



BORSA ITALIANA

Conoscere la Borsa e gli strumenti finanziari

*Una breve guida al ruolo di Borsa Italiana
e alle caratteristiche dei principali strumenti finanziari*



1808
2008
200 ANNI
DI BORSA ITALIANA

ALETTI VIEW CERTIFICATE



PUNTIAMO SUL TEMA VINCENTE

Prima dell'adesione leggere il Prospetto Informativo

Per maggiori informazioni

NUMERO VERDE 800.215.328

info@aletticertificate.it www.aletticertificate.it

Pagina Reuters <ALETTICERT>

Banca Aletti - Via Roncaglia, 12 - 20146 Milano

SOMMARIO

IL MERCATO E I SUOI ATTORI.....	5
Borsa Italiana, Consob e Banca d'Italia: chi fa cosa?	5
Microstruttura del Mercato.....	11
Asta di Borsa	12
Gli Indici Azionari.....	18
LE SOCIETÀ QUOTATE E IL MERCATO	21
I Comunicati Price Sensitive.....	21
Le Corporate Actions	22
OPA	24
GLI STRUMENTI	29
BOT - Buoni Ordinari del Tesoro	29
BTP - Buoni del Tesoro Poliennali	34
Obbligazioni	36
Obbligazioni ibride.....	37
Opzioni	39
Stock Futures.....	47
Mini-FIB.....	51
Certificates	53
Covered Warrant.....	54
ETF.....	59
ETC	63
MTA International	66
Fondi comuni di investimento.....	68

La diffusione 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'investimento eventualmente 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 S.p.A. non deve essere ritenuta responsabile per eventuali danni, derivanti anche da imprecisioni e/o errori, che possono derivare all'utente e/o a terzi dall'uso di quanto contenuto nel presente documento.

I marchi Borsa Italiana, MTA, MTF, IDEM, STAR, techSTAR, SeDeX, TAH, MOT, EuroMOT, DomesticMOT, MTAX, TAHX, Expandi, S&P/MIB, MIB30, MIBTEL MIDEX, MIBSTAR, All Stars, MEX, ITEX, DDM, Market Connect, NIS, Best Venue Indicator, BIt Club, Academy, Borsam@t, MiniFIB, nonché il marchio figurativo del Gruppo Borsa Italiana sono di proprietà di Borsa Italiana S.p.A.. Il marchio BIt Systems è di proprietà di BIt Systems S.p.A.. I marchi Cassa di Compensazione e Garanzia e CC&G sono di proprietà di Cassa di Compensazione e Garanzia S.p.A.. I marchi Monte Titoli, MT-X e X-TRM sono di proprietà di Monte Titoli S.p.A.. I marchi Piazza Affari Gestione e Servizi e Palazzo Mezzanotte Congress and Training Centre sono di proprietà di Piazza Affari Gestione e Servizi S.p.A.. I suddetti marchi, nonché gli ulteriori marchi di proprietà del Gruppo Borsa Italiana, non possono essere utilizzati senza il preventivo consenso scritto della società proprietaria del marchio.

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

Gli articoli contenuti in questa pubblicazione - e molti altri ancora - si possono ritrovare sul sito di Borsa Italiana (www.borsaitaliana.it) all'interno della rubrica “**Sotto la Lente**”, dove ogni venerdì vengono esaminati i più attuali temi economici. Inoltre, qualora all'interno del presente documento vi fossero dei termini non conosciuti, è possibile consultare sul sito di Borsa Italiana il “**Glossario**”, un dizionario on-line dei termini finanziari disponibile gratuitamente e composto da oltre 1.000 termini.

IL MERCATO E I SUOI ATTORI

Borsa Italiana, Consob e Banca d'Italia: chi fa cosa?

Borsa Italiana S.p.A.

Con la privatizzazione dei mercati di borsa del 1998 nasce Borsa Italiana, società per azioni che svolge principalmente l'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari. Il suo principale obiettivo è quello di garantire lo sviluppo e di massimizzare la liquidità, la trasparenza, la competitività e l'efficienza dei mercati stessi. Con la creazione di Borsa Italiana, il legislatore ha voluto affidarle le funzioni di regolamentazione e gestione dei mercati separandole nettamente dai compiti di vigilanza che vengono ora esercitate esclusivamente da Consob e Banca d'Italia.

Le competenze di Borsa Italiana sono principalmente:

- la definizione dell'organizzazione e del funzionamento dei mercati;
- la definizione delle condizioni e delle modalità di ammissione, di esclusione e di sospensione degli operatori e degli strumenti finanziari dalle negoziazioni;
- la definizione dei requisiti e delle procedure di ammissione e permanenza sul mercato per le società emittenti;
- la gestione dell'informativa delle società quotate;
- la vigilanza e la gestione del mercato per consentire il corretto svolgimento delle negoziazioni.

La gestione del mercato avviene attraverso circa 130 intermediari nazionali ed internazionali che operano in Italia o dall'estero utilizzando un sistema di negoziazione completamente elettronico per l'esecuzione degli scambi in tempo reale.

La società svolge inoltre attività organizzative, commerciali e promozionali per assicurare la competitività e lo sviluppo dei mercati da essa gestiti, con l'obiettivo di massimizzare nel tempo la possibilità per i vari attori di negoziare alle migliori condizioni di liquidità, trasparenza e competitività e di sviluppare servizi a elevato valore aggiunto per la comunità finanziaria attraverso quattro società controllate:

- **Cassa di Compensazione e Garanzia**, società costituita nel 1992 e della quale Borsa Italiana ha acquisito la quota di controllo nel 2000, e che svolge attività finalizzate ad assicurare l'integrità dei mercati, interponendosi come controparte centrale e fungendo da garante dell'esecuzione delle transazioni.

- **BI Systems**, società tecnologica che si occupa della gestione, manutenzione e sviluppo dei sistemi informativi del Gruppo, nata nel 2001 da una *joint venture* tra Borsa Italiana (65%) e SIA (35%). BI Systems fornisce inoltre servizi di *Project*

Management e di sviluppo di sistemi informatici per operatori privati, pubblici, istituzioni finanziarie e società di gestione dei mercati.

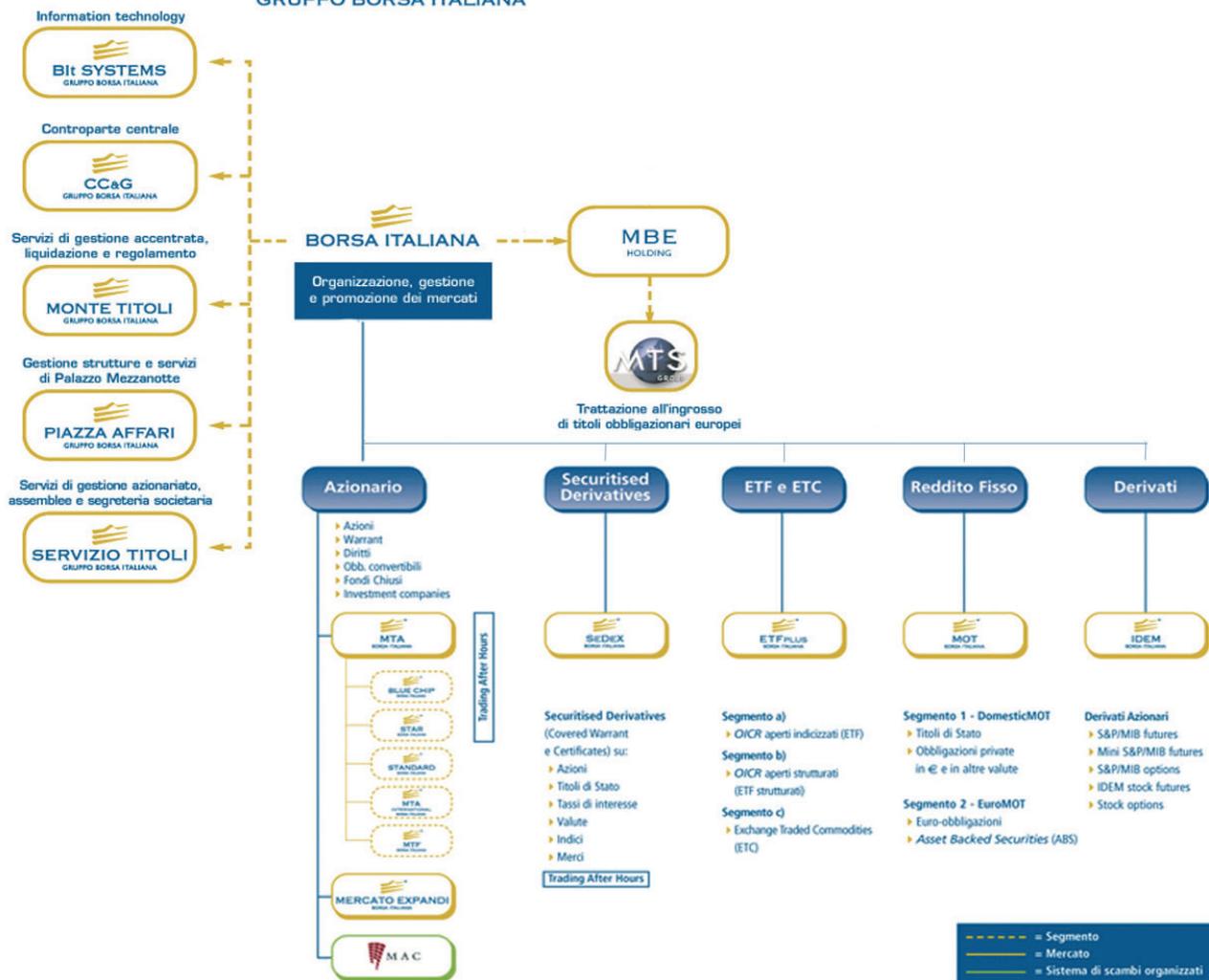
- **Monte Titoli**, il depositario centrale e il gestore dei servizi di liquidazione e regolamento, si occupa di custodia, amministrazione e regolamento contabile delle transazioni eseguite.

- **Piazza Affari Gestione & Servizi**, partecipata integralmente da Borsa Italiana fin dalla sua costituzione nel 2000, garantisce la gestione di Palazzo Mezzanotte, sede della borsa e del suo *Congress & Training Centre*.

- **Servizio Titoli**, società che offre *software*, servizi in *outsourcing* e consulenza a supporto di tutte le fasi operative svolte all'interno delle società quotate e a capitale diffuso dall'Ufficio Titoli e dalla Segreteria Societaria.

L'illustrazione seguente mostra i mercati in cui si articola Borsa Italiana, gli strumenti finanziari che vi sono trattati e la struttura del gruppo.

GRUPPO BORSA ITALIANA



La Consob

La Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, istituita con la legge n. 216 del 7 giugno 1974, è un'autorità amministrativa indipendente, dotata di personalità giuridica e piena autonomia. Questa istituzione si occupa di attività di regolamentazione, autorizzazione, vigilanza e controllo sui mercati finanziari italiani con i principali obiettivi della tutela degli investitori, dell'efficienza e della trasparenza del mercato mobiliare italiano.

La Consob regola:

- la prestazione dei servizi di investimento;
- i requisiti di capitale minimo delle società di gestione dei mercati regolamentati e delle società di gestione accentrata;
- la redazione e la pubblicazione dei prospetti e dei documenti d'offerta;
- le procedure per lo svolgimento delle offerte;
- gli obblighi informativi delle società quotate, tra cui l'informativa periodica (approvazione del bilancio, relazione semestrale e trimestrale) e quella sui fatti rilevanti.

autorizza:

- l'esercizio dei mercati regolamentati;
- la pubblicazione dei prospetti;
- l'esercizio dell'attività di gestione accentrata di strumenti finanziari;
- le iscrizioni agli Albi.

controlla:

- le informazioni contenute nei documenti contabili delle società quotate;
- l'informativa che le società quotate forniscono al mercato;
- le operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio (sollecitazioni all'investimento e offerte pubbliche di acquisto e scambio).

vigila:

- sulle società di gestione dei mercati;
- sui mercati regolamentati;
- sugli scambi organizzati di strumenti finanziari;
- sul regolare svolgimento delle contrattazioni nei mercati regolamentati;
- sulle società di gestione accentrata e sui sistemi di compensazione, liquidazione e garanzia, insieme con la Banca d'Italia;

sugli intermediari autorizzati;
sui promotori finanziari;
sulle società quotate;
sui soggetti che promuovono sollecitazioni all'investimento di strumenti finanziari;
sulle società di revisione.

e, ovviamente, in caso di violazione delle norme, ha facoltà di sanzionare i soggetti vigilati.

Inoltre la Consob coopera e collabora con gli altri operatori di rilevanza pubblicistica coinvolti nella regolamentazione dei mercati finanziari (Ministero delle Finanze, Banca d'Italia, autorità giudiziaria ed associazioni di categoria) e, come membro dell'IOSCO (di cui fanno parte attualmente le autorità di controllo dei mercati mobiliari di più di 100 Paesi) e del CESR (di cui fanno parte 17 Paesi dello spazio economico europeo), partecipa ai lavori internazionali in materia di servizi finanziari, quali ad esempio quelli in seno all'UE, all'OCSE e alla WTO.

La Banca d'Italia

Nasce con legge 10 agosto 1893, n. 449, che autorizzava, al fine di costituire un istituto di emissione nuovo, la fusione della Banca nazionale nel Regno con la banca nazionale toscana e la Banca Toscana di Credito per le Industrie e il Commercio d'Italia. Nel 1926 la Banca d'Italia diveniva l'unico istituto autorizzato all'emissione di banconote sul territorio nazionale; la grande novità di quell'anno comunque fu che le furono attribuiti, con largo anticipo rispetto agli ordinamenti di altri paesi, formali poteri di vigilanza sugli istituti di credito nazionali.

L'attività di maggiore visibilità della Banca Centrale è l'emissione di banconote: dal gennaio 2002 si incarica della diffusione degli euro, distribuiti attraverso le Filiali dell'Istituto, che immettono la valuta nel circuito degli scambi. La Banca provvede anche al ritiro e alla distruzione dei biglietti deteriorati.

Le tradizionali funzioni di controllo della politica monetaria e del cambio, con l'istituzione dell'unione monetaria non sono più gestite autonomamente, ma in coordinamento con gli altri paesi dell'Unione:

- la Banca concorre, con la presenza del Governatore nel Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea (BCE), a determinare le decisioni di politica monetaria per l'intera area dell'euro;
- attua nel mercato nazionale, in linea con i principi di decentramento e di sussidiarietà stabiliti a livello europeo, le decisioni assunte dal Consiglio direttivo;
- partecipa, con propri rappresentanti a vari livelli, ai numerosi Comitati e Gruppi di lavoro costituiti nell'ambito del SEBC per l'analisi delle questioni attinenti ai compiti istituzionali del Sistema.

L'azione di vigilanza della Banca viene disciplinata congiuntamente dal Testo unico bancario (d. Lgs. 1° settembre 1993, n. 385) e dal Testo unico della finanza (d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58), che disciplinano, rispettivamente, l'attività bancaria e il settore dell'intermediazione finanziaria. La funzione di vigilanza si basa su poteri autorizzativi, regole prudenziali, analisi delle situazioni aziendali, interventi, ispezioni e gestione delle crisi aziendali.

Il Testo unico della finanza attribuisce alla Banca d'Italia importanti compiti di supervisione, in particolare sui mercati all'ingrosso dei titoli di Stato e sugli scambi di fondi interbancari, nonché sulle strutture di supporto alle negoziazioni finanziarie, quali ad esempio quelle che si occupano di compensazione e regolamento definitivo delle transazioni, di gestione accentrata dei titoli, o di garanzie dei contratti e della loro liquidazione.

Inoltre la Banca d'Italia è l'Autorità garante della concorrenza nel settore del credito disponendo di strumenti specifici per evitare e sanzionare concentrazioni che costituiscano posizioni dominanti nei mercati nazionale e locali e interviene anche nei casi di collusione fra intermediari.

Tra le altre funzioni della Banca d'Italia vi sono: la lotta al riciclaggio dei capitali attraverso il sistema bancario e finanziario (in cooperazione con l'Ufficio Italiano dei Cambi); la sorveglianza sul sistema dei pagamenti e la consulenza prestata al Parlamento, al Governo e ad altri organi costituzionali in materia di politica economica e finanziaria.

In linea con il processo di privatizzazione dei mercati finanziari, il servizio di gestione accentrata dei titoli di Stato, tradizionalmente svolto dalla Banca d'Italia, è ora effettuato dalla società Monte Titoli spa, chiamata a gestire, dal 2003, anche il servizio di compensazione e liquidazione delle operazioni in titoli, escluso il regolamento finale del contante assicurato da BI-REL.

“Bibliografia

- Legge n. 281 del 4 giugno 1985 sulla riorganizzazione della Consob
- Testo unico delle Disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (Dlgs. 24 febbraio 1998, n.58)
- Testo unico bancario (Dlgs. 1° settembre 1993, n. 385)
- Statuto della Banca d'Italia, testo 2002 (Approvato con R. decreto 11 giugno 1936, n. 1067 e modificato con decreti del Presidente della Repubblica 19 aprile 1948, n. 482, 12 febbraio 1963, n. 369, 14 agosto 1969, n. 593, 20 luglio 1973, n. 607, 6 marzo 1992, 18 luglio 1992, e con delibera dell'Assemblea generale straordinaria dei partecipanti al capitale del 19 marzo 1998, approvata con D.P.R. 24 aprile 1998.)

CONSOB

BANCA D'ITALIA

BORSA ITALIANA”

Microstruttura del Mercato

Differenze tra i vari modelli di mercato

Il processo di formazione dei prezzi in Borsa è influenzato dalla struttura del mercato, ovvero dal complesso di regole che governano il processo di negoziazione. Regole che comprendono il modello di mercato, la tipologia di operatori ammessi alle negoziazioni e le loro funzioni, le tipologie di ordini che possono essere utilizzate dagli operatori, i meccanismi di interazione degli ordini (c.d. “**microstruttura**” del mercato).

In particolare la struttura del mercato è definita da:

eventuale separazione dei processi di immissione degli ordini e conclusione dei contratti, in base alla quale si distinguono mercati ad asta (che separano la fase di immissione, modifica e cancellazione degli ordini dalla fase di conclusione dei contratti ad un unico prezzo, il prezzo d’asta) e mercati a negoziazione continua (che invece consentono che l’immissione degli ordini e, se vi sono i presupposti, la conclusione dei contratti possano avvenire contestualmente);

livello d’intermediazione fra investitori e il mercato: accesso diretto, intermediazione via *broker*, interposizione di *dealers*; livello di automazione, in base al quale si distingue tra mercati “alle grida”, nei quali l’esecuzione degli scambi avveniva tramite l’incontro degli operatori in un determinato luogo fisico (il *floor* della Borsa) e i mercati telematici, nei quali le negoziazioni avvengono in un luogo immateriale rappresentato da un complesso sistema tecnologico e gli scambi sono eseguiti automaticamente secondo algoritmi predefiniti.

In letteratura si distinguono due tipologie di mercati:

mercati “**quote driven**”: in questi mercati un intermediario (*dealer*) espone su base continuativa o su richiesta, quotazioni denaro e lettera a cui è disposto, rispettivamente, ad acquistare e vendere i titoli per cui “fa mercato”. Per ogni titolo esistono più *dealers* specializzati - denominati *market makers* - che si impegnano a esporre continuamente quotazioni di acquisto e vendita sui titoli quotati, e a cui gli altri operatori devono necessariamente fare ricorso qualora intendano negoziare.

mercati “**order driven**”: nei mercati *order driven* gli scambi si concludono attraverso l’interazione degli ordini immessi da tutti gli intermediari aderenti al mercato. In questo tipo di mercato la liquidità può essere supportata dall’attività di operatori che a seconda del mercato o delle funzioni svolte possono avere diversi denominazioni (specialisti/*liquidity providers/market makers*), ma che non godono dei privilegi precedentemente descritti per i *market makers* che operano sui mercati *quote driven* (es. non sono l’unica controparte possibile, non fruiscono di tipologie di ordini preferenziali).

Tutti i mercati di Borsa Italiana sono mercati **order driven** e telematici. Quali sono i vantaggi?

- riduzione dei costi di accesso alle informazioni;

- maggior trasparenza del mercato;
- incremento della liquidità del mercato;
- maggiore efficienza nei collegamenti tra le attività di *trading* e *post-trading*;
- riduzione nei costi di esecuzione degli ordini;
- più efficiente azione di monitoraggio dell'operatività del mercato da parte di organi di gestione e autorità di vigilanza.

La presenza degli operatori *market maker* a sostegno della liquidità all'interno di un mercato *order driven* risulta ancora più importante nei mercati derivati, in virtù della presenza di numerose serie e scadenze disponibili sull'*order book* per ogni singolo prodotto.

Sul mercato IDEM i *market maker* garantiscono la presenza di proposte di negoziazione su tutti i contratti listati, attraverso l'esposizione sull'*order book* di ordini in acquisto e in vendita in via continuativa o in risposta a richieste di quotazione effettuate dagli altri intermediari, contribuendo in questo modo ad incrementare la liquidità del mercato.

I *market maker* utilizzano sistemi di quotazione automatici che opportunamente calibrati calcolano ed inviano automaticamente al mercato le quotazioni in acquisto e in vendita; tali sistemi consentono inoltre di aggiornare automaticamente e continuativamente le quotazioni al variare del prezzo del titolo sottostante.

Asta di Borsa

Le aste

Le modalità di negoziazione tramite asta sono caratterizzate dalla presenza di due fasi principali:

la fase di raccolta delle proposte di negoziazione (o ordini), in cui: gli ordini possono essere immessi, modificati o cancellati dagli operatori ammessi ai mercati, il sistema calcola un prezzo teorico di asta (prezzo unico che varia al variare degli ordini presenti sul *book* di negoziazione secondo un algoritmo di calcolo pre-definito), ma non viene concluso nessuno scambio;

la fase di conclusione dei contratti, in cui: è inibita la possibilità di immettere, modificare, cancellare gli ordini e si concludono gli scambi ad un unico prezzo, il prezzo d'asta, sulla base delle proposte di acquisto e vendita presenti sul *book* di negoziazione al termine della fase di raccolta degli ordini.

Il meccanismo d'asta ha il vantaggio di consentire il consolidamento del *book* di negoziazione separando la fase di *price discovery*, legata all'esplicitazione delle volontà negoziali degli operatori attraverso l'immissione di proposte in acquisto e in

vendita, dalla fase di conclusione dei contratti. Il prezzo d'asta, inoltre, risulta essere particolarmente significativo dato che tutti gli scambi avvengono ad un unico prezzo, al quale verranno negoziati ammontari particolarmente elevati.

L'asta di apertura

Borsa Italiana al fine di garantire la formazione di un prezzo di inizio giornata (prezzo di apertura) per i titoli dei mercati *cash* il più possibile corrispondente a quanto il mercato nel suo complesso ritiene equo, ha inserito nel suo regolamento un sistema di norme per il funzionamento dell'asta di apertura.

Le modalità tecniche dell'asta consentono di convogliare tutto il flusso informativo creatosi durante le ore di chiusura del mercato, sul *book* di negoziazione in una fase in cui non avvengano scambi e di avere un prezzo iniziale che non dipenda da un singolo ordine di natura eccezionale ma dalla convergenza di più ordini immessi sul *book*, che trovano esecuzione ad un unico prezzo. Concettualmente l'asta di apertura corrisponde in buona sostanza al vecchio "mercato a chiamata" attuato però con mezzi elettronici. Gli ordini che affluiscono relativi a ciascun titolo vengono registrati e non hanno esecuzione immediata (sebbene sia sempre disponibile un prezzo teorico di esecuzione); scaduto il termine per l'immissione delle proposte, il sistema elettronico di Borsa Italiana, come un moderno banditore elettronico, individua il prezzo a cui si concludono tutti i contratti. Tale meccanismo è in grado di garantire un prezzo di apertura che sia espressione del totale della domanda e dell'offerta presente nel mercato entro una determinata ora.

L'asta si articola in tre fasi:

- Pre-asta o pre-apertura;
- Validazione;
- Apertura vera e propria.

La durata delle diverse fasi dipende dal mercato e dal segmento in cui il titolo è negoziato (il sito internet di Borsa Italiana prevede una sezione che comprende una rassegna completa degli orari di negoziazione dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana all'indirizzo internet:

<http://www.borsaitaliana.it/prodottieservizi/negoziazione/calendarioeoraridinegoziiazione/calendario-borsa-orari-dinegoziiazione.htm>)

Utilizzando come esempio le azioni del segmento *blue-chip*, la fase di **pre-asta** ha luogo dalle 8:00 alle 9:00, (con chiusura *random* della fase di pre-asta tra le 9:00:00 e le 9:00:59). In questo intervallo di tempo il sistema consente l'immissione, la

modifica e la cancellazione di proposte di negoziazione. Il software ordina in tempo reale le proposte di negoziazione in ordine di prezzo - decrescente se in acquisto, crescente se in vendita – e, a parità di prezzo, in ordine di tempo, quindi calcola e aggiorna in tempo reale il prezzo teorico d’asta, sulla base le proposte presenti sul *book* di negoziazione. Gli operatori hanno la piena visibilità delle proposte di negoziazione presenti sul *book*.

Il prezzo teorico d’apertura corrisponde:

1. al prezzo al quale è negoziabile la maggiore quantità del titolo;
2. nel caso la quantità negoziabile sia massimizzata da due differenti prezzi, al prezzo al quale viene minimizzata il quantitativo non negoziabile a prezzi uguali o migliori rispetto al prezzo d’asta;
3. nel caso più prezzi massimizzino la quantità scambiabile e minimizzino lo sbilancio al prezzo più vicino al prezzo di riferimento del giorno precedente (cioè ad un valore pari alla media ponderata dei prezzi dell’ultimo 10% delle quantità negoziate);
4. nel caso più prezzi rispettino le tre condizioni precedenti, al prezzo più elevato.

Vediamo ora di spiegare il concetto con qualche esempio.

1) Ipotizziamo che sul mercato siano presenti le seguenti proposte di negoziazione:

[Per semplicità eliminate la proposta al prezzo d’asta, portate la quantità in acquisto al prezzo di 16.1 da 2000 a 3000]

il sistema automaticamente riordinerà e cumulerà le proposte in questo modo:

Quantità in acquisto	Prezzo proposte d'acquisto e di vendita	Quantità in vendita
13000	15.7	0
8000	15.8	2000
8000	15.9	4000
5000	16	7000
3000	16.1	13000

Risulta chiaro che chi è disposto a comprare a 15,9 sarà ben contento di vedere il suo ordine eseguito a 15,7 (quindi in questo caso i 3000 pezzi possono venire “cumulati” all’ordine a 15,7) mentre non sarà disposto a pagare 16. Chi inserisce l’ordine al “prezzo d’asta” sarà invece disposto a pagare qualsiasi prezzo esca dall’asta (e l’ordine relativo viene cumulato a tutti i livelli di prezzo proposti). Gli ordini di vendita sono invece ovviamente cumulati al salire dei prezzi.

Nel caso del nostro esempio, il prezzo teorico d’apertura è 16 perché è quello che consente il maggior incontro tra domanda e offerta e la maggiore quantità di scambio, cioè 5000 titoli, mentre ad esempio 15,9 consentirebbe lo scambio solo di 4000 pezzi.

2) Ipotizziamo che, invece, le proposte di negoziazione già ordinate e cumulate siano le seguenti:

Quantità in acquisto	Prezzo proposte d'acquisto e di vendita	Quantità in vendita
13000	15.7	0
8000	15.8	2000
8000	15.9	5000
5000	16	7000
3000	16.1	13000

Due prezzi muovono la stessa quantità: 15,9 e 16 consentono la negoziazione di 5000 azioni. Tuttavia, mentre il prezzo di 16 lascia un ineseguito di 2000, il prezzo di 15,9 genera una differenza tra domanda ed offerta di 3000. Il prezzo teorico d’apertura sarà dunque 16.

3) Se, invece, le proposte cumulate fossero quelle della seguente tabella e il prezzo di riferimento fosse 15,8:

Quantità in acquisto	Prezzo proposte d'acquisto e di vendita	Quantità in vendita
13000	15.7	0
8000	15.8	2000
7000	15.9	5000
5000	16	7000
3000	16.1	13000

il prezzo di apertura sarebbe 15,9 poiché a parità di quantità negoziata e di ineseguito, sarebbe il livello più prossimo al prezzo di riferimento.

4) Nel caso in cui il prezzo di riferimento sia per ipotesi 15,95 e le proposte quelle della tabella precedente, tanto il valore di 15,9, quanto quello di 16 risulterebbero pari per quantità proposta, ineseguito e distanza dal prezzo di riferimento. In questa circostanza verrebbe utilizzato come prezzo d'asta il maggiore fra i due, cioè 16.

Non è possibile avere il prezzo teorico d'apertura se:

- il *book* è vuoto;
- non siano presenti proposte di negoziazione in uno o dei lati del mercato;
- se i prezzi limitati dei due lati del mercato non consentono la conclusione di contratti, cioè nel caso in cui il più alto prezzo in acquisto risulti inferiore al minore prezzo di vendita. Da notare che nella situazione contraria (miglior prezzo in acquisto maggiore del minor prezzo di vendita) si ha ovviamente un'apertura normale.

In tal caso si passerà alla fase di negoziazione continua e le proposte presenti sul *book* passeranno alla fase della negoziazione continua con il loro prezzo e la priorità temporale originaria, mentre le proposte a prezzo d'apertura (APE) passeranno alla fase della negoziazione continua con il prezzo della migliore proposta con limite di prezzo dello stesso lato del *book* e la priorità temporale originaria se sono presenti anche proposte con limite di prezzo, assumendo il prezzo di controllo e mantenendo la priorità temporale originaria in caso contrario.

Infine qualora siano presenti su entrambi i lati del "*book*" solo proposte APE, il sistema determina un prezzo teorico di apertura che corrisponde a quello di riferimento del giorno prima.

La fase successiva, quella della **validazione**, in cui vi è la verifica della validità del prezzo teorico, dura dalle 9:01 alle 9:03. In questo intervallo di tempo il sistema non accetta più nuove proposte e non consente di modificare quelle esistenti. Perché il prezzo sia considerato valido, la differenza tra il prezzo teorico e quello di riferimento non deve superare una percentuale definita da Borsa Italiana.

Se il prezzo non è validato viene riattivata la fase di pre-asta per un tempo stabilito da Borsa Italiana.

Nella fase di **apertura** (9:03 - 9:05): il sistema procede con l'incrocio delle proposte compatibili: i contratti sono conclusi ad un unico prezzo, quello di apertura, fino ad esaurimento delle quantità disponibili secondo le priorità prezzo-tempo. Ordini di acquisto posti con limite inferiore al prezzo di apertura e ordini di vendita con limite superiore al prezzo di apertura, passano alla negoziazione continua.

Riprendiamo la tabella di esempio precedente

Quantità in acquisto	Prezzo proposte d'acquisto e di vendita	Quantità in vendita
13000	15.7	0
8000	15.8	2000
8000	15.9	4000
5000	16	7000
3000	16.1	13000

Il prezzo di apertura è 16. Verranno soddisfatte tutte le proposte compatibili, cioè avverrà lo scambio di 5000 titoli.

Gli ordini di acquisto per 5000 titoli a 15,7 e per 3000 a 15,9, come pure la proposta di vendita di 6000 pezzi a 16,1 passano con il loro limite alla negoziazione continua. La proposta di vendita di 3000 a 16 è eseguita solo per 1000 titoli: per la quota restante l'ordine è trasferito con il limite e la priorità originaria alla negoziazione continua.

Il 18 novembre 2002 è stata introdotta ed estesa a tutte le aste giornaliere (apertura, chiusura e aste infragiornaliere attivate per effetto di volatilità anomala) di tutti i mercati azionari la chiusura "casuale" dell'asta. Questa novità comporta che la possibilità di inserimento ordini, e quindi di aggiornamento del prezzo teorico di asta, termini in un istante compreso nell'arco temporale dell'ultimo minuto della fase di preasta, scelto in modo casuale da un apposito algoritmo di calcolo. In questo modo non è noto ex ante il momento preciso di conclusione della fase di preasta ed aumenta la regolarità del processo di formazione dei prezzi.

L'**asta di chiusura** ha funzionamento del tutto analogo a quello dell'asta di apertura ed anche le fasi che la compongono sono le stesse: pre-asta, validazione e asta. L'unica differenza riguarda il fatto che per i segmenti Blue Chip, Star e Ordinario 1, l'estensione temporale è ridotta. Inoltre, se non si riesce ad ottenere un prezzo valido di asta, non viene attivata una nuova fase di pre-asta.

Le eventuali proposte di negoziazione, immesse con il parametro valido sino a data e la cui scadenza sia successiva alla seduta di negoziazione in corso, e ineseguite, in tutto o in parte, sono automaticamente trasferite all'asta di apertura del giorno successivo come ordini con prezzo limite (se inserito) o come ordini APE (al prezzo di apertura) se il giorno precedente erano stati inseriti come ordini senza limite di prezzo.

Ipotizzando la presenza dei seguenti ordini già ordinati e cumulati:

Quantità in acquisto	Prezzo proposte d'acquisto e di vendita	Quantità in vendita
11000	16.9	1000
6000	17	4000
3000	17.1	7000

Il prezzo d'asta valido che ne deriva - come spiegato sopra - risulta 17.

Solo una parte degli ordini di acquisto (4000) sono però eseguiti, mancando offerta di titoli corrispondente. Tutti gli altri ordini validi sino a data vengono rimandati all'asta dell'indomani.

Da sottolineare infine che le proposte ineseguite non passano alla negoziazione After Hours, dal momento che questo mercato è totalmente separato da quello diurno.

Gli Indici Azionari

Le metodologie di calcolo

Gli indici azionari sono la sintesi del valore del paniere di titoli azionari che rappresentano. I movimenti dell'indice sono una buona approssimazione del variare nel tempo della valorizzazione dei titoli compresi nel portafoglio. Esistono differenti metodologie di calcolo degli indici, a seconda della ponderazione che viene attribuita alle azioni del paniere. Possiamo quindi distinguere tra:

- **Indici *equally weighted***: questi sono caratterizzati dall'uguaglianza dei fattori di ponderazione per tutti i titoli che compongono l'indice. Non importa la capitalizzazione delle società incluse, perché tutti i titoli dell'indice hanno il medesimo peso;
- **Indici *price weighted***: in questo caso il peso associato ad ogni titolo varia in funzione del suo prezzo (se il prezzo di un titolo aumenta più degli altri, automaticamente aumenta anche il suo peso all'interno dell'indice). Tali indici sono molto semplici da calcolare in quanto sono dati dalla semplice somma dei prezzi dei titoli che compongono l'indice. Tali indici,

tuttavia, hanno lo svantaggio di non rispecchiare correttamente l'andamento dell'intero portafoglio: infatti vengono rappresentati maggiormente i titoli più "costosi", a prescindere dal numero di azioni presenti e dalle dimensioni della società;

- **Indici *value weighted***: questi risolvono i problemi dei precedenti in quanto il peso di ciascun titolo risulta proporzionale alla sua capitalizzazione di borsa. Al contrario delle altre metodologie di calcolo, in questo caso gli indici vengono aggiustati e rettificati a seguito di operazioni societarie quali frazionamenti, raggruppamenti, pagamento di dividendi straordinari, scissioni, assegnazioni gratuite o nuove emissioni a pagamento.

La maggior parte dei principali indici mondiali sono pertanto calcolati con la metodologia *value weighted*; tra questi ricordiamo l'**S&P 500** e gli indici **Nyse Composite** (USA), l'**S&PMIB** (ITA), il **FTSE100** (UK), il **Cac40** (Francia), il **Dax30** (Germania) ed il **Topix** (Giappone). Tra i pochi indici *price weighted* rimasti, i due più importanti sono il **Dow Jones** (USA), l'indice di borsa più antico della storia e il **Nikkei 225** (Giappone).

Gli indici azionari possono essere classificati anche in base al settore industriale cui fanno riferimento i titoli presenti nel portafoglio (ad esempio gli indici Stoxx settoriali) o alla zona geografica cui appartengono (ad es. indici MSCI).

La quasi totalità degli indici è calcolata sulla base del puro prezzo di mercato (*price indexes*). Questo sistema, tuttavia, distorce in parte la realtà, in quanto non viene considerata per intero la remunerazione che le società danno ai propri azionisti, ma solo quella concessa come apprezzamento in conto capitale (*capital gain*). I dividendi, infatti, non vengono tenuti in conto ed il giorno dello stacco i titoli subiscono nominalmente un deprezzamento che in teoria dovrebbe essere pari al dividendo pagato. Inoltre, un indice basato solo sui prezzi di borsa registra comunque un calo, tanto maggiore quanto più generoso è il dividendo. In tal modo appare come negativo un accadimento che invece è accolto con favore dagli investitori.

Esistono diversi indici calcolati sul mercato italiano.

MIBTEL: è il più importante in quanto "riassume" tutte le azioni quotate su MTA e MTAX. Questo viene ricalcolato ogni minuto durante la fase di negoziazione continua sulla base dei prezzi degli ultimi contratti conclusi su ciascuna azione componente il paniere. La base dell'indice è stabilita in 10.000 punti e relativa al 3 gennaio 1994.

Il Mibtel è un indice di prezzo, quindi come si diceva sopra, non tiene conto dello stacco di dividendi o di eventuali frutti periodici pagati dalle società che lo compongono. L'algoritmo per il calcolo è dato dalla formula di Laspeyres:

$$I(t) = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{p_t(t)}{p_t(0)} p_t(0) q_t(0)}{\sum_{t=1}^n p_t(0) q_t(0)} \times \text{base}$$

dove

$p(i,0)$ e $q(i,0)$ sono il prezzo base e la quantità base in circolazione del titolo i -esimo;

$p(i,t)$ è il prezzo del titolo i -esimo il giorno t ;

$I(t)$ è il valore dell'indice MIBTEL al momento t ;

n è il numero di azioni componenti l'indice.

Al termine della seduta viene anche calcolato in versione *total return*, tenendo conto dell'effetto del reinvestimento dei dividendi delle società in esso rappresentate; in questo caso è contrassegnato dal suffisso "TR".

S&P/MIB: è il paniere che racchiude le azioni delle 40 maggiori società italiane ed estere quotate sui mercati gestiti da Borsa Italiana. I criteri di selezione si basano sulla classificazione settoriale, sulla capitalizzazione del flottante e sulla liquidità. La revisione ordinaria dei componenti viene effettuata a marzo e a settembre mentre la revisione dei pesi a marzo, a giugno, a settembre ed a dicembre. Ci sono comunque ribilanciamenti straordinari a seguito di operazioni sul capitale (incremento del numero di azioni superiore al 10%), a variazioni rilevanti del flottante (superiore al 10%), a *spin off* (cioè scorpori di rami d'azienda), fusioni, *delisting* (cioè cancellazione dalle contrattazioni) o nuove quotazioni se la capitalizzazione del nuovo titolo è uguale o superiore al 3% di quella corrente dell'intero mercato. È calcolato con modalità *value weighted*.

MIDEX: è l'indice sintetico relativo alle azioni nazionali o estere quotate nel segmento *blue-chip* dei mercati MTA e MTAX non incluse nel paniere dell'indice S&P/MIB, individuate sulla base di criteri di liquidità.

ALLSTARS: è l'indice relativo a tutte le azioni quotate nel segmento STAR dei mercati MTA e MTAX. L'indice, ponderato sulla base del flottante, è calcolato e diffuso ogni minuto a partire dalla fase di negoziazione continua del segmento STAR in base ai prezzi degli ultimi contratti conclusi.

LE SOCIETÀ QUOTATE E IL MERCATO

Le società quotate intraprendono una serie di operazioni di carattere ordinario e straordinario che hanno un impatto diretto sul valore del loro titolo quotato. Ad titolo meramente esemplificativo e non esaustivo, si citano ad esempio le operazioni di fusione e acquisizione, il pagamento dei dividendi, gli aumenti di capitale, la comunicazione dei risultati finanziari, ecc...

In questa sezione vogliamo illustrare in modo semplice ed immediato tre tematiche ricorrenti di frequente: i comunicati *price sensitive*, le *corporate actions* e le Offerte di Pubblico Acquisto (OPA)

I Comunicati Price Sensitive

Le informazioni che influiscono sul prezzo delle azioni

I “Comunicati *Price Sensitive*” sono gli annunci che le società quotate e i soggetti che le controllano devono diffondere in presenza di un’informazione privilegiata, cioè di una notizia non di pubblico dominio che riguarda la società quotata o il relativo gruppo e che un investitore ragionevole utilizzerebbe ai fini delle proprie decisioni di investimento in quanto idonea ad incidere sensibilmente sul prezzo degli strumenti finanziari.

Ad esempio l’approvazione del progetto di bilancio, della relazione semestrale e delle altre situazioni contabili, così come le operazioni di fusioni o di acquisizione, ma anche cambiamenti nei vertici aziendali sono tutte notizie che - se diffuse - possono influenzare il comportamento degli operatori finanziari e quindi il prezzo di mercato dei titoli quotati. Se i comunicati *price sensitive* non fossero tempestivamente diffusi in modo accessibile per tutti gli investitori si verrebbe a creare un’inaccettabile asimmetria informativa. È quindi molto importante che l’operatore accorto tenga conto di tali notizie, assolutamente indispensabili per avere un quadro di informazioni completo ed una migliore conoscenza del mercato, prima di decidere la propria strategia di investimento.

In occasione della diffusione dei comunicati stampa *price sensitive* durante l’orario di apertura dei mercati, Borsa Italiana valuta, di concerto con Consob, il contenuto informativo del comunicato stampa al fine di assicurare la parità informativa e adottare eventuali interventi di sospensione.

Ai sensi del proprio Regolamento, Borsa Italiana ha sviluppato un sistema telematico denominato NIS che consente alle società di diffondere in modo sicuro e tempestivo questi comunicati che, una volta inviati alle agenzie, sono contestualmente messi a disposizione del pubblico sulla propria pagina web “Comunicati *Price Sensitive*”. Sottolineiamo il fatto che sul sito di Borsa Italiana è possibile visualizzare gratuitamente, dopo una semplice registrazione, gli ultimi 15 Comunicati inviati

dalle società quotate tramite il sistema telematico NIS (*Network Information System*) alle agenzie di stampa collegate al circuito. Inoltre Borsa riprende questi comunicati, nonché tutte le altre informazioni legate al funzionamento del mercato (interventi sulle negoziazioni, disposizioni di negoziazione ex, variazione dati anagrafici degli strumenti finanziari, etc..) attraverso la pubblicazione quotidiana sul proprio sito degli avvisi di Borsa.

Le Corporate Actions

L'impatto sui Derivati

Un'**operazione sul capitale** (*corporate action*) identifica quel processo di **trasformazione del capitale sociale** di una società quotata che determina una variazione sostanziale e rilevante sul valore delle azioni coinvolte nell'operazione. Nel caso in cui l'oggetto di tale trasformazione fossero gli strumenti finanziari che costituiscono il sottostante di contratti derivati quotati sul mercato IDEM¹ di Borsa Italiana S.p.A., gli effetti ricadrebbero tanto sulla singola azione quanto sul contratto derivato.

La rilevanza di questo argomento può essere ben colta se si pensa che il prezzo al quale un derivato può essere venduto o comprato è il riflesso non solo delle condizioni macroeconomiche esistenti, ma anche dello status attuale e prospettico della società le cui azioni sono oggetto del derivato. Tuttavia, **non vi è alcuna garanzia che tali condizioni perdurino fino all'esercizio del contratto** ovvero alla scadenza dello stesso. In particolare, a seguito di operazioni societarie straordinarie che comportano lo stacco di diritti, operazioni di frazionamento o raggruppamento di azioni, operazioni di scissione nonché distribuzioni di dividendi straordinari, i corsi azionari possono subire una variazione tale da non essere più confrontabili tra di loro. Per ripristinare la continuità delle serie storiche dei prezzi occorre effettuare opportune rettifiche attraverso l'utilizzo del **fattore di rettifica K**. Tali interventi sui corsi azionari hanno un impatto anche sui rispettivi contratti derivati (*futures* e opzioni) proprio perché cambia in qualche modo l'oggetto stesso del contratto concluso in precedenza (numero diverso di azioni sottostanti, valore dell'azione, etc.).

Il principio alla base di tutti gli interventi di rettifica sui contratti derivati è il mantenimento dell'equivalenza finanziaria ovvero del controvalore della posizione in opzioni e/o *futures* su azioni in seguito alla *corporate action* così da salvaguardare sia il diritto dell'acquirente che l'obbligo del venditore dell'opzione.

¹Mercato regolamentato gestito dalla Borsa Italiana S.p.A., in cui si negoziano contratti futures e contratti d'opzione aventi come attività sottostante (underlying) indici e singoli titoli azionari.

In particolare, per i **contratti di opzione** (*futures*) su azioni possono essere rettificati uno o più dei seguenti elementi quali il **prezzo di esercizio** (il prezzo di chiusura giornaliero), il **numero di azioni sottostanti**, la **tipologia delle azioni da consegnare**, il **numero delle posizioni in contratti**.

Con riferimento a quanto previsto dalle Istruzioni al Regolamento di Borsa Italiana (sezione mercato IDEM) i contratti di opzione su azioni e *futures* su azioni possono essere rettificati in occasione di operazioni sulle azioni sottostanti i relativi contratti derivati:

- operazioni di aumento gratuito del capitale sociale;
- operazioni di raggruppamento e frazionamento delle azioni;
- operazioni di aumento a pagamento del capitale sociale mediante offerta in opzione agli azionisti di nuove azioni della stessa categoria, di azioni di categoria diversa, di azioni con *warrant*, di obbligazioni convertibili e di obbligazioni convertibili con *warrant*;
- distribuzione di dividendi straordinari
- operazioni di fusione e di scissione;
- operazioni di conversione delle azioni in altra categoria di azioni;

Quando la rettifica comporta il cambiamento delle azioni sottostanti con nuove azioni, la data di efficacia dell'intervento coincide con il primo giorno di negoziazione del nuovo titolo.

Le diverse tipologie di intervento di rettifica

A seconda del tipo di operazione, esistono **diverse tipologie di intervento di rettifica**. In alcuni casi (ad esempio: aumenti di capitale, frazionamento, raggruppamento, fusioni, distribuzione di dividendi straordinari), il coefficiente di rettifica K viene applicato ai **prezzi di esercizio delle opzioni** (o prezzi di chiusura giornalieri dei *futures*) e lotto; in altri (ad esempio: scissione), il coefficiente viene applicato soltanto al **lotto**, creando un *basket* e senza modificare i prezzi di esercizio delle opzioni o prezzi di chiusura giornalieri dei *futures*. In ogni caso, Borsa Italiana provvede a fornire al mercato, nel più breve tempo possibile, mediante Avviso di Borsa Italiana (pubblicati alla pagina <http://www.borsaitalia.it/mercati/derivati/primopiano/comunicatiidem.html>), la comunicazione delle modalità di intervento, al fine di garantire un'immediata e corretta diffusione delle informazioni.

Rispetto alle operazioni suddette, deve essere considerato un ulteriore caso ovvero l'intervento previsto qualora si verificano **condizioni eccezionali di illiquidità** delle azioni sottostanti i contratti derivati. In particolare, i **contratti di opzione e/o**

futures su azioni soggette ad offerta pubblica di acquisto totalitaria, possono ridurre notevolmente la loro liquidità, sino al caso estremo in cui il sottostante venga delistato.

Per esempio, nel caso in cui una società quotata nei mercati gestiti da Borsa Italiana lanciasse un'Opa totalitaria su un'altra i cui sottostanti hanno contratti derivati (opzioni e/o *futures*) e il pagamento fosse in azioni della società offerente, l'intervento di rettifica è il medesimo previsto per il caso delle fusioni, ovvero il prezzo di esercizio (prezzo di chiusura giornaliero nel caso di stock *futures*) e il lotto sono rettificati in base alla ragione di offerta. In altri casi (ad esempio *delisting* del sottostante), le Istruzioni di Borsa Italiana prevedono il ricorso all'esercizio anticipato.

Di norma, gli interventi sul mercato IDEM vengono realizzati nel giorno di efficacia dell'operazione societaria, data che per gli aumenti di capitale e distribuzione di dividendi straordinari coincide con il primo giorno in cui l'azione sottostante viene negoziata "ex", cioè priva del diritto a beneficiare dell'operazione in corso (es. diritto a sottoscrivere un aumento di capitale, diritto sul dividendo, etc.).

Al fine di garantire la migliore visibilità sulla gestione delle *corporate actions*, Borsa Italiana ha dedicato una sezione specifica del sito internet <http://www.borsaitalia.it/quotazioni/derivati/corporateactions/corporateactionshome.htm> nella quale, oltre a fornire una descrizione dettagliata delle singole tipologie di operazioni con relativi esempi storici, è possibile iscriversi al servizio di *mailing list* tramite il quale ricevere sia gli avvisi inerenti al mercato IDEM ogni qualvolta vengono pubblicati sia un aggiornamento settimanale delle *corporate actions* in *pipeline*, per garantire all'utente un continuo e completo monitoraggio sul corso di queste ultime.

OPA

Offerta Pubblica di Acquisto

Per **Offerta Pubblica di Acquisto** (di seguito OPA) si intende ogni offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale finalizzato all'acquisto in denaro di prodotti finanziari. Qualora l'acquisto venga realizzato consegnando, a titolo di corrispettivo, altri prodotti finanziari, l'offerta pubblica viene definita di scambio.

Il soggetto che lancia un'offerta pubblica di acquisto o di scambio deve effettuare preventivamente un'apposita comunicazione alla Consob (l'Autorità indipendente che vigila sui mercati italiani) allegando un documento, destinato alla successiva pubblicazione, contenente le informazioni necessarie per consentire al pubblico di formarsi un giudizio sull'OPA stessa.

Tale comunicazione viene immediatamente diffusa al mercato e trasmessa alla società oggetto di OPA; essa contiene l'indicazione degli elementi essenziali dell'offerta, delle finalità dell'operazione, delle garanzie e delle eventuali modalità di finanziamento previste. Il documento di offerta potrà essere diffuso al pubblico solo a seguito del controllo effettuato dalla Consob e sarà trasmesso senza indugio alla società i cui titoli sono oggetto dell'offerta.

La società oggetto dell'OPA è infatti tenuta a diffondere al pubblico un comunicato contenente ogni dato utile per la valutazione dell'offerta nonché il proprio giudizio in merito all'operazione. Tale comunicato fornisce inoltre informazioni su eventuali patti parasociali, sull'andamento recente e le prospettive dell'emittente (ove non riportate nel documento d'offerta), sui fatti di rilievo non indicati nell'ultimo bilancio o nell'ultima situazione infrannuale pubblicata. Inoltre il comunicato rende nota l'eventuale decisione di convocare l'assemblea per l'autorizzazione di misure difensive (ossia il compimento di atti o di operazioni che possano contrastare l'offerta).

Le società italiane le cui azioni sono oggetto di offerta e che siano quotate in mercati italiani o europei, si devono astenere dal compiere operazioni che possano contrastare con il conseguimento degli obiettivi dell'offerta - salvo espressa delibera dell'assemblea ordinaria o straordinaria ("*passivity rule*" o "*regola della passività*"). In altre parole a meno che l'assemblea non deliberi azioni di difesa la società è tenuta a non ostacolare l'OPA.

L'offerta pubblica è irrevocabile e si rivolge a parità di condizioni a tutti i possessori degli strumenti finanziari che sono oggetto dell'OPA stessa. Il principio della irrevocabilità dell'offerta non impedisce che l'offerta sia sottoposta a talune condizioni purché le stesse siano specificate nel documento di offerta e non si tratti di condizioni meramente potestative (ossia il cui verificarsi dipende esclusivamente da una scelta dell'offerente). Ad esempio l'offerta può essere condizionata al raggiungimento di un quantitativo minimo di titoli.

L'offerta pubblica di acquisto è **obbligatoria** quando un soggetto (anche in concerto con altri) venga a detenere a seguito di acquisti a titolo oneroso una partecipazione nel capitale ordinario della società superiore al 30%. In tale caso, il legislatore impone di offrirsi come acquirente per l'intera quantità delle azioni residue (OPA obbligatoria totalitaria). L'OPA obbligatoria è uno strumento offerto dal legislatore per consentire agli azionisti di minoranza che non gradiscono il cambio di controllo di vendere le proprie azioni.

Un'altra tipologia di OPA è la cosiddetta OPA **preventiva** che rappresenta un caso di esclusione dall'obbligo di lanciare un'OPA totalitaria.

Questo caso si verifica quando la partecipazione superiore al 30% di una società viene ad essere detenuta a seguito di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio avente ad oggetto almeno il 60% delle azioni ordinarie a condizione che

l'offerente e i soggetti a esso legati non abbiano acquistato partecipazioni in misura superiore all'1% nei dodici mesi precedenti la comunicazione a Consob e che l'efficacia dell'offerta sia stata condizionata all'approvazione di tanti soci che possiedano la maggioranza delle azioni ordinarie.

La disciplina dell'OPA preventiva può individuarsi nell'esigenza di evitare il lancio dell'OPA totalitaria assicurando comunque il cambio di controllo e la tutela delle minoranze. Infatti allo scopo di evitare elusioni è previsto che l'offerente sia comunque tenuto a promuovere l'offerta pubblica totalitaria qualora, nei dodici mesi successivi alla chiusura dell'offerta preventiva effettui acquisti di partecipazioni in misura superiore all'uno per cento o la società emittente abbia deliberato operazioni di fusione o di scissione.

Infine, si ha un'OPA **residuale** qualora un soggetto (anche di concerto con altri) giunga a detenere una partecipazione superiore al 90% nel capitale di una società quotata. In questo caso il legislatore assume che il flottante rimasto non sia idoneo ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni e pertanto consente un diritto di *exit* agli azionisti di minoranza. In questa fattispecie infatti, il soggetto che ha superato la soglia del 90% è tenuto a ripristinare il flottante entro quattro mesi dal superamento della soglia o promuovere una offerta pubblica di acquisto sulle residue azioni con diritto di voto. In questo caso il prezzo delle azioni è determinato dalla Consob.

La legge infine prevede che chiunque – a seguito di un offerta pubblica avente ad oggetto la totalità delle azioni con diritto di voto – venga a detenere più del 98% di tali azioni ha il diritto di acquistare le azioni residue entro quattro mesi dalla conclusione dell'offerta (cosiddetto "**diritto di acquisto**" o "*squeeze out*"). Il prezzo di acquisto è fissato da un esperto nominato dal presidente del tribunale del luogo della sede della società emittente. Il prezzo terrà conto del prezzo dell'offerta e del prezzo delle azioni sul mercato nell'ultimo semestre.

Disclaimer:

Si segnala che è attualmente in corso di approvazione da parte del Consiglio dei Ministri il decreto legislativo di recepimento della direttiva 2004/25 CE concernente le offerte pubbliche di acquisto. Pertanto, la normativa cui fa riferimento il presente articolo sarà soggetta a significative modifiche.



Fai volare gratis la tua azienda.

KLM BlueBiz è il programma fatto su misura per il tuo business.

Scoprine tutti i vantaggi su www.klm.it/bluebiz



Affidabilità





VoyageurRewards

Con Air France,
più la tua azienda viaggia, più guadagna.



- Un programma completamente gratuito e facile da utilizzare
- Quando un dipendente vola, l'azienda accumula sconti
- Raggiungi gli importi previsti e converti gli sconti in Buoni, utili per acquistare biglietti aerei o eccedenza bagaglio
- I collaboratori iscritti a Flying Blue, continueranno a guadagnare Miglia sul loro conto personale

Per maggiori informazioni visita il sito airfrance.it e iscriviti on line.

GLI STRUMENTI

BOT - Buoni Ordinari del Tesoro

I BOT, Buoni Ordinari del Tesoro, sono titoli di credito emessi dal Tesoro al fine di finanziare il debito pubblico nel breve termine. Tali strumenti presentano quindi una vita di 3, 6 o 12 mesi. Alla scadenza l'investitore riceverà una somma di denaro pari al valore nominale complessivo dei titoli posseduti.

I BOT rientrano nella tipologia di titoli "zero coupon" (senza cedola). La remunerazione dell'investimento è data dalla differenza tra il valore nominale del titolo (il prezzo di rimborso) ed il prezzo di acquisto; la somma che l'investitore paga in sede di sottoscrizione (o di successivo acquisto sul mercato secondario) è, infatti, inferiore a quanto incasserà a scadenza.

Da un punto di vista tecnico l'interesse, non rappresentato quindi da un flusso di cedole incassate periodicamente dall'investitore, è considerato di tipo anticipato: a conferma vi è il fatto che la ritenuta fiscale sugli interessi viene applicata già al momento della sottoscrizione.

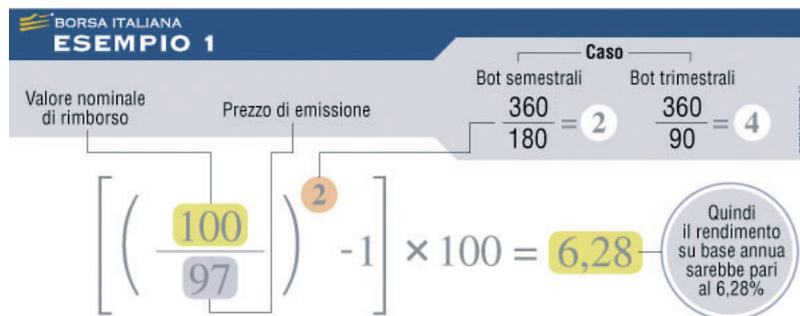
L'emissione dei BOT avviene tramite asta telematica competitiva, gestita dalla Banca d'Italia, a cui partecipano gli intermediari autorizzati; in questa fase si determina il prezzo di assegnazione dei titoli ai sottoscrittori. Generalmente si ha un'emissione a metà e alla fine di ogni mese. Nel prossimo paragrafo entreremo nei dettagli dei meccanismi d'asta.

Una volta emessi, il MOT (Mercato telematico delle obbligazioni di Borsa Italiana) permette la successiva compravendita dei titoli sul mercato secondario: data la massiccia diffusione dei BOT e la presenza di parecchi investitori professionali, il mercato regolamentato MOT si presenta molto liquido, sia in termini di proposte di negoziazione che di volumi scambiati. All'investitore viene offerta, quindi, la possibilità di vendere il titolo prima della sua scadenza naturale ad un prezzo trasparente e tendenzialmente coerente con i tassi di interesse di mercato.

Il rendimento a scadenza del titolo, come detto, deriva dalla differenza tra il prezzo di rimborso ed il prezzo di acquisto o di emissione. Ad esempio, nel caso di un BOT a dodici mesi con prezzo di emissione pari a 97, il rendimento a scadenza è pari



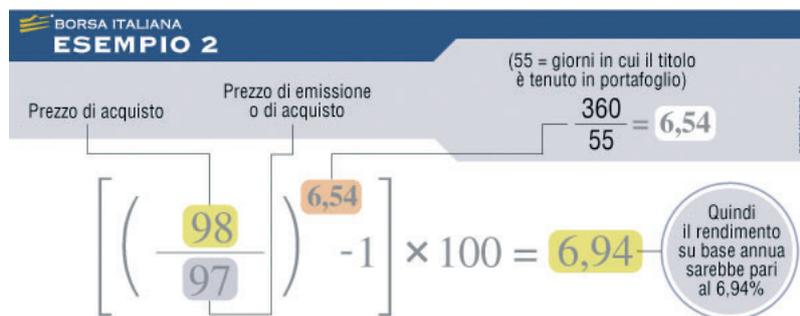
al 3.09% annuo. Di seguito, si riporta la formula per calcolare il tasso di rendimento effettivo a scadenza, da applicarsi nel caso di vita residua del titolo inferiore a 12 mesi:



Il valore percentuale così determinato corrisponde al rendimento annuo lordo, cioè il rendimento che si otterrebbe nell'arco temporale di un anno reinvestendo i proventi ottenuti dall'investimento originario alle medesime condizioni di mercato iniziali (c.d. regime di capitalizzazione composta).

Stessa operazione matematica va effettuata nel caso in cui si acquisti il titolo sul mercato secondario: l'unica differenza è che ovviamente il denominatore è rappresentato dal prezzo di acquisto e non dal prezzo di emissione.

Nell'ipotesi in cui l'investitore decidesse di vendere il titolo sul MOT prima della scadenza il calcolo del tasso di rendimento è il seguente:



Il rendimento annuo lordo a scadenza è già noto in fase di sottoscrizione del titolo, sempre che lo stesso venga mantenuto in portafoglio fino a scadenza. Nel caso di vendita prima della stessa, invece, ci si espone al rischio che tale rendimento possa essere inferiore a quello originariamente previsto.

L'asta competitiva

Il collocamento dei Buoni Ordinari del Tesoro avviene normalmente tramite asta competitiva cui possono partecipare operatori professionali, tra cui le Banche che poi potranno rivenderli ai loro clienti. Infatti la *tranche* minima che ogni soggetto ammesso a partecipare all'asta può richiedere deve ammontare ad almeno 1.5 milioni di euro, un importo decisamente elevato per i piccoli risparmiatori italiani.

Tale strumento di aggiudicazione prevede (a differenza dell'asta marginale) che ogni richiesta rimanga aggiudicataria al prezzo proposto. Ogni operatore può presentare al massimo 3 domande differenziate nel prezzo di almeno un millesimo di punto percentuale. La richiesta massima presentabile è pari al quantitativo offerto dal Tesoro in asta, mentre la minima, come si diceva è di un milione e mezzo di euro. Le domande rimangono segrete fino alla fase di aggiudicazione.

Nel caso – così frequente da essere considerato ormai la norma – che la domanda superi l'offerta, vengono soddisfatte in primo luogo le richieste a prezzi più alti e poi in maniera decrescente le altre, fino al completo esaurimento della quantità offerta.

Al fine di disincentivare la presentazione di offerte a prezzi eccessivamente bassi, viene calcolato un prezzo di esclusione (PE) al di sotto del quale le domande di sottoscrizione non sono considerate. Per evitare che i titoli abbiano rendimenti troppo bassi e quindi siano sconvenienti per i risparmiatori viene posto anche un limite superiore al prezzo, detto prezzo massimo accoglibile (PMA).

Per ottenere il Prezzo di Esclusione viene calcolato il rendimento corrispondente al prezzo medio ponderato delle richieste

1,5 MILIONI DI EURO

- La tranche minima che ogni soggetto ammesso a partecipare all'asta può richiedere
- La richiesta massima presentabile è pari al quantitativo offerto dal Tesoro
- Le domande rimangono segrete fino alla fase di aggiudicazione
- Ogni richiesta rimane aggiudicataria al prezzo proposto

3 PROPOSTE

- Le domande che ogni operatore può presentare, differenziate nel prezzo di almeno 1/100 di punto

DOMANDA/OFFERTA

- Se la domanda supera l'offerta, caso così frequente da essere considerato la norma, le richieste vengono soddisfatte in ordine decrescente, a partire dal prezzo più alto

che coprono la prima metà dell'ammontare offerto e viene aumentato di 100 *basis point* (cioè di un punto percentuale). Il prezzo corrispondente a questo rendimento è il prezzo di esclusione.

Il PMA è calcolato sul prezzo medio ponderato della seconda metà dell'importo nominale emesso. Al rendimento corrispondente a tale prezzo medio ponderato si sottraggono 25 punti base (0,25 %) e il prezzo relativo a tale rendimento sarà il PMA.

Nel caso in cui un operatore invii una richiesta con un prezzo superiore a 100 il prezzo sarà considerato pari a 100. Un decreto del Ministro del Tesoro obbliga l'intermediario a garantire ai sottoscrittori privati il prezzo medio ponderato risultante dall'asta; ne consegue che l'eventuale maggior/minor prezzo pagato dall'operatore, rispetto a quello medio ponderato, costituisca una perdita/utile per il medesimo.

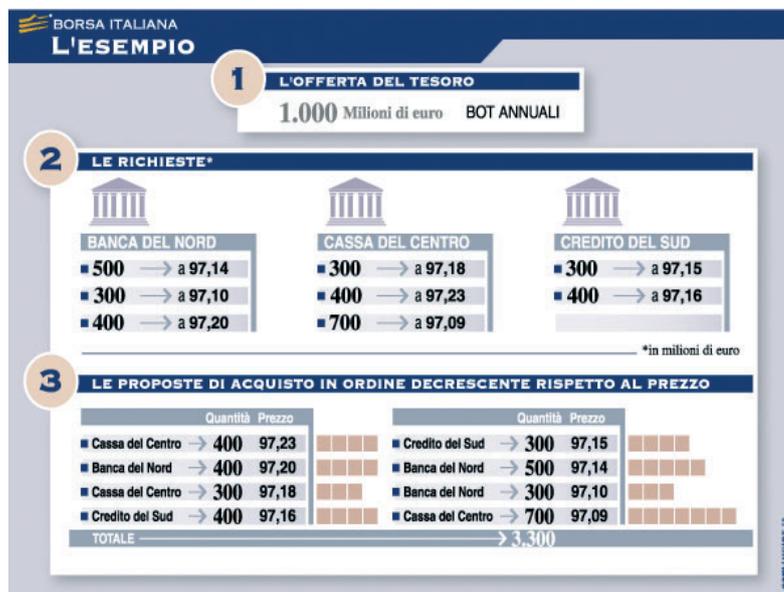
Il tutto può essere chiarito con un esempio. Ipotizziamo che vi siano solo tre operatori partecipanti ad un'asta per 1000 milioni di euro di BOT annuali: la Banca del Nord, la Cassa del Centro e il Credito del Sud. I tre partecipanti presentano le seguenti richieste espresse in milioni di euro ai prezzi indicati: (immagine laterale)

Le proposte di acquisto vengono ordinate in maniera decrescente: (immagine laterale)

Il PMA viene calcolato sulla seconda metà dell'importo nominale emesso che è 500. Si considerano quindi le proposte Banca del Nord 300 a 97,20 e Cassa del Centro 200 a 97,18.

Il prezzo medio ponderato utile ai fini del calcolo è $((300 \cdot 97,20) + (200 \cdot 97,18)) / 500 = 97,19$, pari ad un rendimento del 2,89%. Sottraendo a questo i 25 bps otteniamo 2,64% che è il rendimento relativo al prezzo massimo accoglibile: $100 / (1 + 2,64\%) = 97,42$.

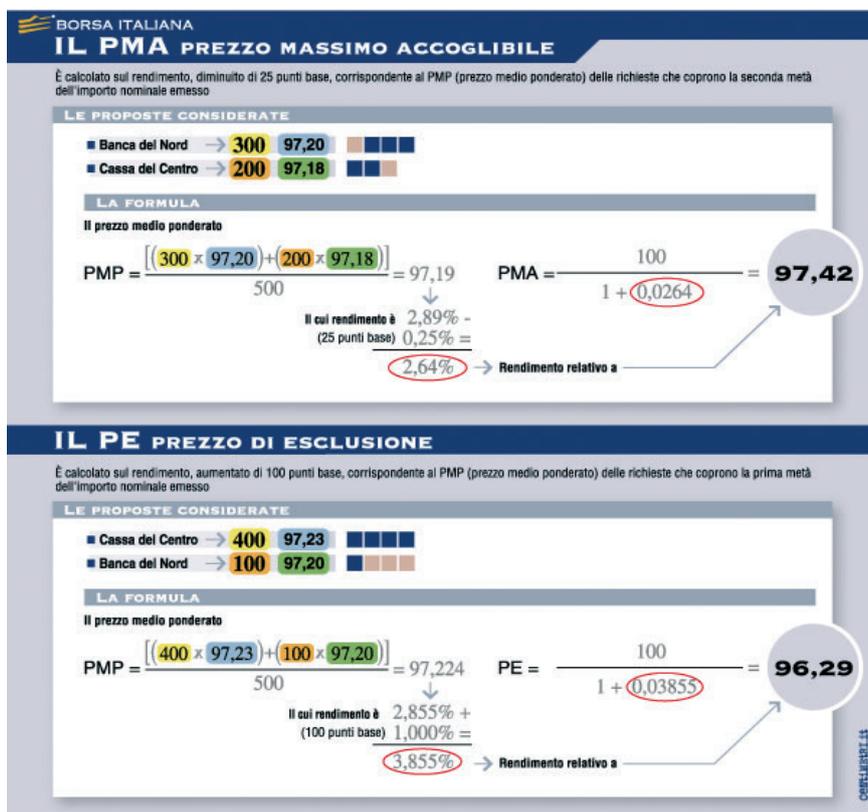
Il prezzo di esclusione è invece calcolato sui 400 milioni richiesti da Cassa del Centro a 97,23 e sui 100 milioni di Banca del Nord a 97,20. Il prezzo medio ponderato necessario per



il calcolo è di 2.855%; aggiungendo a questo 100 bps otteniamo il rendimento relativo al prezzo di esclusione (3.855%). Il prezzo di esclusione è 96.29.

Tutte le offerte sono comprese tra PMA e PE e quindi risultano tutte valide e vengono inserite nel sistema.

I titoli verranno così assegnati: l'offerta più alta è quella di Cassa del Centro (97,23), che per tale prezzo otterrà i 400 milioni di euro in titoli richiesti. I titoli assegnabili rimasti sono 600 milioni: il secondo miglior prezzo è quello di Banca del Nord (97,20), che per tale prezzo otterrà i 400 milioni di euro in titoli richiesti.





Rimangono quindi 200 milioni: se li aggiudicherà Cassa del Centro, con la sua offerta di 97,18; in realtà la quantità richiesta era di 300 milioni ma essa supera i 1000 milioni di euro di quantità massima. In sintesi: Banca del Nord sottoscrive 400 milioni, Cassa del Centro sottoscrive 600 milioni, mentre Credito del Sud non sottoscrive nessun titolo.

Il prezzo medio ponderato d'asta, che il sottoscrittore pagherà, è invece pari a 97,208.

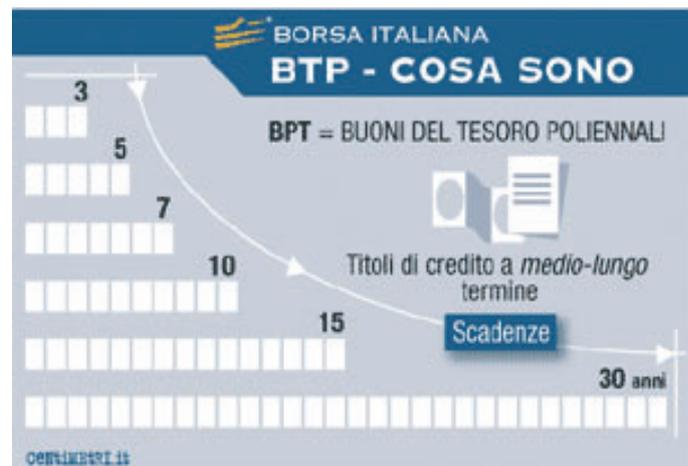
BTP - Buoni del Tesoro Poliennali

I Buoni del Tesoro Poliennali (BTP) sono titoli di credito a **medio-lungo** termine emessi dal Tesoro con scadenza pari a 3, 5, 7, 10, 15 e 30 anni. L'investitore riceve durante la vita dell'obbligazione un **flusso cedolare** costante ed alla scadenza una somma di denaro pari al valore nominale dei titoli posseduti.

Quindi, a differenza dei Bot, in cui il profitto per l'investitore è dato dalla differenza tra prezzo di acquisto (o di emissione) e prezzo di rimborso, in questo caso vi è anche la remunerazione connessa con le cedole.

Le cedole sono solitamente predeterminati in misura fissa e con cadenza semestrale; il tasso di interesse è fissato al momento dell'emissione e quindi l'ammontare delle cedole è costante per tutta la vita del titolo.

Anche nel caso di questi strumenti di debito pubblico,



l'emissione avviene tramite asta; solitamente si ha un'emissione al mese. Si tratta di aste marginali in cui non viene definito un prezzo base d'asta. Il MOT, il mercato telematico delle obbligazioni, è il **mercato secondario regolamentato** anche per i BTP e su questo circuito si trovano quindi titoli aventi una certa vita residua ad un prezzo corrente di mercato che potrà anche essere diverso da quello di emissione in ragione delle fluttuazioni dei tassi di mercato. Gli investitori istituzionali possono comprare o vendere i BTP sia sul mercato elettronico regolamentato MTS, per operazioni non inferiori a 2,5 milioni di Euro, che su quello non regolamentato (*over-the-counter*).

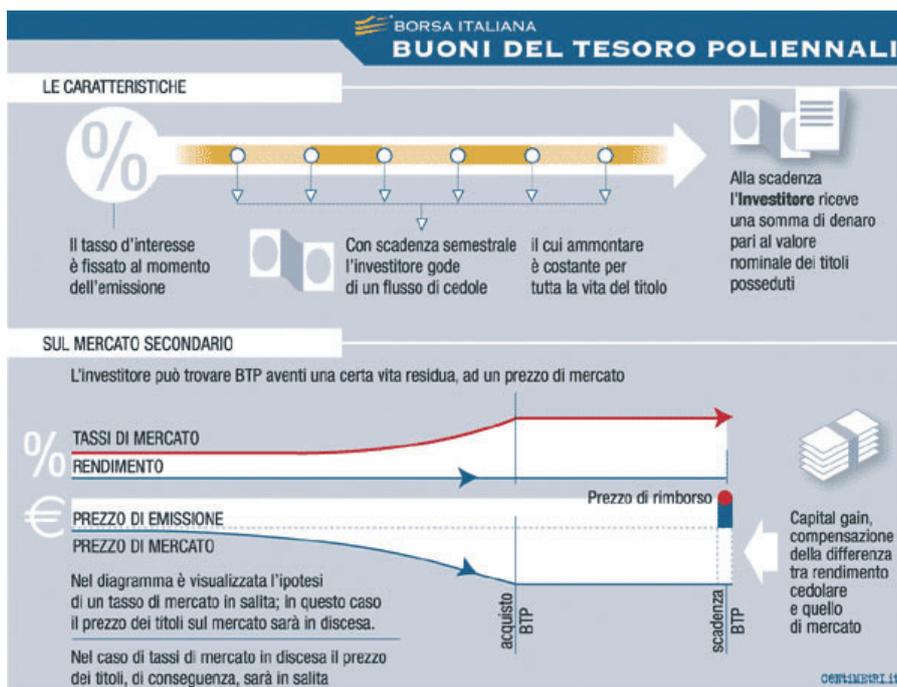
I BTP possono essere sottoscritti per un valore nominale minimo di 1000 Euro o un multiplo di esso.

I Buoni Poliennali sono titoli a reddito fisso particolarmente adatti per quegli investitori che richiedono flussi di pagamenti costanti e certi ogni sei mesi. Le varie scadenze esistenti sul mercato consentono di programmare flussi di cassa regolari durante tutto l'arco dell'anno. Inoltre i BTP sono particolarmente apprezzati per la loro **liquidità**.

Il principale **rischio** che l'investitore corre acquistando i BTP è quello di mercato. Questo è in sostanza la volatilità del prezzo di un titolo in caso di vendita prima della scadenza: la volatilità è tanto maggiore quanto più lunga è la vita residua del titolo.

Un innalzamento dei tassi di mercato comporterà una diminuzione del prezzo del BTP: per eguagliare il rendimento di mercato, date le cedole fisse, la quotazione dovrà decrescere, in modo che l'investitore recuperi con un "*capital gain*" la differenza tra il rendimento cedolare e quello di mercato.

Viceversa nel caso di cali dei tassi: il prezzo del BTP si alzerà.



I BTP a più lunga scadenza (15 e 30 anni) sono più rischiosi di quelli a media scadenza (3 e 5 anni). Inoltre, poiché la cedola è fissa, a parità di vita residua essi sono più rischiosi dei titoli a tasso variabile (CCT). Questi ultimi, infatti, mantengono un prezzo sostanzialmente costante, perché è la cedola stessa che si modifica in ragione dei rendimenti di mercato. In ogni caso, se l'investitore mantiene i titoli fino alla scadenza, riceve sicuramente un rimborso pari al valore nominale.

Obbligazioni

Le conoscenze base sulle Obbligazioni

È un **titolo di credito** che rappresenta una parte di debito acceso da una società o da un ente pubblico per finanziarsi. Garantisce all'acquirente il rimborso del capitale più un tasso di interesse.

Le obbligazioni sono emesse allo scopo di reperire, direttamente tra i risparmiatori e a **condizioni più vantaggiose** rispetto a quelle dei prestiti bancari, capitali da investire. Il vantaggio per la società emittente deriva da tassi di interesse solitamente inferiori rispetto a quelli che sarebbe costretta a pagare rivolgendosi ad un finanziamento bancario di eguale scadenza, mentre l'investitore beneficia di un tasso maggiore rispetto a quello di un investimento in liquidità e ha la possibilità di smobilizzare il proprio investimento sul mercato secondario.

Il detentore di titoli di debito di una società, pur assumendosi il rischio d'impresa a differenza dell'azionista, non partecipa all'attività gestionale dell'emittente, non avendo diritto di voto nelle assemblee. In compenso, tuttavia, la remunerazione del capitale di rischio azionario è subordinata al preventivo pagamento di interessi e rimborsi agli obbligazionisti.

Esistono, tuttavia, delle obbligazioni (**obbligazioni convertibili**) che possono essere convertite in azioni della società emittente, o di una società appartenente allo stesso gruppo. A seguito della conversione si cessa di essere obbligazionista diventando azionista ed acquistando, quindi, tutti i diritti relativi.

La **cedola** è l'interesse pagato durante la vita del titolo: può avere periodicità trimestrale, semestrale, o annuale. L'interesse può essere fisso (stabilito a priori) o variabile (solitamente indicizzato al **Libor** o all'**Euribor** maggiorato di uno *spread* o ad altri tassi ufficiali e di norma aggiustato semestralmente). Spesso, per incentivare la sottoscrizione, l'emissione avviene sotto la pari, cioè il valore nominale (ovverosia il valore che verrà rimborsato a scadenza) è maggiore rispetto al prezzo di sottoscrizione (che è quello che si paga per acquistare il titolo): in questo modo aumenta il rendimento.

I titoli detti “*zero coupon*”, invece, non pagano interessi sotto forma di cedole durante la loro vita ed il rendimento è dato unicamente dalla differenza tra il valore nominale ed il prezzo di sottoscrizione. Molto più raramente le obbligazioni vengono prezzate alla pari (valore di emissione e valore nominale uguali) o sopra la pari (valore nominale minore del prezzo di emissione). Per garantire i sottoscrittori dal rischio di insolvenza dell'emittente, la legge prevede che le obbligazioni non possano essere emesse per un importo superiore al capitale sociale della società emittente, versato ed esistente secondo l'ultimo bilancio approvato; si può derogare a questo principio generale solamente se l'emissione è accompagnata da garanzie reali.

Obbligazioni ibride

Le differenze con le Obbligazioni Senior

Il 2006 è stato l'anno che ha portato alla ribalta i *bond* ibridi, soprattutto per il mercato italiano. Da gennaio, infatti, queste particolari obbligazioni sono state inserite nell'indice iBoxx² (cosa che ha comportato un massiccio aumento di liquidità di questi titoli da parte dei gestori di fondi comuni); inoltre a maggio si è avuta la prima emissione di un'obbligazione ibrida italiana.

Solitamente le caratteristiche ricorrenti riguardano:

Subordinazione – il titolo ha una *seniority* superiore solo agli strumenti di *equity* ed è subordinato a tutte le altre emissioni obbligazionarie della società. Questo significa che in caso di bancarotta i possessori di questi strumenti verranno rimborsati solo se tutti gli altri obbligazionisti avranno già ricevuto ciò che spettava loro, ma prima degli azionisti.

Durata – solitamente è molto elevata, ultradecennale ed in alcuni casi può coincidere con la vita dell'azienda; in tale caso si tratta di *bond* perpetui e sono estremamente simili alle azioni.

Clausola call – l'emittente ha la possibilità di rimborsare in anticipo il prestito. Solitamente se non viene esercitato questo diritto è previsto un aumento della cedola (**clausola *step-up***)

² Gli indici iBoxx sono uno dei più importanti *benchmark* per i fondi comuni che investono in obbligazioni. Questi includono titoli investment grade (cioè con rating pari o superiore alla tripla B) dell'area Euro e della Sterlina britannica. Rappresentano anche la base per alcuni strumenti derivati.

Interest deferral – l'emittente può rinviare il pagamento di una o più cedole al verificarsi di determinati accadimenti. Questi possono riguardare la mancanza di distribuzione di dividendi da parte della società, oppure utili di esercizio negativi, o un Ebit inferiore a un certo livello. I pagamenti sospesi possono in taluni casi essere onorati grazie ai proventi derivanti dal collocamento di nuove azioni o di nuovi ibridi anche simili a quelli già sul mercato. Talune emissioni danno addirittura la possibilità di saltare completamente il pagamento di una cedola se i conti della società non sono buoni.

Il titolo in questione è quello emesso da Lottomatica per un valore nominale di 750 milioni di euro. Tra l'altro si tratta del primo ibrido al mondo con un *rating*³ solo di due *notches* inferiore al debito *senior*⁴ corrispondente.

Tali peculiarità – in particolare la dipendenza della cedola dai risultati economici delle aziende emittenti e la perpetuità – avvicinano molto gli ibridi agli strumenti di *equity*. Le differenze, comunque, sono sostanziali. In primo luogo gli ibridi devono corrispondere un flusso cedolare prefissato contrattualmente e non può essere prevista la distribuzione di una parte degli utili: la cedola non può mai essere incrementata. Inoltre, cosa ben più importante, i detentori di debito ibrido, pur partecipando ai rischi societari in maniera molto maggiore rispetto ai comuni obbligazionisti, non hanno alcun controllo sulle politiche dell'azienda né alcun diritto di voto in Assemblea.

Tra l'altro è il caso di sottolineare che essendo tali strumenti riservati al mercato degli istituzionali, i sottoscrittori sono grossi finanziatori della società che spesso investono nelle aziende capitali anche superiori a quelli degli azionisti più importanti.

I vantaggi per gli Emittenti e per gli Investitori

Le obbligazioni ibride hanno incontrato molti **problemi di natura legale** prima di poter essere incluse a diritto tra gli strumenti che una società può emettere per finanziarsi. Il legislatore italiano, infatti, faticava a ricomprendere nell'ambito dei titoli debitori, quelli che, come spesso accade per gli ibridi, non hanno una scadenza.

In un primo tempo si è cercato di risolvere il problema con un "escamotage": tali emissioni avevano una durata definita coincidente con la vita dell'impresa che li emetteva e quindi – teoricamente - limitata. Solo a partire dal 1998 i *bond* ibridi si sono affermati nel settore bancario, per effetto di una specifica normativa di settore, e comunque solo con complesse strutture di emissione indiretta. I titoli, infatti, erano piazzati solitamente da *holding* con sede in Lussemburgo e non dalle

³ Il *rating* è la valutazione del merito di credito, cioè della solvibilità, attribuita agli emittenti di prestiti obbligazionari. Le tre più importanti agenzie di *rating* sono Standard & Poor's, Moody's e Fitch. A esempio per S&P e Fitch la tripla A (AAA) indica il massimo grado di affidabilità, mentre il giudizio D è quello proprio delle società già in bancarotta.

⁴ Il debito *senior* è quello rappresentato dalle obbligazioni più "classiche"; in caso di fallimento o di problemi della società i detentori di titoli *senior* saranno rimborsati prima di tutti gli altri titolari di crediti nei confronti dell'emittente e degli azionisti. La *seniority* è la precedenza con cui gli investitori verranno rimborsati.

banche stesse. Con la recente **riforma** del codice civile (articoli 2410 e seguenti) si è aperta la possibilità di collocare debito ibrido direttamente sul mercato anche per le compagnie di assicurazione e le società industriali. Il *bond* Lottomatica è stato il primo (e finora unico) *corporate hybrid bond* italiano.

Tali forme di finanziamento atipiche presentano una serie di **vantaggi** sia per gli emittenti sia **per gli investitori**. Questi ultimi dovrebbero essere solo investitori istituzionali, cioè dei professionisti che possono ben comprendere la specificità di titoli obbligazionari assolutamente particolari perché comportano la partecipazione al rischio dell'impresa al di là della mera esposizione al rischio di credito. Il maggiore beneficio deriva da una superiore remunerazione dell'investimento effettuato rispetto a quello dei titoli *senior*: in un portafoglio obbligazionario, questi strumenti finanziari possono essere inseriti per aumentare il rendimento in maniera significativa (ma con esso anche il rischio).

Ma cosa è esattamente un *bond* ibrido e quali sono le sue differenze rispetto ai *bond senior*?

Una definizione assolutamente univoca è piuttosto difficile, dal momento che tale categoria include una serie di strumenti innovativi che a seconda delle emissioni possono avere caratteristiche molto differenti tra di loro. La maggior flessibilità dei *bond* ibridi pone questo gruppo di strumenti quasi a metà strada tra il debito puro e il capitale di rischio (azionario).

I **vantaggi per gli emittenti** sono molteplici e rappresentano una modalità di raccolta di fondi molto interessante in confronto all'emissione di azioni o di debito *senior*.

Se le aziende reperissero capitali con debito *senior* peggiorerebbero il proprio **merito di credito**: più debito significa più rischio di insolvenza per i creditori. Gli ibridi, in quanto emissioni con *seniority* inferiore, hanno un rischio e quindi un *rating* differente che non peggiora quello dei titoli *senior*. La *tranche* ibrida, infatti, potrebbe non essere rimborsata od andare in *default* senza che gli interessi dei *bondholder senior* siano intaccati. Tale caratteristica è molto utile soprattutto per ottenere le risorse finanziarie necessarie in caso di acquisizioni importanti, legando i rischi di *interes deferral* al buon andamento dell'integrazione con la società preda: Lottomatica ha emesso obbligazioni ibride per 750 milioni di euro per l'acquisto dell'americana GTech.

Ancora maggiori sono i vantaggi garantiti dagli ibridi rispetto agli aumenti di capitale.

In primo luogo non vengono **diluite le quote** di proprietà degli azionisti; si evita che i soci di maggioranza o i consorzi debbano acquistare nuove azioni per mantenere il controllo. Gli azionisti, inoltre, non subiscono riduzioni del profitto che, con più titoli in circolazione, verrebbe divisi tra più soci.

Per l'azienda, inoltre, il **costo di finanziamento** dovrebbe teoricamente essere inferiore: gli azionisti - che sopportano più rischi - desiderano dividendi più alti rispetto alle cedole di un'obbligazione, seppure *junior*.

Infine, i più importanti multipli borsistici usati per valutare la società, tra cui Roe^5 e $price/earnings^6$ in particolare, non peggiorano come nel caso degli aumenti di capitale.

Opzioni

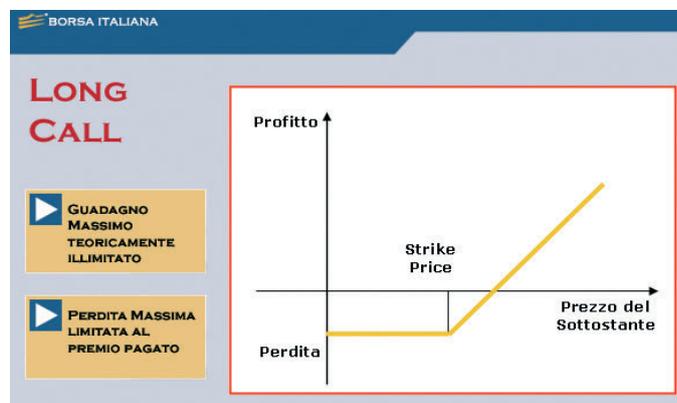
Cosa sono?

Le opzioni sono contratti finanziari che danno al compratore il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare una data quantità di una attività finanziaria sottostante (titoli, indici, valute, etc...) ad un determinato prezzo di esercizio chiamato "*strike*" ad una data specifica o entro tale data. Nel caso in cui l'opzione possa essere esercitata solo alla scadenza avremo le cosiddette opzioni "europee", mentre le opzioni "americane" danno al possessore la possibilità di esercizio in qualunque momento entro la data di scadenza.

Opzione Call

Garantisce al possessore il diritto di ricevere a scadenza (o entro la scadenza) e ad un prezzo prefissato il sottostante, oppure, quando non possibile (ad esempio per opzioni su indici), il corrispettivo in denaro. Ovviamente l'esercizio avrà senso solo se il prezzo del sottostante sarà superiore allo *strike* ed il profitto realizzato sarà pari alla differenza tra il prezzo di mercato e lo *strike*.

Il grafico sintetizza il profilo di profitti e perdite connesso con all'uso di opzioni *call*. L'asse orizzontale indica il prezzo del sottostante: verso destra vi è un aumento dei prezzi; verso sinistra, ovvero verso l'origine degli assi, i prezzi si riducono.



⁵ Il Roe è una Misura del rendimento contabile di un'azienda. È data dal rapporto tra il reddito netto e il patrimonio netto di una società risultanti dal bilancio di esercizio. È detta anche *Return on Equity* (ROE).

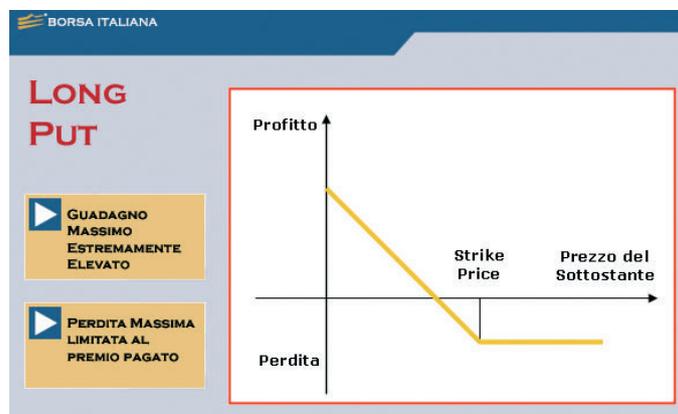
⁶ Rapporto tra la quotazione (prezzo di mercato) dell'azione di una società e gli utili per azione. Si esprime anche come rapporto tra la capitalizzazione di borsa dell'emittente e gli utili conseguiti. È noto sia come *Price/Earnings* (P/E) sia come Prezzo/Utile per Azione (P/U).

L'asse verticale indica invece i profitti (o le perdite) dell'acquirente dell'opzione. Come già detto, l'opzione acquisirà valore solo se il prezzo di mercato del sottostante sarà maggiore del prezzo di esercizio. Dal momento che l'acquisto della *call* ha un costo (ovvero il premio che si deve riconoscere a chi scrive l'opzione, a chi cioè accetta di garantire all'acquirente il diritto di acquistare il sottostante al prezzo prefissato), il grafico del *payoff* della *call* origina nel quadrante negativo. In caso di ribasso dei prezzi, il valore della *call* tenderà a zero e la massima perdita che l'investitore sosterrà sarà il premio pagato.

Questo strumento risulta ottimo per coloro i quali vogliono scommettere sul rialzo del mercato senza correre il rischio, in caso di ribasso, di subire le perdite in conto capitale connesse al possesso diretto del sottostante. È utile anche per gli investitori che desiderano acquistare il titolo sottostante, ma vogliono differire nel tempo le uscite finanziarie che l'acquisto diretto del titolo comporterebbe.

Opzione Put

Garantisce al possessore il diritto di vendere a scadenza il sottostante ad un prezzo prefissato. In questo caso, l'esercizio avrà senso solo se il prezzo del sottostante sarà inferiore allo *strike*; il profitto realizzato ammonterà alla differenza tra lo *strike* e il prezzo di mercato.



La *Put* è uno strumento che permette di guadagnare se il mercato scende. Il compratore di opzioni *put* vuole scommettere sul ribasso del mercato senza i costi connessi con lo “*short selling*” (vendita allo scoperto, cioè di titoli che non si possiedono) né le perdite subite se il mercato va in direzione opposta a quella sperata (se i titoli si apprezzano sarà oneroso ricoprirsene).

Inoltre, la *put* è spesso utilizzata da chi desidera proteggere il proprio portafoglio dai ribassi del mercato. Acquistare un titolo e la relativa *put* permette di ottenere i guadagni in conto capitale sul titolo in caso di mercato crescente e al tempo stesso di evitare di perdere se il mercato dovesse decrescere. Infatti, in questo secondo caso, le perdite sul titolo verrebbero bilanciate dall'apprezzamento dell'opzione; la massima perdita verrebbe comunque limitata al valore dello *strike*, ovvero al valore a cui il detentore della *put* ha il diritto di vendere i suoi titoli.

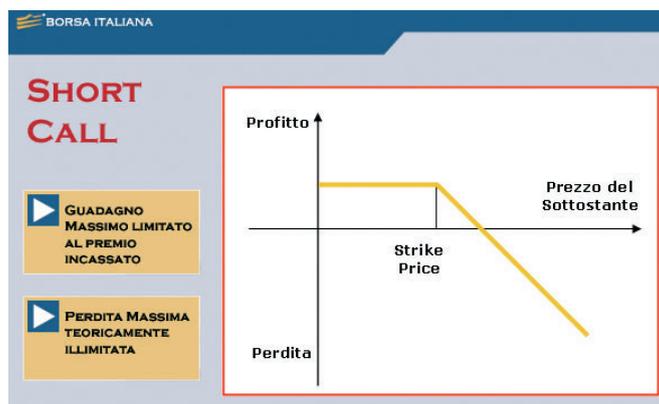
Questa strategia, chiamata “*put protective strategy*”, è utilizzata per evitare che il portafoglio scenda sotto una soglia minima ed è una sorta di assicurazione contro il ribasso con un costo pari al premio pagato per l'acquisto della *put*. Da notare che lo stesso profitti/perdite di ritorni si avrebbe con l'acquisto di un'opzione *call* con sottostante, *strike* e scadenza uguali.

In sintesi, le posizioni “lunghe” sulle opzioni consentono di prendere posizione scommettendo sul rialzo o sul ribasso del mercato con la possibilità di guadagno illimitato ed il rischio di una perdita limitata al prezzo del premio pagato.

Ma qual è il profilo di perdite e profitti per il venditore delle opzioni?

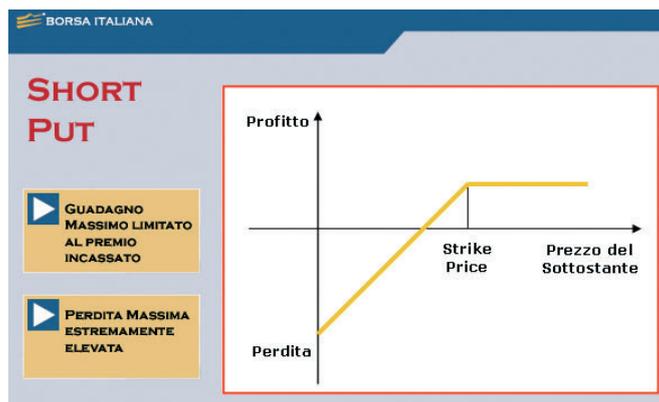
Bisogna sottolineare che, mentre l'acquirente di opzioni a scadenza (o entro la scadenza per le opzioni americane) ha la facoltà di non esercitare il diritto (e da qui deriva il limite alle perdite che si possono subire), il venditore ha sempre l'obbligo di onorare l'impegno che l'opzione che ha scritto prevede.

Nel caso del venditore di una *call*, il *payoff* sarà il seguente:



Il profitto fisso iniziale (il premio incassato) va diminuendo all'aumentare del prezzo del sottostante: il venditore dell'opzione spera dunque che il mercato resti fermo o cali. A fronte di un profitto immediato limitato, la perdita è potenzialmente illimitata.

Nel caso della *put*:



In questo caso, invece, l'erosione del premio iniziale incassato si ha se il prezzo del sottostante cala: il massimo profitto si avrà se il prezzo resterà costante o salirà. Anche per il venditore della *put* il profitto sarà limitato, mentre la perdita "quasi" illimitata (il sottostante non può infatti assumere valore negativo e dunque la massima perdita si avrà se questo varrà zero).

L'assunzione di una posizione corta in opzioni ha un profilo di rischio superiore all'equivalente posizione lunga. Per questo motivo, molto spesso la vendita di questi strumenti viene associata alla compravendita di altre attività finanziarie (ad esempio azioni, ETF, future e opzioni su indici e su azioni) al fine di realizzare strategie di investimento più articolate le quali possono perseguire finalità differenti come, ad esempio, la copertura della posizione in azioni o in derivati, l'incremento della performance del portafoglio o la pura speculazione.

La "Danarosità" delle Opzioni

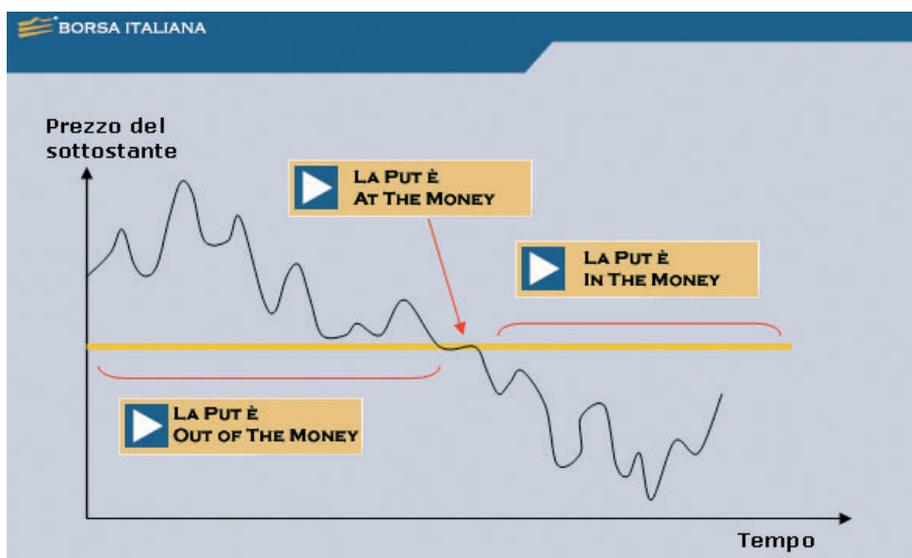
Il profitto o la perdita a scadenza connessi all'utilizzo delle opzioni dipendono dal superamento al rialzo (per la *call*) o al ribasso (per la *put*) del prezzo di esercizio da parte delle quotazioni del sottostante. L'opzione *call* a scadenza, ad esempio, non avrà alcun valore se il prezzo del sottostante sarà inferiore allo *strike*: il suo possessore avrà più convenienza ad acquistare il sottostante sul mercato e, di conseguenza, l'opzione non verrà esercitata.

Per opzione "*at the money*" (ATM) si intende quella per cui il prezzo di esercizio è uguale al prezzo corrente dell'attività sottostante.

Per opzione “*in the money*” (ITM) si intende quella per cui il prezzo di esercizio è inferiore (*call*) / superiore (*put*) al prezzo corrente dell’attività sottostante.

Per opzione “*out of the money*” (OTM) si intende quella per cui il prezzo di esercizio è superiore (*call*) / inferiore (*put*) al prezzo dell’attività sottostante.

Per esemplificare con un esempio grafico, consideriamo il caso di una posizione lunga su un’opzione *put* con *strike* corrispondente al valore indicato dalla linea gialla:



Valori del sottostante inferiori al prezzo di esercizio (*put* ITM) comporteranno un profitto e quindi l’esercizio del diritto da parte del possessore dell’opzione a vendere ad un prezzo superiore a quello di mercato; se il sottostante avrà un prezzo di mercato superiore allo *strike*, invece, (*put* OTM) l’opzione non sarà esercitata. Nel caso della *call* avviene l’esatto contrario: un prezzo del sottostante maggiore dello *strike* comporterà profitto e quindi l’esercizio del diritto ad acquistare (*call* ITM); viceversa, per valori del sottostante inferiori allo *strike*, la *call* (OTM) non sarà esercitata.

Alla scadenza, un’opzione ITM è dunque quella che riconosce un profitto se esercitata: il valore di questo profitto è il

cosiddetto valore intrinseco dell'opzione il quale rappresenta la componente più importante del prezzo di un'opzione *in the money* prossima alla scadenza.

Ma quali sono le altre componenti del prezzo di un'opzione?

Il valore intrinseco non è tutto. Consideriamo ad esempio un'opzione *out of the money* con una lunghissima scadenza: in questo caso, il valore intrinseco sarebbe zero ma la lunghissima scadenza aumenta la probabilità che entro tale data il derivato in questione sia ITM. Il "prezzo" di questa probabilità che il compratore dell'opzione deve pagare è detto valore temporale e decresce con il passare del tempo. Al contrario, il valore temporale aumenta con l'aumentare della volatilità del sottostante: chiaramente se questo storicamente presenta variazioni molto significative, aumenta la probabilità che titoli OTM possano essere ITM a scadenza. Nei modelli matematici comunemente utilizzati per prezzare le opzioni, il parametro più importante e di più difficile stima è proprio la volatilità: non a caso, su alcuni circuiti, anziché essere quotato il prezzo del derivato è semplicemente indicata la volatilità implicita ai vari livelli di prezzo, cioè quella volatilità (differente dalla volatilità storica e statistica) che è sottintesa al prezzo scambiato sul mercato in quel momento.

I *trader* professionisti cercano di comprare opzioni (*call* o *put* a seconda delle loro attese sul *trend* di mercato) se prevedono che la volatilità aumenterà (il prezzo delle opzioni salirà) e di venderle se ipotizzano che la volatilità calerà.

Infine, l'ultima componente del prezzo delle opzioni deriva dal gioco della domanda e dell'offerta presenti sul mercato. Si tratta, tuttavia, di una variabile poco significativa, se non in casi estremi. Questi squilibri di mercato sono molto limitati nel tempo perché gli arbitraggisti mettono in atto strategie finalizzate a trarre profitto da ogni scompenso: senza dilungarci troppo, è sufficiente ricordare che con una combinazione di una posizione lunga su *put* e lunga sul sottostante si può replicare la *call*, mentre con una posizione corta sul sottostante e lunga su una *call* si replica la *put*.

Avevamo già spiegato la differenza tra opzioni europee ed americane: le prime sono esercitabili solo alla data di scadenza, mentre le seconde possono essere esercitate in qualunque momento entro la data di scadenza. Questa possibilità più ampia le riconosciuta dalle opzioni americane fa sì che il loro prezzo sia generalmente superiore a quello delle equivalenti opzioni europee a parità di condizioni (ovvero stessa durata, sottostante e *strike*) e comunque mai inferiore. La pratica, in realtà, evidenzia che le *call* americane hanno circa lo stesso prezzo delle *call* europee perché difficilmente vengono esercitate prima della scadenza. Infatti, nel caso in cui si detengano *call* solo per scopo speculativo, i sistemi commissionari e le leve operative che queste consentono rendono molto più ampio il profitto (e la perdita) comprando e vendendo il derivato piuttosto che esercitando il diritto ed operando sul sottostante. Nel caso, invece, in cui lo scopo sia quello di acquistare il sottostante per tenerlo in portafoglio, è decisamente meglio attendere la scadenza poiché in tal modo, da un lato, si rimandano il più possibile le uscite di liquidità e, dall'altro, l'aver la *call* invece del titolo fornisce una certa protezione contro i ribassi del sottostante (in caso di cali non si hanno perdite in conto capitale e a scadenza si compra il sottostante sul mercato ad un prezzo inferiore).

Effetti di dividendo e tasso di interesse sul valore teorico delle opzioni

Le opzioni, in un certo senso, sono alternative al detenere posizioni lunghe o corte sul sottostante: ad esempio, un portafoglio costituito da una posizione lunga su *call* e da una posizione corta su *put* con identico prezzo di esercizio e durata garantirà lo stesso *payout* di una posizione lunga sul titolo sottostante. La differenza maggiore è che, seppure il profilo di profitti e perdite è assolutamente analogo, non si possiede il sottostante: non si ha quindi diritto ai dividendi che il titolo paga, ma non si è avuto neppure l'esborso che l'acquisto di questo avrebbe comportato. Il prezzo delle opzioni deve quindi considerare questi due fattori.

Consideriamo il caso dei dividendi. Possiamo semplicemente affermare che questi inducono una diminuzione del prezzo delle azioni il giorno dello stacco e quindi hanno un effetto negativo sul valore di una opzione *call* e positivo su quello di una *put*.

Il concetto che il possesso delle opzioni è molto simile, ma non equivalente, alla detenzione del sottostante ci aiuta a capire anche l'impatto del tasso di interesse sul prezzo delle opzioni. Il detentore di una *call* beneficia dei rialzi del sottostante come se lo possedesse, ma ha rimandato nel tempo l'esborso necessario per l'acquisto del titolo. La leva finanziaria di questi strumenti fa in modo che il premio delle opzioni sia solo una piccola frazione del valore del sottostante equivalente. Il "prezzo" della possibilità di differire nel tempo l'esborso è il tasso di interesse monetario.

Il tasso di cui stiamo parlando riguarda attività prive di rischio e molto liquide: per il mercato italiano possiamo pensare al titolo di stato a breve scadenza. Più alti saranno gli interessi, maggiore sarà la convenienza a rimandare le uscite (o a lasciare il denaro investito sul mercato monetario) e quindi più elevato dovrà essere il premio della *call*, cioè del diritto a rimandare l'uscita.

Nel caso della *put* avviene l'inverso: all'aumento dei tassi corrisponde il calo del valore della *put*. Il possessore del diritto a vendere - se non è uno speculatore puro - ha acquistato una sorta di "assicurazione" contro i ribassi del titolo che è già presente nel suo portafoglio. Più i tassi sono alti, maggiore è la convenienza a liquidare tutta la posizione per garantirsi una rendita priva di rischio sul mercato monetario, minore quindi sarà il premio che si è disposti a pagare per la *put*.

La seguente tabella ci aiuta a riassumere graficamente quanto spiegato qui e nel precedente articolo riguardo al comportamento del valore teorico di opzioni *call* e *put*.

In caso di aumento di:	Valore CALL	Valore PUT
prezzo del sottostante	↑	↓
prezzo di esercizio	↓	↑
vita residua	↑	↑
tasso di interesse	↑	↓
dividendo	↓	↑
volatilità	↑	↑

Stock Futures

Cosa sono gli stock futures?

Sono contratti a termine in cui la controparte assume l'obbligo di comprare (*posizione lunga*) o vendere (*posizione corta*) un dato quantitativo di una specifica attività sottostante (*underlying*) ad una certa data futura e ad un prezzo prestabilito (prezzo *a termine* o prezzo *future*). Gli *stock futures* quotati sul mercato IDEM permettono di prendere posizioni rialziste o ribassiste sulle principali azioni *Blue Chip* di Borsa Italiana senza dover necessariamente operare sull'azione sottostante.

Determinazione del prezzo future

Da un punto di vista teorico, la derivazione del prezzo di un generico *future* si basa sul principio di non arbitraggio in base al quale il prezzo del *future* è determinato correttamente se non è possibile ricavare un profitto da operazioni sul mercato a pronti (ovvero il mercato sul quale è quotata l'azione sottostante) e su quello a termine (nella realtà, le operazioni possibili sono il *cash and carry* e il *reverse cash and carry*). Se si considera il caso di un *stock future* su un'azione che non paga dividendi, l'equazione che definisce il prezzo di equilibrio del *future* è:

$$F_{t,T} = S_t \cdot e^{(r-q) \cdot (T-t)}$$

dove:

$F_{t,T}$ è il prezzo al tempo t del *future* con scadenza al tempo T

S_t è il prezzo dell'azione al tempo t

r è il tasso di interesse annuo privo di rischio composto continuamente sul periodo (t,T)

Nel caso di un'azione che paga dividendi secondo un tasso di dividendo medio annuo composto continuamente q (*dividend yield*), l'equazione sarà:

Caratteristiche contrattuali

Sul mercato IDEM di Borsa Italiana sono oggi listati 40 *stock futures* su titoli azionari italiani (si veda Tabella), per ciascuno dei quali sono identificate, tra l'altro:

- le scadenze negoziate (i 2 mesi più vicini e i 4 successivi del ciclo Marzo/Giugno/Settembre/Dicembre),
- il giorno di scadenza (il terzo venerdì del mese di scadenza alle 9:10),
- il numero di azioni sottostante il contratto (cd. lotto minimo).

Alla scadenza, è prevista la consegna fisica dell'attività sottostante (*physical delivery*); l'investitore può tuttavia decidere di chiudere anticipatamente la posizione mediante la negoziazione di un contratto di segno opposto rispetto all'originale posto che in alcuni casi la consegna dell'azione può non essere la soluzione desiderata dall'investitore.

Il sistema di margini e l'effetto leva

Il rischio di credito è uno dei rischi a cui si è esposti quando si stipula un contratto ed è riconducibile alla possibilità che la controparte sia inadempiente ai propri obblighi contrattuali. Tale rischio è praticamente inesistente nei mercati regolamentati di *futures* data la presenza della Cassa di Compensazione e Garanzia (CC&G) che agisce da controparte di tutte le operazioni su *future*, garantendo la solvibilità delle parti coinvolte in ogni transazione.

Al fine di garantire la solvibilità delle transazioni, CC&G richiede a tutti i partecipanti al mercato il versamento di determinati margini di garanzia per ogni operazione in derivati.

Tre tipi di margini possono essere richiesti sul mercato IDEM e in particolare sui *futures* su azione:

- ✓ il margine iniziale
- ✓ il margine di variazione
- ✓ il margine aggiuntivo infragiornaliero

Il margine iniziale costituisce l'ammontare di denaro che il *broker* deve versare a CC&G (e di conseguenza l'ammontare minimo che l'investitore privato deposita al proprio *broker*) per potere aprire una posizione in *future*. Tale margine costituisce la garanzia sufficiente a coprire i costi teorici di liquidazione della posizione in caso di insolvenza e viene restituito alla chiusura della posizione.

Per le posizioni in *stock futures*, il margine richiesto, stabilito dalla CC&G, equivale ad una percentuale del valore del contratto ed è differente a seconda dell'azione sottostante (nella Tabella si riportano i margini richiesti da CC&G agli intermediari per ogni sottostante al 07/2007. N.B.: i singoli *broker* devono richiedere ai propri clienti diretti un margine non inferiore a quanto richiesto da CC&G poiché la rischiosità del singolo *trader* è superiore a quella dell'operatore istituzionale). Dal punto di vista operativo, ciò si traduce nel fatto che l'investitore che apre una posizione in *futures* su azioni non deve pagare il totale controvalore del contratto ma solo una parte, mentre gli utili/perdite vengono ovviamente calcolati sul controvalore complessivo della posizione.

La possibilità di effettuare un investimento che riguarda un elevato ammontare di risorse finanziarie, con un basso tasso di capitale effettivamente impiegato in ambito accademico viene definito "Effetto Leva".

Il principale vantaggio economico della leva finanziaria è la moltiplicazione della performance dell'investimento, e più piccolo è il margine iniziale rispetto al controvalore del *future*, maggiore sarà l'effetto leva. Un esempio può illustrare molto chiaramente quanto appena evidenziato.

Sottostante	Lotto	Margine iniziale	Effetto leva
ACEA	1.000	12,00%	8
AEM	2.500	9,75%	10
ALLEANZA ASSICURAZIONI	500	8,50%	12
ATLANTIA	500	9,50%	11
AUTOGRILL	500	9,50%	11
BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA	1.000	8,25%	12
BANCA POPOLARE DI MILANO	500	9,75%	10
BANCO POPOLARE	500	7,50%	13
BULGARI	1.000	10,75%	9
ENEL	500	6,00%	17
ENI	500	8,00%	13
FASTWEB	100	23,00%	4
FIAT	500	10,75%	9
FINMECCANICA	500	10,25%	10
FONDIARIA-SAI	100	9,00%	11
GENERALI ASSICURAZIONI	100	8,25%	12
GRUPPO EDIT. L'ESPRESSO	1.000	11,25%	9
INTESA SANPAOLO	1.000	10,50%	10
INTESA SANPAOLO RISPARMIO	1.000	11,00%	9
ITALCEMENTI	100	7,75%	13
LOTTOMATICA	100	7,50%	13
LUXOTTICA GROUP	500	12,00%	8
MEDIASET	1.000	10,50%	10
MEDIOBANCA	500	10,00%	10
MEDIOLANUM	500	12,50%	8
MONDADORI	1.000	9,50%	11
PARMALAT	1.000	17,00%	6
PIRELLI & C.	5.000	12,00%	8
RCS MEDIAGROUP	1.000	19,00%	5
SAIPEM	500	12,00%	8
SEAT PAGINE GIALLE	5.000	12,50%	8
SNAM RETE GAS	1.000	6,75%	15
STMICROELECTRONICS	100	14,00%	7
TELECOM ITALIA	1.000	10,50%	10
TELECOM ITALIA SAVING SHARES	1.000	11,25%	9
TENARIS	500	11,75%	9
TERNA	5.000	6,75%	15
TISCALI	1.000	25,00%	4
UBI BANCA	500	7,25%	14
UNICREDITO ITALIANO	1.000	10,50%	10

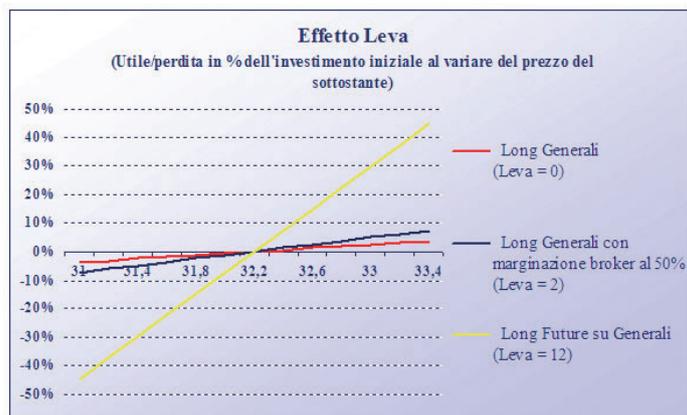
Ipotizziamo che un investitore compri un *future* su Generali a 32? e che il prezzo di chiusura giornaliero del derivato sia pari a 33 €. A fine giornata viene calcolato un margine iniziale pari a 272,25? ($33 \cdot 100 \cdot 8,25\%$). L'investitore detiene una posizione con un controvalore complessivo pari a 3.300 € ($33 \cdot 100$) mediante il versamento di soli 272,25 €; in questo caso, l'effetto leva è pari a 12 ($\text{Leva} = \text{Controvalore} / \text{Margine} = 3.300 / 272,25 = 12,12$), il che significa che il *trader* ha la possibilità di gestire una posizione 12 volte superiore al capitale versato.

La presenza della leva amplifica gli effetti derivanti dall'investimento, posto che anche una minima variazione del valore del *future* si traduce in ampi profitti o perdite.

Riprendendo il precedente esempio, alla chiusura della giornata di negoziazione l'investitore vedrà accreditato sul suo conto un guadagno derivante dalla posizione in *future* pari a 100 € [$(33 - 32) \cdot 100$], che equivale ad un profitto pari al 36,73% del margine iniziale versato. Qualora di fosse detenuta semplicemente l'azione sottostante, la performance sarebbe stata pari solamente al 3,125% (100 € di utile su 3.200 € di investimento per acquistare 100 azioni Generali).

Ovviamente la moltiplicazione del risultato economico si riflette tanto sugli utili che sulle perdite, per cui una variazione negativa del prezzo del sottostante produce perdite del capitale versato più che proporzionali. Si consiglia quindi la massima cautela e un continuo monitoraggio della posizione quando si opera sui mercati derivati.

Figura: Confronto degli utili/perdite percentuali tra l'acquisto di Generali sul mercato cash a 32 € (con e senza marginazione) e l'acquisto di *stock future* su Generali.



Negli *stock futures*, come per qualsiasi strumento quotato sul mercato IDEM, i profitti e le perdite si realizzano giorno per giorno, grazie alla procedura di liquidazione giornaliera delle posizioni. A fine giornata, la CC&G procede a calcolare i profitti e le perdite generati dalle posizioni in *futures* sulla base del prezzo di chiusura giornaliero e ad accreditarli o addebitarli sul relativo conto dell'intermediario presso la CC&G (margine di variazione giornaliero). Si tratta del principio del *marking to market* in base al quale i *futures* vengono regolati giornalmente piuttosto che alla scadenza così da poter meglio valutare l'opportunità di chiudere anticipatamente la posizione. Infine, i margini aggiuntivi infragiornalieri possono essere richiesti a discrezione della CC&G ai propri aderenti qualora durante la giornata di negoziazione si registrassero ampie variazioni dei prezzi rispetto alla chiusura del giorno precedente.

Gli *stock futures* quotati sul mercato IDEM sono certamente interessanti per i *trader* perché, oltre ad essere strumenti molto liquidi, danno la possibilità di sfruttare l'effetto "leva finanziaria" che è insito nel contratto stesso – senza quindi dover richiedere al proprio *broker* condizioni di marginazione personalizzate.

Mini-FIB

Cos'è il Mini-FIB?

Il miniFIB è un contratto *future* sull'indice azionario S&P/MIB ovvero un contratto standardizzato che permette di comprare o vendere l'indice di Borsa, ad una data futura, per un prezzo prefissato.

Chi acquista un contratto miniFIB apre una posizione lunga sul mercato (guadagna quando l'indice sale); viceversa, chi vende un contratto miniFIB assume una posizione corta sul mercato ovvero di vendita a termine dell'indice (guadagnando in caso di discesa dell'indice di riferimento). Alla scadenza del contratto non avviene uno scambio dei singoli titoli che compongono l'indice ma verrà regolata la sola differenza monetaria (*cash settlement*) tra il valore del contratto al momento dell'acquisto/vendita e il valore alla scadenza dell'indice sottostante.

Opportunità di investimento e di trading

Il miniFIB offre all'investitore opportunità di:

trading: partecipare ai movimenti rialzisti o ribassisti del mercato con un'unica decisione senza preoccuparsi di selezionare i singoli titoli e sfruttando l'effetto leva (illustrato nell'esempio riportato più avanti); diversificazione: avere accesso ai titoli più liquidi e ad elevata capitalizzazione del mercato azionario italiano con un'esposizione finanziaria contenuta; copertura:

proteggere il proprio portafoglio azionario da condizioni di mercato sfavorevoli senza incorrere in elevati costi di transazione; sfruttare il diverso andamento della performance dell'indice azionario italiano rispetto alla performance di un singolo titolo, ovvero di indici azionari internazionali, attraverso operazioni di arbitraggio.

L'esempio seguente riporta un'ipotetica operazione finanziaria che prevede l'utilizzo del miniFIB nella quale si possono identificare tre fra i possibili vantaggi di questo strumento; si nota facilmente che l'ipotetico investitore sfrutta la sua *view* di mercato (sia essa rialzista o ribassistista), prende posizione su tutti i principali titoli del listino senza doverli acquistare direttamente e utilizza l'effetto leva che gli permette di moltiplicare il risultato economico del suo investimento.

Esempio 1):

Consideriamo un investitore che possiede aspettative rialziste sull'indice per i prossimi tre mesi. Tale opinione può essere tradotta in decisione di investimento mediante l'acquisto di un contratto miniFIB. Supponiamo che il prezzo di mercato del contratto miniFIB sulla scadenza più vicina a tre mesi sia pari a 37.000 punti indice. Il margine iniziale richiesto per l'apertura della posizione è pari a 2.775? circa (7.5% del valore di mercato del contratto). Ipotizziamo che l'investitore chiuda la posizione dopo due mesi, vendendo un contratto miniFIB con pari scadenza che quota in quel momento 41.000 punti. All'investitore verranno accreditati 4.000? (41.000 – 37.000 punti indice moltiplicati per il valore di un punto indice, paria 1?). Il rendimento ottenuto dall'investimento nel periodo considerato è pari a $(4.000 - 2.775)/2.775 = 44\%$ circa, quando il mercato, rappresentato dalla quotazione del contratto *future* miniFIB, è cresciuto meno del 10%.

Ben diversa è la possibilità di utilizzare questo strumento per finalità di copertura. Il prezzo del contratto miniFIB segue linearmente il valore dell'indice S&P/MIB e il rischio di prezzo relativo ad una posizione lunga in azioni, la cui *performance* sia correlata con quella dell'indice, può essere coperto (*hedging*) mediante la vendita di contratti miniFIB. In caso di ribasso del mercato, infatti, la posizione corta sul *future* genera un profitto che compensa la perdita generata sulla posizione in azioni. In questo caso, tramite l'utilizzo del contratto derivato, si minimizza il rischio di un investimento azionario in quanto si riduce l'incertezza sul risultato economico dello stesso in un determinato arco di tempo. Nell'esempio 2) si riporta una possibile strategia di *portfolio hedging* (copertura del portafoglio).

Esempio 2):

Un investitore possiede un portafoglio di titoli quotati sul mercato italiano, avente un valore pari a 200.000?. Il valore del portafoglio è correlato all'andamento dell'indice S&P/MIB, espressione della performance del mercato azionario italiano. Tuttavia, la correlazione non è completa: al variare dell'1% dell'indice S&P/MIB, il valore del portafoglio azionario varia solo del 0,8%. Supponiamo che l'investitore tema un ribasso del mercato nei prossimi tre mesi ma mantenga aspettative positive sul medio/lungo periodo. Vorrebbe, quindi, attenuare gli effetti del ribasso di breve periodo del mercato sul suo

portafoglio azionario, senza dover vendere le azioni che lo compongono. Se il valore di mercato del contratto miniFIB con scadenza tre mesi è pari a 40.000 punti indice, sarà possibile coprire la posizione in azioni mediante la vendita di 4 contratti miniFIB il cui valore complessivo è pari a 160.000?. Se l'indice S&P/MIB subisce un ribasso dell'1%, il portafoglio perderà lo 0,8% ovvero 1.600? (200.000 per 0,8%) e tale perdita sarà perfettamente compensata dal guadagno ottenuto sulla posizione corta in miniFIB. Infatti, il valore del contratto miniFIB varia linearmente con il variare dell'indice S&P/MIB, nel caso specifico, al ribasso dell'1% (400 punti indice). La differenza incassata dall'investitore sulla posizione corta in miniFIB è pari alla differenza tra il prezzo al momento della vendita dei 4 contratti miniFIB e il loro valore oggi, cioè 1.600?.

Infine è possibile utilizzare il miniFIB per effettuare *spread trading* ovvero una strategia di tipo relativo: l'investitore che non abbia aspettative sulla direzione del mercato italiano (rialzista o ribassista), può tuttavia avere un'opinione su quale mercato azionario avrà la performance migliore dell'S&P/MIB in un determinato arco di tempo. Per esempio, una diversa aspettativa di crescita tra il mercato italiano e il mercato americano può essere tradotta in una decisione di investimento, assumendo posizioni opposte sull'indice S&P/MIB, tramite il miniFIB, e sull'indice S&P500, tramite il contratto E-mini S&P500 quotato sul CME.

Certificates

Gli Investment Certificates

I *certificates* sono strumenti finanziari derivati **cartolarizzati** che replicano, con o senza effetto leva, l'andamento di un'attività sottostante.

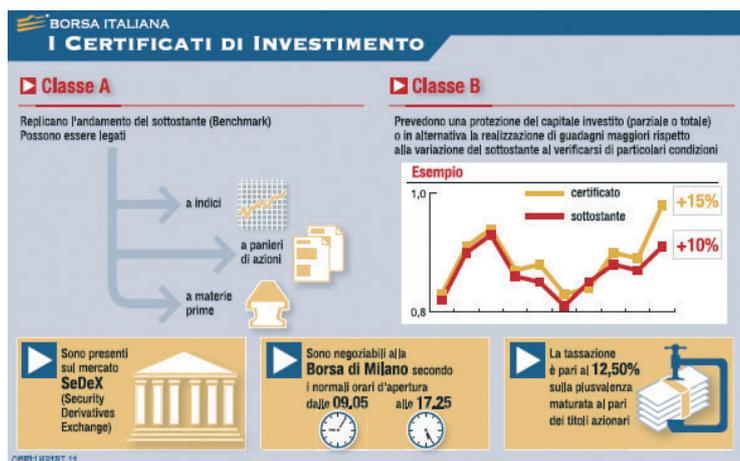
Gli strumenti privi di effetto leva sono negoziati nel **segmento Investment Certificates** del mercato **SeDeX** (*Securitized Derivatives Exchange*) e sono divisi in due classi, **A** e **B**.

Nella classe A sono compresi i prodotti dal funzionamento più semplice, ovvero quelli che si limitano a replicare l'andamento del sottostante. Si tratta di strumenti definiti "**Benchmark**" il cui valore, a differenza dei *Covered Warrant*, non subisce variazioni in base al trascorrere del tempo e consentono di investire in attività finanziarie difficilmente raggiungibili da investitori privati quali ad esempio indici, metalli preziosi (oro, argento, platino e palladio), metalli industriali (rame e zinco), future su materie prime.



I Certificati di investimento di classe B, invece, sono prodotti che, incorporando una o più opzioni, possono prevedere ad esempio una **protezione del capitale investito** (parziale o totale) o la realizzazione di guadagni maggiori rispetto alla variazione del sottostante al verificarsi di particolari condizioni. Gli *Investment Certificates* risultano quindi indicati agli investitori interessati a diversificare il proprio portafoglio anche attraverso strategie complesse ma con caratteristiche conservative e orientate al medio-lungo periodo.

I *Certificates* presenti sul mercato SeDeX seguono i normali orari di apertura della Borsa di Milano, quindi sono negoziabili dalle 09.05 alle 17.25 e dal punto di vista fiscale la tassazione è pari al 12,50% sulla plusvalenza maturata al pari dei titoli azionari. Essi sono tutti quotati in Euro, anche quando il sottostante è espresso in valuta diversa. In questo caso l'investitore dovrà porre particolare attenzione al rischio di cambio, poiché un eventuale deprezzamento della valuta di riferimento del sottostante potrebbe annullare gli eventuali guadagni conseguiti attraverso una performance positiva del medesimo sottostante. Una soluzione a questo problema è offerta dai Certificati di tipo **“Quanto”**, che mantengono inalterato nel tempo il rapporto tra l'Euro e la valuta di riferimento del sottostante neutralizzando in questo modo gli impatti delle variazioni del tasso di cambio sul valore del certificato.



Covered Warrant

Cosa sono i Covered Warrant

Il *Covered Warrant* incorpora, nella forma di un titolo liberamente trasferibile, il diritto di acquistare (*Covered Warrant Call*) o di vendere (*Covered Warrant Put*) un determinato sottostante (*Underlying*) ad un determinato prezzo (*strike price*) entro un periodo prefissato (stile “americano”), oppure alla data di scadenza prefissata (stile “europeo”). Vengono chiamati strumenti

derivati, poiché “derivano” il loro valore dall’andamento del prezzo di una attività sottostante, solitamente azioni, indici, valute, materie prime etc. A scadenza l’investitore riceverà pertanto il differenziale (*Cash Settlement*), se positivo, tra il valore di mercato dell’attività sottostante e lo *strike* (*Covered Warrant Call*) o viceversa (*Covered Warrant Put*). Possono essere ammessi alla negoziazione solo se emessi da società soggette a vigilanza prudenziale, e quindi essenzialmente da banche. I *Covered Warrant* sono quotati e negoziati in Borsa Italiana S.p.A. nel mercato dedicato, SeDeX.

Quando utilizzarli

Una delle principali finalità dell’utilizzo dei *Covered Warrant* è volto a trarre vantaggi da movimenti di breve periodo del sottostante, quindi per finalità prevalentemente di **trading**. In coerenza con le aspettative di movimento del prezzo dell’attività cui lo strumento finanziario fa riferimento si acquistano i due tipi diversi di *Covered Warrant*: acquisto di un *Covered Warrant Call* a fronte di aspettative di **rialzo** del prezzo del sottostante, e acquisto di un *Covered Warrant Put* se invece le attese sono di **ribasso** del prezzo del sottostante. Bisogna sempre essere consapevoli del maggiore grado di rischio a cui la titolarità di un *Covered Warrant* espone l’investitore rispetto all’investimento diretto ad esempio in azioni: infatti il valore del *Covered Warrant* amplifica le oscillazioni di prezzo dell’attività a cui è legato (cosiddetto effetto leva); valore che addirittura può anche annullarsi totalmente a scadenza se i movimenti di prezzo del sottostante non sono stati in linea con le previsioni dell’investitore. A fronte della possibilità di ottenere maggiori guadagni, c’è quindi il rischio di perdere il premio pagato.

I *Covered Warrant* possono essere usati non solo a fini puramente speculativi ma anche per **proteggere il valore del proprio portafoglio di investimento**. Ad esempio, se le aspettative sono di un ribasso generalizzato dei prezzi delle azioni detenute in portafoglio, un modo per proteggersi da questo rischio è quello di acquistare un *Covered Warrant Put* sull’indice di mercato: qualora, infatti, si registri un andamento negativo delle azioni lo strumento in questione acquisterà valore compensando le perdite registrate dal portafoglio. Bisogna infine fare molta attenzione ad altri due aspetti: la volatilità⁷ del sottostante e la vita residua dello strumento (*time decay*). In altre parole, la probabilità che lo strumento in questione, sia esso *call* che *put*, possa avere a scadenza un importo di liquidazione positivo (*in the money*) sono maggiori se il sottostante è molto volatile e l’estinzione del *Covered Warrant* è lontana nel tempo. Di conseguenza, maggiore volatilità e maggiore vita residua comportano, a parità di altre condizioni, un prezzo da pagare per l’acquisto del *Covered Warrant* più alto. Dall’altra parte, a parità di prezzo del sottostante, il *Covered Warrant* perda valore al ridursi della sua vita residua e al ridursi della volatilità attesa del sottostante.

⁷ Indicatore che misura l’incertezza o la variabilità del rendimento di un’attività finanziaria.

I vantaggi dei Covered Warrant

- Possibilità di ottenere profitti elevati: un *Covered Warrant* ha potenzialità di apprezzamento teoricamente illimitate. A fronte della possibilità di un profitto elevato, l'investimento in *Covered Warrant* comporta l'assunzione di un rischio altrettanto significativo: la perdita massima potenziale corrisponde all'intero capitale investito;
- forte reattività ai movimenti di mercato: il valore di un *Covered Warrant* varia generalmente in modo più che proporzionale al variare del valore del sottostante cui si riferisce per effetto del fenomeno della leva finanziaria;
- si possono utilizzare i *Covered Warrant call* come alternativa all'investimento diretto nel sottostante. Per assumere una posizione rialzista su un'azione, invece di acquistare direttamente l'azione, si può investire solo una parte del capitale in un *Covered Warrant call* sull'azione prescelta e destinare la parte rimanente ad investimenti alternativi.

I covered warrant: le greche

Il prezzo di un *covered warrant* è calcolato utilizzando dei software basati su complessi modelli matematici, il più diffuso dei quali è quello sviluppato da **Black & Scholes**.

Volendo sintetizzare quella del prezzo è una funzione matematica che dipende da 5 fattori di mercato:

1. Il **prezzo** dell'attività **sottostante**;
2. La **volatilità** dell'attività **sottostante**;
3. Il **tempo residuo a scadenza**;
4. Il **tasso di interesse** cosiddetto **free-risk** (ossia il tasso di mercato applicato ai soggetti con rischio di *default* nullo);
5. I **dividendi** attesi.

A parità di altre condizioni è sufficiente che cambi uno solo dei fattori sopra elencati affinché il valore teorico di un *covered warrant* si modifichi. La tabella seguente evidenzia quale effetto (positivo o negativo) un aumento delle suddette variabili di mercato produce sul valore teorico di un *Covered Warrant* a seconda che si tratti di un *call* o di un *put*.

Effetto di un aumento nel livello delle variabili di mercato sul valore teorico del warrant

	Valore del Warrant CALL	Valore del Warrant PUT	Misura della Variazione
Prezzo dell'azione sottostante	↑	↓	Delta
Vita residua	↑	↑	Theta
Tasso di interesse	↑	↓	Rho
Dividendo atteso	↓	↑	Phi
volatilità	↑	↑	Vega

La tabella ci aiuta a capire il segno della variazione, e quindi a prevedere l'andamento del prezzo del *covered warrant* all'aumentare del livello delle variabili.

Ma di quanto sale? Ce lo dicono le cosiddette **greche**, cioè gli indicatori di sensitività del prezzo del *covered warrant* rispetto ai parametri che lo determinano:

- **Delta (Δ)**: indica, a parità degli altri fattori di mercato, quanto varia il prezzo del *covered warrant* al variare del prezzo del sottostante di una unità. Il Delta è un numero compreso tra 0 e 1 per le *call* e tra 0 e -1 per le *put* ed indica la probabilità che a scadenza il *covered warrant* finisca “*in the money*”. Di conseguenza il *covered warrant* il cui prezzo dell'attività sottostante è molto prossimo allo *strike* (cosiddetto “*at the money*”) ha un Delta molto vicino a 0,5, quello “*deep out of the money*” ha un delta prossimo a 0, quello “*deep in the money*” ha un delta molto vicino ad 1;
- **Gamma (Γ)**: il Delta è tanto più preciso come indicatore quanto più sono piccole le variazioni del sottostante. **Se le variazioni sono consistenti** è utile servirsi anche del cosiddetto Gamma, che misura come varia il parametro Delta al variare del prezzo del sottostante;
- **Theta (Θ)**: indica, a parità di altri fattori di mercato, la perdita di valore del *covered warrant* al trascorrere del tempo. In altre parole, il *covered warrant*, sia *call* sia *put*, perde valore semplicemente per effetto del trascorrere del tempo, anche se il prezzo dell'attività a cui è legato rimane invariato;
- **Vega (V)**: indica, a parità degli altri fattori di mercato, quanto varia il prezzo del *covered warrant* al variare della volatilità del sottostante di un punto percentuale. Il Vega è massimo in corrispondenza di un *covered warrant* con valore del sottostante prossimo allo *strike* (“*at the money*”), mentre è prossimo a zero se il *covered warrant* è “*deep in the money*” oppure “*deep out of the money*”;

- **Rho (R)**: indica , a parità di altri fattori di mercato, la variazione del prezzo del *covered warrant* al variare dei tassi di interesse e quindi del costo del finanziamento. Questo parametro è meno rilevante rispetto alle greche precedenti;
- **Phi (F)**: indica, a parità di altri fattori di mercato, quanto varia il valore del *covered warrant* rispetto alla variazione dei dividendi attesi . Anche questo parametro è generalmente meno rilevante rispetto alle prime quattro greche descritte;

È importante sottolineare come tutti questi parametri siano dinamici, nel senso che forniscono una misura puntuale della variazione del prezzo di un *covered warrant* **a parità di tutte le altre condizioni**. Il valore dei parametri, pertanto, cambia continuamente al modificarsi delle condizioni di mercato.

I termini dei Covered Warrant

- **Call**: diritto ad acquistare il sottostante ad un determinato prezzo;
- **Put**: diritto di vendere il sottostante ad un determinato prezzo;
- **Strike**: prezzo del sottostante al quale è possibile esercitare il diritto di acquisto (*call*) o vendita (*put*);
- **Multiplo**: quantità del sottostante controllata da un singolo *covered warrant*;
- **Premio**: prezzo da corrispondere per acquistare un *covered warrant*;
- **SeDeX**: Il mercato dei *covered warrant* e dei *certificates*;
- **At the Money**: definizione del *covered warrant* con valore del sottostante pari allo *strike*;
- **(Deep) In the money**: definizione del *covered warrant call* con valore del sottostante superiore allo *strike*, e del *covered warrant put* con valore del sottostante minore dello *strike*. Se la differenza in termini assoluti tra il valore del sottostante e lo *strike* è elevata allora il *covered warrant* è detto *Deep In the Money*;
- **(Deep) Out of the money**: definizione del *covered warrant call* con valore del sottostante inferiore allo *strike*, e del *covered warrant put* con valore del sottostante superiore allo *strike*. Se la differenza in termini assoluti tra lo *strike* e il valore del sottostante è elevata allora il *covered warrant* è detto *Deep Out of the Money*;
- **Valore intrinseco**: valore realizzabile in caso di esercizio immediato;
- **Valore temporale**: valore del *covered warrant* che dipende dalla probabilità che il valore del sottostante cresca a scadenza;
- **Volatilità**: È un indicatore statistico che misura l'ampiezza delle oscillazioni del sottostante rispetto al suo valore medio

ETF

Cos'è un ETF?

ETF è l'acronimo di *Exchange Traded Fund*, un termine con il quale si identifica una particolare tipologia di fondo d'investimento o Sicav con due principali caratteristiche:

- è negoziato in Borsa come una azione;
- ha come unico obiettivo d'investimento quello di replicare l'indice al quale si riferisce (*benchmark*) attraverso una gestione totalmente passiva.

Un ETF riassume in sé le caratteristiche proprie di un fondo e di un'azione, consentendo agli investitori di sfruttare i punti di forza di entrambi gli strumenti:

- diversificazione e riduzione del rischio propria dei fondi;
- flessibilità e trasparenza informativa della negoziazione in tempo reale delle azioni.

Gli ETF sono caratterizzati inoltre da un innovativo meccanismo di funzionamento, definito "*creation / redemption in kind*" ("sottoscrizione / rimborso in natura"), che consente una puntuale replica dell'indice e un maggior contenimento dei costi rispetto ad un fondo tradizionale.

Gli ETF quotati attualmente su Borsa Italiana sono 137 (di cui 6 ETF strutturati descritti in seguito), e permettono di operare su di un'ampia gamma di *asset classes*:

- Indici obbligazionari e del mercato monetario: Titoli di stato denominati in euro, dollaro, sterline e segmentati per scadenza. Titoli di società *private (corporate)* dell'area euro e dollaro
- Indici azionari rappresentativi di singoli mercati e di intere aree geografiche: Italia, UK, Germania, Svizzera, Giappone, Europa, USA, ecc.
- Indici azionari di mercati emergenti: Cina, India, Russia, Brasile, Turchia, Korea, Taiwan, Sudafrica ecc
- Indici azionari settoriali: automobili, tecnologici, telecomunicazioni, *utilities*, banche, energia, servizi finanziari ecc.
- Indici azionari *style: mid cap, small cap, value, growth, select dividend*
- Indici di materie prime
- Indici di società immobiliari o di *private equity*
- Indici fondamentali (la cui selezione e ponderazione delle componenti avviene sulla base di fattori fondamentali: *cash flow, book value, ricavi, dividendi* ecc.)

Acquistando un ETF è possibile prendere posizione su un intero indice di mercato (S&PMIB, DAX, Nasdaq100, S&P500...) in tempo reale ad un prezzo che riflette perfettamente il valore delle componenti dell'indice in quel dato momento e perciò ne garantisce la replica della *performance*: “gestione totalmente passiva”.

Va considerato però che qualora la valuta di riferimento dell'indice sia differente da quella di negoziazione (che è sempre l'euro), il rendimento dell'ETF potrà divergere da quello del *benchmark* per effetto della svalutazione/rivalutazione di tale valuta nei confronti dell'euro.

Gli ETF presentano una commissione totale annua (TER) ridotta, compresa a seconda dell'ETF tra lo 0,15% e lo 0,90% e applicata automaticamente in proporzione al periodo di detenzione, mentre nessuna commissione di “Entrata”, di “Uscita” e di “Performance” è a carico dell'investitore. Il risparmiatore deve solo considerare le commissioni applicate dalla propria banca/Sim per l'acquisto e la vendita sul mercato.

Inoltre poiché il lotto minimo di negoziazione è sempre pari ad una quota/azione l'investitore potrà acquistare gli ETF investendo anche solo poche centinaia di euro.

I dividendi o gli interessi che l'ETF incassa a fronte delle azioni detenute nel proprio patrimonio (nonché i proventi del loro reinvestimento) possono essere distribuiti periodicamente agli investitori o capitalizzati stabilmente nel patrimonio dell'ETF stesso. In entrambi i casi il solo beneficiario è l'investitore.

Per l'investitore intervenire sul mercato degli ETF è molto semplice: un ETF si compra e si vende infatti come un'azione sul Mercato Telematico degli OICR aperti ed ETC (ETFplus) di Borsa Italiana dalle 09:05 fino alle 17:25 (negoziazione in continua senza aste).

Un aspetto molto importante che riguarda l'operatività sugli ETF è la liquidità, cioè la facilità con la quale è possibile costruire o smobilizzare una posizione. Liquidità degli ETF è assicurata da uno *Specialist* con obblighi di quotazione in continua (“*spread* massimo *bid-ask*” e “quantità minima esposta”) e da eventuali *Liquidity Providers* (*market maker* non ufficiali) che pur non avendo obblighi di quotazione espongono ordini in conto proprio fornendo ulteriore spessore e ampiezza al *book* di negoziazione.

Una volta chiariti gli aspetti teorici principali riguardanti gli ETF viene il momento di affrontare quelli pratici. Ad esempio, a chi rivolgersi per l'acquisto di un ETF? Anche in questo caso la risposta è agevole: l'ordine di acquisto / vendita può essere inoltrato attraverso la propria Banca / Sim utilizzando gli usuali canali (Internet; sportello; promotore; *call center* ecc..). L'investitore non deve quindi apprendere nessuna nuova nozione. Il *trading* su questo strumento è analogo a quello delle azioni, le difficoltà di apprendimento per chi già opera con gli strumenti tradizionali sono quindi limitate.

Date le sue caratteristiche, l'ETF si presta a varie modalità d'impiego: investimento di medio / lungo termine, *trading* anche di tipo *intraday* e vendita allo scoperto al fine di prendere una posizione ribassista sull'indice *benchmark*. La possibilità di diversificare facilmente il portafoglio, la precisione con cui viene replicato l'indice *benchmark* e i bassi costi di gestione fanno sì che l'ETF sia particolarmente adatto anche alla costruzione di un piano di accumulo (PAC) attraverso versamenti periodici, anche di piccola entità, effettuati dai singoli investitori. Gli ETF non sono esposti ad un rischio di insolvenza (e di conseguenza non richiedono un rating) neppure nel caso in cui le società che ne hanno curato o curano le attività di costituzione / gestione / amministrazione / *marketing* ecc... risultino insolventi. Questo perché gli ETF quotati su Borsa Italiana sono, a seconda dello strumento, o Fondi Comuni di Investimento oppure Sicav che, come noto, hanno un patrimonio separato rispetto a quello delle società appena menzionate.

Non deve invece essere dimenticato che gli ETF sono ovviamente esposti al rischio che le azioni, le obbligazioni e gli altri strumenti in cui è investito il loro patrimonio perdano valore.

ETF strutturati

Cos'è un ETF strutturato?

Gli ETF strutturati sono degli OICR cioè dei fondi o delle Sicav negoziabili in tempo reale come delle azioni gestiti con tecniche volte a perseguire rendimenti che non sono solo in funzione dell'andamento dell'indice *benchmark*, ma che possono essere volte:

- alla protezione del valore del portafoglio pur partecipando agli eventuali rialzi dell'indice di riferimento (ETF a protezione o flessibili);
- a partecipare in maniera più che proporzionale all'andamento di un indice (ETF a leva);
- a partecipare inversamente ai movimenti dell'indice di riferimento (ETF *short* con o senza leva);
- alla realizzazione di strategie d'investimento più complesse come ad esempio la strategia cosiddetta *buy-write* o *covered call* che prevede l'assunzione di una posizione lunga sul *benchmark* e la contestuale vendita di un'opzione sull'indice stesso con *strike out of the money* del 5%.

L'elemento che accomuna gli ETF strutturati agli ETF è la politica d'investimento che si può sinteticamente definire "passiva" in considerazione del fatto che una volta definito il modello matematico in base al quale il patrimonio sarà gestito, la discrezionalità lasciata al gestore è limitata. Come per gli ETF, le quote possono essere create e riscattate continuamente da parte degli intermediari autorizzati (*authorised participant*), assicurando che il prezzo di mercato sia sempre allineato al NAV del fondo.

Con gli ETF strutturati il risparmiatore può accedere direttamente e con una sola operazione di acquisto a strategie e profili di rischio differenti sul mercato desiderato con la trasparenza e la liquidità garantite dal mercato ETFplus:

- con effetto leva e quindi sfruttando pienamente i movimenti *intra-day* dei mercati sia al rialzo che al ribasso
- con una relazione inversa tra andamento dell'indice e andamento dell'ETF, puntando sugli ETF cosiddetti “*short*”
- con protezione del capitale, assumendo quindi rischi inferiori a quelli della posizione diretta sull'indice *benchmark* grazie agli ETF con protezione

Gli ETF strutturati sono negoziati nel mercato ETFplus segmento OIRC aperti strutturati – classe 1 (senza leva) e classe 2 (con leva) dalle 09:05 fino alle 17:25 (negoziazione in continua senza aste).

La fiscalità degli ETF e degli ETF strutturati

Redditi Diversi e Redditi di Capitale

I guadagni/perdite dovuti alla negoziazione di azioni si definiscono redditi diversi (alias “plusvalenze” / “minusvalenze”). I dividendi staccati dalle azioni stesse invece sono classificati all'interno dei redditi di capitale. La normativa fiscale consente di compensare redditi diversi con redditi diversi (alias di compensare le “plusvalenze” appena realizzate con eventuali “minusvalenze” pregresse), mentre non consente di compensare redditi diversi con redditi di capitale.

Gli ETF, cosiddetti “armonizzati”, sono equiparati a livello regolamentare e fiscale non alle azioni ma ai Fondi e alle Sicav: i redditi conseguenti dalla negoziazione di ETF non vengono di conseguenza classificati semplicemente come redditi diversi, ma sono divisi in due componenti.

La prima componente, che la normativa fiscale ha inquadrato come redditi di capitale, è calcolata come differenza tra il NAV del giorno di vendita e il NAV del giorno di acquisto. Se il regime fiscale prescelto dall'investitore è quello del risparmio amministrato a questa differenza, se positiva, si applica la consueta aliquota sostitutiva del 12,5% che vale a titolo d'imposta.

La seconda componente è dovuta al fatto che i prezzi a cui l'investitore acquista/vende sul mercato le quote dell'ETF sono generalmente diverse dal NAV. Questo avviene perché il prezzo di mercato dei *trackes* riflette il valore corrente delle azioni che lo compongono mentre il NAV è calcolato generalmente sui prezzi di chiusura. Questa seconda componente, che la normativa fiscale ha definito come redditi diversi, si calcola nel seguente modo:

(Prezzo Vendita dell'ETF-Prezzo Acquisto dell'ETF)-(NAV giorno di Vendita-NAV giorno di Acquisto).

Anche a questa seconda componente, se positiva, si applica l'aliquota del 12,5% che vale a titolo d'imposta. Se la differenza tra i NAV è superiore alla differenza dei prezzi l'investitore accumula minusvalenze anche in corrispondenza di un delta prezzi positivo.

Come detto la normativa non consente di compensare redditi diversi con redditi di capitale, e quindi non consente di compensare le perdite (minusvalenze) pregresse su azioni con i redditi di capitale (prima componente) appena realizzati con gli ETF. Consente invece di compensare le perdite (minusvalenze) pregresse su azioni con i redditi diversi (seconda componente). La seconda componente è però solitamente di entità molto più limitata rispetto alla prima componente.

Un facile esempio può essere d'aiuto per comprendere meglio questo meccanismo:

Prezzo Acquisto dell'ETF=100

Prezzo Vendita dell'ETF=110

NAV del giorno di acquisto=101

NAV del giorno di vendita=109

REDDITI DI CAPITALE=12,5%*(109-101)=1 Euro

REDDITI DIVERSI=12,5%*[(110-100)-(109-101)]=0,25 Euro

Le imposte totali da pagare in questo caso sarebbero redditi di capitale + redditi diversi = 1,25 Euro. Se però l'investitore ha delle minusvalenze pregresse da recuperare i 0,25 Euro di redditi diversi vanno in detrazione del monte minusvalenze e quindi paga al fisco solo 1 Euro di Redditi di Capitale.

ETC

Cosa sono e come funzionano

Gli **ETC** sono titoli senza scadenza emessi da una società veicolo a fronte dell'investimento diretto dell'emittente o in materie prime o in contratti derivati su materie prime.

Il prezzo degli ETC è quindi legato direttamente o indirettamente all'andamento del sottostante, esattamente come il prezzo degli ETF è legato al valore dell'indice a cui fanno riferimento.

In sintesi un ETC consente di:



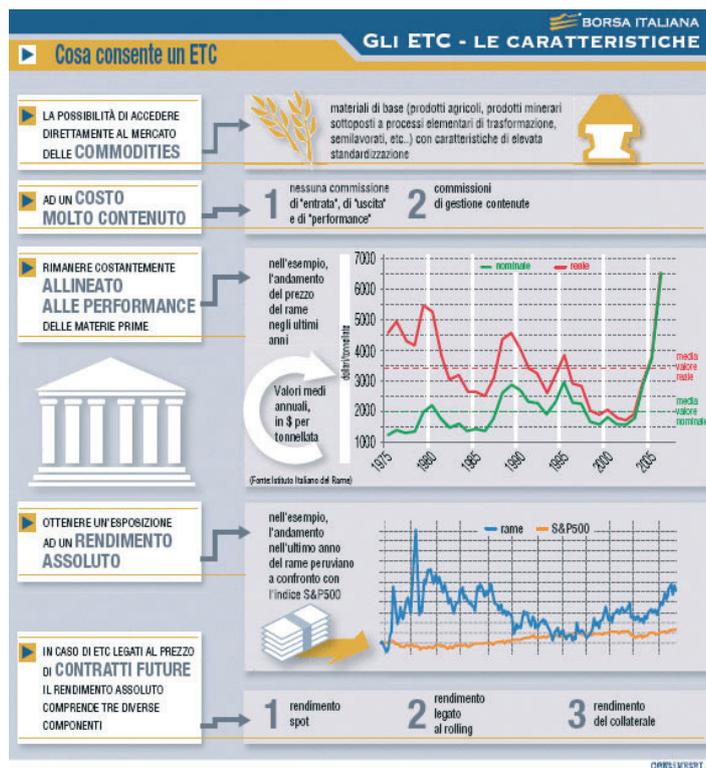
- Accedere direttamente al mercato delle *commodities*: Gli ETC replicano la performance di una singola *commodity* o di indici di *commodities*, grazie all'investimento diretto da parte della società emittente nella materia prima (ETC fisici o *physically-backed*) o in contratti derivati sulla materia prima. In questo secondo caso gli ETC consentono agli investitori di avere un'esposizione simile a quella che si otterrebbe gestendo una posizione in acquisto in contratti future senza leva finanziaria.

- Rimanere costantemente allineato alle performance delle materie prime: a differenza di una posizione in future, gli ETC non comportano la necessità di riposizionarsi da un contratto future ad un altro (*roll-over*), non richiedono nessun margine, e non comportano altre spese di intermediazione/sostituzione dei contratti in scadenza.

- Gli ETC che investono direttamente nelle materie prime consentono di evitare gli oneri e i rischi legati al loro stoccaggio.

- Ottenere un'esposizione ad un rendimento assoluto (*total return*). In caso di ETC legati al prezzo di contratti future sulla materia prima, il risparmiatore ha accesso ad un rendimento assoluto che comprende tre diverse componenti:

- rendimento *spot*: è quello derivante dall'oscillazione del prezzo del future della materia prima sottostante;
- rendimento legato al *rolling* (che può essere positivo o negativo): è il rendimento associato all'attività di sostituzione dei contratti future in scadenza che consente di mantenere la posizione sul sottostante; è negativo (riporto) quando il contratto in scadenza ha un prezzo maggiore di quello successivo, è positivo (deporto) nel caso opposto.
- rendimento del collaterale: è l'interesse che si ottiene dall'investimento del collaterale (l'acquisto di un future non richiede infatti alcun investimento se non il mantenimento di un margine che però è anch'esso remunerato).
- Va inoltre considerato che gran parte delle materie prime sono trattate in dollari il valore dell'investimento sarà influenzato positivamente o negativamente dall'andamento del tasso di cambio EUR/USD.



- Accedere al mercato delle *commodities* ad un costo molto contenuto: come per gli ETF nessuna commissione di “entrata”, di “uscita” e di “performance” è a carico dell’investitore, le commissioni di gestione sono contenute e sono applicate in proporzione al tempo di possesso del titolo attraverso la riduzione della quantità di materia prima di cui si ha diritto. Infine come per l’acquisto di un qualsiasi altro titolo sul mercato vanno considerate le commissioni applicate dalla propria banca/sim.

Ciò che accomuna ETF ed ETC è l’esistenza per ciascuna classe di titoli di un mercato primario e di un mercato secondario. Il mercato primario, accessibile esclusivamente agli intermediari autorizzati, consente la sottoscrizione e il rimborso dei titoli su base giornaliera al prezzo del mercato ufficiale di riferimento della *commodity* sottostante (per alcuni ETC è prevista la possibilità di effettuare la sottoscrizione anche in natura, ossia consegnando all’emittente direttamente la materia prima).

Il mercato secondario è rappresentato dalla Borsa, dove tutti gli altri investitori possono negoziare gli ETC al prezzo determinato dalle migliori proposte in acquisto e in vendita presenti sul *book* di negoziazione. Questo meccanismo consente agli intermediari specializzati di effettuare arbitraggi che fanno sì che il prezzo degli ETC sia sempre costantemente allineato al valore di mercato della materia prima sottostante come avviene per gli ETF.

Una particolare classe di ETC sono ETC fisici o *physically-backed*, i quali sono garantiti da materie prime depositate presso i *caveau* di una banca incaricata dall’emittente, perciò il loro valore è strettamente legato all’andamento del prezzo *spot* della materia prima eventualmente convertito in Euro nel caso in cui la valuta di negoziazione di quest’ultima sia diversa dalla divisa europea. Gli ETC fisici consentono quindi agli investitori di ottenere un’esposizione simile a quella che potrebbero conseguire comprando e conservando autonomamente la materia prima fisica, ma con il vantaggio di evitare i rischi e i costi legati alla loro gestione (immagazzinamento, custodia, assicurazione ecc.).

MTA International

Il segmento di mercato dedicato ai Titoli dell'Area Euro

A partire da luglio 2006, Borsa Italiana SpA ha attivato un nuovo segmento di negoziazione, l'*MTA International* (in breve MTAi) che permette di negoziare sull' MTA alcuni dei **titoli più liquidi dell'area Euro** utilizzando modalità e costi del mercato italiano.

Si tratta di un servizio sostanzialmente rivolto alla **clientela privata**, ma anche gli operatori professionisti possono trovare interessanti opportunità di *trading* in questo segmento.

Il *trader* italiano, sul mercato domestico, riesce ad avere accesso diretto al *book* degli ordini, all'elevata liquidità dei titoli scambiati e soprattutto a un livello commissionario contenuto. Operare sui mercati internazionali spesso è più costoso in termini di commissioni richieste dagli intermediari e non tutte le banche e le SIM offrono servizi di compra-vendita sui mercati internazionali.

Attualmente sull'MTAi sono negoziate azioni ordinarie relative a 35 grandi aziende europee (area Euro). I titoli sono quotati nella valuta comunitaria e sono i medesimi trattati sul mercato principale dell'emittente: è quindi possibile acquistare un titolo sul mercato estero e rivenderlo sull'MTAi e viceversa.

L'ammissione alle negoziazioni sull'*MTA International* può essere richiesta dalla società emittente, oppure la richiesta può essere avanzata da un intermediario o da Borsa Italiana stessa.

Il principale requisito è che le azioni inserite in questo segmento siano già quotate su un altro mercato regolamentato europeo da più di 18 mesi: in questo modo non è necessario predisporre un nuovo prospetto di quotazione (perché questo è stato già presentato alle rispettive Borse su cui è avvenuta la prima quotazione) ma solo un breve "documento di sintesi" che viene pubblicato sul sito di Borsa Italiana.





La **liquidazione** dei contratti viene effettuata da Monte Titoli, del Gruppo Borsa Italiana, che lavora in coordinamento con gli istituti di regolamento e custodia locali, mentre la Cassa di Compensazione e Garanzia, sempre del Gruppo Borsa Italiana, gestisce il processo di *clearing* e garanzia dei contratti. Un punto da sottolineare è che il **regolamento** dei titoli avviene con la stessa tempistica del mercato d'origine: questo significa che possono esserci delle differenze rispetto a quanto solitamente avviene nel mercato italiano. In particolare, mentre il regolamento *standard* di Borsa Italiana è T+3 (ovvero liquidazione tre giorni dopo l'operazione) sul mercato tedesco – e quindi per i titoli relativi a questo mercato – la liquidazione è a T+2 (liquidazione a due giorni).

Le **modalità di negoziazione** degli strumenti quotati sull'*MTA International* sono le stesse previste per il segmento *blue-chip*, ovvero le modalità di asta e negoziazione continua.

Gli orari sono: dalle 08.00 alle 09.05 asta di apertura; dalle 09.05 alle 17.25 negoziazione continua; dalle 17.25 alle 17.35 asta di chiusura. L'unica differenza è che per il momento non c'è l'*after hour*.

Su MTAi è previsto operino fino a due **specialisti** su ogni titolo, per garantire la liquidità degli strumenti. Si rileva che lo *spread* con cui operano gli specialisti è spontaneamente molto inferiore al limite regolamentare e i prezzi solitamente in linea con quelli rilevati sui mercati originari.

La compressione dello *spread*, l'allineamento dei prezzi, l'assenza di vincoli tecnici e normativi, la velocità di esecuzione e i costi dell'operatività contenuti rendono la **negoziazione su MTAi particolarmente attraente** e possono permettere anche la realizzazione di **arbitraggi**, nel caso in cui vi sia una differenza di valore tra i prezzi rilevati sul MTAi e sui mercati di origine, superiore ai costi totali di negoziazione.

Fondi comuni di investimento

Cosa sono?

Un fondo comune è uno strumento di **gestione collettiva**: vengono raccolte le risorse finanziarie di diverse persone ed impiegate insieme sui mercati finanziari. In questo modo l'investitore, attraverso l'adesione a un fondo, affida i propri risparmi a uno o più professionisti della finanza, organizzati in una società di gestione. I *money managers* si occuperanno di ricercare il modo più redditizio per investire il patrimonio del fondo stesso scegliendo tra azioni, obbligazioni, liquidità e diversificando per aree geografiche, settori merceologici o capitalizzazione degli emittenti a seconda dei limiti operativi del fondo stesso. Il privato che sottoscrive le quote del fondo, anche con modesti capitali riesce a **diversificare** i propri investimenti: con un ammontare di denaro elevato, infatti, si riesce a distribuire le risorse su un numero molto maggiore di titoli di quanto potrebbero fare i singoli sottoscrittori. In tal modo si dovrebbe riuscire a ridurre il rischio sistematico.



I fondi possono essere distinti in **fondi aperti** e fondi chiusi. I primi possono essere sottoscritti in ogni momento, ed in ogni momento è possibile ottenere il rimborso totale o parziale del capitale conferito. A tale scopo solitamente i fondi mantengono costantemente una parte del patrimonio in liquidità: la cosa può peggiorare le performance dello strumento finanziario, ma almeno garantisce il rapido ed agevole disinvestimento delle quote. È possibile aderire ai fondi comuni aperti attraverso il collocamento da parte delle Società di Gestione stesse, delle Società di Intermediazione Mobiliare (tramite Promotori Finanziari) e degli Istituti di Credito.

I **fondi chiusi**, invece, hanno un patrimonio che è fissato e conferito all'atto della sua costituzione. Talvolta sono previste finestre temporali in cui è possibile effettuare nuovi investimento o chiedere il rimborso, ma solitamente tali possibilità sono abbastanza limitate e rare. Questi strumenti di investimento collettivi possono quindi essere sottoscritti solo in un certo lasso di tempo e la restituzione del capitale può essere richiesta solo alla scadenza del fondo o dopo un certo numero di anni. Al di

fuori di questi periodi di tempo le quote di un fondo chiuso possono essere acquistate e vendute solo in Borsa. A fronte di una scarsa liquidabilità dell'investimento, i gestori in questo caso hanno la possibilità di pianificare impieghi più a lunga scadenza e non devono parcheggiare risorse in liquidità. In teoria, quindi, i fondi chiusi possono essere più redditizi. Relativamente alla remunerazione dei sottoscrittori possiamo distinguere tra **fondi ad accumulazione di proventi**, che non distribuiscono i risultati di gestione agli investitori ma li reinvestono automaticamente nel fondo capitalizzandoli progressivamente e **fondi a distribuzione di proventi**, in cui cedole, dividendi e premi vengono versati direttamente ai risparmiatori.

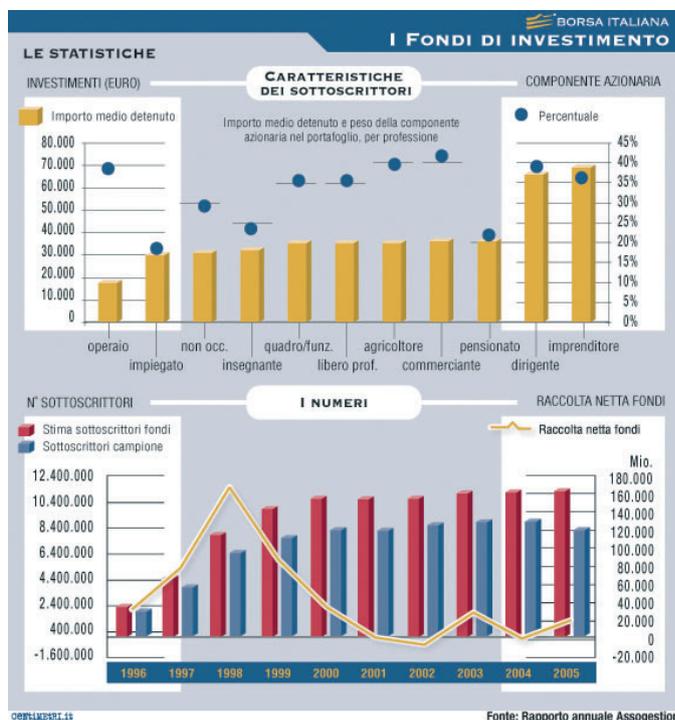
I cosiddetti fondi a ombrello (*umbrella fund*) sono un gruppo di fondi fra loro complementari solitamente gestiti dalla medesima società. La particolarità principale sta nel fatto che l'investitore può più facilmente passare da un fondo all'altro, rapidamente e con spese limitate. Questo consente rotazioni settoriali o geografiche per meglio cogliere le varie opportunità dei mercati, ma anche il passaggio da un'asset class all'altra (ad esempio da fondi obbligazionari ad azionari).

Cosa sono i Fondi Comuni di Investimento?

I fondi comuni di investimento sono istituti di intermediazione finanziaria che hanno lo scopo di investire i capitali raccolti dai risparmiatori. Il fine è quello di creare valore, attraverso la gestione di una serie di asset, per i gestori del fondo e per i risparmiatori che vi hanno investito.

Tre sono le principali componenti che caratterizzano un fondo comune di investimento (in seguito semplicemente fondo):

- I partecipanti del fondo, detti anche **fondisti**: sono i risparmiatori che investono nelle attività del fondo acquistandone quote tramite i propri capitali
- La **società di gestione**, ossia il fulcro gestionale dell'attività del fondo che ha la funzione di avviare il fondo stesso, di stabilirne il regolamento e di gestirne il portafoglio



- Le **banche depositarie** che custodiscono materialmente i titoli del fondo e ne tengono in cassa le disponibilità liquide. Le banche hanno inoltre un ruolo di controllo sulla legittimità delle attività del fondo sulla base di quanto prescritto dalle norme della Banca d'Italia e dal regolamento del fondo stesso

I costi sostenuti da chi entra in un fondo comune di investimento sono i seguenti:

La **commissione d'ingresso** o di sottoscrizione che viene pagata al momento del primo versamento. In genere è inversamente proporzionale all'entità del proprio investimento (più si investe, meno si paga) ed è più elevata per i cosiddetti fondi azionari che per quelli bilanciati. Esistono anche dei fondi che non prevedono una commissione di ingresso: sono i cosiddetti *fondi no load*

- La **commissione di gestione** è invece il costo sostenuto dal fondista per la gestione del fondo. È calcolata su base annua, ma in genere corrisposta a cadenza semestrale, trimestrale o mensile.
- L'**extracommissione di performance** è invece una commissione opzionale che alcuni fondi autodeliberano al fine premiarsi se grazie alla loro abilità il rendimento del fondo supera una certa soglia basata su parametri prestabiliti.

Quotidianamente è pubblicato sui giornali il valore unitario di ogni singola quota dei diversi fondi. Sul sito di Borsa Italiana è inoltre possibile seguire l'andamento dei prezzi delle quote dei vari fondi esattamente allo stesso modo in cui si segue l'andamento dei titoli azionari. I prezzi in questione incorporano già il rendimento del fondo.

Esistono varie tipologie di fondi comuni, le più note sono le tre seguenti:

- **Fondi azionari**, investono principalmente in azioni o in obbligazioni convertibili. Sono in genere più rischiosi, ma tendono a garantire rendimenti più elevati e garantiscono comunque oscillazioni inferiori a quelle dei titoli azionari semplici in quanto in genere bilanciano la loro componente azionaria con investimenti non azionari quali obbligazioni ordinarie, titoli di Stato e con la liquidità detenuta. Un altro modo con cui si ottiene in genere un bilanciamento dei rischi è quello di differenziare per area geografica e quindi anche per valuta gli investimenti del fondo;
- **Fondi obbligazionari**, si tratta di fondi che investono prevalentemente in obbligazioni ordinarie e in titoli di Stato: questo genere di fondi ha in genere il vantaggio di essere meno rischiosi, ma lo svantaggio di essere meno redditizi;
- **Fondi bilanciati**, sono dei fondi che mirano a bilanciare le diverse forme di investimento in modo da ottenere prestazioni e profili di rischio intermedi fra quelli dei fondi azionari e obbligazionari.

Castelli medioevali, antichi vigneti e tornanti mozzafiato.
Montecarlo - Saint Moritz: il percorso più incredibile del mondo.
Su Range Rover Sport diventa un'esperienza straordinaria.



RANGE ROVER SPORT. NATA STRAORDINARIA.

Scopri il nuovo motore TD V8.

4.2 V8 Supercharged, 390 CV, 550 Nm. • 2.7 TD V6, 190 CV, 440 Nm. • 3.6 TD V8, 272 CV, 640 Nm.



GO BEYOND

Scopri le soluzioni d'acquisto personalizzate di Land Rover Financial Services (Freedom, Leasing e Renting).



BORSA ITALIANA

1808
2008
200 ANNI
DI BORSA ITALIANA

www.borsaitaliana.it