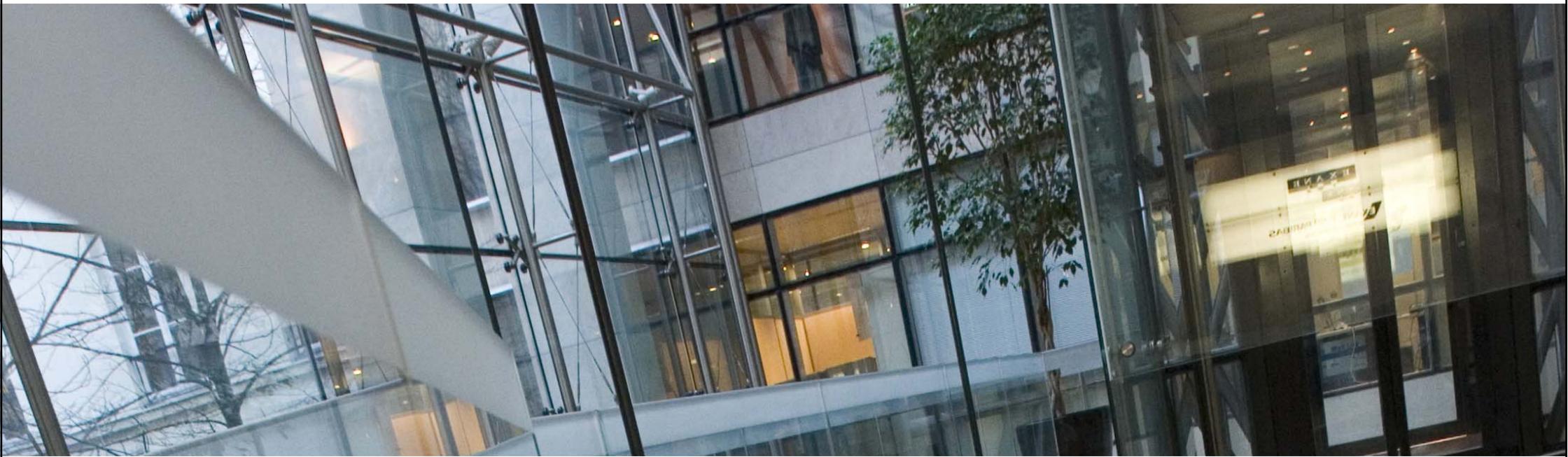


E X A N E



*Derivatives*



*Investire in asset class tradizionali  
con una corretta gestione del rischio*

**Andrea Carniti**  
*Responsabile Italia Exane Derivatives*

PARIGI - LONDRA - FRANCOFORTE - GINEVRA - MILANO - NEW YORK - SINGAPORE - ZURIGO - BRUXELLES - MADRID

[www.exane-derivatives.com](http://www.exane-derivatives.com)



► Linee guida:

► L'incertezza che caratterizza il contesto economico e regolamentare attuale impone ai fondi pensione di rivedere l'allocazione dei propri attivi in modo da essere in grado di pagare le pensioni

► La vera sfida per tali enti è coniugare l'esigenza di investire i propri attivi finanziando l'economia

► Quali sono le soluzioni che soddisfano tale esigenza, permettendo contemporaneamente una corretta gestione del rischio?

① Le soluzioni convesse

- ◆ le obbligazioni convertibili
- ◆ le strutture con pegno

② La copertura dei rischi estremi attraverso la volatilità



***Maggiore pressione sugli asset rischiosi: come pagare le pensioni e continuare ad investire nell'economia reale?***



**Una prima risposta: le soluzioni convesse - obbligazioni convertibili e strutture con pegno**



**Una seconda risposta: la copertura dei rischi estremi attraverso la volatilità**



**Conclusioni**



### Fase di rimbalzo

#### 2009: creare le condizioni pre-crisi

- ▶ Costruire un nuovo clima di fiducia
- ▶ Allontanare le situazioni estreme:
  - Iper-inflazione
  - Deflazione
- ▶ Ottimizzare le politiche pubbliche e monetarie



### Crescita moderata

#### 2010: il momento delle scelte

- ▶ Trasferire la domanda pubblica verso la domanda privata?
- ▶ Configurare in modo diverso i circuiti del credito?
- ▶ Promuovere la cooperazione internazionale per ottimizzare l'exit strategy della crisi?



### Cosa aspettarsi?

#### Come e quando affrontare le conseguenze della crisi?

- ▶ Ri-equilibrio dei conti pubblici?
- ▶ Ridurre la liquidità?
- ▶ Mettere in atto una riforma del sistema?

- ▶ Il 2010 segna l'inizio di un (lungo) periodo di rigore per il controllo del debito pubblico (manovre di austerità)
- ▶ Nonostante sia necessario mettere in atto riforme ambiziose, si registrano rischi politici che rendono difficoltoso tutto cio'

→ Dopo un periodo di crisi, il 2010 sarà un anno di transizione caratterizzato da numerose incognite che metteranno sotto pressione gli asset rischiosi



## ▶ Fondi pensione: player con bassi margini di manovra

### ▶ Tali investitori sono sotto-pressione:

- ◆ calo dei mercati finanziari
- ◆ invecchiamento della popolazione
- ◆ rendimento obiettivo: 4%

### ▶ Quali le conseguenze sulle scelte di investimento?

- ◆ riduzione dell'orizzonte di investimento

▶ La volatilità dei mercati finanziari spinge tali player a ridurre l'esposizione azionaria sebbene ai loro investimenti sia richiesto un rendimento minimo

### ▶ All'incertezza finanziaria, si aggiunge l'incertezza regolamentare / contabile

- ◆ Solvency II applicabile anche ai fondi pensione ?

▶ A fronte di tali vincoli, i fondi pensione investono prevalentemente in asset "senza rischi" ... una scelta che è rischiosa!

Previsioni sull'evoluzione della popolazione (in mln) per classi di età  
(ipotesi centrale - dati: Istat)

	Classi di età				
	0 - 14	15 - 29	30 - 44	45 - 64	> 65
2011	8,476	9,473	13,784	16,422	12,312
2031	7,983	9,215	10,440	17,739	16,780
2051	7,928	8,627	10,349	14,387	20,320

→ Quali gli investimenti che rappresentano una soluzione a tali problematiche e che permettono di registrare una performance positiva?



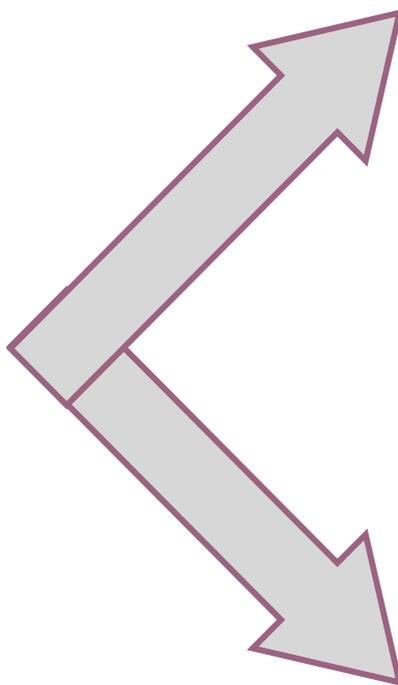
- ▶ **Le scelte di asset allocation per i fondi pensione rappresentano una sfida strategica**
- ▶ I fondi pensione devono ridurre l'investimento in titoli governativi
  - ◆ ricorrere ai servizi ALM per gestire il passivo
  - ◆ i titoli di stato sono esposti al rischio inflazione
  - ◆ i titoli di stato rappresentano un rendimento stabile ma basso
- ▶ Tali player, che rivestono un ruolo sociale, devono pagare le pensioni e al contempo partecipare al finanziamento dell'economia investendo in asset reali
  - ◆ Tale convinzione non deve essere messa in discussione dagli eventi registrati nell'ultimo decennio!
- ▶ **La risposta a tale sfida è integrare la volatilità nelle scelte di asset allocation di lungo periodo** in modo che tale parametro di mercato
  - ◆ possa trasformarsi in opportunità
  - ◆ permetta di restare esposti agli attivi che finanziano l'economia reale

- ➔ **Come esporsi agli attivi reali (azioni, obbligazioni) con una corretta gestione del rischio?**
- ➔ **Privilegiare investimenti trasparenti dal punto di vista economico e regolamentare non significa rinunciare ai servizi della finanza**



► Quindi:

Come coniugare l'esigenza di investire i propri attivi finanziando l'economia con una corretta gestione del rischio?



**① Soluzioni di investimento  
convesse**

- ◆ *Obbligazioni convertibili*
- ◆ *Strutture con pegno*

**② Copertura dei rischi  
estremi attraverso la volatilità**



Maggiore pressione sugli asset rischiosi: come pagare le pensioni e continuare ad investire nell'economia reale?



***Una prima risposta: le soluzioni convesse - obbligazioni convertibili e strutture con pegno***



Una seconda risposta: la copertura dei rischi estremi attraverso la volatilità



Conclusioni



## ► Gli elementi che caratterizzano un'obbligazione convertibile

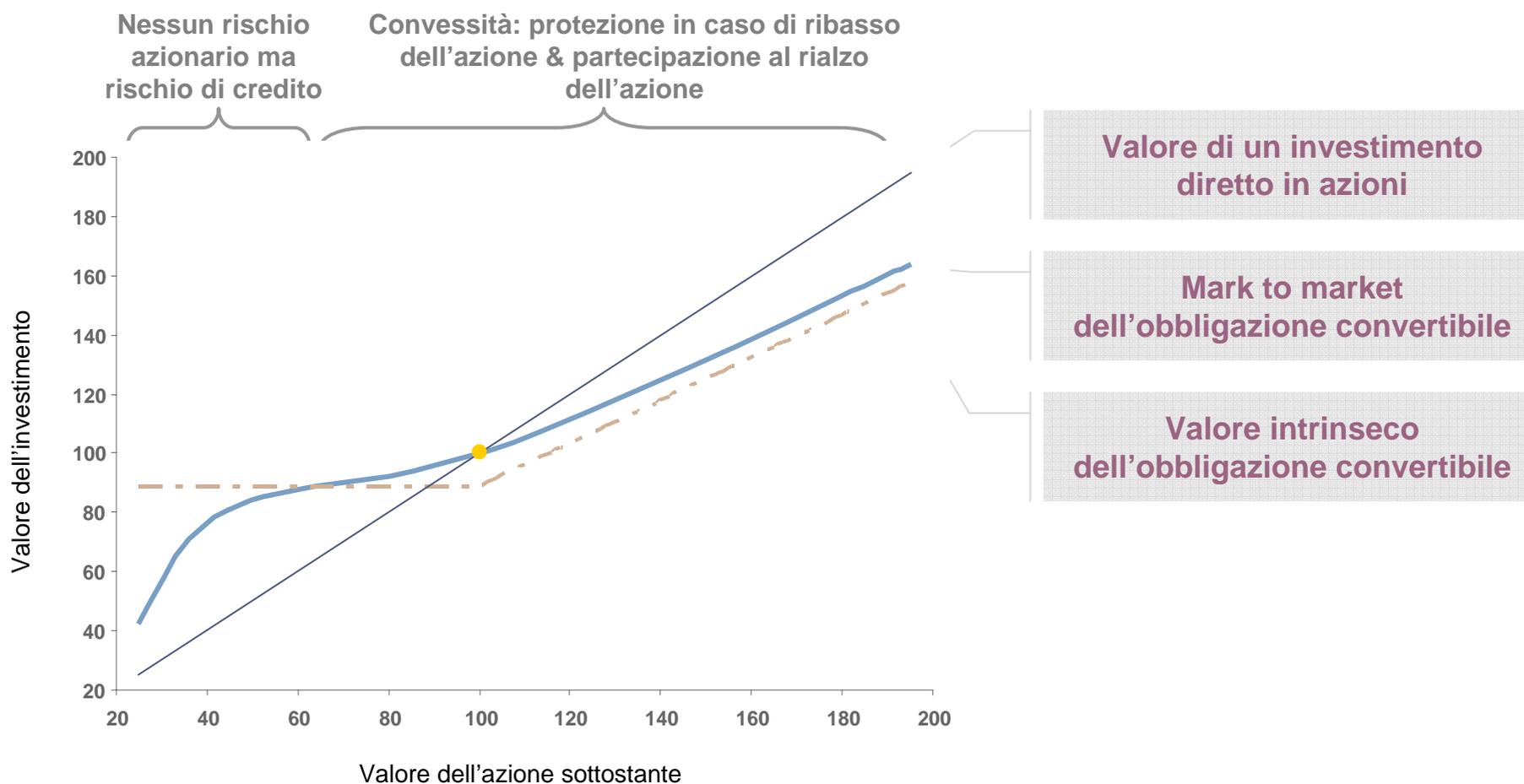


### ► Clausole « uniche » tipiche della convertibile

- ◆ Rimborso anticipato riservato all'emittente (call emittente)
- ◆ Rimborso anticipato riservato all'investitore (put al portatore)
- ◆ Rimborso anticipato in caso di cambiamento di controllo (poison put)
- ◆ Parità di conversione migliorata in caso di cambiamento di controllo (ratchet)

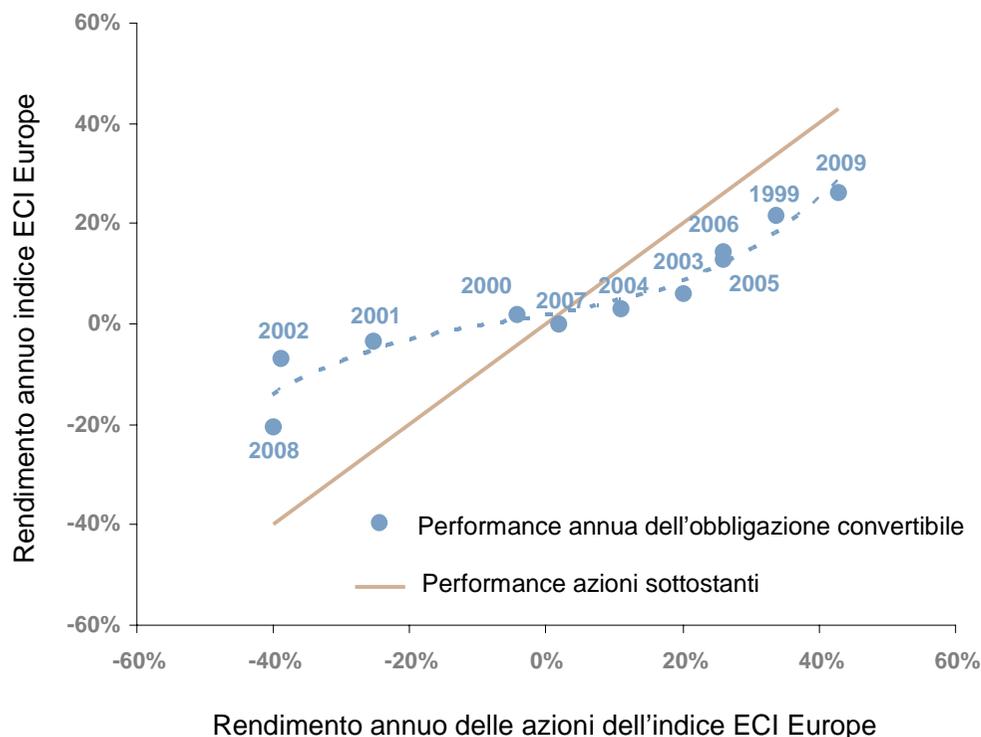


## ► Confronto tra il profilo d'investimento della convertibile e dell'azione: la teoria





► **Illustrazione della convessità dell'obbligazione convertibile: la pratica (dal 1999 al 2009)**

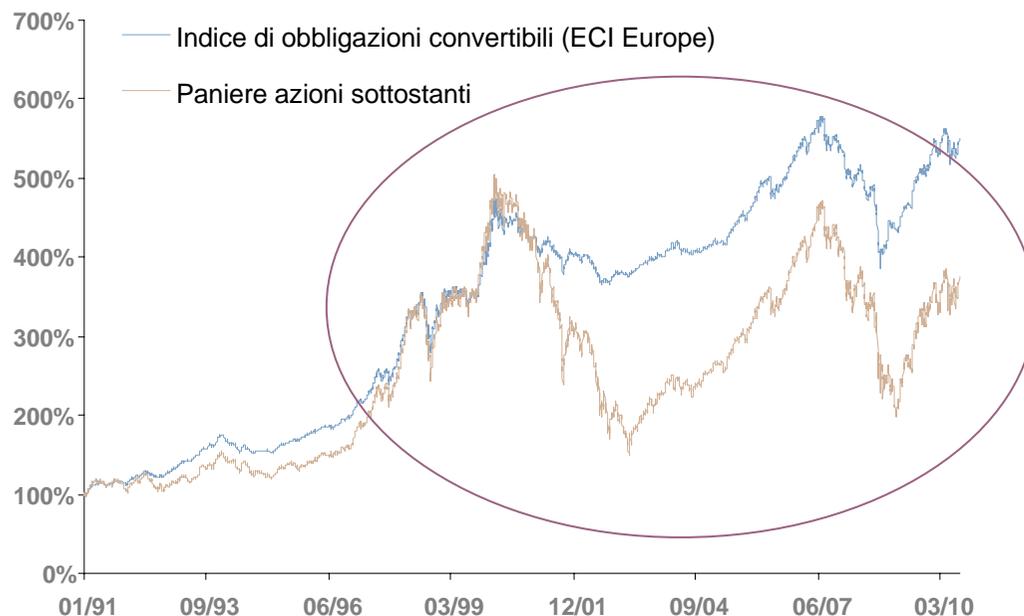


► Dal confronto tra la performance annua delle obbligazioni convertibili e delle azioni sottostanti, si evince che:

- ◆ **le obbligazioni convertibili proteggono l'investitore in caso di crisi ...**
- ◆ **... al costo di una minore performance in caso di bull market**



## ► I vantaggi strategici a medio / lungo termine della convertibile vs l'azione



	Performance cumulata annualizzata		Volatilità	
	ECI	ECI St	ECI	ECI St
YTD	2.6%	6.2%	8.8%	24.8%
1 anno	11.5%	23.1%	7.9%	23.5%
3 anni	0.1%	- 4.5%	8.2%	28.3%
5 anni	4.5%	5.0%	7.6%	23.4%
8 anni	5.2%	7.8%	6.5%	22.6%
10 anni	2.2%	- 2.0%	6.7%	23.0%
15 anni	8.3%	6.8%	8.6%	21.5%

ECI: Exane Convertible Index

ECI St: Azioni sottostanti dell' Exane Convertible Index

## ► L'investimento in obbligazioni convertibili rispetto ad un investimento azionario presenta:

- ◆ volatilità fortemente ridotta
- ◆ sopra-performance a medio / lungo termine
- ◆ maggiore protezione del capitale (performance complessivamente > 0)

➔ Nel medio / lungo termine, le obbligazioni convertibili rappresentano la migliore asset class sia per la gestione della coppia rischio / rendimento che per la performance registrata rispetto alle azioni



## ▶ **Profilo fondamentale, tattico & tecnico: la necessità di un'analisi di alto livello**

- ▶ L'investimento in obbligazioni convertibili richiede una forte specializzazione per valutare le differenti caratteristiche di una convertibile (azionarie, obbligazionarie e clausole tipiche)
- ▶ Tale tipo di investimento deve essere supportato da un'analisi fondamentale e tecnica poiché non sempre le clausole delle convertibili, di norma a favore dell'investitore, sono correttamente valorizzate
- ▶ Tipicamente un investitore prudente dovrebbe selezionare delle convertibili:
  - ◆ con convessità elevata (convertibili "miste")
  - ◆ con yield to maturity positivo (i.e. protezione del capitale)
  - ◆ che possono essere considerate un'alternativa all'investimento azionario (delta elevato, diff. di rendimento)
- ▶ Exane Derivatives, riconosciuta e premiata dal mercato europeo per l'elevato know - how sulle convertibili (*N°2 europeo per la Ricerca su Convertibili\**) è attiva nella :
  - ▶ Creazione di indici su convertibili grazie al know-how sulla Ricerca
  - ▶ **Realizzazione di differenti soluzioni di investimento**
    - ◆ fondi con benchmark (esposizione alle convertibili ottimizzata dal nostro team di Ricerca)
    - ◆ fondi basati su scelte tattiche definite dal nostro team di Ricerca
    - ◆ fondi dedicati e UCITS III



## ► Creazione di una struttura convessa

### ① Scelta degli attivi sottostanti

- ◆ Indici o panieri su asset tradizionali (azioni, obbligazioni, commodities)
- ◆ ETF, fondi, fondi di fondi, fondi alternativi

### ② Personalizzazione del profilo di indicizzazione

- ◆ Indicizzazione in funzione della volatilità realizzata
- ◆ Rinunciare a parte del rendimento per rendere le performance più stabili

### ③ Scelta della garanzia

- ◆ In un certificato classico, l'emittente rappresenta il rischio di controparte (tipicamente una banca)
- ◆ In un certificato con pegno, l'investitore seleziona chi garantisce il capitale a scadenza (titoli di stato, paniere obbligazionario, ...)

➔ La crisi finanziaria ha evidenziato l'esistenza del rischio emittente

➔ Le strutture con pegno permettono di selezionare chi protegge il capitale senza mettere in discussione l'indicizzazione al sottostante



## ► Esempio pratico: il prodotto Optimal Sicuro

► Capitale a scadenza: 100% attraverso il rimborso del BTP 01/08/2017

► Esposizione: leva del 200% sul fondo long / short equity Gulliver

		Volatilità di Gulliver						
		2.0%	2.5%	3.0%	3.5%**	4.0%	4.5%	5.0%
Rendimento annuo di Gulliver	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	3.0%	0.4%	0.4%	0.4%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
	3.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.2%	0.8%	0.5%	0.2%
	4.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.2%	1.9%	1.6%	1.3%
	4.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.2%	2.9%	2.6%	2.3%
	5.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.2%	3.9%	3.6%	3.3%
	5.5%	5.4%	5.4%	5.4%	5.2%	4.9%	4.6%	4.3%
	6.0%	6.4%	6.4%	6.4%	6.1%	5.8%	5.6%	5.3%
	6.5%*	7.3%	7.3%	7.3%	7.0%	6.8%	6.5%	6.2%
	7.0%	8.2%	8.2%	8.2%	7.9%	7.7%	7.4%	7.1%
	7.5%	9.0%	9.0%	9.0%	8.8%	8.5%	8.3%	8.0%
	8.0%	9.9%	9.9%	9.9%	9.6%	9.4%	9.1%	8.9%
8.5%	10.7%	10.7%	10.7%	10.5%	10.2%	10.0%	9.7%	
9.0%	11.5%	11.5%	11.5%	11.3%	11.0%	10.8%	10.5%	
9.5%	12.3%	12.3%	12.3%	12.1%	11.8%	11.6%	11.3%	

La tabella mostra il rendimento annuo a scadenza del prodotto Optimal Sicuro su Gulliver Fund con pegno BTP 01/08/2017 in funzione della volatilità e del rendimento annuo del fondo.

 Performance del prodotto Optimal Sicuro in funzione delle performance storica del fondo

 Sovra-Performance del prodotto Optimal Sicuro rispetto ad un investimento diretto nel fondo

➔ La struttura offre una performance migliore rispetto ad un investimento diretto nel fondo con la garanzia del capitale a scadenza

\* Rendimento medio registrato dal fondo Gulliver in 10 anni

\*\* Volatilità media del fondo Gulliver in 10 anni

# Perché privilegiare le soluzioni di investimento convesse?



	Fondo di Obbligazioni Convertibili	Strutture con Pegno
<b>Scopo</b>	Esporsi ad un'asset class strutturalmente convessa attraverso la sicurezza di un fondo	Nell'ambito di un quadro regolamentato, fornire un'esposizione flessibile agli asset reali selezionando chi garantisce il capitale
<b>Liquidità</b>	La presenza di commissioni di sottoscrizione / buyback trattenute dal fondo fa sì che le performance non siano influenzate dalla liquidità Informazioni sul <b>NAV disponibili su numerosi provider</b> (Reuters, Bloomberg, Fininfo...)	<b>In linea con quella di un investimento obbligazionario, titolo quotato sul mercato</b> (non vi sono emissioni dedicate) Spread bid/ask rispetto alle strutture classiche
<b>Valorizzazione</b>	<b>Valorizzazione indipendente</b> realizzata da un soggetto esterno Certificazione annuale realizzata da una società di revisione	<b>Il prezzo della struttura non dipende dalle condizioni di finanziamento dell'emittente</b> Il valore dell'obbligazione sottostante coincide con quello di un titolo quotato
<b>Trasparenza</b>	Fondo (con possibilità di autorizzazione UCITS)	Struttura trasparente Rispetto delle norme
<b>Rischio di controparte</b>	Dipende solamente dagli asset sottostanti ( <b>il NAV non risente né del merito di credito del depositario e né di quello della società di gestione</b> )	E' selezionato dall'investitore <b>in funzione dell'emittente dell'obbligazione sottostante che verrà costituita in pegno</b>

→ Le soluzioni di investimento convesse (convertibili o strutture con pegno) permettono di investire nell'economia reale trasferendo il rischio tra il driver di performance e l'obbligazione che garantisce l'investimento



Maggiore pressione sugli asset rischiosi: come pagare le pensioni e continuare ad investire nell'economia reale?



Una prima risposta: le soluzioni convesse - obbligazioni convertibili e strutture con pegno



***Una seconda risposta: la copertura dei rischi estremi attraverso la volatilità***

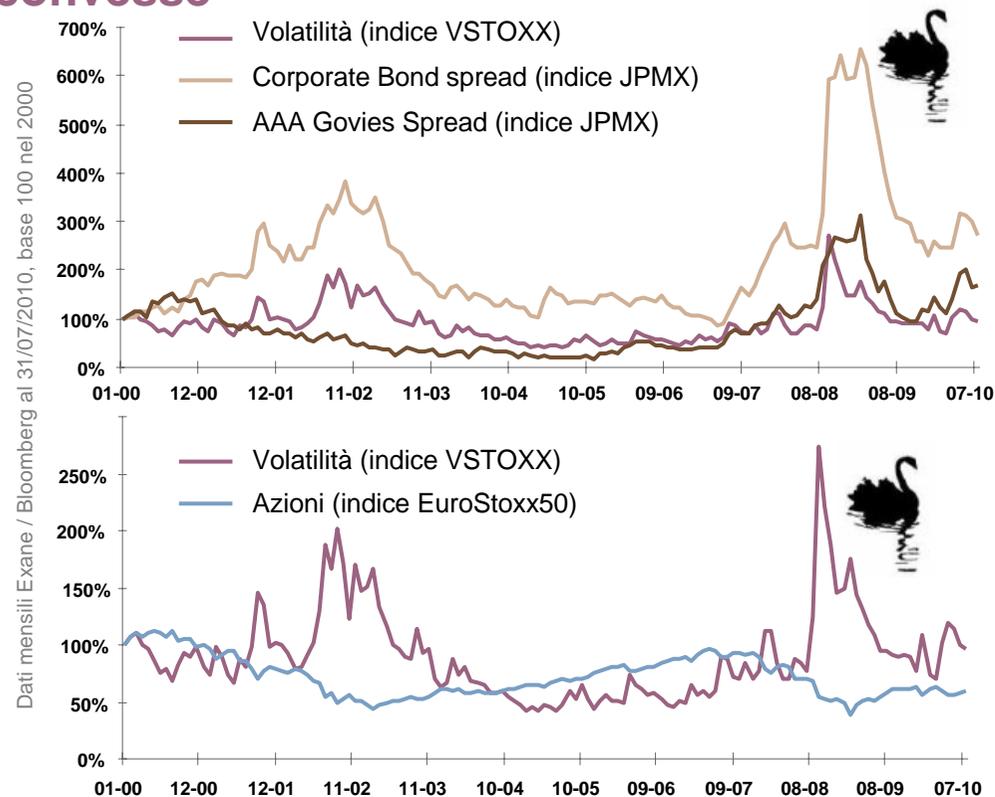


Conclusioni

# “Black Swan”: non esiste un asset privo di rischio!



## ▶ La correlazione tra i fattori di rischio durante la crisi riduce l'efficacia delle soluzioni convesse



### ▶ Un esempio concreto: Cosa è successo nel 2008?

- ◆ Minor potere di diversificazione degli investimenti alternativi
- ◆ Correlazione a livello macro-economico (paesi emergenti / paesi sviluppati, govies / corporate)
- ◆ Rialzo degli spread & calo del mercato azionario
- ◆ **Elevato rialzo della volatilità!**

▶ Qualunque asset class puo' registrare un periodo di stress in Mark to Market

▶ Durante una crisi, si osserva una maggior correlazione positiva tra la volatilità e gli spread e negativa tra la volatilità e il mercato azionario

➔ Per gestire meglio un periodo di crisi, si puo' aumentare la flessibilità di un'asset allocation investendo nella volatilità



## ▶ La volatilità è un parametro tipico dei mercati ... non un'asset class!

▶ Esistono differenti indici di volatilità, noti come «The Investor Fear Gauges», che indicano, in genere, la volatilità a 1 mese

- ◆ VIX negli USA, VSTOXX in Europa

▶ Dato che tali indici non sono delle asset class, per esporsi alla volatilità si può investire:

- ◆ nelle opzioni plain -vanilla (call / put) → il prezzo, però, non dipende solamente dalla volatilità
- ◆ in “variance swaps” → si è, però, esposti al differenziale tra volatilità stimata & volatilità effettiva
- ◆ nei “variance swaps forwards” → si è, però, esposti all'inclinazione della curva della volatilità

## ▶ La soluzione proposta da Exane Derivatives: replicare in modo ottimizzato l'indice VSTOXX

▶ Il **fondo Vega Plus**, creato e gestito da Exane, replica in modo ottimizzato la volatilità a 1 mese dei mercati azionari europei (VSTOXX)

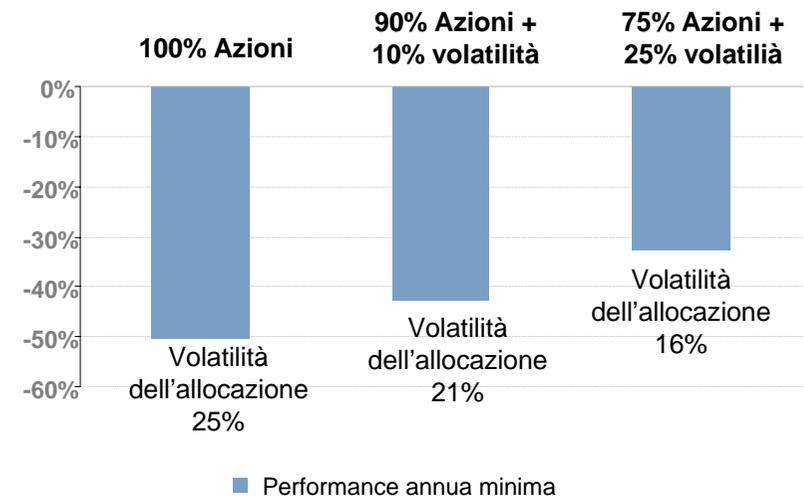
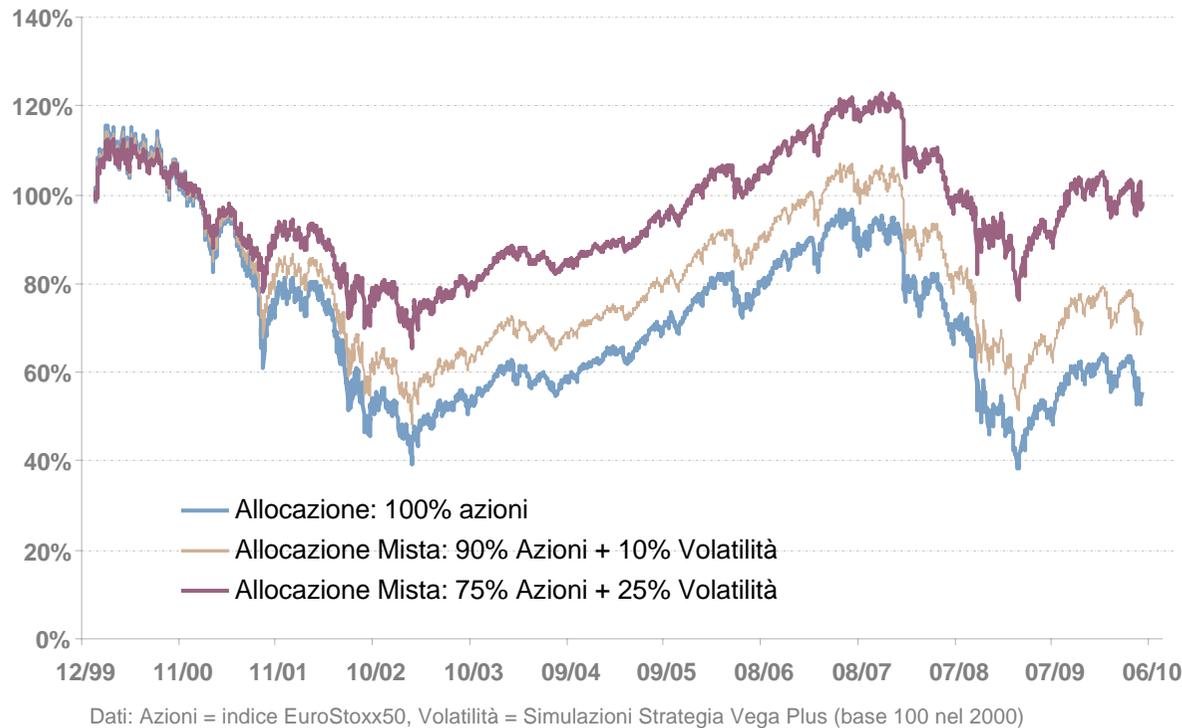
▶ Investire nel fondo Vega Plus significa beneficiare delle proprietà di copertura di un'esposizione alla volatilità riducendo, nel contempo, il costo di detenzione dell'investimento :

- ◆ il fondo coniuga i vantaggi derivanti dalla vendita di “variance swaps” con quelli derivanti dall'acquisto di “variance swaps forwards”

▶ Il fondo Vega Plus è un fondo UCITS III di diritto francese con liquidità giornaliera



## ► Qual'è l'interesse di un'allocation mista azioni / volatilità?



► Come si evince dai grafici, in un'asset allocation esposta alla volatilità si registra un calo del rischio globale di portafoglio pur mantenendo un'esposizione all'economia reale

➔ Integrando la volatilità in portafoglio, si ha un hedging nei periodi di crisi senza rinunciare all'esposizione alle azioni



Maggiore pressione sugli asset rischiosi: come pagare le pensioni e continuare ad investire nell'economia reale?



Una prima risposta: le soluzioni convesse - obbligazioni convertibili e strutture con pegno



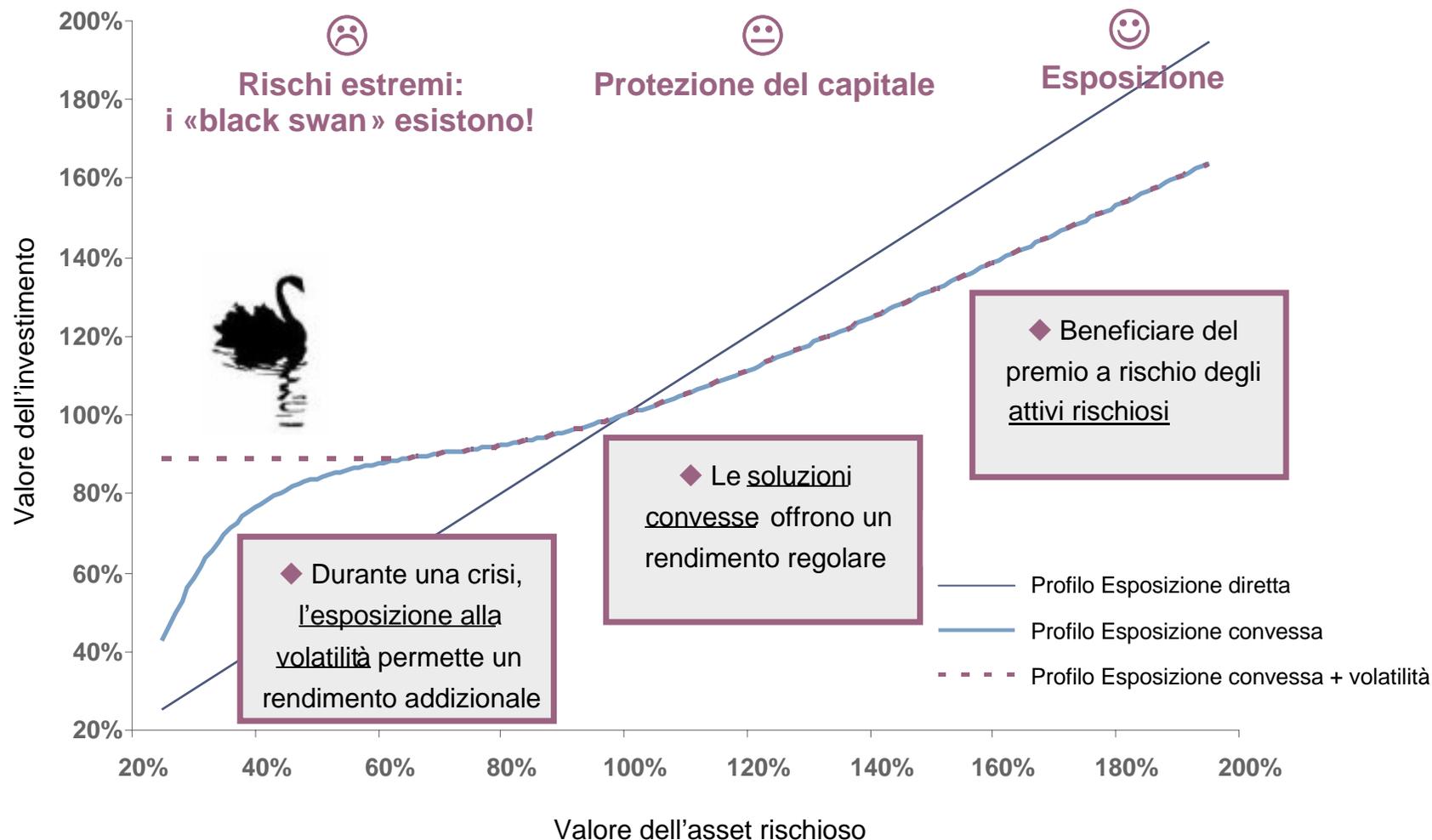
Una seconda risposta: la copertura dei rischi estremi attraverso la volatilità



***Conclusioni***



► Come sfruttare il rischio per migliorare la propria esposizione all'economia reale?



➔ L'esposizione alla volatilità è complementare all'esposizione a soluzioni convesse



**Andrea CARNITI**  
**Responsabile Italia Exane Derivatives**  
 Tel: (+39) 02 8963 1719  
 Fax: (+39) 02 8963 1701  
 andrea.carniti@exane.com

#### PARIGI

Exane S.A. – Exane Derivatives  
 16 Avenue Matignon  
 75008 Paris  
 Francia  
 Tel: (+33) 1 44 95 40 00  
 Fax: (+33) 1 44 95 40 01

#### LONDRA

Exane Ltd  
 20 St. James's Street  
 Londres SW1A 1ES  
 Regno Unito  
 Tel: (+44) 20 7039 9400  
 Fax: (+44) 20 7039 9434

#### BRUXELLES

Succursale d'Exane S.A.  
 Indirizzo per i clienti:  
 Rue Baron Horta, 2  
 1000 Bruxelles  
 Belgio  
 Tel: (+32) 2 400 3750  
 Fax: (+44) 2 400 3751

Indirizzo postale  
 Gare Centrale  
 BP 120  
 1000 Bruxelles  
 Belgio

#### FRANCOFORTE

Succursale d'Exane S.A.  
 Bockenheimer Landstrasse 23  
 60325 Francfort am Main  
 Germania  
 Tel: (+49) 69 42 72 97 300  
 Fax: (+49) 69 42 72 97 301

#### GINEVRA

Succursale d'Exane Derivatives  
 Rue du Rhône 80  
 1204 Ginevra  
 Svizzera  
 Tel: +41 (0)22 737 18 40  
 Fax: +41 (0)22 737 18 50  
 Succursale d'Exane S.A.  
 Tel: (+41) 22 718 65 22  
 Fax: (+41) 22 718 65 00

#### MADRID

Succursale d'Exane S.A.  
 Calle Serrano, 73 - 5th Floor  
 Madrid 28006  
 Spagna  
 Tel: (+34) 91 114 83 00  
 Fax: (+34) 91 114 83 01

#### MILANO

Succursale d'Exane S.A.  
 Via dei Bossi 4  
 20121 Milano  
 Italia  
 Tel: (+39) 02 89 631 700  
 Fax: (+39) 02 89 631 701

#### NEW YORK

Exane Inc  
 640 Fifth Avenue - 15th Floor  
 New York, NY 10019  
 Stati Uniti  
 Tel: (+1) 212 634 4990  
 Fax: (+1) 212 634 5171

#### SINGAPORE

Succursale d'Exane Derivatives  
 6 Battery Road #39-03  
 049909 Singapore  
 Tel: +65 6212 9000  
 Fax: +65 6212 9001

Succursale d'Exane Ltd.  
 20 Collyer Quay  
 08-01 Tung Center  
 049319 Singapore  
 Tel: (+65) 6210 1909  
 Fax: (+65) 6210 1982

#### ZURIGO

Ufficio di rappresentanza  
 d'Exane S.A.  
 Lintheschergasse 12  
 8001 Zurigo  
 Svizzera  
 Tel: (+41) 1 228 66 00  
 Fax: (+41) 1 228 66 40

*Il contenuto del presente documento ha carattere puramente informativo e non costituisce in alcun modo un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di prodotti finanziari. Il contenuto della presente pubblicazione si basa su informazioni provenienti da fonti ritenute in buona fede affidabili la cui esattezza non è tuttavia garantita, e non è inteso fornire in alcun modo una descrizione esaustiva dei titoli, dei mercati e degli sviluppi illustrati. Le opinioni e le altre informazioni contenute nel documento possono essere oggetto di modifiche senza preavviso, ed Exane Derivatives non è tenuta a fornire alcun aggiornamento.*

*Il contenuto del presente materiale informativo non deve essere utilizzato ai fini di alcuna valutazione, né deve essere considerato come una raccomandazione di acquisto dei prodotti finanziari menzionati.*

*I prodotti strutturati non sono adatti a tutti gli investitori e la negoziazione di tali strumenti può presentare dei rischi. La performance passata non garantisce in alcun modo i risultati futuri. I tassi di cambio delle valute estere possono influire negativamente sul valore, sul prezzo o sul reddito dei prodotti menzionati nel presente documento. Le informazioni contenute in questo documento non tengono conto delle esigenze specifiche di talune persone.*

*Exane Derivatives potrebbe avere o aver avuto degli interessi o potrebbe assumere o aver assunto delle posizioni lunghe o corte sui prodotti finanziari descritti nel presente documento, o potrebbe effettuare in qualsiasi momento acquisti e/o vendite, per proprio conto o per conto di terzi, o potrebbe agire o avere agito in veste di operatore su tale mercato. Inoltre, Exane Derivatives potrebbe intrattenere o aver intrattenuto dei rapporti d'affari con le società menzionate, o potrebbe prestare o aver prestato a queste ultime dei servizi relativi al finanziamento d'impresa, al mercato dei capitali e/o servizi di altra natura.*

*Exane Derivatives declina qualsiasi responsabilità relativamente agli eventuali danni o perdite derivanti dall'uso delle informazioni contenute nel presente documento o di parti di esse.*

*Il contenuto del presente documento non può essere riprodotto né parzialmente né integralmente senza previo consenso scritto di Exane Derivatives.*

*Le persone che entreranno in possesso del presente documento sono invitate, su richiesta di Exane Derivatives, ad informarsi in merito alle disposizioni legislative e regolamentari applicabili al possesso o alla distribuzione di tale materiale informativo e ad assicurarne l'osservanza.*