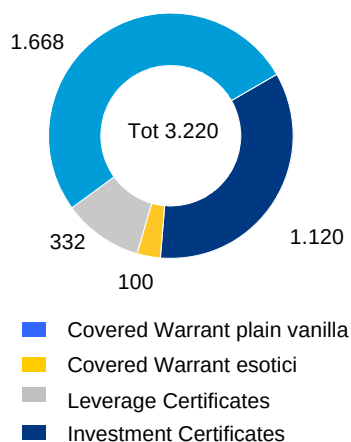
SeDeX – il mercato dei Covered Warrant e dei Certificati

I numeri e le news del mercato

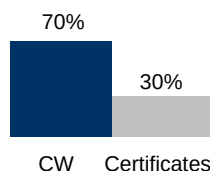
Cifre Chiave – Ago 2009

N. contratti	131.077
Controvalore mln €	796,5
New Listing del mese	109
N. Emittenti	17
N. Sottostanti	311

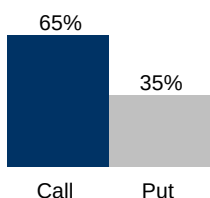
N° Strumenti per Segmento



Volumi CW vs Certificates



Volumi CW Call vs Put



Il Mercato SeDeX

Gli strumenti in quotazione a fine agosto ammontano a 3.220, di cui 1.668 covered warrant plain vanilla, 100 covered warrant strutturati/esotici, 1.120 investment certificates e 332 leverage certificates.

Nel mese di agosto su SeDeX sono stati quotati 94 nuovi covered warrant plain vanilla, 9 nuovi investment certificates e 6 nuovi leverage certificates.

In agosto sono stati scambiati 131.077 contratti per un totale di 796,5 milioni di euro di controvalore.

Nuovi Programmi di Emissione

Autorizzazione di 2 nuovi programmi di emissione di Investment Certificates dell'emittente BNP Paribas Arbitrage Issuance N.V.: "Equity Protection Select [Quanto] Certificates su Basket di Azioni o Indici" e "Athena Relax [Quanto] [Worst Of] Certificates su Azioni, Indici e Basket di Azioni o Indici".

Nuovi orari di negoziazione

Dal 29 settembre, l'inizio della fase di negoziazione in continua sarà anticipato alle ore 9:00 rispetto alle 9:05 in vigore fino al 28 settembre.

I 5 Covered Warrant più scambiati

Emittente	ISIN	Sottostante	Facoltà	Strike	Scadenza	Contratti	Controv.
Unicredit	IT0004502230	FTSE MIB	Put	14.000	21/12/12	1.797	74,05
Société Générale	FR0010757229	FTSE MIB	Call	28.000	20/12/13	632	48,16
Société Générale	FR0010713677	FTSE MIB	Call	22.000	18/09/09	14.611	45,38
Société Générale	FR0010741769	FTSE MIB	Call	24.000	21/12/12	519	33,45
Société Générale	FR0010782169	FIAT	Put	8,00	19/03/10	869	25,14

I 5 Certificates più scambiati

Emittente	ISIN	Sottostante	Caratteristiche	Scadenza	Contratti	Controv.
Bayerische Hypo- und Vereinsbank	DE000HV778S0	ENI	Equity Protection Certificate Strike 16,00 Part. 100%	17/12/10	1.053	83,52
Bayerische Hypo- und Vereinsbank	DE000HV778W2	STM	Equity Protection Certificate Strike 5,00 Part. 100%	17/12/10	574	19,98
Banca IMI	IT0004486822	DJ EUROSTOXX50	Euro Equity Protection Cap Cert. Strike 2.217,86 Part. 100%	30/04/13	326	7,98
ABN AMRO Bank N.V.	NL0009057744	FTSE MIB	Mini Future Long Certificate Strike 18.586 Barr. 18.948	14/01/19	1.033	6,58
ABN AMRO Bank N.V.	NL0006253759	ORO	Benchmark Quanto Certificate	01/04/10	38	5,26

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



Puntare sui mercati azionari con maggior tranquillità

I certificati di Deutsche Bank che azionano il paracadute in contesti di mercato particolarmente difficili



Mauro Giangrande

Mauro Giangrande, 34 anni, laureato in Economia delle Istituzioni e dei Mercati Finanziari all'Università Luigi Bocconi, dal 2007 è il responsabile dell'attività di promozione, distribuzione e marketing degli ETF targati Deutsche Bank sul mercato italiano. Da gennaio 2008 è inoltre head of sales&marketing di X-markets Italia, il team che all'interno della banca tedesca si occupa dell'emissione e della distribuzione di certificati e fondi quantitativi.

Il 5 Dicembre 2008 Deutsche Bank ha quotato sul mercato SeDeX 5 certificati Parachute su indici e su azioni italiane; si tratta di certificates a capitale condizionatamente protetto, il cui scopo è quello di approfittare dell'andamento positivo del mercato azionario restando al contempo protetti in caso di movimenti avversi. Si tratta quindi di prodotti finanziari ideati per offrire agli investitori un'innovativa soluzione d'investimento soprattutto alla luce delle attuali condizioni di mercato, nelle quali da un lato si è assistito ad un interessante rimbalzo dei principali indici azionari, dall'altro però non vi è ancora un generale consensus circa il momento in cui vi sarà la definitiva uscita dalla fase di recessione economica.

Il funzionamento dei Parachute è molto intuitivo: analogamente a quanto avviene per le principali tipologie di certificati, al momento dell'emissione viene fissato il Livello di Riferimento Iniziale del sottostante (normalmente pari al livello ufficiale di chiusura), rispetto al quale verrà determinato l'importo di liquidazione da corrispondere all'investitore al termine della vita del prodotto. Inoltre viene stabilito il cosiddetto Livello di Protezione, posto ad esempio al 70% del Livello di Riferimento Iniziale, e il fattore Parachute che è pari al rapporto tra il Livello di Riferimento Iniziale e il Livello di Protezione (1.43 nell'esempio proposto).

A scadenza sono tre gli scenari ipotizzabili: in caso di valore del sottostante superiore al Livello di Riferimento Iniziale, il certificato consente di partecipare pienamente ai rialzi.

Nel caso in cui il sottostante registri una perdita inferiore al 30% e di conseguenza si posiziona fra il Livello di Protezione e il Livello di Riferimento Iniziale, il Parachute Certificate garantisce comunque la restituzione del valore nominale di 100 Euro

proteggendo totalmente l'investitore.

Infine, nel caso in cui il sottostante sia ad un livello inferiore al Livello di Protezione e quindi abbia perso più del 30%, il possessore del certificato godrà comunque dell'effetto "paracadute"; vale a dire, che il livello del sottostante sarà moltiplicato per il "Fattore Parachute", nel nostro esempio 1.43, e di conseguenza il certificato realizzerà una perdita inferiore.

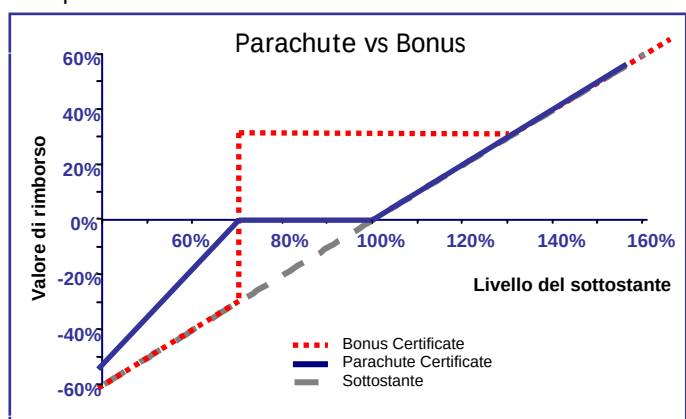
I Parachute a differenza di altri certificati a capitale condizionatamente protetto si caratterizzano per l'assenza di barriere, e questo può presentare un notevole vantaggio per l'investitore soprattutto in un contesto di mercati molto volatili.

A tal riguardo può risultare interessante confrontare i Parachute Certificate con i Bonus, che rappresentano la principale tipologia di prodotto con barriera.

Si consideri, ad esempio, un Bonus Certificate con Livello Barriera del 70% e importo bonus del 130%.

Alla scadenza, l'importo di liquidazione sarà pari a 130 Euro in caso di livello di chiusura del sottostante fra il 70% e il 130% del Livello di Riferimento Iniziale, a condizione che non sia stato mai toccato il Livello Barriera durante la vita del certificato; in caso di livello di chiusura superiore al 130%, l'investitore si vedrà riconosciuta appieno la performance del sottostante. Tuttavia, se in qualsiasi momento il sottostante ha toccato il Livello Barriera, l'investitore perde il diritto a ricevere l'importo bonus, e il certificato si trasforma in un benchmark che replica 1:1 l'andamento del sottostante.

Il grafico che segue confronta il payoff dei Parachute Certificate con quello dei Bonus Certificate:





SCHEDA PRODOTTO

Parachute su DJ Eurostoxx50

Emittente: **Deutsche Bank AG**

Codice ISIN: **DE000DB4CGP6**

Sottostante: **DJ EuroStoxx 50**

Data di emissione: **05.12.2008**

Data di scadenza: **17.12.2010**

Strike: **2400**

Partecipazione: **100%**

Protezione: **75%**

Fattore Parachute: **1,33**

In sostanza le opportunità di guadagno sono superiori per un Bonus Certificate, rispetto ad un Parachute Certificate, in caso di movimenti limitati del sottostante (in entrambe le direzioni); tuttavia, mentre i possessori dei Bonus, una volta superato il livello barriera, perdono completamente la protezione, i Parachute, grazie all'effetto paracadute non sottoposto ad alcuna condizione, consentono di mitigare le perdite

anche in contesti di mercato altamente penalizzanti. In caso di performance del sottostante molto positiva il Parachute Certificate e i Bonus si equivalgono in quanto offrono la piena partecipazione ai rialzi. Si consideri ad esempio il Parachute Certificate su indice DJ EuroStoxx 50, emesso il 5 Dicembre 2008.

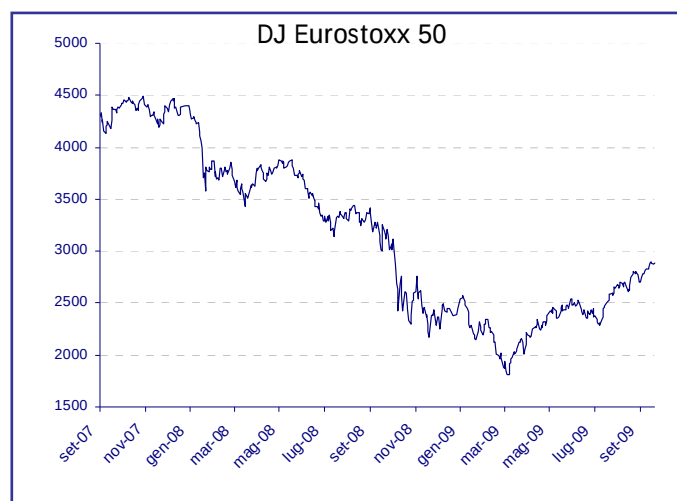
Lo strike è stato fissato a 2400 punti indice, con un livello di protezione del 75% (equivalente a 1800 punti indice), un fattore di partecipazione del 100% e Fattore Parachute pari a 1,33.

E' sufficiente che a scadenza il valore dell'indice sia superiore rispetto alla soglia dei 2400 punti

affinché all'investitore sia riconosciuta appieno la performance del sottostante; supponendo quindi di avere un Livello di Riferimento Finale del sottostante pari a 2900 punti (performance positiva del 20,83%), l'investitore otterrebbe quindi un importo di liquidazione pari a 120,83 Euro.

Nel caso l'indice DJ Eurostoxx 50 registri al 17 dicembre 2010 un livello di chiusura compreso fra i 1800 e i 2400 punti, verrebbero comunque corrisposti i 100 Euro di capitale investito; per livelli di chiusura inferiori a 1800, invece, entra in gioco il fattore parachute. Se per esempio il DJ Eurostoxx 50 chiudesse a 1500 punti (performance negativa del -37,5%), all'investitore verrebbero rimborsati 83,13 Euro – performance negativa pari a -16,87% rispetto al -37,5% del sottostante).

Nel grafico seguente, è illustrato l'andamento dell'indice DJ Eurostoxx 50.



Mauro Giangrande,
Head of sales&marketing db x-markets Italia

L'Oil Booster Certificate di Société Générale

Accelerare con l'oro nero



Giulia Maserati

Giulia Maserati, laureata in Economia dei Mercati Finanziari all'Università Bocconi, è parte dal 2007 del team Listed Products di Société Générale Corporate Investment Banking, dove si occupa dell'offerta di Covered Warrant e Certificate per il mercato italiano.

Dalla scorsa primavera l'offerta di certificati proposta da Société Générale si è arricchita di una struttura innovativa che permette di prendere una posizione sul petrolio, beneficiando di un meccanismo di leva al rialzo e della copertura del capitale investito in caso di rendimenti negativi non superiori al 50%: l'Oil Booster Certificate.

Prima di entrare nel merito della struttura, ha senso spendere qualche parola sul sottostante di questo certificato. Quando si parla di commodities, infatti, vista l'esistenza di una curva a termine delle stesse che può essere più o meno inclinata a seconda dello scenario contingente, è necessario precisare su quale parte di questa curva si prende posizione. L'indice S&P GSCI Crude Oil Excess Return ha la particolarità, come tutti gli indici S&P GSCI, di sviluppare una strategia che prevede l'acquisto del future con scadenza più vicina, per poi eseguire, nei giorni immediatamente precedenti alla scadenza il roll over automatico nel contratto future con scadenza immediatamente successiva disponibile sul mercato. Tale strategia permette quindi di incorporare nella performance dell'indice anche gli eventuali costi o guadagni generati dalle variazioni della curva a termine del future e rende l'indice molto correlato alle reali variazioni del prezzo del barile di petrolio.

Quanto alla struttura, il certificato permette di amplificare il rialzo del sottostante con un meccanismo a leva con un limite al rendimento (Cap) del 65%, offrendo allo stesso tempo una garanzia del capitale al ribasso, entro il limite prefissato di perdita del 50%, rispetto al valore di strike dell'indice.

Nello specifico, si possono delineare quattro possibili scenari a scadenza (dato un prezzo di emissione iniziale di €100):

1) se la performance dell'Indice è superiore al 50%, l'investitore percepisce un rimborso fisso pari 165 euro (meccanismo di Cap alla performance);

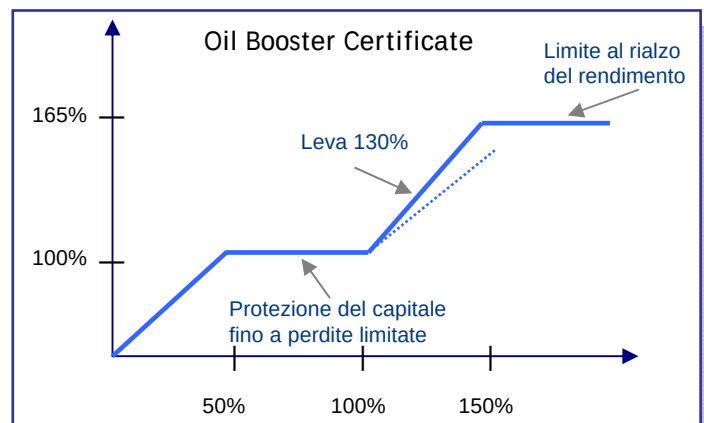
2) se la performance dell'indice è compresa tra 0% e 50%, l'investitore ha diritto a ricevere un rimborso pari al valore nominale (100 euro), aumentato della performance dell'indice moltiplicata per 1,3 (effetto leva per rendimenti positivi);

3) se la performance dell'indice è compresa tra -50% e 0%, l'investitore riceverà il valore nominale del certificato (100 euro; meccanismo di protezione entro un certo limite);

4) se la performance dell'indice è strettamente inferiore a -50% il certificato replica esattamente l'andamento dell'indice sottostante e il certificato rimborsa il rendimento dell'indice a scadenza.

Dal punto di vista della struttura opzionale che compone il certificato, ritroviamo uno zero coupon triennale, una posizione di acquisto su 1,3 (tante quante la leva) opzioni Call con strike 100% (pari allo strike del certificato, cioè il prezzo di chiusura dell'indice il 19/03/2009) e tre posizioni di vendita su 1,3 opzioni Call con strike pari al 150%, su una Put con strike 50% e una Put con strike 100% (le percentuali sono da intendersi sempre rispetto al valore di strike del certificato).

Prima di passare ad analizzare i vantaggi e gli svantaggi di una struttura di questo tipo, delineiamo altre due particolarità della struttura. In primo luogo, la natura del limite della perdita al ribasso: non si tratta di una barriera vera e propria, cioè atta a disattivare il meccanismo di rimborso minimo di 100 euro durante tutta la vita del certificato, ma solo di un limite per il





SCHEDA PRODOTTO

Oil Booster

Emittente: **Société Générale**

Codice ISIN: **DE000SG0P9D1**

Sottostante: **S&P GSCI Crude OIL ER Sub Index**

Data di emissione: **19.03.2009**

Data di Strike: **19.03.2009**

Data di Valutazione Finale: **12.03.2012**

Data di scadenza: **12.03.2012**

Valore Nominale: **100 euro**

Barriera: **50%**

Rimborso massimo: **165 euro**

Leva: **1,3 solo per rendimenti positivi**

rimborso a scadenza; in secondo luogo, il fatto che il rimborso del certificato sia calcolato sulla performance dell'indice, rende la struttura implicitamente coperta dal rischio di cambio ("quanto"): il prezzo del certificato sul mercato secondario e il rimborso a scadenza non risentiranno in alcun modo delle eventuali variazioni del tasso di cambio euro/dollaro (l'indice è denominato in dollari, ma non deve essere convertito in euro al fine del calcolo del rimborso).

questo tipo, troviamo i livelli di barriera inferiore (-50%) e superiore (+50%) che concorrono ad alleggerire i costi della struttura opzionale senza penalizzare il potenziale rendimento del certificato: visti i livelli minimi del petrolio al momento di emissione del certificato (marzo 2009), i livelli risultano confortanti rispetto alle probabilità relative: l'upside rimane aperto, il downside resta accettabile.

S&P GSCI Crude OIL ER Sub Index



Tra gli svantaggi troviamo la protezione del capitale solo parziale e il rendimento massimo del 65%.

Oltre alla leva al rialzo che permette di amplificare le performance del sottostante, tra i vantaggi di una struttura di

Giulia Maserati,
Listed Products Société Générale



ETFplus: il mercato degli ETF e ETC

I numeri e le news del mercato

Cifre chiave – agosto 2009

N. contratti	196.555
Controvalore mln €	3.997
N. Emittenti	10
N. Strumenti	301 ETF e 67 ETC

I più scambiati per controvalore

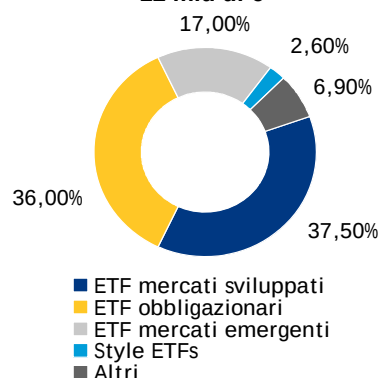
1. LYXOR ETF LEVERAGED FTSE MIB
2. LYXOR ETF XBEAR FTSE MIB
3. LYXOR ETF LEVDAX
4. LYXOR ETF FTSE MIB
5. ISHARES DJ EURO STOXX 50

I più scambiati per contratti

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

ETF - AUM in Italia:

12 mld di €



Compie 7 anni il mercato degli ETF in Italia

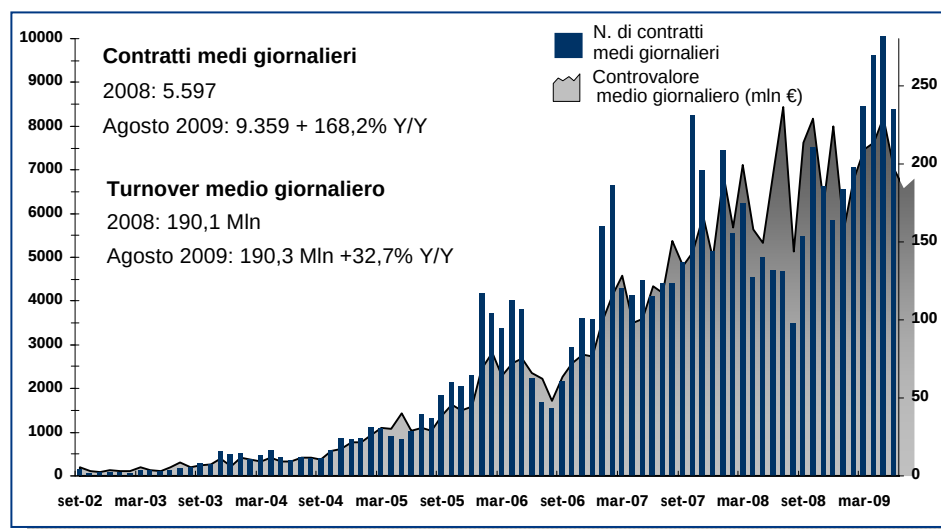
Sette anni fa, il 30 settembre 2002 iniziarono le negoziazioni su Borsa Italiana dei primi 3 ETF: l'ISHARES DJ EURO STOXX 50, l'ISHARES DJ STOXX 50 e l'LYXOR ETF DJ EURO STOXX 50 e da allora il mercato degli ETF in Italia ha continuato a crescere e a riscuotere successo presso gli investitori sia istituzionali che privati.

Oggi (fine settembre 2009) su ETFplus sono quotati in totale 371 strumenti di cui 283 ETF, 21 ETF strutturati e 67 ETC, erano 8 a fine 2002, 30 a fine 2005 e 208 a fine 2007. Proprio nel 2007 è nato il mercato ETFplus, nel quale agli ETF si sono affiancati gli ETF strutturati e gli ETC ampliando ulteriormente le possibilità d'investimento dei risparmiatori.

Per quanto riguarda gli scambi, il numero dei contratti realizzati sono passati dai 54.219 nel 2003, ai 359.564 del 2005 per continuare a salire fino a 1.416.079 nel 2008 e infine a 1.447.116 dei primi 8 mesi del 2009 con un incremento del 65,5% rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente. Anche il controvalore complessivo degli scambi ha registrato un continuo ed incessante crescita passando dai 1,5 miliardi di euro del 2003 agli oltre 48 miliardi di euro del 2008.

Alle stesse considerazioni si giunge se si osserva l'andamento del patrimonio gestito in Italia in ETF che era di 530 milioni di euro a fine 2003, salito a 7,6 miliardi di euro a fine 2006, ha superato i 10 miliardi a fine ottobre 2007 fino a raggiungere i 12 miliardi ad agosto 2009.

Il forte interesse verso il mercato italiano degli ETF ha attratto nel tempo i principali players internazionali del settore ed ad oggi annovera tra gli emittenti: iShares - BGI (86 ETF), db x-trackers - Deutsche Bank (82 ETF), Lyxor - Société Générale (79 ETF), PowerShares - Invesco (16 ETF), ETF Securities (13 ETF e 67 ETC), Market Access - RBS (10 ETF), EasyETF - BNP Paribas e AXA (7 ETF), JPMorgan (6 ETF), Beta1 (3 ETF) e infine CASAM - Crédit Agricole (2 ETF).



Fonte Borsa Italiana – dati aggiornati ad agosto 2009



Gli ETF e la quotazione in Borsa

Benefici e vantaggi per gli investitori sia istituzionali che retail

Ufficio Studi ETFWorld

ETFWorld.it, in linea dal 2001 è il primo portale italiano dedicato al mondo degli ETF e degli ETC dove gli investitori, sia retail che istituzionali, possono trovare gratuitamente tutte le informazioni relative a questi strumenti.

In particolare sono presenti le schede di tutti gli ETF quotati in Europa in cinque lingue e la newsletter settimanale gratuita, inviata agli iscritti, che evidenzia tutte le principali novità relative al mondo degli ETF e degli ETC.

Il termine ETF è l'acronimo di tre parole inglesi, Exchange Traded Fund, che tradotte in italiano significano "Fondo scambiato su piazze borsistiche regolamentate". Gli ETF sono fondi comuni d'investimento o sicav negoziati in borsa esattamente come un'azione che consentono di prendere posizione in tempo reale su indici di mercato (azionari, obbligazionari ecc) di tutto il mondo con una sola operazione di acquisto mantenendo contemporaneamente bassi livelli commissionali. La parola Exchange identifica in modo univoco come gli ETF debbano essere quotati in borsa per potersi definire tali, ma il fatto di essere quotati quali vantaggi esattamente porta agli investitori?

A tutt'oggi il mercato degli ETF, pur avendo conosciuto una grande popolarità tra un'ampia gamma di investitori, continua ad essere territorio privilegiato di quelli istituzionali che, spesso quando devono movimentare grandi importi di ETF svolgono le operazioni di acquisto/vendita fuori mercato (OTC - Over The Counter) per il tramite degli authorised participants (investitori anch'essi istituzionali che possono sottoscrivere/rimborsare grossi pacchetti di ETF direttamente presso l'emittente/fondo).

La negoziazione fuori mercato implica però la mancanza di tutti quei meccanismi di standardizzazione e presidi di trasparenza tipici dei mercati regolamentati sia nella fase di determinazione del prezzo che nella fase di regolamento (scambio dei titoli contro denaro e viceversa), ed è quindi intuibile che possa realizzarsi esclusivamente tra investitori qualificati. Se fossero trattati unicamente in tal modo, gli ETF non sarebbero nient'altro che dei fondi indicizzati tradizionali privi delle potenzialità generate dalla negoziabilità in tempo reale in borsa. Gli ETF invece, sin dalla loro origine, sono stati concepiti dagli stessi investitori istituzionali come strumenti "exchange traded" in risposta alla loro necessità di disporre di uno strumento

alternativo alla negoziazione dei future su indici (che presuppone una gestione complessa) e che fosse perfettamente fungibile con i titoli compresi nell'indice benchmark (al fine di consentire arbitraggi in tempo reale tra ETF e titoli – vedi meccanismo di creation e redemption in kind).

Negoziazione in borsa è infatti sinonimo di flessibilità d'uso (possibilità di esporsi ad un indice in qualsiasi momento), di elevata trasparenza nella formazione dei prezzi (si elimina il problema della sottoscrizione al buio), della disponibilità di un costante flusso di informazioni su tutti gli eventi che possono intercorrere durante la vita dell'ETF (stacco dividendi, split accorpamenti ecc) e di un processo di settlement (scambio titoli contro denaro) sicuro grazie all'intervento delle casse di compensazione e garanzia.

Per questi motivi la quotazione in borsa degli ETF è da sempre stata apprezzata dagli investitori istituzionali, e contemporaneamente ha garantito l'accessibilità di questi strumenti agli investitori privati. Grazie ai lotti minimi bassi (per il mercato Italiano 1 sola azione/quota) quest'ultimi possono infatti esporsi per qualsiasi importo agli indici di tutto il mondo in tempo reale a parità di condizioni con tutti gli altri operatori, in quanto l'ambiente nel quale vengono scambiati gli ETF presentano le medesime regolamentazioni e procedure per tutti i partecipanti. Sotto questo profilo il mercato ETFplus di Borsa Italiana è nel panorama europeo l'esempio più emblematico dell'intensa attività da parte sia degli investitori privati che di quella degli istituzionali all'interno della stessa piattaforma di negoziazione. Se si analizzano gli ultimi dati statistici, si può apprezzare come nel periodo gennaio-agosto 2009 il 55,3% dei contratti abbia avuto un controvalore inferiore ai 5.000 Euro e come i contratti superiori ai 50.000 euro abbiano rappresentato il 51,6% del controvalore totale negoziato. Il primo dato evidenzia la notevole attività degli investitori retail mentre il secondo quella degli istituzionali. Anche analizzando i dati FESE sulla dimensione media dei contratti si evidenzia l'importante componente retail del mercato italiano, infatti nel periodo settembre 2008 – agosto 2009 è stata di 25.600 euro per il mercato ETFplus, molto meno dei 78.300 di Deutsche Boerse e dei 47.200 di Euronext.

Il fatto di operare in un mercato regolamentato accessibile a tutti gli investitori con regole chiare e trasparenti, rende la borsa imprescindibile per chi intende operare utilizzando gli ETF ma anche per chi richiede di quotare gli ETF (emittenti).

Come ben noto gli ETF presentano delle commissioni di



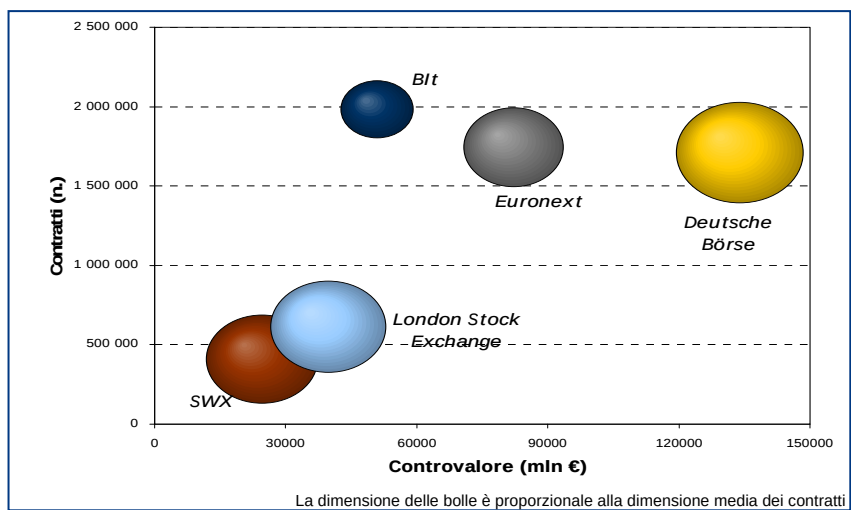
gestione molto basse che trovano ragione d'essere nel fatto che innanzitutto non vengono svolte decisioni d'investimento discrezionali (la gestione è totalmente passiva) e quindi non esiste un team di analisti da remunerare ma soprattutto perché non vengono utilizzati i tradizionali canali distributivi. Alla luce di ciò anche per gli emittenti la borsa rappresenta un canale distributivo fondamentale in quanto gli consente di rendere disponibile alla platea più ampia possibile di investitori i loro ETF ad un costo molto basso.

La quotazione in borsa di strumenti in un settore a così alta capacità di attrarre investitori, porta spesso ad avere più ETF di diversi emittenti che utilizzano il medesimo benchmark. Questa situazione ha come logica conseguenza, fermo restando il sottostante, quella di spostare l'accento sulle caratteristiche peculiari del singolo ETF rispetto all'altro, con una particolare attenzione all'economicità dello strumento. E' infatti di questi giorni l'annuncio da parte di un emittente della decisione non soltanto di ridurre le commissioni di gestione su un particolare ETF, ma addirittura di azzerarle. Questo vuol dire che ad oggi sono quotati degli ETF il cui TER (Total Expense Ratio) è pari a zero. Questo è un nuovo e diverso vantaggio derivante dalla quotazione in borsa di questi strumenti, e che ricade a cascata su tutti gli attori del settore, siano essi istituzionali che muovono grandi capitali o semplici investitori privati che si avvicinano per la prima volta agli ETF.

Un altro aspetto positivo derivante dalla quotazione in borsa è la creazione e la conseguente disponibilità di prodotti completamente nuovi. Ci si riferisce in particolare agli ETF che replicano in modo inverso l'andamento di un mercato di riferimento, i cosiddetti ETF Short. Questi tracker hanno aperto una modalità completamente nuova di operare per gli investitori retail e sono stati di grande aiuto durante alcune difficili fasi di mercato dei mesi passati. Gli stessi investitori istituzionali ne hanno fatto un uso intenso quando durante le fasi più acute della caduta delle quotazioni di borsa, le autorità di controllo hanno vietato la possibilità di operare al ribasso. In quelle condizioni l'unica possibilità per tutte le tipologie di investitori che volevano o coprire il proprio portafoglio o operare al ribasso è stato quello di rivolgersi agli ETF short che non sono stati impattati da questa specifica limitazione.

Un discorso specifico va fatto per quanto riguarda i vantaggi per gli investitori italiani derivanti dalla quotazione sulla borsa domestica, che è rappresentata dal mercato ETFplus gestito da Borsa Italiana. Tutti gli ETF quotati su ETFplus sono conformi alla normativa europea sui fondi di investimento UCITS III e hanno ricevuto l'autorizzazione alla commercializzazione in Italia di Consob e Banca d'Italia e infine sono stati oggetto del processo di ammissione da parte di Borsa Italiana.

Dispongono inoltre di un prospetto e di un documento per la quotazione redatto in italiano e quindi usufruibile da chiunque. Tutti questi punti rappresentano spesso dei presupposti imprescindibili per l'attività in ETF di molti investitori istituzionali e di conseguenze anche di quelli retail. Negoziare un ETF su un mercato estero può inoltre risultare problematico dal punto di vista operativo (la propria banca/broker non sempre ne consente l'operatività), di quello



Elaborazione Borsa Italiana su dati FESE

dei costi (generalmente più elevati) e da quello legale/fiscale (non vi è la garanzia che tutti gli ETF quotati sulle altre borse siano UCITS III compliant). In effetti senza la quotazione borsistica nazionale di questi strumenti, moltissimi investitori istituzionali si troverebbero nell'impossibilità di utilizzarli, mentre chiaramente gli investitori retail non potrebbero nemmeno pensare di avvicinarsi.

In conclusione non si può che apprezzare il circuito virtuoso che ha portato alla creazione degli ETF, nati proprio grazie alla possibilità di essere quotati sulle piazze borsistiche. Oggi abbiamo un'industria creata da istituzionali per rispondere alle esigenze degli stessi investitori istituzionali che è però resa disponibile ad ogni tipologia di investitore, privato o meno.

I vantaggi degli ETF sono quindi disponibili per chiunque li voglia utilizzare, ovvero la sintesi della perfetta democrazia finanziaria.

Ufficio Studi ETFWorld

Investire sulle materie prime con gli ETC

Liquidità e roll return degli ETC



Massimo Siano

Massimo Siano è il responsabile del mercato italiano per ETF Securities. Precedentemente ha lavorato presso Credit Suisse nel Fixed Income e CFM Monaco nel mercato dei cambi. È laureato in Scienze Politiche presso l'Università di Torino ed in Economia Aziendale all'ESCP (Oxford, Madrid, Paris).

Gli Exchange traded commodities (ETC) sono strumenti relativamente nuovi. La quotazione del primo ETC risale, infatti, al marzo 2003, quando all'Australian Stock Exchange iniziarono i primi scambi del Gold Bullion Securities; ETC pensato e creato dal management di ETF Securities che successivamente ha sviluppato la prima piattaforma al mondo di ETC legati al petrolio, metalli industriali e preziosi, materie prime agricole ed allevamento, in quotazione su Borsa Italiana a partire dall'aprile 2007.

Il patrimonio gestito degli ETC ha superato di recente i 15 miliardi di dollari ed il mercato italiano si conferma il secondo più importante. Oltre agli ETC che consentono l'investimento diretto sul prezzo delle materie prime, sono stati emessi e quotati (anche da ETF Securities) ETF su indici azionari di settori come l'energia nucleare, l'agricoltura, la petrolchimica, che consentono l'investimento indiretto sulle materie prime, dando l'opportunità al risparmiatore di accedere facilmente a diversi indici di società quotate con business nel settore commodity.

L'esposizione diretta ai prezzi della maggior parte delle materie prime ha una caratteristica importante non presente nel mercato azionario, il Roll Return. Dopo 30 mesi di quotazione in Borsa Italiana, abbiamo riscontrato che alcuni investitori tendono a confondere i volumi degli ETC con la loro liquidità e trascurano il Roll Return nelle loro analisi. Con questo articolo si ritiene quindi opportuno offrire maggiori dettagli proprio su questi due aspetti.

Cosa sono gli ETC

Gli ETC sono titoli che permettono il trading su commodity senza l'uso di future o consegna fisica del sottostante. Le caratteristiche principali sono:

Facile accessibilità: possono essere negoziati tramite la propria banca/broker con le stesse modalità di acquisto/vendita delle azioni.

Accuratezza del prezzo: sono prezzati ed arbitrati da oltre 20 market maker che generano il minor spread possibile.

Liquidità: corrisponde alla liquidità del mercato delle materie prime sottostante, l'operatività dei market maker nell'offrire un prezzo competitivo e nell'arbitraggio assicura che la variazione del prezzo di ogni ETC dipenda quasi esclusivamente dalla variazione del valore dell'ETC stesso, non quindi dall'alta o bassa domanda degli ETC. Se la domanda degli ETC aumenta, nuovi ETC saranno creati appositamente (Creation) dai market maker e viceversa (Redemption). Grazie a questo meccanismo gli investitori possono comprare e vendere gli ETC per quantità molto superiori ai volumi degli ETC stessi senza ripercussioni nel prezzo. Con un solo ordine è quindi possibile scambiare gli ETC per montanti anche superiori ai 100 milioni di euro risolvendo il problema della liquidità per qualsiasi tipo di investitore.

Trasparenza: gli ETC sono scambiati su Borsa Italiana e non hanno scadenza, il loro valore ufficiale è pubblicato sul sito di Borsa Italiana nonché su quello dell'emittente. Come ogni strumento finanziario è bene che gli investitori comprendano la struttura ed i rischi connessi all'investimento in ETC, e tal fine è necessario che consultino dettagliatamente i prospetti; ad ogni modo di seguito sono esposti i principali concetti del prezzamento degli ETC, distinguendoli innanzitutto tra ETC garantiti e non garantiti dal metallo fisico.

ETC coperti dal metallo fisico - Prezzamento Spot

Gli ETC garantiti dal metallo fisico sono concepiti per offrire una semplice, efficiente e sicura maniera di accesso al mercato dei metalli preziosi e per ottenere rendimenti equivalenti all'andamento del loro prezzo spot (meno le commissioni applicabili). Le barre dei metalli sono custodite presso una banca depositaria, sono unicamente identificabili e si conformano alle regole di "Good Delivery" della London Bullion Market Association (LBMA) o del London Platinum & Palladium Market (LPPM). Tra tutti gli ETC quotati, gli ETC coperti dal metallo prezioso fisico sono quelli con il prezzamento più facile

proprio perché seguono linearmente il prezzo a pronti del metallo a cui si riferiscono (va comunque considerato il rischio di cambio EUR/USD).

ETC non coperti dal metallo fisico - Performance Blue Return

Tutti gli ETC non coperti dal metallo fisico sono prezzati a Rendimento Totale o Total Return. Questi ETC replicano in gran parte la performance di materie prime deperibili. Al contrario dei metalli preziosi, depositare fisicamente una materia prima deperibile è solitamente costoso e poco efficiente. Immaginiamo ad esempio di comprare il petrolio oggi, depositarlo fisicamente e rivenderlo tra qualche anno ad un prezzo maggiore.

Oltre al rischio implicito relativo all'aumento o diminuzione del prezzo del petrolio (spot return) con il deposito fisico l'investitore dovrebbe considerare anche il costo ingente del deterioramento della qualità del sottostante e dello stoccaggio. L'investitore che intende speculare sulla materia prima deperibile pertanto non dovrebbe limitarsi ad analizzare solamente il prezzo spot.

Per le materie prime deperibili è più efficiente accedere ad un mercato molto liquido e standardizzato nella qualità del sottostante come quello dei future. I future hanno una scadenza mentre gli ETC no. Per rendere gli ETC senza scadenza occorre che la controparte degli ETC chiuda la posizione prima della scadenza del future e riapra un'altra posizione sul future con una scadenza più lontana. Questo processo è chiamato Roll Over. Il Roll Over permette di mantenere la stessa posizione investita nel tempo. Con il Roll Over dei future si evita il problema della consegna fisica e gli ingenti oneri di mantenimento e di deperimento del sottostante. Il Total Return è la somma di 3 rendimenti, Spot Return, Roll Return e Collateral Return.

Spot Return: rappresenta la variazione percentuale del prezzo del relativo contratto future o della materia prima fisica.

Roll Return: corrisponde al rendimento del Roll Over dei future. Osservando il grafico 1, se il prezzo del contratto future a scadenza P1 è maggiore del prezzo del contratto future a scadenza successiva

P2, la pendenza della curva ottenuta tra i due prezzi prende il nome di Backwardation (o deporto). Viceversa quando il prezzo

Deporto del future sul petrolio

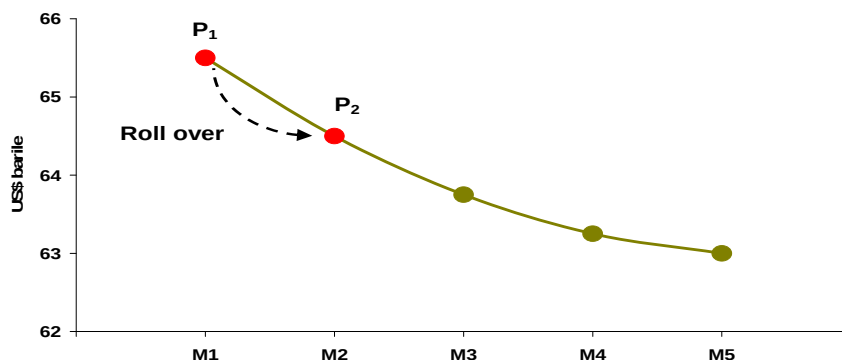


Grafico 1 - Fonte: ETF Securities

del future con scadenza nel tempo P2 è maggiore dello stesso future con scadenza precedente P1 la pendenza della curva ottenuta prende il nome di Contango (o Riporto). Vedremo successivamente l'impatto del Roll Return sulle varie tipologie di ETC.

Collateral Return: rappresenta l'eventuale tasso d'interesse del valore contante dell'investimento nel future (fully collateralised commodity futures position).

L'Excess Return è lo Spot Return sommato al Roll Return. L'Excess Return misura il rendimento della posizione del future senza il rendimento del collaterale. Per analizzare meglio il Roll ed Excess Return occorre distinguere tra ETC Classici e Forward, ETC Short ed ETC Leveraged.

Roll Return degli ETC Classici e Forward

Il Roll Return per gli ETC classici e Forward è il rendimento ottenuto dalla vendita del contratto future P1 ed il reinvestimento

dell'intera somma sullo stesso contratto future ma con una scadenza più lontana nel tempo P2 ed ha un impatto positivo quando P2 è minore di P1 (Backwardation o deporto) e negativo quando P2 è maggiore di P1. Il Roll Return negli ETC Forward può essere differente dagli ETC Classici. Gli ETC Forward consentono di investire su future con scadenze più lontane nel tempo rispetto agli ETC classici, infatti mentre gli ETC classici investono in future o indici di future con scadenze brevi da 1 a 3 mesi, gli ETC Forward investono in future o indici di future con scadenze più lontane nel tempo, dai 4 mesi ai 3 anni a seconda dell'ETC.

Spot Return	Non investibile ma misurabile dal valore del future con scadenza nel mese
+ Roll Return	Rendimento dell'intera somma reinvestita dal future prima della scadenza in un altro future con diversa scadenza
= Excess Return	Misura il rendimento della posizione del future senza il valore della garanzia collaterale
+ Collateral Return	Tasso d'interesse del valore contante dell'investimento
= TOTAL RETURN	

Grafico 2 - Fonte: ETF Securities



L'andamento degli ETC Forward può divergere perciò rispetto agli ETC Classici in quanto la curva dei future nel lungo periodo può essere più o meno in Contango o più o meno in Backwardation rispetto al breve termine.

Roll Return degli ETC Short

L'Excess Return degli ETC short cambierà del -100% ogni giorno rispetto alla variazione percentuale giornaliera dell'indice di commodity sottostante (meno commissioni ed aggiustamenti). Con gli ETC Short l'investitore decide di avere una posizione corta nel tempo quindi al contrario degli ETC Classici, il Roll Over corrisponde all'acquisto del contratto future P1 (chiudendo la posizione corta) e alla vendita dello stesso contratto future ma con una scadenza più lontana nel tempo P2. Il Roll Over degli ETC Short permette di ottenere su base giornaliera una posizione inversa (-1x) investita nel tempo, ed ha un impatto positivo in caso di Contango e negativo in fasi di Backwardation (l'esatto inverso degli ETC classici).

Roll Return degli ETC Leveraged

L'Excess Return degli ETC Leveraged cambierà del 200% ogni

giorno rispetto alla variazione percentuale giornaliera dell'indice (meno commissioni ed aggiustamenti). Con l'ETC Leveraged l'investitore decide di avere una posizione lunga con leva nel tempo quindi il Roll Over corrisponde alla vendita del doppio dei contratti future P1 ed al reinvestimento dell'intera somma sull'acquisto dei contratti future con una scadenza più lontana nel tempo P2. Il Roll Over degli ETC leveraged permette di ottenere su base giornaliera una posizione con leva (2x) investita nel tempo. Pertanto in caso di Contango il Roll Return degli ETC Leveraged sarà più negativo rispetto al corrispondente ETC Classico e viceversa in caso di Backwardation il Roll Return sarà più che positivo rispetto all'ETC classico.

Conclusioni

Con questo breve articolo si è voluto chiarire con maggiore dettaglio il prezzamento degli ETC in quanto pur nella loro semplicità e flessibilità d'utilizzo rappresentano strumenti complessi ed innovativi le cui caratteristiche devono essere afferrate nei minimi dettagli al fine di comprenderne potenzialità e limiti.

Massimo Siano,
responsabile del mercato italiano per ETF Securities



MOT - il mercato dei titoli di stato e delle obbligazioni

I numeri e le news del mercato

Cifre Chiave: Gen - Ago 2009

Titoli di Stato

N. contratti	1.995.100
Controvalore mln €	150.275
N. strumenti	93
New listed da gennaio	35

DomesticMOT

N. contratti	390.799
Controvalore mln €	6.170,7
N. strumenti	275
New listed da gennaio	22

EuroMOT

N. contratti	124.264
Controvalore mln €	4.495
N. strumenti	218
New listed da gennaio	45

MOT - nuove emissioni

Nei mesi di agosto e settembre il segmento DomesticMOT ha dato il benvenuto a diverse nuove emissioni obbligazionarie. Nel dettaglio sono stati ammessi a negoziazione:

- 1 obbligazione emessa da MEDIOBANCA S.P.A. che prevede il pagamento di interessi annuali fissi e di una cedola eventuale finale legata all'andamento di indici internazionali;
- 1 bond di Ubi Banca S.c.p.A. che prevede cedole fisse semestrali pari al 2,75% annuo del valore nominale per i primi 2 anni di vita del prestito e, successivamente, il pagamento di interessi semestrali indicizzati al tasso Euribor 6 mesi maggiorato di uno spread annuo pari a 0,30%;
- 3 prestiti obbligazionari di ABN AMRO Bank N.V. di cui 1 a tasso fisso, 1 con cedole crescenti e 1 legato all'inflazione;
- 1 bond a due anni che prevede il pagamento di interessi annuali fissi emesso da Barclays Bank PLC.

L'11 luglio è infine entrato in negoziazione un nuovo BTP con scadenza 1 settembre 2040 ed interesse annuo lordo pari al 5%, pagabile l'1 marzo e l'1 settembre di ogni anno.

Anche il segmento EuroMOT ha registrato nuove quotazioni. In particolare, gli inizi negoziazione hanno riguardato rispettivamente 4 Bubills della Repubblica Federale Tedesca.

ExtraMOT

Nel mese di settembre sul mercato ExtraMOT sono entrate in negoziazione 10 nuove obbligazioni corporate di diversi emittenti quali Fiat Finance & Trade, Enel, Eni, Generali, Banco Popolare, Daimler e Lloyds. Sul nuovo mercato di Borsa Italiana è attualmente possibile negoziare 77 eurobonds.

Nuovi orari di negoziazione

Al fine di armonizzare gli orari di negoziazione a livello di Gruppo e di allineare la partenza della fase di trattazione a quella dei principali mercati europei, a partire da martedì 29 settembre, entrano in vigore i nuovi orari che anticipano l'inizio della fase di negoziazione continua.

Sul mercato **MOT** i nuovi orari per la negoziazione continua sono:

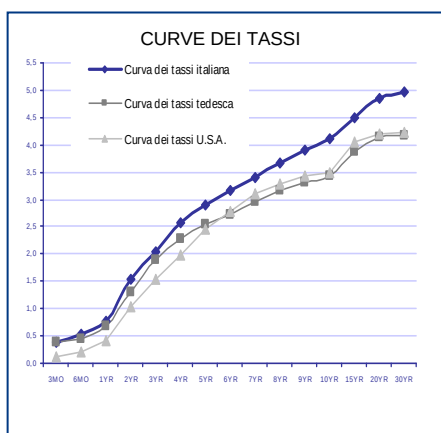
DomesticMOT:

- Titoli di Stato italiani 9.30 - 17.30
- Titoli di debito in Euro: 10.00 - 17.30

EuroMOT

- euro-obbligazioni, ABS, titoli di emittenti esteri e altri titoli di debito, anche in valuta diversa dall'euro: 9.00 - 17.30

Mentre sul Mercato **ExtraMOT**, in analogia al segmento EuroMOT, la nuova fase di negoziazione continua sarà dalle ore 9.00 alle ore 17.30.



Il boom del mercato obbligazionario.

Le prospettive dopo la crisi.



Nicola Francia

Dopo la laurea all'Università Bocconi ha lavorato in Caboto Holding. Sim maturando esperienze nel mercato dei bond e dei derivati. Dal 2004 è in ABN AMRO, ora RBS, con particolare focus sui prodotti per investitori privati. È rappresentante di RBS in ACEPI (Associazione Certificati e Prodotti di Investimento) e AIPB (Associazione Italiana Private Banking).

L'annuncio di Ben Bernanke di metà settembre – gli Stati Uniti sono probabilmente usciti dalla fase di recessione – ha dato nuova fiducia agli investitori. I mercati finanziari hanno largamente anticipato il corso dell'economia; l'indice S&P500 ha registrato una performance positiva superiore al + 50% rispetto al minimo toccato a marzo, tuttavia gran parte della comunità finanziaria continua ad invitare alla cautela. La volatilità dell'azionario può a volte mettere in luce una visione distorta della realtà e molte delle problematiche originatesi nella crisi restano aperte.

Innanzitutto l'elevato tasso di disoccupazione rischia di inchiodare la domanda di beni e conseguentemente gli investimenti privati. Inoltre il fallimento del modello di sviluppo basato sul credito e sui consumi indurrà una contrazione della capacità produttiva globale che potrebbe protrarsi per anni impattando sui fatturati societari. A peggiorare il quadro concorre anche l'eccessivo indebitamento degli stati che minaccia la sostenibilità dei conti pubblici ed impone la messa in atto di misure di risanamento che potrebbero pesare sulla ripresa dell'economia.

Per tali motivi permane prudenza nelle allocazioni di portafoglio verso l'azionario, anche in considerazione del fatto che il mercato obbligazionario sta attraversando un periodo eccezionale.

Deprezzati nel corso del 2008 a causa delle tensioni del mercato del credito, sia i titoli *Corporate* che i Titoli di Stato continuano a cavalcare un trend crescente da quasi un anno.

Le ragioni di tale andamento volatile sono da ricercarsi proprio nelle peculiarità della recente crisi finanziaria, contraddistinta da

un'eccezionale scarsità di denaro circolante. La stretta sul credito e la scarsa fiducia degli investitori nella solvibilità delle controparti si è infatti ulteriormente acuita nel corso del 2008 dopo il default di Lehman Brothers.

Quando il timore che la banca americana sarebbe stata solo la prima di una lunga serie di Blue chip a dichiarare bancarotta e il rischio di fallimento ha investito anche i governi delle più avanzate economie internazionali, il valore dei CDS – sorta di assicurazioni contro il default delle società – è schizzato alle stelle e si è accompagnato ad una massiccia pressione in vendita dei bond.

Raccogliere fondi è diventato estremamente costoso e le società sono state costrette ad offrire premi sul tasso molto elevati per riuscire a finanziarsi.

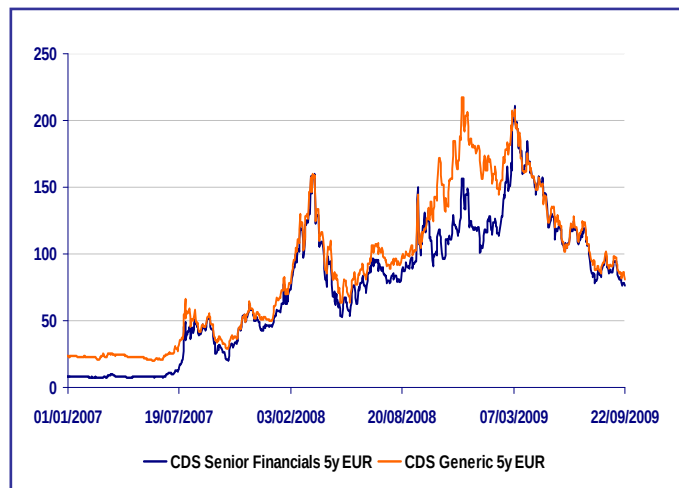


Grafico 1

Nel corso del 2009, grazie alle manovre avviate dai Governi di comune accordo con le banche centrali ed al ritorno di fiducia da parte degli investitori, le tensioni sul mercato del credito si vanno via via distendendo.

Le quotazioni dei CDS si stanno abbassando, indicando una riduzione dei rischi di fallimento ed una maggiore facilità per le società a finanziarsi. Si riducono quindi i premi pagati dalle società per raccogliere denaro e conseguentemente il valore dei titoli obbligazionari cresce. Di qui il recente rally del mercato

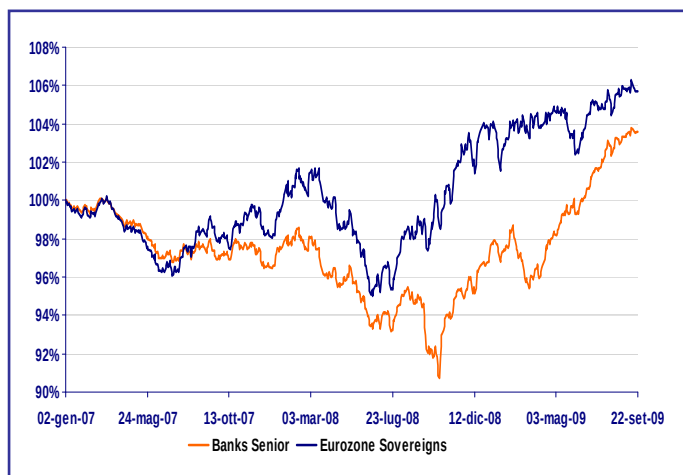


Grafico 2

obbligazionario a cui abbiamo assistito negli ultimi mesi.

Siamo tuttavia ancora molto lontani dalle condizioni di inizio 2007 (**Grafico 1**), c'è quindi margine per una ulteriore riduzione degli spread sui tassi e di un conseguente apprezzamento dei titoli obbligazionari (**Grafico 2**). In particolare il settore bancario, storicamente più conservativo dei corporate – a gennaio 2007 il CDS dei bancari girava mediamente ad 8 contro il 23 della media corporate – è stato colpito più aspramente dalla crisi del credito e ci si aspetta che recuperi maggiormente e più velocemente degli altri settori.

Le performance dell'obbligazionario sono peraltro spesso inaccessibili ai piccoli investitori poiché le emissioni dei

corporate, non essendo corredate di un prospetto informativo ed essendo disponibili in tagli minimi di 50.000€, sono frequentemente indirizzate ai soli investitori qualificati. Per sopperire a tale carenza stanno emergendo emissioni con prospetto informativo e vendibili ai clienti privati in tagli minimi da 1000€, quotate sul mercato MOT di Borsa Italiana. Nel **Grafico 3** ad esempio si può osservare l'apprezzamento dei Royal Bond di Abn Amro/RBS emessi ad aprile 2009 – tasso fisso decennale e tasso variabile quinquennale – che hanno permesso di registrare un guadagno superiore al 3% in meno di

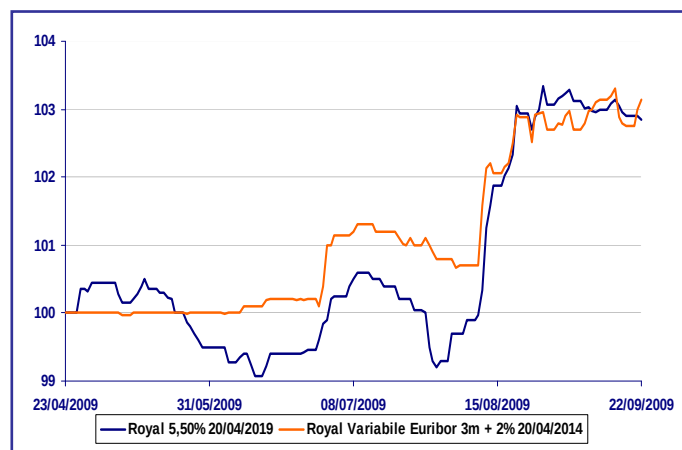


Grafico 3

6 mesi quest'anno a seguito del miglioramento dello spread di credito dell'emittente.

Nicola Francia,

Responsabile Public Distribution Italia ABN AMRO Bank N.V.



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

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

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

I marchi Borsa Italiana, IDEM, MOT, MTA, STAR, SeDeX, MIB, IDEX, Bit Club, Academy, MiniFIB, DDM, EuroMOT, Market Connect, NIS, Borsa Virtuale, ExtraMOT, MIV, nonché il marchio figurativo costituito da tre losanghe in obliquo sono di proprietà di Borsa Italiana S.p.A.

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

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

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

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

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