

3 Il mercato dei *covered warrant* e dei *certificates*

Nel corso del 2009 gli scambi sul SeDeX, il mercato dei *securitised derivatives* gestito e organizzato da Borsa Italiana Spa sono scesi da 22 a circa 10 miliardi di euro (-55 per cento; Tav. 7).

La riduzione degli scambi è stata accompagnata da una flessione del numero di nuove emissioni (da 6.148 nel 2008 a 4.029 nel 2009; -34 per cento), mentre il numero complessivo di strumenti quotati a fine anno è rimasto pressoché invariato.

Gli strumenti più scambiati sono i *covered warrant plain vanilla* (7,1 milioni di euro di controvalore, pari al 69,5 per cento del totale) seguiti dagli *investment certificate* (2,6 milioni di euro di controvalore, pari a 25,6 per cento del totale). Il 47 per cento degli scambi è stato alimentato dai *market maker*, il 49 per cento da investitori privati (principalmente *trader on line*) e il restante 4 per cento da intermediari arbitraggisti.

Tav. 7 *Covered warrant* e *certificates* quotati sul SeDeX
(valori monetari in miliardi di euro)

	Numero di emissioni			Controvalore degli scambi
	in essere ¹	nuove ²	scadute ³	
1998	122	122	--	3
1999	1.565	1.660	217	14
2000	3.107	3.343	1.801	31
2001	5.866	8.194	5.435	21
2002	3.571	6.668	8.963	18
2003	2.594	4.749	5.726	11
2004	3.021	4.478	4.051	16
2005	4.076	7.253	6.198	49
2006	4.647	7.572	7.001	70
2007	4.408	7.609	7.848	88
2008	3.192	6.148	7.364	22
2009	3.289	4.029	3.625	10

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana Spa. ¹Dati a fine anno. ²Ammesse a quotazione nel corso dell'anno. ³Emissioni scadute nel corso dell'anno. Il dato include gli strumenti revocati, su richiesta dell'emittente, prima della scadenza naturale.

Anche il numero di emittenti si è ridotto scendendo da 25 nel 2008 a 9 nel 2009 (dei quali solo tre italiani). Gli *specialist*, ossia gli intermediari incaricati di fornire liquidità al mercato, sono, invece, 16 e, nella maggioranza dei casi, coincidono con l'emittente o appartengono al medesimo gruppo bancario.

Nel 2009 è continuato a diminuire il peso dei *covered warrant plain vanilla* sul totale degli strumenti in circolazione (dal 54 al 51 per cento circa; Tav. 8), che rimangono, in ogni caso, gli strumenti finanziari quotati sul Sedex largamente più diffusi. Cresce, invece, il numero di emissioni dei *leveraged certificates* (da 215 nel 2008 a 399 nel 2009) che rappresentano una percentuale sul totale pari al 12 per cento circa.

Tav. 8
Tipologie di *covered warrant* e *certificates* quotati sul SeDeX
(situazione al 31 dicembre)

Segmento e categoria	2007		2008		2009	
	Numero di emissioni	Peso sul totale ¹	Numero di emissioni	Peso sul totale ¹	Numero di emissioni	Peso sul totale ¹
<i>Covered warrant</i>						
Plain vanilla	2.839	64,4	1.728	53,8	1.672	50,8
Esotici	154	3,5	108	3,4	96	2,9
<i>Certificates</i>						
Leverage	399	9,0	215	6,7	399	12,1
Investment	1.016	23,0	1.149	36,0	1.122	34,2
Totale	4.408	100	3.192	100,0	3.289	100

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. ¹Valori in percentuale. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

Con riguardo alla distribuzione dei *covered warrant* sulla base del profitto derivante da un immediato esercizio dell'opzione (cosiddetta *moneyness*), si rileva che il 57 per cento circa dei *covered warrant plain vanilla call* emessi nel 2009 sull'indice S&P/Mib e su azioni italiane era *deep out of the money* (ossia emesso con un prezzo di esercizio superiore dell'8 per cento rispetto al prezzo di mercato sottostante; Tav. 9). Per gli strumenti put emessi nel 2009, il 67 per cento risultava *deep out of the money* al momento dell'emissione (ossia emesso con un prezzo di esercizio inferiore dell'8 per cento rispetto al prezzo di mercato del sottostante). In virtù del miglioramento delle condizioni dei mercati finanziari, i *covered warrant put* emessi *deep in the money* hanno rappresentato una quota delle emissioni (12 per cento) più bassa rispetto ai *covered warrant call deep in the money* (24 per cento).

L'analisi condotta sulla categoria dei *leveraged certificates* pone in evidenza che è significativo il numero degli strumenti revocati prima della scadenza (274) di cui solo il 24 per cento emesso prima del 2009. Tali strumenti sono caratterizzati dal meccanismo della barriera, o *stop loss*, che si attiva in caso di andamento sfavorevole del sottostante determinando l'estinzione dello strumento e la perdita del capitale investito.

Tav. 9 Distribuzione dei *covered warrants* quotati sul SeDeX sulla base del grado di "moneyness" al momento dell'emissione e della scadenza
(valori in percentuale)

	Grado di moneyness ¹	
	all'emissione ²	alla scadenza ³
Call		
> 8 per cento (deep out of the money)	57,3	63,7
da 8 per cento a 4 per cento (out of the money)	6,8	3,5
da 4 per cento a 0 (at the money)	6,9	3,0
da 0 a -4 per cento (in the money)	5,4	3,5
< -4 per cento (deep in the money)	23,6	26,3
<i>Totale</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>
Put		
< -8 per cento (deep out of the money)	67,1	54,4
da -8 per cento a -4 per cento (out of the money)	10,1	4,4
da -4 per cento a 0 (at the money)	6,6	3,1
da 0 a 4 per cento (in the money)	4,2	3,1
> 4 per cento (deep in the money)	12,0	35,0
<i>Totale</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. ¹Differenza percentuale tra prezzo di esercizio e prezzo di mercato dello strumento sottostante al momento dell'emissione o della scadenza del *covered warrants*.

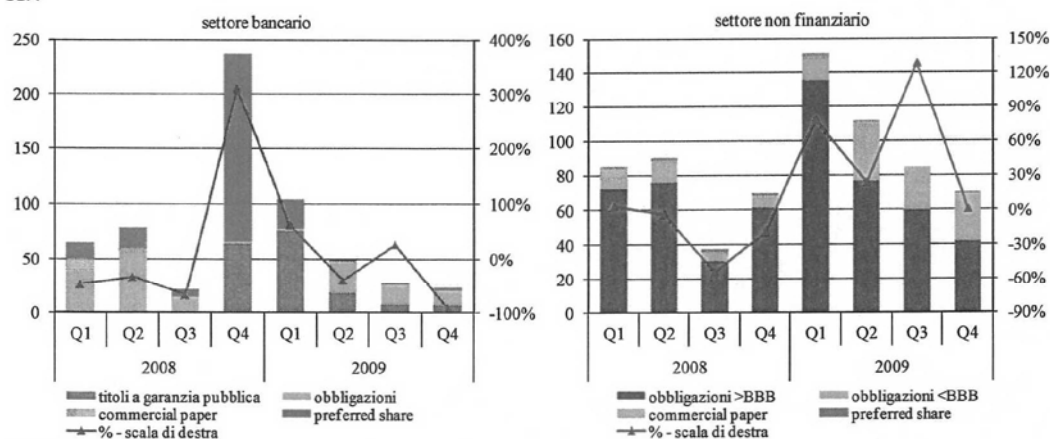
²Dati relativi ai *covered warrants plain vanilla* su azioni italiane e indice S&P/Mib emessi nel 2008. ³Dati relativi ai *covered warrants plain vanilla* su azioni italiane e indice S&P/Mib scaduti nel 2008.

4 Il mercato obbligazionario

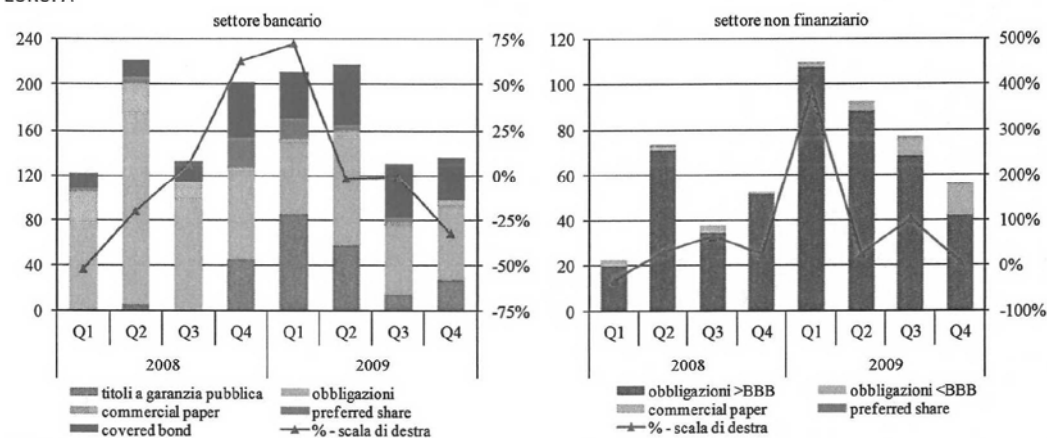
Nel corso del 2009, nei paesi avanzati sono diminuite le emissioni di obbligazioni bancarie. Negli Usa, il controvalore delle emissioni di obbligazioni bancarie si è quasi dimezzato, scendendo da 401 miliardi di euro circa del 2008 a 204 miliardi di euro nel 2009 (-49 per cento; Fig. 42). L'unico comparto in crescita è stato quello dei titoli bancari coperti da garanzie pubbliche, il cui volume di emissioni è aumentato del 71 per cento (da 63 a 108 miliardi di euro).

Fig. 42 Emissioni obbligazionarie di imprese private
(miliardi di euro e variazioni percentuali rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente)

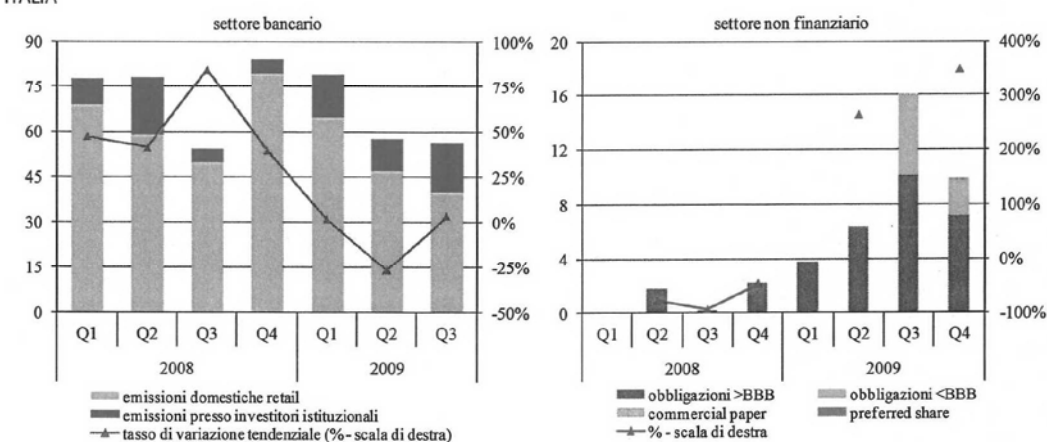
USA



EUROPA



ITALIA

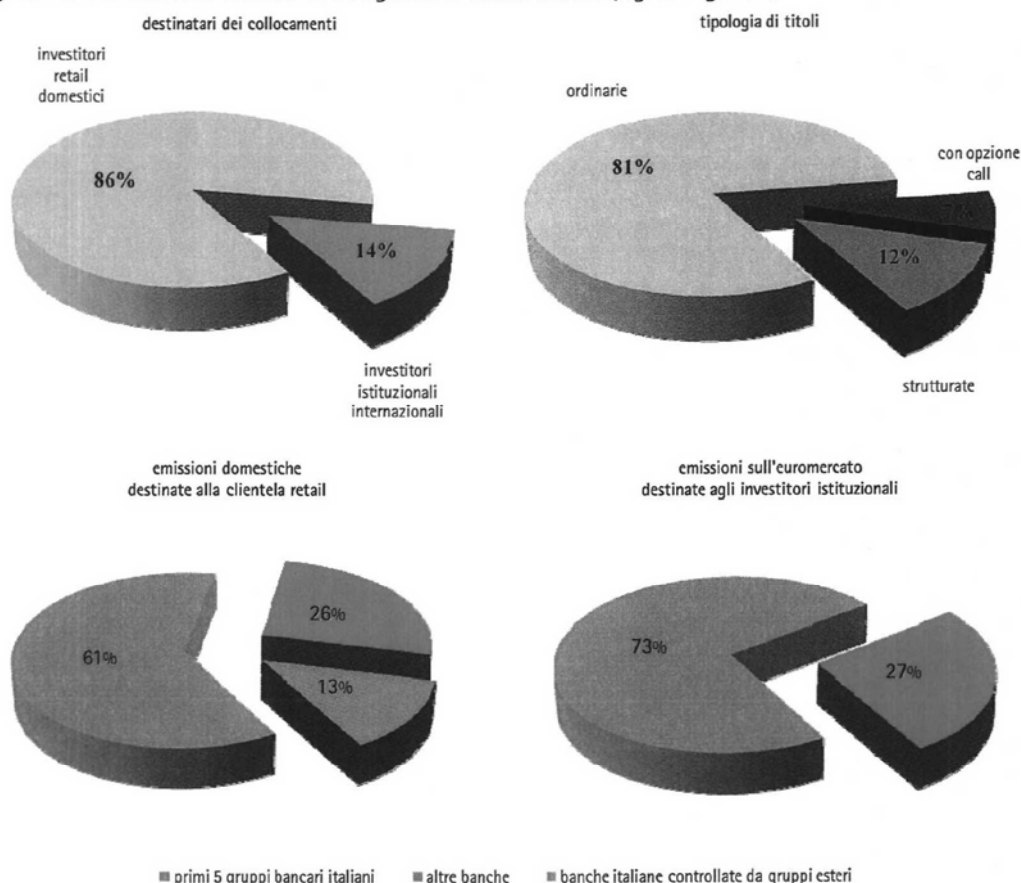


Fonte: elaborazioni su dati Dealogic.

In Europa, l'ammontare delle emissioni di titoli bancari ha subito una contrazione di più lieve entità, scendendo da 584 miliardi di euro nel 2008 a 518 miliardi di euro nel 2009 (-11 per cento). Anche in questo caso l'unico comparto in crescita è stato quello delle obbligazioni bancarie a garanzia pubblica, che si sono quasi quadruplicate passando da 55 a 187 miliardi di euro circa.

In Italia, sulla base dei dati relativi ai primi tre trimestri del 2009, l'ammontare complessivo delle emissioni bancarie è diminuito dell'8 per cento (da 211 miliardi di euro nei primi tre trimestri del 2008 a 193 miliardi di euro nei primi tre trimestri del 2009). In particolare, il controvalore delle emissioni si è ridotto per i titoli bancari collocati presso gli investitori *retail* (da 178 miliardi di euro a 152 miliardi di euro circa; -15 per cento), mentre è cresciuto per obbligazioni rivolte agli investitori istituzionali (da 33 a 41 miliardi di euro; +26 per cento).

Fig. 43 Dati di sintesi sulle emissioni di obbligazioni di banche italiane (lug. 07 – giu. 09)

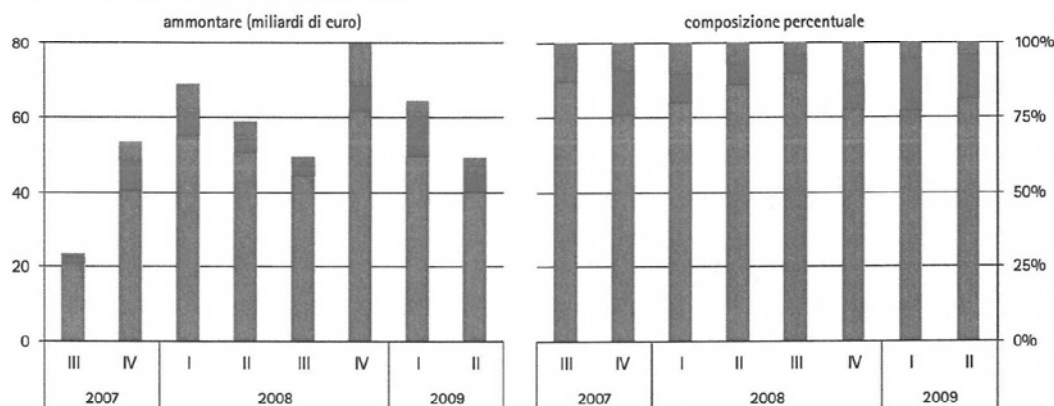


Fonte: elaborazioni su prospetti informativi per le emissioni domestiche e Dealogic per le emissioni sull'euromercato. Le obbligazioni ordinarie includono le *step up/down*.

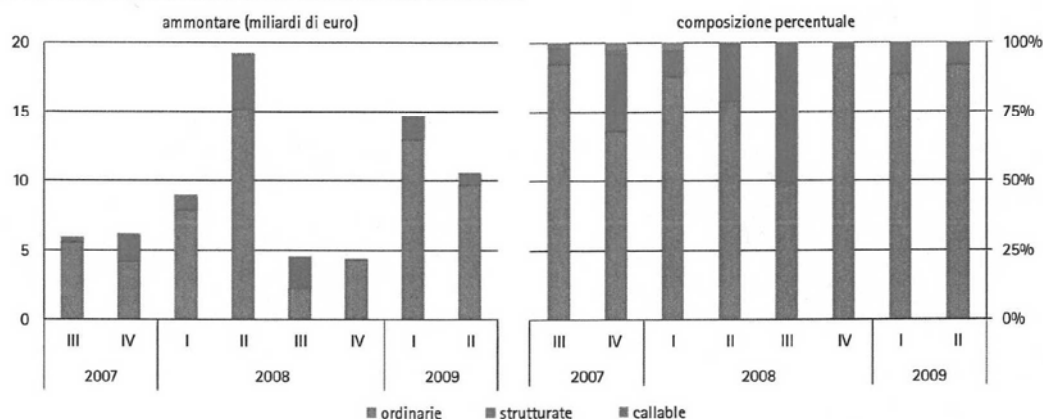
Nel periodo luglio 2007 – giugno 2009 la raccolta obbligazionaria delle banche italiane è stata finanziata per l'86 per cento sul mercato *retail* domestico e per il rimanente 14 per cento presso investitori istituzionali, emettendo per l'81 per cento titoli ordinari, per il 12 per cento titoli strutturati e per il rimanente 7 per cento obbligazioni con opzioni di rimborso anticipato (Fig. 43). Ai primi 5 gruppi bancari italiani (per totale attivo) è riconducibile oltre il 60 per cento della raccolta sul mercato *retail* domestico e il 73 per cento di quella presso investitori istituzionali; alle banche italiane controllate da gruppi esteri è riconducibile oltre il 10 per cento della raccolta sul mercato *retail* domestico. La quota dei titoli strutturati e *callable* sui collocamenti presso i *retail* ha subito una flessione evidente solo nelle fasi più intense della crisi finanziaria (II e III trimestre 2008), per poi ritornare sulla media del periodo nei trimestri successivi (Fig. 44). La quota di tali titoli sui collocamenti agli istituzionali mostra invece un andamento più erratico.

Fig. 44 Emissioni di obbligazioni di banche italiane nel periodo lug. 2007 – giu. 2009

EMISSIONI DOMESTICHE DESTINATE ALLA CLIENTELA *RETAIL*



EMISSIONI SULL'EUOMERCATO DESTINATE AGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI



Fonte: prospetti informativi per le emissioni domestiche e Dealogic per le emissioni sull'euromercato. Le obbligazioni ordinarie includono le *step up/down*.

Per ciò che riguarda, invece, i collocamenti obbligazionari delle imprese non finanziarie, negli Usa l'ammontare delle emissioni *corporate* è cresciuto del 48 per cento rispetto al 2008 (da 280 a 416 miliardi di euro), in virtù dell'aumento delle emissioni obbligazionarie sia *investment grade* (da 239 a 314 miliardi di euro; +31 per cento) che *speculative grade* (da 29 a 97 miliardi di euro; Fig. 42). Nello stesso periodo di tempo è significativamente diminuito, invece, il controvalore delle emissioni di *commercial paper* (da 11 a 4 miliardi di euro; -61 per cento) e *preferred share* (da 1,4 a 0,664 miliardi di euro; -53 per cento).

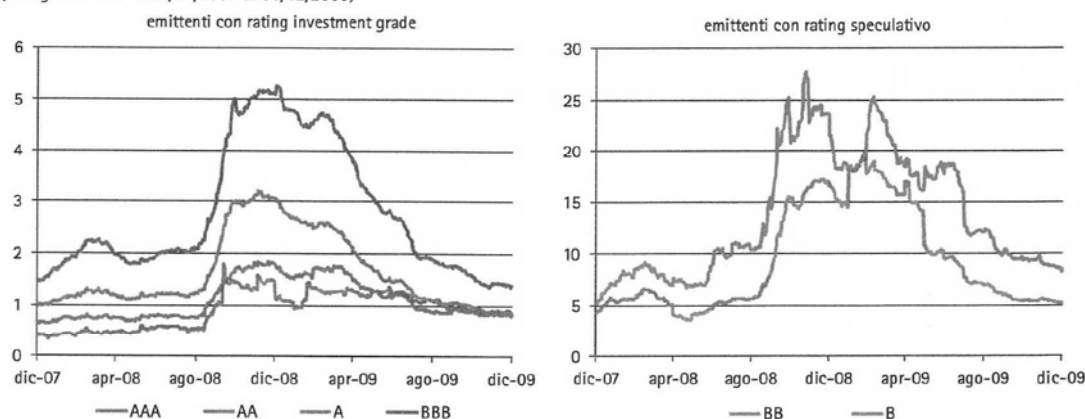
Anche in Europa, l'ammontare delle emissioni di obbligazioni *corporate* è fortemente cresciuto, passando da 186 miliardi di euro nel 2008 a 306 miliardi di euro nel 2009 (+80 per cento). Il controvalore delle emissioni *corporate* è aumentato da 186 a 334 miliardi di euro (+80 per cento), quello delle emissioni *investment grade* da 177 a 306 miliardi di euro (+73 per cento) e quello delle emissioni *speculative grade* da 1 a 25 miliardi di euro. Si è ridotto invece l'ammontare delle emissioni di *commercial paper* (da 8 a 3 miliardi di euro circa; -66 per cento) e di *preferred share* (da 550 a 359 milioni di euro; -35 per cento).

In Italia il volume delle emissioni di obbligazioni *corporate* è aumentato in modo molto significativo, passando da 4 miliardi di euro nel 2008 a 36 miliardi di euro nel 2009.

L'aumento delle emissioni di società non finanziarie è stato favorito anche dalla riduzione dei differenziali fra i rendimenti richiesti dagli investitori e i rendimenti dei titoli di Stato (Fig. 45).

Fig. 45 Differenziali fra i rendimenti delle obbligazioni in euro di società non finanziarie e i rendimenti dei titoli di Stato in euro

(dati giornalieri dal 31/12/2007 al 31/12/2009)



Fonte: elaborazioni su dati Merrill Lynch e Thomson Reuters I rendimenti dei titoli di Stato si riferiscono ai titoli tedeschi.

Passando a considerare l'attività di negoziazione sui mercati secondari, nel 2009 il volume complessivo di scambi di obbligazioni sui mercati regolamentati italiani, è diminuito leggermente rispetto al 2008 (da 1.636 a 1.618 miliardi di euro; -1,1 per cento; Tav. 10), mantenendosi su livelli significativamente più bassi in confronto al periodo antecedente alla crisi. Tale flessione è dovuta principalmente alla riduzione del controvalore delle negoziazioni sul Mercato telematico all'ingrosso dei titoli di Stato (Mts), sceso da 874 a 745 miliardi di euro (-15 per cento); è cresciuto, invece, il volume degli scambi su Bondvision (da 522 a 549 miliardi di euro; +5 per cento circa), sul Mot (da 177 a 229 miliardi di euro; +29 per cento) e su Tlx (da 63 a 95 miliardi di euro; +51 per cento). Il Mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative continua a rappresentare una quota residuale del volume degli scambi.

Tav. 10 Scambi di titoli obbligazionari su mercati regolamentati italiani¹
(miliardi di euro)

	Mts	Bondvision	Mercato all'ingrosso delle obbligazioni non governative	Mot ²	Euro Mot	Tlx ³	Totale
2000	2.020	—	..	154	..	—	2.174
2001	2.324	18	12	136	1	—	2.491
2002	2.205	100	24	159	2	—	2.490
2003	2.160	176	23	142	4	2	2.507
2004	1.949	339	31	147	4	8	2.478
2005	1.596	448	19	123	—	7	2.193
2006	1.634	555	17	122	—	13	2.341
2007	1.665	664	9	149	—	25	2.512
2008	874	522	1	177	—	63	1.636
2009	745	549	..	229	—	95	1.618

Fonte: elaborazioni su dati Mts, Borsa Italiana e Tlx. ¹L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. ²Dal 2005 sono inclusi gli scambi su obbligazioni precedentemente negoziate sull'EuroMot. ³Mercato attivo dal 20 ottobre 2003.

5 Il mercato delle cartolarizzazioni

Nel corso del 2009 si sono evidenziati chiari segnali di ripresa del mercato delle cartolarizzazioni negli Usa, mentre in Europa l'interesse degli investitori verso questi prodotti rimane debole.

Negli Usa, l'ammontare delle emissioni di cartolarizzazioni collegate a mutui è cresciuto da 115 miliardi di euro nel 2008 a 225 miliardi di euro nel 2009 (+95 per cento; Fig. 46), grazie soprattutto alla ripresa delle emissioni delle cosiddette *agencies*; anche le emissioni delle altre tipologie di