



Ottobre 2009

Lezioni della crisi: come esporsi ai mercati azionari in modo controllato ed efficiente

Andrea Carniti
Responsabile Italia Exane Derivatives



Quale profilo per un investimento di medio termine?



Gestire il rischio emittente attraverso il Certificato Collateralizzato



Conclusioni

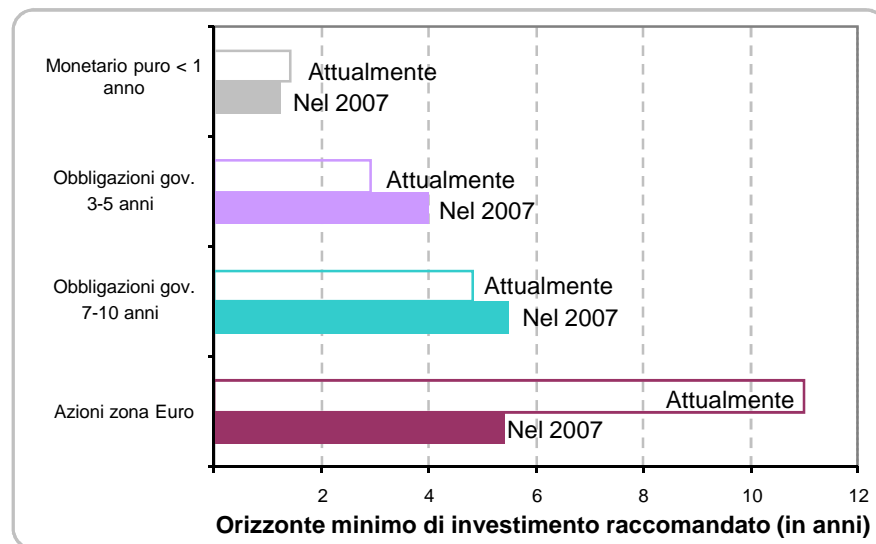
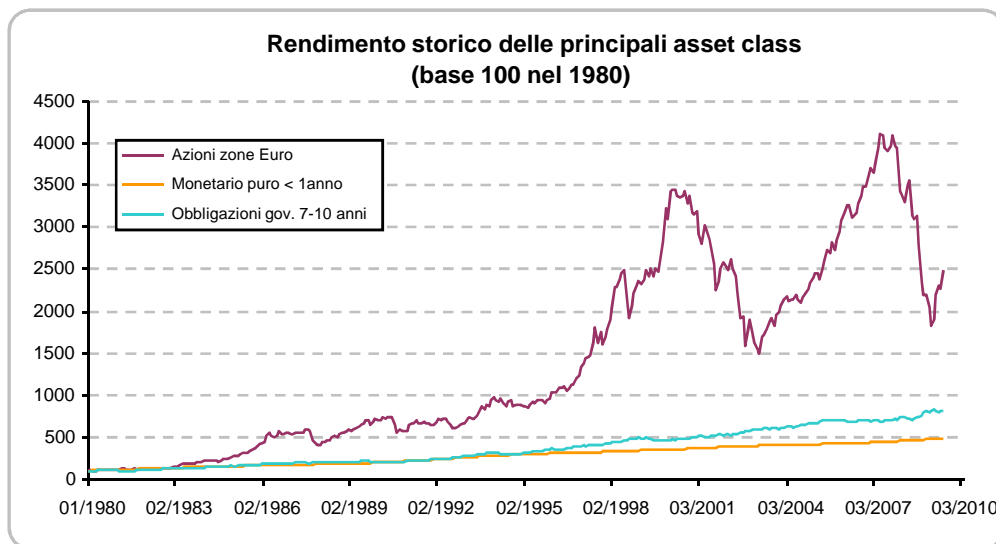


► Rispetto a quanto avveniva prima dello scoppio della crisi finanziaria, gli investitori, nella definizione della propria asset-allocation, devono maggiormente tener conto dei seguenti elementi:

- ◆ la coppia rischio / rendimento
- ◆ l'orizzonte di investimento
- ◆ la liquidità e l'evoluzione delle condizioni di liquidità
- ◆ la valorizzazione sul mercato secondario
- ◆ la trasparenza e la corretta misurazione dei rischi



► Azioni: un asset class di cui non si può fare a meno



- ◆ Sul lungo periodo, le azioni offrono una performance maggiore rispetto alle altre asset class (premio al rischio)
- ◆ Sebbene le azioni siano, dunque, il miglior driver di performance, la crisi ha messo in discussione le asset-allocation classiche:
 - ◆ I risultati di un'analisi statistica* indicano che attualmente l'orizzonte temporale per un investimento in azioni è pari a 10 / 12 anni vs un orizzonte temporale di 4 / 6 anni prima della crisi

* Analisi statistica volta a determinare l'orizzonte di investimento che permette all'investitore di recuperare il capitale inizialmente investito nel 99% dei casi

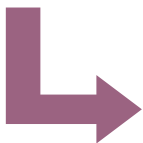


► Le azioni sono più rischiose, le asset-allocation classiche sono cambiate: quali le conseguenze per gli investitori?

- ◆ **Se l'investitore si espone maggiormente ad obbligazioni con buon merito creditizio**
 - ◆ Sul breve periodo, l'investitore risente meno dell'andamento della volatilità
 - ◆ Sul lungo periodo, l'investitore supporterà i bassi rendimenti delle obbligazioni senza beneficiare del rialzo delle azioni
 - Appare difficile rinunciare ad un investimento azionario!

- ◆ **Se l'investitore decide di aumentare la propria esposizione azionaria**
 - ◆ Elevata incertezza sui mercati nel breve periodo
 - ◆ Essere esposti alle azioni risulterà una scelta vincente, ma con quale orizzonte ?!

- ◆ **La « convessità » è la soluzione corretta per far fronte a tale problema**
 - ◆ Gestione della volatilità sul breve periodo
 - ◆ Partecipazione al rialzo delle azioni sul lungo periodo

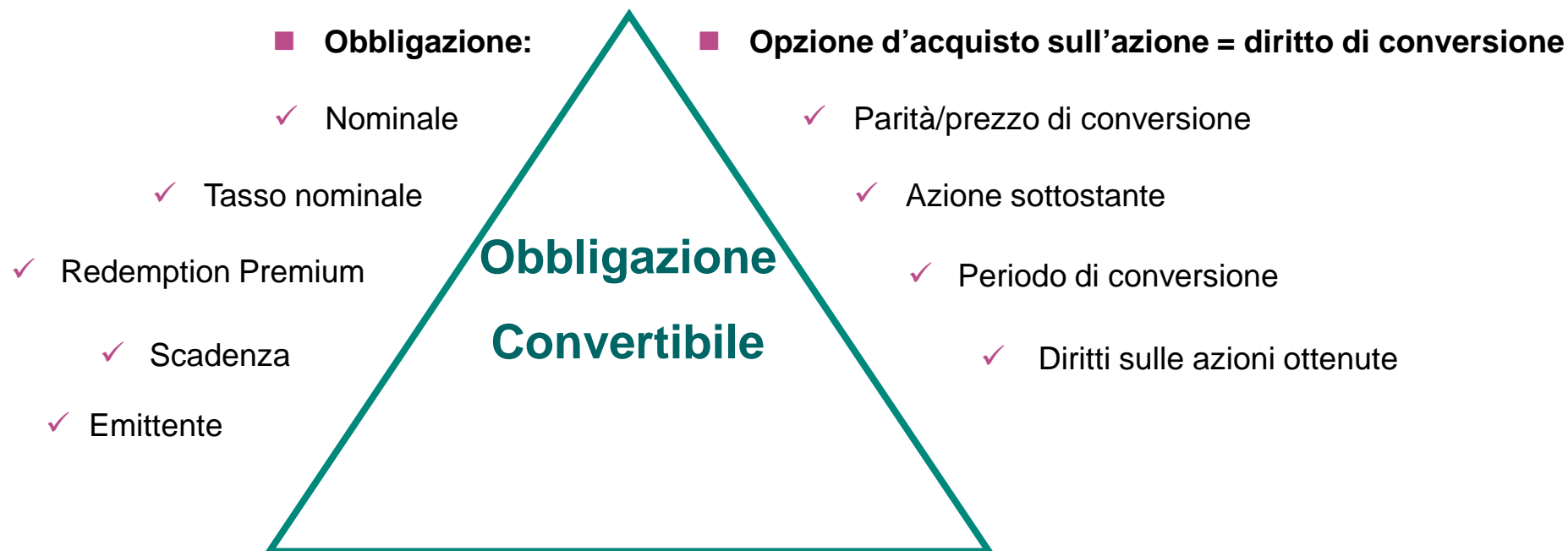


**Prodotti strutturati e Obbligazioni convertibili:
degli strumenti di investimento « convessi »**



► **Convessità – Esempio dell'Obbligazione Convertibile**

Obbligazione Convertibile = Obbligazione + Opzione di acquisto + clausole « uniche »

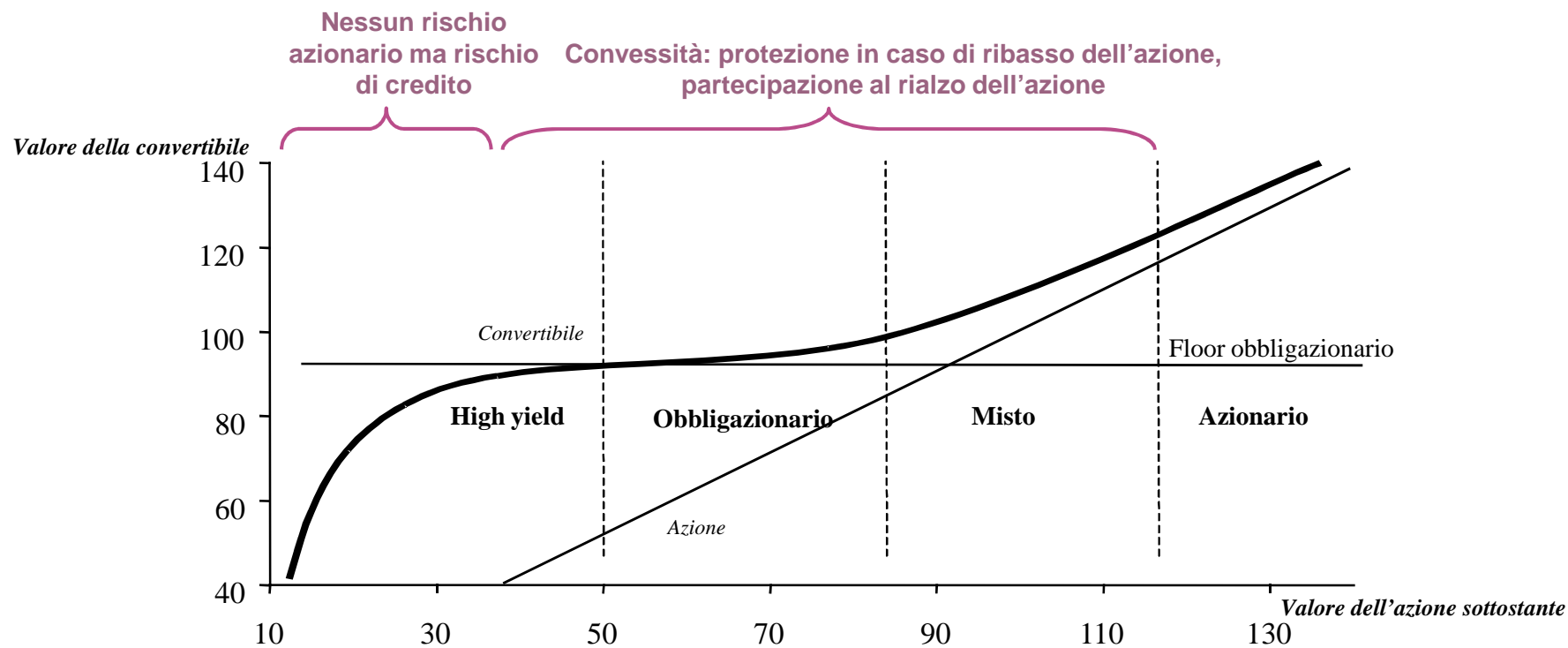


■ **Clausole « uniche » caratteristiche della convertibile:**

- ✓ Rimborso anticipato riservato all'emittente (call)
- ✓ 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)



► Convessità – Esempio dell’Obbligazione Convertibile





► Convessità – Esempio dell’Obbligazione Convertibile

Perché scommettere su tale asset class nel contesto attuale?

- ◆ 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.

	Performance Annuale		Volatilità		Information Ratio*	
	Convertible Index**	Stoxx 50	Convertible Index	Stoxx 50	Convertible Index	Stoxx 50
YTD	19,9%	21,9%	5,3%	26,6%	3,8	0,8
2 anni	-2,7%	16,0%	8,1%	30,3%	-0,3	-0,5
5 anni	4,5%	1,3%	8,4%	20,4%	0,5	0,1
11 anni	4,6%	0,8%	9,5%	23,3%	0,5	0,0 / 09 / 09

- ◆ Attualmente, le obbligazioni convertibili beneficiano, oltre dei noti fattori tecnici di sovra-performance (convessità, call emittente, sovra-performance dell’emittente, clausole di protezione in caso di cambiamento di controllo), di fattori di supporto:

- ✓ andamento del mercato primario: numerosi emittenti, sfruttando il contesto di volatilità elevata, tipico dei periodi di crisi, stanno rifinanziando le proprie convertibili high yield attraverso l’emissione di convertibili con profilo misto. Il ritmo delle nuove emissioni sarà, inoltre, sostenuto da quegli emittenti la cui convertibile ha scadenza a fine 2010 e dagli emittenti per i quali il mercato obbligazionario non è in grado di far fronte al fabbisogno totale di rifinanziamento;

- ✓ standardizzazione della clausole di “ratchet”: tale clausola, garantendo un aggiustamento al rialzo del ratio di conversione in caso di cambiamento di controllo, permette al detentore della convertibile di ottenere una performance pari, o addirittura superiore, a quella dell’azione sottostante;

- ✓ differenziale di rendimento (cedole - dividendi) circa pari, o addirittura superiore, al premio di conversione annuale. Tale situazione è attribuibile sia al tasso cedolare elevato di alcune convertibili sia alla protezione integrale in caso di pagamento del dividendo.

* L’information ratio misura la sovraperformance di un’asset class rispetto al benchmark, in relazione al rischio assunto

** Eci Europe

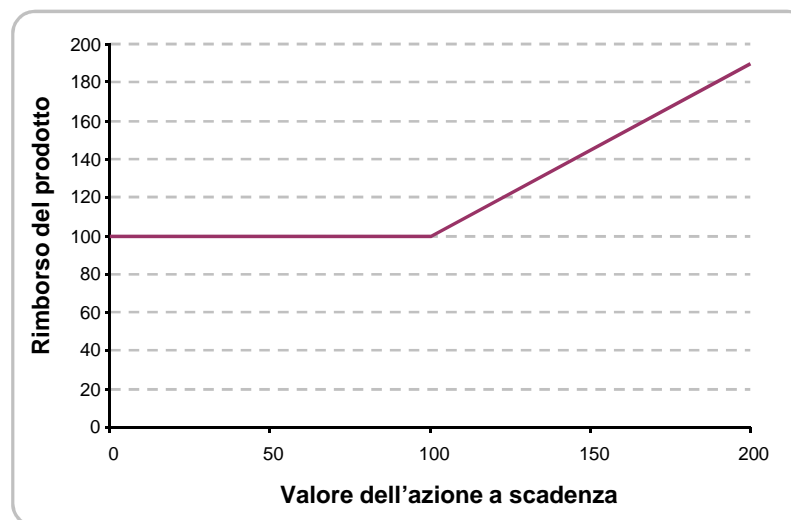
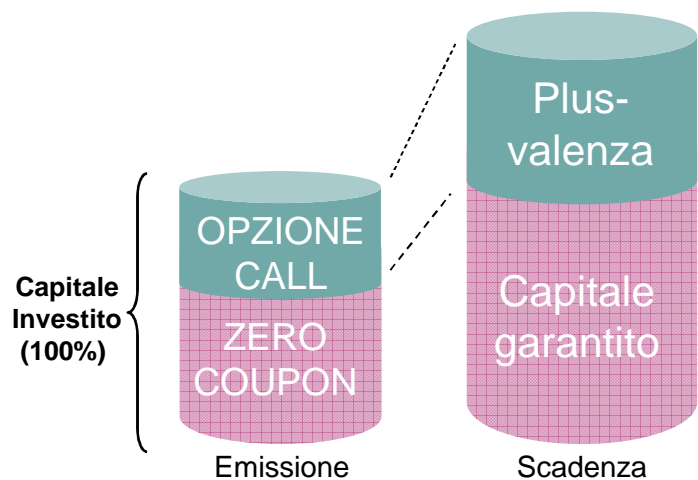


► Convessità - Esempio di un prodotto strutturato « Zero Coupon + Call »

I prodotti strutturati « Zero Coupon + Call » sono formati da 2 elementi

- ① **Una componente obbligazionaria (Zero Coupon)**
per garantire a scadenza il capitale investito
- ② **Una componente opzionale (Option Call)**
per indicizzarsi alla performance del mercato azionario

- **Sicurezza e Convessità: Capitale Garantito e partecipazione al rialzo dell'azione**
- **Semplicità grazie ad una formula di facile comprensione**
- **Rispetto ad un investimento azionario, il rischio azionario si trasforma in rischio di credito (cf zero coupon)**





► Sintesi: quali le soluzioni a disposizione di un investitore in funzione delle proprie preferenze?

	Interesse per il credito	Interesse misto Convessità	Interesse per le azioni
<i>Obiettivo di investimento</i>	Obbligazioni Ricevere il 100% del rendimento dell'obbligazione	Zero Coupon + Call o Azione + Put Ricevere una parte del premio azionario	Indice Azionario Ricevere il 100% del premio azionario
<i>Rischio assunto</i>	100% rischio obbligazionario	Una parte del rischio azionario e obbligazionario (Zero Coupon)	100% rischio azionario
<i>Orizzonte di investimento*</i>	3-5 anni	5 - 8 anni	>10 anni

I prodotti strutturati rappresentano una soluzione per investire in azioni con un orizzonte più breve

* Orizzonte di investimento che permette all'investitore di recuperare il capitale inizialmente investito nel 99% dei casi



Quale profilo per un investimento di medio termine?



Gestire il rischio emittente attraverso il Certificato Collateralizzato



Conclusioni



► In che modo la crisi finanziaria ha evidenziato l'esistenza del rischio emittente?

Il rischio emittente (rischio di credito) ricade sulla componente obbligazionaria (zero coupon) di un prodotto strutturato. Gli investitori si sono resi conto dell'esistenza di tale rischio in 2 casi.

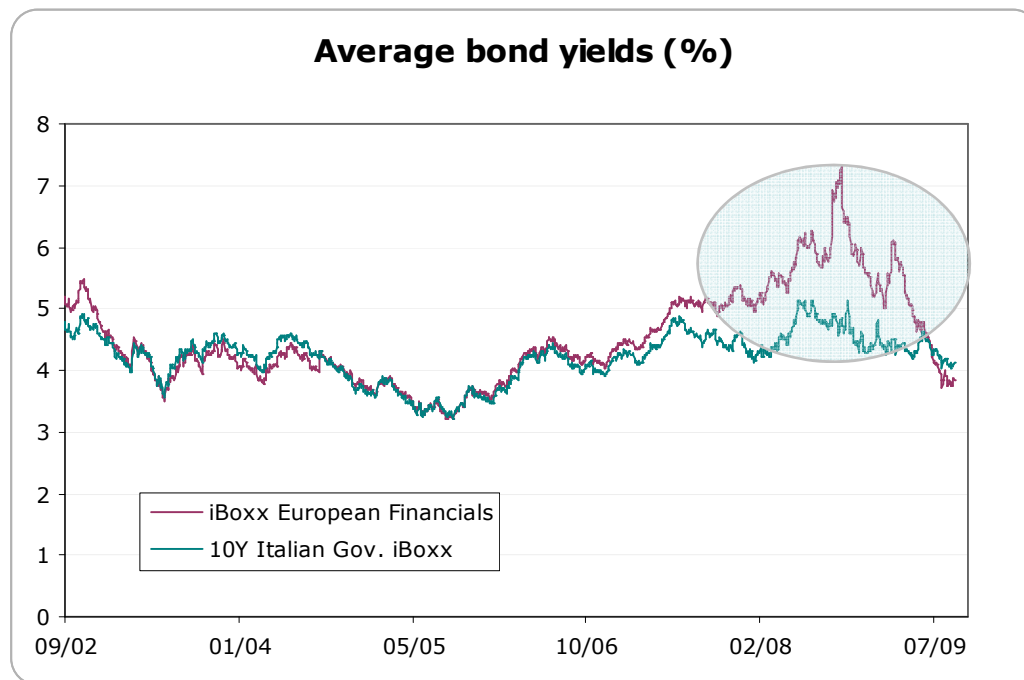
1- Turbolenze sul mercato obbligazionario

- ◆ La crisi finanziaria ha provocato un rialzo degli spreads di credito.
- ◆ L'andamento di tale parametro ha determinato un aumento della volatilità dei prodotti strutturati.
- ◆ Impossibilità di rivendere il titolo in alcuni casi

2- Un caso estremo: il fallimento dell'emittente (Lehman Brothers)

- ◆ La componente obbligazionaria dei prodotti Lehman Brothers era stata emessa da... Lehman Brothers !

Average bond yields (%)



Appare necessario porre attenzione all'emittente della componente obbligazionaria e alla sua liquidità

► Perché solamente le banche dovrebbero garantire la componente obbligazionaria di un prodotto strutturato?

Come evitare di essere alla mercè del tesoriere della banca emittente?



► Quali sono le conseguenze della crisi finanziaria sui prodotti strutturati ?

- ◆ Problemi di liquidità e di valorizzazione sul mercato secondario
- ◆ Timori degli investitori sul rischio emittente: chi garantisce il capitale?
- ◆ In caso di collocamento di prodotti alla clientela retail, gli organismi di vigilanza italiani hanno messo in atto delle misure regolamentari per limitare l'asimmetria informativa
 - ✓ riforma delle polizze assicurative index-linked per eliminare il rischio di controparte che ricade sui soggetti assicurati (ISVAP)
 - ✓ legislazione più rigorosa per i prodotti illiquidi in modo da favorire quotazioni più trasparenti (CONSOB, MiFID)

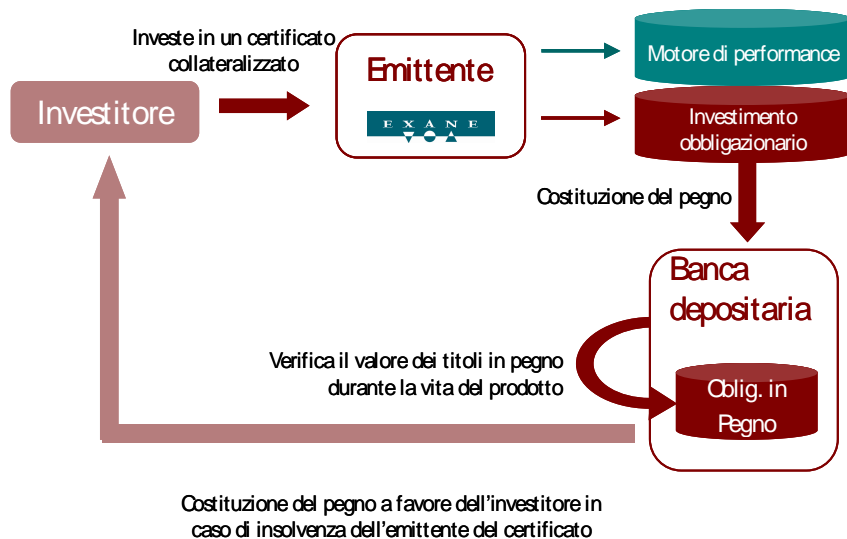


**Gestire il rischio emittente & la liquidità
attraverso un nuovo strumento: il certificato collateralizzato**



► La soluzione per rendere sicuro il capitale: il Certificato Collateralizzato

- ◆ Un veicolo di investimento applicabile ai prodotti strutturati che rende sicuro il rimborso di tutto o parte del capitale (attraverso un investimento obbligazionario).



L'investimento obbligazionario:

- ✓ attraverso un'obbligazione sottostante - con scadenza pari a quella del certificato - che garantisce il rimborso del capitale
- ✓ selezionata dall'investitore per diversificare il rischio e beneficiare dei rendimenti del mercato obbligazionario
- ✓ si privilegiano obbligazioni con buon merito creditizio e buona liquidità: rating A- o superiore e rango senior unsecured

Le caratteristiche principali:

- ✓ Semplicità amministrativa
- ✓ Costituzione in pegno a favore dell'investitore dell'Obbligazione (protezione dell'investitore in caso di insolvenza dell'emittente del prodotto strutturato)
- ✓ Il pegno è costituito in un conto aperto presso una banca depositaria

Meccanismo di costituzione del pegno dell'investimento obbligazionario

► Una soluzione per diversificare il rischio emittente

Possibilità di usare titoli di stato



► La soluzione per rendere sicuro il capitale: il Certificato Collateralizzato

Funzionamento del Pegno

1 Emissione del Certificato

Procedura standard (Emissione del prodotto, codice ISIN)

2 Prima della data di pagamento del Certificato

Exane deposita le obbligazioni sottostanti in un conto segregato aperto presso una banca depositaria

Il conto è costituito in pegno a favore dell'investitore

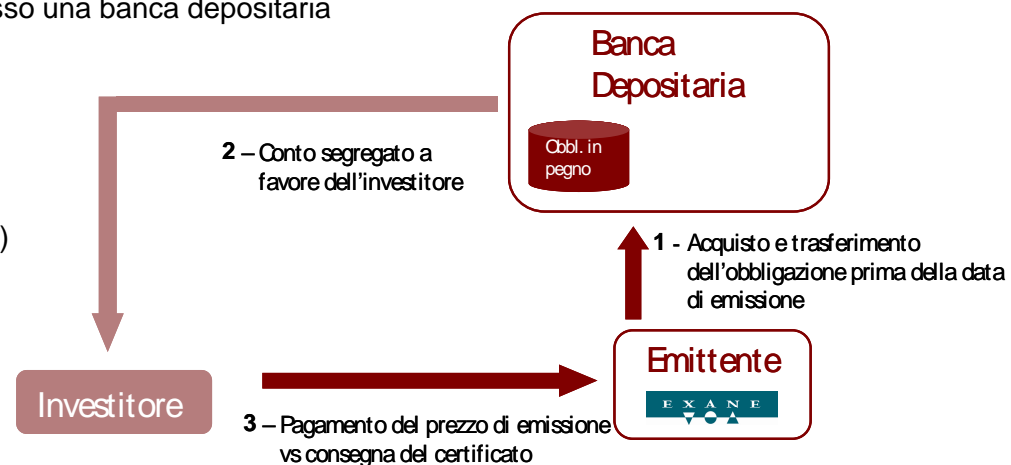
La banca depositaria invia una conferma della costituzione del pegno

3 Alla data di pagamento prevista nel termsheet

Consegna del Certificato a fronte del pagamento attraverso Euroclear (DVP)

4 Durante la vita del Certificato

La banca depositaria verifica con cadenza periodica che la composizione del pegno sia conforme all'impegno assunto nel termsheet



► **Un processo semplice e veloce**

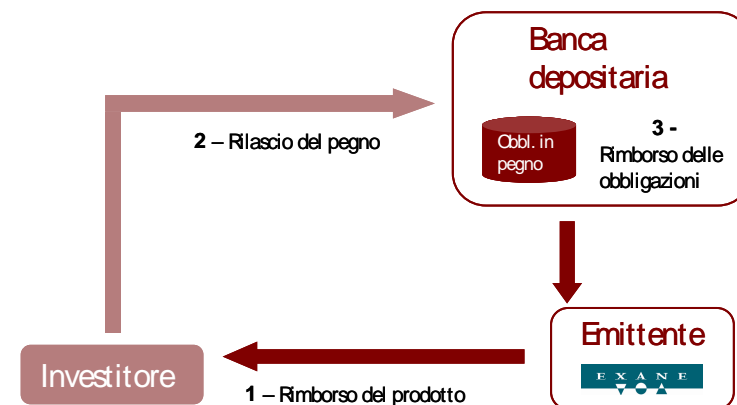


► La soluzione per rendere sicuro il capitale: il Certificato Collateralizzato

Funzionamento del Pegno

5 A scadenza

La banca depositaria rilascia il pegno dopo che il montante di rimborso è pagato all'investitore



6 In caso di insolvenza di Exane

A richiesta dell'investitore la banca depositaria istituisce la liquidazione del pegno e procede al rimborso del certificato



Una soluzione con precisi riferimenti normativi

Il Certificato Collateralizzato è un veicolo di investimento di diritto francese. La costituzione in pegno di strumenti finanziari è regolata dagli articoli L221-20 del Codice monetario e finanziario (*Code monétaire et financier*).

► Una semplicità amministrativa regolata da norme specifiche



► La soluzione per rendere sicuro il capitale: il Certificato Collateralizzato

Confronto tra un'emissione Euro Medium Term Note strutturata e un Certificato Collateralizzato

	<i>EMTN strutturata</i>	<i>Certificato Collateralizzato</i>
Strumento di finanziamento dell'emittente	SI	NO
Liquidità sul secondario	Fissata dall'emittente	Dipende dall'obbligazione sottostante
Valorizzazione	Determinata dall'emittente	Prezzo di mercato (trasparente)
Esposizione creditizia sul capitale	Emittente del prodotto strutturato	Emittente dell'obbligazione sottostante attraverso la costituzione del pegno
Tipologia del rischio di credito	Di tipo bancario	A scelta dell'investitore (Governativo, bancario, Corporate)

► Un veicolo di investimento che migliora la liquidità di un prodotto strutturato



► La soluzione per rendere sicuro il capitale: il **Certificato Collateralizzato**

Un esempio pratico

	ZC + Call 5 anni EMTN strutturata emessa da una società X con rating Aa3	ZC + Call 5 anni Certificato Collateralizzato Exane con pegno dell'obbligazione della società X con rating Aa3
Finanziamento	Euribor + 90bp	Obbligazione Senior 2014 Nominale emis. 1md, market spreads: 1.3%
Indicizzazione	65%	70%
Rimborso nel 2014	100 + 65% × Call	100 + 70% × Call
Condizioni di acquisto sul mercato secondario	<ul style="list-style-type: none"> ✓ penalità dell'1.5% per anno (pari ad una penalità complessiva del 7% circa) ✓ nelle settimane precedenti tale penalità si attestava al 5% per anno (pari ad una penalità complessiva del 25% circa) ✓ esistenza di una soglia di riacquisto: aumento della penalità se il nominale riacquistato è superiore ad una soglia prefissata 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ in funzione del prezzo di mercato dell'obbligazione sottostante ✓ liquidità dell'obbligazione: spreads bid/ask attualmente pari all'1% ✓ lo spreads rappresenta il "giusto" prezzo di mercato del rischio attuale dell'emittente

Il certificato collateralizzato beneficia, sul mercato primario, di migliori condizioni di funding e, sul mercato secondario, della trasparenza delle obbligazioni quotate



► La soluzione per rendere sicuro il capitale: il Certificato Collateralizzato

Caratteristiche principali

- ◆ **Rendere certo il rimborso del capitale attraverso la costituzione in pegno di un'obbligazione** selezionata dall'investitore
- ◆ **Diversificare il rischio emittente:** l'obbligazione non è emessa dalla società che emette il Certificato
- ◆ **Beneficare dei rendimenti del mercato obbligazionario:** tenuto conto del livello attuale degli spreads e dei tassi di fallimento, le obbligazioni presentano attualmente un profilo rischio / rendimento interessante
- ◆ **Gestire il rischio di tutte le controparti coinvolte:** sul capitale investito non vi è né rischio Exane né rischio della banca depositaria
- ◆ Garantire al Certificato Collateralizzato una **buona liquidità:** la liquidità dipenderà dalla liquidità dell'obbligazione selezionata

► **Uno strumento di investimento con effetti positivi sul portafoglio degli investitori**



Quale profilo per un investimento di medio termine?



Gestire il rischio emittente attraverso il Certificato Collateralizzato



Conclusioni



Sicurezza – Trasparenza - Liquidità

- ▶ **Nell'attuale contesto di mercato, i prodotti strutturati:**
 - ◆ permettono di avere un'esposizione intermedia credito / azioni
 - ◆ rendono convesso il portafoglio di investimento consentendo di perseguire un obiettivo di rendimento nel medio termine

- ▶ **Analizzando gli elementi alla base di un'asset-allocation strategica, si perviene a delle soluzioni semplici in termini di:**
 - ◆ liquidità
 - ◆ valorizzazione
 - ◆ trasparenza e misura del rischio

- ▶ **L'investitore potrà scegliere, attraverso il certificato collateralizzato, il livello di rischio di credito a cui ritiene opportuno esporsi beneficiando in modo ottimale dei vantaggi dei prodotti strutturati.**



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

Oliver BUQUICCHIO
Responsabile Institutional Sales (International)
 Tel: (+33) 1 44 95 25 73
 Fax: (+33) 1 56 69 46 73
 oliver.buquicchio@exane.com

PARIGI

Exane S.A. - Exane Derivatives
 16 avenue Matignon
 75008 Parigi
 Francia
 Tel : (+33) 1 44 95 40 00
 Fax : (+33) 1 44 95 40 01

LONDRA

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

FRANCOFORTE

Succursale di Exane S.A.
 Bockenheimer Landstrasse 23
 60325 Francoforte sul Meno
 Germania
 Tel : (+49) 69 42 72 97 300
 Fax : (+49) 69 42 72 97 301

GINEVRA

Succursale di Exane Derivatives
 Rue du Rhône 80
 1204 Ginevra
 Svizzera
 Tel : (+41) 22 737 18 40
 Fax : (+41) 22 718 65 00

Succursale di Exane S.A.
 Tel : (+41) 22 718 65 22
 Fax : (+41) 22 718 65 00

MILANO

Succursale di Exane S.A.
 Via dei Bossi 4
 20121 Milano
 Italia
 Tel : (+39) 02 89631700
 Fax : (+39) 02 89631701

NEW YORK

Exane Inc
 640 Fifth Avenue
 15th Floor
 New York, NY 10019
 Stati Uniti
 Tel : (+1) 21 2634 4990
 Fax : (+1) 21 2634 5171

SINGAPORE

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

ZURIGO

Ufficio di rappresentanza di 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 assicurarsi l'osservanza.