

## 1999, l'anno dell'euro

*Il 1999 sarà ricordato, dal punto di vista finanziario, come l'anno dell'euro. Nonostante la divisa europea si sia deprezzata rispetto al dollaro, il suo lancio è stato un successo, anche se invisibile per molti. La moneta unica ha infatti dato i suoi primi frutti modernizzando e ristrutturando il mercato europeo dei capitali e stimolando la ridefinizione sia dei modi di finanziamento delle imprese, sia del ruolo del sistema bancario.*

*Per questo «Biblioteca della libertà» – oggi anche su Internet nel nuovo sito del Centro Einaudi [<http://www.centroeinaudi.it>] – ha deciso di dare spazio in queste pagine a due contributi: il primo (di Giovanni Ronca) descrive i progressi poco visibili, ma radicali e profondi, del mercato europeo dei capitali per le imprese e i grandi operatori. Il secondo (di Paul de Sury e Armando Gribaudo) passa in rassegna minuziosa le modificazioni dei mercati finanziari e le innovazioni dei prodotti finanziari che attraversano i diversi livelli di intermediazione e arrivano fino alle scelte di investimento «al dettaglio» delle famiglie. L'insieme dei due articoli illustra un mondo finanziario che per nessuno, famiglia o impresa, è oggi uguale a quello di appena due o tre anni fa.*

### ❶ La finanza delle imprese si trasforma

GIOVANNI RONCA

I primi frutti della moneta unica sono stati prettamente finanziari: l'euro è servito, infatti, da catalizzatore nello sviluppo e nella crescita di un unico mercato dei capitali a livello europeo.

I risultati sono stati tanto significativi perché l'introduzione di una moneta uni-

ca non si è risolta in una semplice manovra di politica monetaria, ma ha comportato un cambiamento strutturale di molti parametri di riferimento del mercato dei capitali.

In primo luogo, i criteri di convergenza definiti col Trattato di Maastricht e con-

cretizzatisi nelle politiche di risanamento attuate dai paesi aderenti all'Unione monetaria europea, combinati con l'annullamento del rischio di cambio all'interno dell'Ume, hanno determinato una forte riduzione dei tassi d'interesse e, in particolare, dei rendimenti dei titoli di Stato, spostando la domanda degli investitori verso strumenti finanziari più remunerativi (tra i quali le obbligazioni societarie, di cui si parlerà in seguito).

A ciò si è aggiunto il fatto che la deregolamentazione dei mercati delle telecomunicazioni e dell'energia, i programmi di privatizzazione delle aziende pubbliche e l'abbattimento delle residue barriere nazionali nel settore bancario hanno portato ad un'intensa attività di fusioni e acquisizioni con una conseguente richiesta di risorse finanziarie fresche al mercato.

La combinazione dei fattori ha determinato una «esplosione» dell'attività di finanziamento diretto delle imprese sul mercato dei capitali attraverso l'emissione di prestiti obbligazionari, una vera novità nella normale attività di finanziamento delle imprese (in particolare industriali) nell'Europa continentale.

Nel modello di finanziamento classico diffuso nel Vecchio Continente (con la sola eccezione del Regno Unito), le imprese hanno infatti sempre utilizzato il canale bancario come fonte di finanziamento principale, con sporadiche emissioni obbligazionarie dirette sul mercato.

Il finanziamento diretto sui mercati obbligazionario e azionario rappresenta una forma di diversificazione che rompe gli schemi tipici della provvista del passato, soprattutto in paesi come l'Italia, sostituendosi, in parte, al finanziamento bancario tradizionale.

Tabella 1  
Finanziamento a lungo termine  
delle istituzioni non finanziarie nel 1997  
(valori percentuali)

	Mercato dei capitali	Sistema bancario
Germania	1	99
Francia	35	65
Italia	11	89
Stati Uniti	63	37

Fonte: OECD Financial Statistics

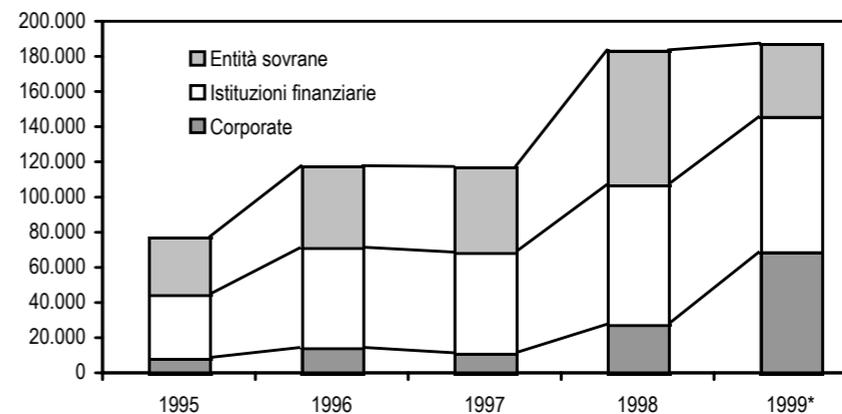
Il cambiamento strutturale in corso è rapido. Benché il mercato finanziario europeo sia oggi ancora circa dieci anni indietro rispetto a quello americano – attualmente il più sviluppato del mondo – si ritiene che nei prossimi due o tre anni le sue dimensioni siano destinate a crescere vertiginosamente, fino a colmare interamente il gap intercontinentale.

La rapidità di *catching-up* del sistema finanziario europeo è legata principalmente al fatto di poter disporre – proprio grazie all'avanzato sviluppo finanziario statunitense – di stereotipi di meccanismi operativi e di piattaforme legali facilmente riproducibili e adattabili.

#### La rincorsa al «modello americano»

La domanda degli investitori per strumenti finanziari più remunerativi dei classici titoli di Stato e i crescenti fabbisogni delle imprese sembrano aver trovato un punto d'incontro sul mercato dei capitali. Nel corso del 1999, il primato nell'aumento delle emissioni spetta, infatti, alle «obbligazioni societarie», il cui volume totale è aumentato in valore del 150 per cento

Figura 1  
Valore delle nuove emissioni di titoli obbligazionari per tipologia di emittente dal 1995  
(dati in milioni di euro)

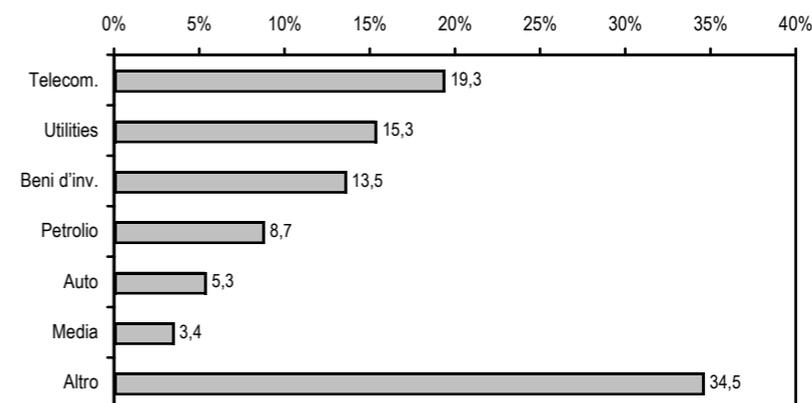


\* Al 30 novembre. Fonte: Merrill Lynch

rispetto all'anno precedente (figura 1). Il mercato si è strutturato rapidamente: l'introduzione della moneta unica (e il conseguente ampliamento della base degli investitori) e l'adozione di standard internazionali nella documentazione e nella distribuzione ha permesso alle società emit-

tenti di ridurre notevolmente i costi di emissione; l'adozione del rating da parte di molte società ha contribuito, inoltre, ad attrarre l'interesse di investitori americani e asiatici e di tutti quei gestori patrimoniali autorizzati ad investire soltanto in società con una qualità del credito certificata.

Figura 2  
Nuove emissioni di corporate bonds in Europa nel 1999, per settore di attività  
(valori percentuali)



Fonte: Merrill Lynch

Scomponendo le emissioni per settore di attività (figura 2), si può osservare come proprio le telecomunicazioni abbiano rappresentato quasi un quinto del totale delle emissioni; in particolare, in Italia l'acquisizione della Telecom Italia da parte della Tecnost (Olivetti) è stata finanziata dall'emissione di titoli obbligazionari per un valore complessivo di 15 miliardi di euro, una parte significativa del totale delle emissioni di *corporate bonds* in Italia.

Ai due fattori di cambiamento direttamente collegati all'euro e agli effetti di liberalizzazione e privatizzazioni, si aggiunge un quarto elemento che sicuramente ha contribuito allo sviluppo del mercato dei capitali.

La diversificazione delle forme di finanziamento è stata, per certi versi, incentivata dal sistema bancario stesso. A partire dal 1992, infatti, la normativa ha imposto agli istituti di credito di accantonare capitale a fronte di prestiti, fissando rapporti di patrimonializzazione (i cosiddetti *cook ratios*) vincolanti. L'obbligo di accantonamento ha reso sempre più oneroso l'esercizio tradizionale del credito in termini sia assoluti (costo opportunità del capitale accantonato), sia di *return on equity* (ROE) e di creazione di valore per gli azionisti, portando ad un progressivo incremento dello *spread* tra interessi passivi e attivi sui conti correnti. La normativa in questione, inoltre, sarà presto oggetto di revisione da parte della Commissione europea, che potrebbe introdurre nuovi e più stringenti vincoli di capitalizzazione, incentivando ancor più il sistema bancario a dare maggior peso alle attività di intermediazione e di gestione del risparmio, e spingendo gli istituti di credito da una parte a raccogliere e convogliare il piccolo risparmio diretta-

mente verso il mercato finanziario (si pensi al proliferare dei fondi d'investimento di emanazione bancaria), dall'altra a fare in modo che le imprese si finanzino direttamente sul mercato dei capitali, in entrambi i casi senza «appesantire» il proprio bilancio. In quest'ambito l'euro non è la causa del cambiamento, ma è un fattore che ha accelerato e facilitato il processo di mutazione dell'attività bancaria, aumentando il livello di concorrenza nel sistema.

Lo spostamento progressivo dell'attività bancaria dal prestito alla consulenza, all'intermediazione sta cambiando il modo stesso di concepire le relazioni tra i grandi debitori – primi fra tutti i gruppi industriali – e il mercato. Se fino a pochi anni fa era la solidità delle relazioni bancarie ad assicurare adeguate fonti di provvista per il sostenimento e lo sviluppo dell'attività industriale, oggi le società non finanziarie di medie e grandi dimensioni tendono a cercare un dialogo con gli investitori direttamente sul mercato. Si diffondono sempre più forme di comunicazione finanziaria come i *roadshows* (oggi anche virtuali su sistemi informativi come Bloomberg), cioè incontri «promozionali» nei quali i dirigenti della società incontrano gli investitori (rappresentati nella maggior parte dei casi da fondi d'investimento) e cercano di convincerli della bontà e della solidità creditizia dell'investimento in «carta» (obbligazioni) della propria organizzazione.

L'effetto finanziario dell'euro non si ferma al sistema industriale e creditizio. Il crescente interesse dei risparmiatori per gli strumenti del mercato dei capitali, unito alla riforma del settore previdenziale pubblico, ha fatto crescere sensibilmente l'attività di bancassurance, consistente nella

commercializzazione di polizze assicurative composte di prodotti finanziari strutturati (si pensi alle polizze che legano la rivalutazione del capitale all'andamento di alcuni indici di Borsa) nei quali il risparmiatore investe a fini previdenziali, ma con un occhio alle opportunità di rendimento a lungo termine del suo capitale.

Anche in questo caso, le compagnie di assicurazione svolgono sostanzialmente un'attività di intermediazione, etichettando come assicurativi prodotti finanziari derivati che a loro volta acquistano sul mercato dei capitali e sui quali possono applicare un *mark-up* senza accollarsi il rischio sottostante (e dunque senza incidere sulla redditività di conto economico della compagnia stessa). I capitali raccolti con la diversificazione del portafoglio dei prodotti assicurativi non fanno altro che contribuire, a loro volta, alla crescita del mercato finanziario primario alimentandone la liquidità e facendo dei gruppi assicurativi una delle categorie più importanti tra i grandi investitori istituzionali internazionali.

#### Come cambierà il finanziamento delle imprese

Nel corso dei primi anni del nuovo millennio lo sviluppo finanziario europeo in senso americano potrebbe accelerare rapidamente. L'«effetto euro», superata la prova del *millennium bug*, continua nella sua spinta al cambiamento, dando sempre maggior spazio agli strumenti di finanziamento diretto sul mercato dei capitali da parte delle imprese.

In generale in Europa il numero delle emissioni obbligazionarie di organizzazioni «non sovrane» tenderà a crescere anche sulle scadenze lunghe della curva dei rendimenti: le imprese con elevati rating creditizi usciranno sul mercato con emissioni con scadenze sempre più lunghe, incontrando con buona probabilità la domanda dei fondi pensione o delle compagnie di assicurazione attive nel ramo vita, interessate a controbilanciare i loro attivi a lungo termine con investimenti di pari durata (il fenomeno è già evidente sul mercato britannico). Inoltre, la generale tendenza a ricalcare il modello di sviluppo finanziario americano potrebbe modificare radicalmente i normali parametri di composizione di bilancio: se tradizionalmente il rapporto medio tra debito e patrimonio netto delle imprese europee si aggira intorno al 30 per cento – negli Stati Uniti oggi è pari mediamente al 60 per cento – ci si attende un suo progressivo incremento con possibile riflusso di capitali dal mercato borsistico a quello obbligazionario<sup>1</sup>.

In particolare, in Italia il mercato delle obbligazioni societarie crescerà in sofisticazione, tendendo a segmentarsi a seconda della qualità e della solidità finanziaria degli emittenti; con l'aumento della concorrenza e l'ingresso di nuovi soggetti stranieri nel settore bancario, unitamente allo sviluppo delle piazze di scambio (si pensi all'Euromot), il mercato dei capitali italiano dovrebbe progredire anche in liquidità, benché alcune asimmetrie fiscali lo rendano non ancora convenientemente accessibile da parte di tutti gli investitori stranieri.

<sup>1</sup> Un interessante approfondimento sull'argomento è offerto dal numero speciale annuale pubblicato dal settimanale «The Economist», dal titolo *The World in 2000* (p. 140).

Come vent'anni fa è accaduto per la certificazione di bilancio, il rating diventerà una condizione necessaria per accedere con facilità al mercato finanziario. La *name recognition*, ovverosia il nome e la storia di una società – ancora tra gli elementi decisionali più importanti per gli investitori europei – lascerà gradualmente il posto al voto delle agenzie di rating internazionali (Standard & Poor's, Moody's, Fitch-IBCA, per citare le principali), permettendo a società giovani e/o sconosciute di accedere al mercato a condizioni adeguate alla loro effettiva qualità di credito.

Sul mercato del finanziamento a breve termine, si dovrebbe assistere ad un mercato sviluppo in tutta l'Europa continentale dei *commercial papers* (CP)<sup>2</sup>, ovvero titoli di credito con scadenze inferiori all'anno, alternativi al conto corrente tradizionale, vantaggiosi sia per l'emittente (si tratta di strumenti finanziari molto flessibili e adattabili alle diverse condizioni del mercato), sia per l'investitore (al quale viene data l'opportunità di investire per periodi brevi la propria liquidità a tassi mediamente superiori a quelli offerti da un normale deposito bancario).

Sempre per il finanziamento a breve (e medio) termine, è facile attendersi una crescente diffusione delle operazioni di cartolarizzazione (*securitization*), applicate a un'ampia varietà di partite di bilancio in grado di generare un flusso di cassa quan-

tificabile nel futuro (dai semplici crediti commerciali alle immobilizzazioni fisse, ai canoni di leasing) in ogni settore di attività (dalle classiche attività industriali fino ad arrivare agli abbonamenti allo stadio o ai diritti televisivi e, perché no, al vasto patrimonio immobiliare pubblico).

Anche sul mercato dei CP<sup>3</sup> e della *securitization*, il rating (questa volta a breve termine) darà la possibilità ad emittenti poco noti di raccogliere risorse finanziarie direttamente sul mercato al pari di emittenti «famosi» di eguale solidità finanziaria. In particolare, il rating assegnato alle operazioni di cartolarizzazione dà la possibilità all'emittente con un *corporate rating* (il «voto» assegnato all'impresa nel suo complesso e non alla singola operazione) basso di accedere al mercato dei capitali a livelli più competitivi di quelli che otterrebbe con una normale emissione obbligazionaria<sup>4</sup>.

Il segmento azionario del mercato dei capitali ha avuto un successo analogo a quello obbligazionario. Il buon andamento dei mercati azionari nel corso del 1999 (soprattutto nella parte finale), la riduzione strutturale dei tassi d'interesse, un numero cospicuo di privatizzazioni di successo, un crescente interesse per i titoli «dot.com» e per quelli delle società telefoniche hanno contribuito ad avvicinare molti risparmiatori e investitori alla Borsa. L'investimento in titoli azionari tenderà,

comunque, a farsi sempre più maturo e selettivo, con un'analisi approfondita delle effettive capacità delle imprese di creare utili e un attento bilanciamento tra azionario e obbligazionario – progressivamente più competitivo – nella composizione del portafoglio.

Per quanto riguarda i grandi investitori, con la conversione in euro dei prezzi dei titoli azionari su tutti i mercati dell'Ume e con la nascita di indici di Borsa paneuropei si sta assistendo, inoltre, ad un ribilanciamento dei portafogli in ottica europea e non più per paese, garantendo così più peso a quelle società penalizzate nella loro valorizzazione di mercato dalla ristrettezza della piazza borsistica sulla quale erano trattate.

Il nuovo vento finanziario del 1999 non gonfia comunque tutte le vele. Restano escluse dal circuito del mercato europeo dei capitali molte piccole e medie imprese (PMI), moltissime italiane, che mancano di massa critica sufficiente per poter generare economie di scala nel finanziamento diretto. Si tratta nella maggior parte dei casi di PMI operanti in settori tradizionali e su mercati locali e di nicchia, aziende finanziariamente solide ma troppo piccole per poter trarre dal mercato finanziario il proponente adeguato per crescere.

Nei prossimi cinque anni si prevedono importanti cambiamenti anche in questo settore. Le vie di soluzione sono diverse: la più semplice – di cui si hanno già vari esempi (si pensi al mondo dell'alta moda) – è quella delle M&A, ovvero delle fusioni e acquisizioni con aziende concorrenti o verticalmente integrabili in modo tale da ricavare automaticamente la massa critica necessaria per stare sul mercato; l'alternativa è quella di trovare le risorse

per fare autonomamente il salto dimensionale. In questo secondo ambito, si sta diffondendo anche in Italia l'attività nota all'estero come *private equity*, che si sostanzia nell'investimento in capitale di rischio in imprese non quotate da parte di fondi o società di intermediazione specializzate, con l'obiettivo di fornire alla società le risorse necessarie per crescere, e di rivendere in un secondo momento la partecipazione (auspicabilmente attraverso una quotazione in Borsa).

Il progressivo spostamento del peso del finanziamento diretto sul mercato dei capitali da parte delle imprese richiederà man mano l'apertura di canali di comunicazione sempre più capillari che siano in grado di instaurare un dialogo diretto non solo con i grandi investitori istituzionali (oggi raggiunti principalmente con i *roadshows*), ma anche con la gran massa dei piccoli risparmiatori, che a loro volta non trovano più soddisfazione nell'investimento in titoli di Stato o in forme tradizionali di risparmio bancario e non sono sufficientemente propensi al rischio per investire in Borsa i propri risparmi.

Tra i canali di comunicazione con i risparmiatori che potrebbero risultare più efficaci nell'immediato futuro c'è Internet, non solo nella forma dell'*Internet banking* o del *trading on line* «tradizionali», ma anche nell'offerta diretta di strumenti finanziari di tipo *corporate*. Negli Stati Uniti, già oggi chi visita il sito della società finanziaria della Ford [<http://www.fordcredit.com>] ha la possibilità di acquistare *on line* un prestito personale o anche un titolo obbligazionario, una *asset-backed security* o una quota di un fondo comune di investimento nel mercato monetario.

<sup>2</sup> In Italia questo strumento è noto come «cambiale finanziaria».

<sup>3</sup> Il mercato dei *commercial papers* in Italia è ancora molto modesto. Anche il sistema bancario vede con una certa diffidenza la diffusione di forme di disintermediazione che potrebbero attrarre quote importanti del piccolo risparmio, riducendo le dimensioni della raccolta tradizionale. Ci si attende, comunque, un rapido cambiamento anche su questo fronte nel corso dei prossimi due anni, in particolare con l'ingresso di nuovi operatori stranieri sul mercato del credito nazionale.

<sup>4</sup> Il rating assegnato ad un'operazione di *securitization* di un buon portafoglio di crediti si basa, infatti, non sulla solidità finanziaria del creditore, ma su quella del debitore.

Il numero e l'importanza dei cambiamenti passati in rassegna non può non impressionare. Si potrebbe sostenere che molti di essi fossero maturi anche in assenza di unificazione monetaria, il che è probabil-

mente vero. L'Unione monetaria ha però agito da catalizzatore di eventi e di cambiamenti - anche radicali - che forse avremmo visto svilupparsi ugualmente, ma in un tempo molto più lungo.

## ② Le principali innovazioni finanziarie\*

PAUL DE SURY • ARMANDO GRIBAUDI

In Italia, nel corso del 1999, è proseguito il processo di modernizzazione dei mercati finanziari, iniziato nel 1997 con un radicale mutamento del quadro regolamentare e con la costituzione di società per azioni destinate a gestire Borsa e mercato ristretto. Ogni cambiamento è stato approvato nel tentativo di raggiungere maggiore trasparenza ed efficienza, nonché di colmare i gap che ancora separano l'Italia dagli altri mercati.

### La modernizzazione dei mercati

**Il Monte Titoli.** Nell'ambito degli interventi per incrementare l'efficienza dei mercati e la liquidabilità dei titoli, è stato approvato un progetto di Monte Titoli che prevede la fornitura di un servizio centralizzato di prestito titoli. Il servizio è ora attivo e si rivolge a tutti gli intermediari, che possono svolgere il ruolo di prestatori o di prenditori, mentre Monte Titoli assume la

veste di controparte centrale, come accade già da tempo alla Cassa di Compensazione e Garanzia nel mercato dei derivati. Possono essere prestati tutti i titoli depositati nei conti presso Monte Titoli (per lo più azioni e obbligazioni italiane), salvo alcune tipologie individuate *ad hoc* dalla società di gestione dei mercati.

Ai fini della sicurezza del meccanismo, gli intermediari che intendano prendere a prestito azioni e obbligazioni devono fornire opportune garanzie a fronte di ogni operazione: queste ultime possono essere costituite sia in titoli, sia in contanti. Inoltre, gli intermediari ammessi, in quanto soggetti a vigilanza, devono essere dotati di strutture patrimoniali che rispecchino precisi criteri di prudenza e solidità.

Il neocostituito sistema di prestito titoli faciliterà le negoziazioni allo scoperto, in quanto il ricorso ai titoli in prestito garantisce la disponibilità degli stessi praticamente in ogni momento.

Questa novità è stata accolta con grande entusiasmo dagli intermediari e dai commentatori, mentre le autorità sono state molto caute, nel timore che i rischi di regolamento aumentino a dismisura e il problema di singole insolvenze possa degenerare in rischio sistemico.

**La variazione degli orari di negoziazione.** Si tratta di una novità rilevante: nella Borsa Italiana, dal 1° settembre, le fasi di negoziazione in continua iniziano alle 9.30 e terminano alle 17.30, mentre per i mercati dei *futures* su indici (Fib 30 e Fidex), delle opzioni su azioni e indice Mib 30 e per il mercato dei premi la negoziazione continua si svolge dalle 9.15 alle 17.30. Per permettere l'allungamento degli orari di negoziazione in continua sono state ridotte le fasi di asta in apertura e di validazione.

La variazione di orario fa parte di un più vasto progetto di armonizzazione fra le otto maggiori piazze d'Europa, che probabilmente da aprile inizieranno ad operare anche in orario serale.

Tabella 2  
Orari di contrattazione  
sulle principali piazze europee

	Apertura	Chiusura
Londra	9.00	17.30
Parigi	9.00	17.00
Zurigo	9.00	17.00
Francoforte	9.00	17.00
Madrid	9.00	17.00
Amsterdam	9.30	16.30
Bruxelles	10.00	16.45

Nell'ambito di tale progetto, grossi cambiamenti sono intervenuti a partire dal 20 settembre 1999 anche alla Borsa di Londra,

che ha anticipato l'inizio delle contrattazioni alle ore 8.00 (le ore 9.00 italiane), al mercato di Francoforte e a quello di Madrid, ove l'orario di Borsa è stato esteso alla fascia che va dalle 9.00 alle 17.30.

Il provvedimento di estensione degli orari potrebbe preludere a un cambiamento più significativo, sulla scia dell'esempio di Wall Street, dove le contrattazioni, che attualmente proseguono anche al di fuori degli orari ufficiali di Borsa grazie alla presenza di ben 10 ECN o network di *trading* elettronico (veri e propri circuiti alternativi a quelli ufficiali), già da fine 2000 inizieranno alle 5 e termineranno alle 22 proprio per contrastare le ECN. Bisogna però ricordare che, mentre nel caso americano la liquidità e lo spessore del mercato sono sempre garantiti, e quindi un mercato aperto 15 ore al giorno ridurrebbe gli accumuli eccessivi di ordini in apertura, nel caso italiano e di alcune altre Borse europee potrebbe mancare la liquidità e i prezzi potrebbero essere facilmente manipolati con lo scambio di volumi esigui.

**Il Nuovo Mercato.** Nella tarda primavera del '99 ha inoltre preso vita, anche nel nostro paese, il mercato riservato alle società medio-piccole ad alto tasso di sviluppo: il Nuovo Mercato (NM). Il NM è regolamentato, gestito dalla Borsa Italiana nonché autorizzato dalla Consob. Esso è collegato al circuito Euro.NM, un'alleanza europea di mercati azionari per le imprese innovative che comprende Nouveau Marché di Parigi, Neuer Markt di Francoforte, Euro.NM Belgium di Bruxelles e NMAX di Amsterdam e che oggi conta più di 250 società.

Il NM è riservato alle aziende ad alto contenuto tecnologico, come *information*

\* Una versione ridotta di questo articolo è inclusa nel volume *Un risparmiatore deluso?*, XVII Rapporto Bnl/Centro Einaudi sul risparmio e sui risparmiatori in Italia, a cura di M. Deaglio e G. Russo, Milano, Guerini e Associati-Bnl Edizioni, dicembre 1999.

*technology*, biotecnologie e telecomunicazioni, così come alle imprese operanti in settori tradizionali, quali i trasporti, la meccanica, l'*entertainment*, che abbiano significativi progetti di innovazione in termini di prodotti, processi o servizi.

L'ammissione delle singole aziende viene decisa in base ai tassi di sviluppo che le stesse presentano contestualmente alla domanda di quotazione: in ogni caso, più che lo stato dei conti, viene premiato quello che viene considerato il massimo valore aggiunto di una società innovativa: l'idea sottostante.

I requisiti per l'ammissione al mercato sono molto snelli e decisamente meno stringenti di quelli richiesti per la quotazione al MTA: non è previsto alcun livello minimo di reddito, di fatturato e di dimensione dell'attivo. È sufficiente che la società disponga di un patrimonio netto di 3 miliardi di lire. L'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione minima con cui una società si presenta sul NM deve essere almeno pari al 20 per cento del capitale, con possibilità di deroga nel caso di *dual listing*, ovvero di quotazione su due diverse piazze. Tale offerta deve essere almeno pari a 5 milioni di euro (di cui almeno la metà deve essere offerta al pubblico). Gli imprenditori sono obbligati, per effetto di una clausola cosiddetta di *lock-in*, a mantenere per almeno un anno dopo la quotazione l'80 per cento delle azioni in loro possesso: una sorta di garanzia per gli investitori, che non si sentono così «abbandonati» da coloro che hanno sviluppato l'idea innovativa, i quali rimangono coinvolti anche do-

po averla portata sul listino. Dopo la quotazione, la liquidità è garantita su ogni titolo da almeno un intermediario, che opera come specialista (*market maker*) e assicura la possibilità di scambiare l'azione in modo continuativo.

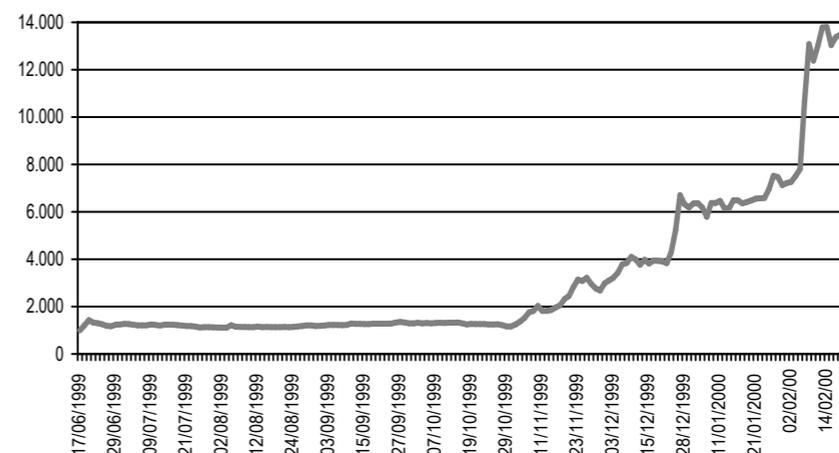
Grande enfasi è stata data nella progettazione del Nuovo Mercato alla trasparenza, con obblighi di comunicazione dei dati trimestrali sia in italiano, sia in inglese.

Un aspetto molto innovativo del mercato è poi la possibilità di operare senza lotti minimi prefissati: come nei paesi più moderni, agli investitori è data facoltà di negoziare anche una sola azione. Da notare anche che, per il 1999, la quotazione delle matricole è stata gratuita: non ci sono state, cioè, *entry fees* e gli intermediari hanno operato gratuitamente (mentre i costi di collocamento sugli altri mercati del circuito si aggirano sul 6-7 per cento dell'offerta).

Attualmente le società quotate sul Nuovo Mercato sono sei<sup>5</sup>. Opengate è stata la prima ad approdare al nuovo listino, nel maggio 1999, e ha riscontrato un acceso interesse da parte di investitori istituzionali e risparmiatori, realizzando in una settimana una performance di poco inferiore al 60 per cento, sulla scia degli ottimi risultati delle matricole di altri mercati europei (Neuer Markt *in primis*) e americani (Nasdaq); nell'autunno del 1999 è stata collocata la Tiscali di Renato Soru (che a fine febbraio del 2000 rappresentava il 95 per cento della capitalizzazione del Nuovo Mercato italiano); l'ultima è stata Gandalf.

<sup>5</sup> Si tratta delle seguenti società (tra parentesi, la capitalizzazione al 22 febbraio 2000, in milioni di euro): Gandalf (144), Opengate (294), Poligrafica San Faustino (112), Prima Industrie (63), Tecnodiffusione (138), Tiscali (13.738).

Figura 3  
Indice del Nuovo Mercato (luglio 1999 = 1.000)



Il Nuovo Mercato presenta vantaggi a tutto tondo: per gli intermediari, che aumentano la propria operatività; per gli investitori, che possono contare su un'ulteriore opportunità di diversificazione, seppure ad alto rischio; e per le imprese, che possono così ricorrere a capitale di rischio a buon mercato.

Se si pensa che in Italia abbondano le piccole e medie imprese (le aziende con meno di 100 addetti assorbono oltre il 60 per cento dell'occupazione complessiva del settore manifatturiero, contro il 40 per cento in Francia e il 25 per cento negli Stati Uniti), molte delle quali con buone potenzialità di crescita, si può anche dire che il Nuovo Mercato rappresenta uno strumento a servizio non solo della crescita delle imprese, ma anche dello sviluppo dell'intero paese.

**L'accordo per un unico mercato europeo.** Un aspetto decisamente significativo del 1999 per i nostri mercati è stato, come

accennato in precedenza, l'accordo programmatico raggiunto dai rappresentanti delle otto maggiori Borse europee al fine di costituire un unico mercato. Il 4 maggio 1999, a Madrid, è stato firmato un memorandum di intesa per avviare un'alleanza strategica, con l'obiettivo di costituire un'unica piattaforma di scambio almeno per i maggiori titoli di ogni paese; il 23 settembre, poi, è stato deciso che, entro il mese di novembre 2000, dovrà essere adottato un modello di mercato comune per le *blue chips* europee nonché un'unica interfaccia elettronica per le contrattazioni, in modo da consentire agli operatori delle otto piazze di svolgere le operazioni utilizzando un unico sistema informatico.

L'intesa, che punta ad accrescere la domanda totale dei grandi titoli europei e non già ad alterare il peso relativo delle Borse partecipanti, si prefigge il raggiungimento di sette obiettivi: 1) aumentare la liquidità dei titoli, 2) migliorare la trasparenza del mercato, 3) semplificare le pro-

cedure delle transazioni, 4) minimizzare le complessità del sistema per gli utilizzatori, 5) attrarre nuovi flussi di capitale, 6) servire da protezione degli investitori e 7) migliorare l'integrità dei mercati.

Il nuovo sistema garantirà contrattazioni continue, un approccio armonizzato a ogni mercato, l'anonimato nelle transazioni, facilitazioni per gli scambi ai blocchi, un approccio comune contro le manipolazioni (con supervisione garantita da ogni Borsa sui propri titoli) e un accesso senza discriminazioni in ragione dell'appartenenza geografica.

Il grande bacino europeo che si verrà a creare comprenderà, in un primo tempo, da 300 a 600 grandi titoli con un solo prezzo per titolo, ma è facilmente prevedibile che esso si amplierà in futuro arrivando ad includere anche i titoli dei nuovi mercati.

Nella tabella seguente si può osservare la capitalizzazione di Borsa dei mercati partecipanti all'accordo, da comparare con quella delle altre due maggiori Borse mondiali (quella americana e quella giapponese).

Tabella 4  
Capitalizzazione delle principali Borse mondiali a fine agosto 1999  
(dati in miliardi di euro)

Wall Street	8.950	Totale	
Nasdaq	2.199	Stati Uniti	11.149
		Tokyo	2.174

Prima della nascita della piattaforma unica occorrerà però superare molti ostacoli, arrivando ad armonizzare le regole dei mercati, il sistema di *clearing* o compensazione<sup>6</sup>, il regolamento (*settlement*) e i regimi fiscali dei vari paesi. In particolare, bisognerà aver raggiunto una completa uniformità nelle norme di protezione del risparmio, in quelle legate al funzionamento dei mercati e all'informativa e nelle norme penali. Per fare un esempio delle disparità ancora presenti, allo stato attuale neanche la regolamentazione dell'Opa è uniforme, con differenze marcate tra Italia, Francia e Germania. Neppure i sistemi di negoziazione si avvicinano tra loro, con la Borsa tedesca che si basa ancora parzialmente sulle grida e quelle italiana e francese completamente automatizzate.

Nella direzione dell'unificazione dei mercati europei per lo scambio dei *futures* e delle opzioni, già nel '98 è nato Euro-Globex, un circuito integrato comprendente l'italiano MIF, il francese MATIF e lo spagnolo MEF, che permette agli aderenti di accedere agli altri mercati direttamente dai propri terminali, mentre per ciò che

concerne i titoli di Stato è da poco nato EuroMTS, il mercato secondario per tutti i *treasury bills* europei.

### I nuovi strumenti

Prima di parlare delle innovazioni a livello di prodotti finanziari, occorre accennare a due nuovi strumenti introdotti nel corso dell'anno: il *trading on line* e l'*assur-banking*.

**Il trading on line.** All'inizio del 1999 ha fatto la sua comparsa anche in Italia lo strumento, particolarmente interessante, dell'investimento *on line*. Nel tentativo di colmare una delle lacune che da troppo tempo separavano il mercato italiano da quello americano e inglese, diverse SIM e alcune banche hanno lanciato la possibilità di negoziare titoli via Internet, con commissioni ridotte e, spesso, con la fornitura di servizi di supporto grafico e analitico. L'investitore può abbonarsi ai servizi di tali società, effettuando le proprie operazioni di compravendita titoli via Internet da qualunque luogo, in modo diretto e immediato. Questo servizio è nato per i titoli del mercato italiano, ma è stato poi esteso anche ai più importanti mercati stranieri, tra cui quello americano.

La diffusione del *trading on line* permette di ridurre i costi di transazione associati alle scelte di investimento e di attenuare i gap informativi di cui spesso l'investitore soffre. La realtà italiana al riguardo è ancora ai primordi, anche per la scarsa diffusione dell'uso di Internet tra la popolazione. I segnali sembrano però essere incoraggianti, ed è attesa per i prossimi anni una crescita sensibile di questo strumento.

**L'assur-banking.** Questo strumento è l'opposto della bancassicurazione: non sono le banche che offrono prodotti assicurativi presso i loro sportelli, bensì le compagnie assicurative che sbarcano nel business tipico degli istituti di credito e, accanto alle tradizionali polizze, offrono prodotti finanziari e bancari, sia allo sportello, avvalendosi di promotori finanziari e personale istituito *ad hoc*, sia attraverso i nuovi canali forniti dalla tecnologia: il telefono, Internet e la televisione interattiva.

L'*assur-banking*, così come la *bancassurance*, è un fenomeno che interpreta correttamente l'evoluzione dei mercati bancario, assicurativo e dei fondi comuni di investimento, i quali si stanno avviando verso la maturità e non possono sopravvivere in maniera isolata, se non a scapito dell'efficienza e della redditività. L'*assur-banking* è, e sarà, in gran parte costituito da servizi di banca virtuale, come è emerso dalle prime realtà sviluppatesi: la compagnia assicurativa britannica Prudential Corporation, ad esempio, ha dato vita ad una banca virtuale denominata Egg che già a metà anno deteneva depositi per circa 100 milioni di sterline.

### I nuovi prodotti

**Gli index certificates.** Si tratta di strumenti finanziari molto utilizzati all'estero: in Italia hanno cominciato ad essere commercializzati solo nel 1999, con il nome di *benchmarks*.

Il termine *benchmark* in finanza definisce, solitamente, un'entità matematica, più precisamente la media ponderata dei prezzi a cui vengono scambiati i titoli di un certo mercato mobiliare o di un dato comparto di esso. Esistono *benchmarks*

Tabella 3  
Capitalizzazione delle principali Borse dell'Unione Europea a fine agosto 1999  
(dati in miliardi di euro)

Amsterdam	580	Milano	522
Bruxelles	177	Parigi	1.048
Francoforte	1.120	Zurigo	614
Londra	2.453	Totale	
Madrid	352	Europa	6.866

Fonte: Federazione delle Borse europee

<sup>6</sup> Il *clearing* o compensazione è l'operazione tramite la quale le banche si scambiano i titoli di credito tratti su ciascuna di loro e pagati da una qualsiasi delle altre, regolando soltanto l'eventuale saldo mediante addebito o accredito sui particolari conti che ciascuna banca tiene presso la banca centrale. [Dal *Dizionario enciclopedico economico e commerciale*, Bologna, Zanichelli, 1990].

obbligazionari, azionari e misti, ma quelli più seguiti e più noti a tutti sono gli azionari. Per fare qualche esempio, un *benchmark* può essere l'indice COMIT, il MIB 30, lo Standard & Poor 500 o il FTSE 100. Il *benchmark* viene utilizzato dai gestori come punto di riferimento per valutare l'andamento della loro attività: l'obiettivo più accattivante per un gestore è quello di «battere» il *benchmark* con il quale si confronta, operazione nella pratica assai difficile, se non altro per l'incidenza dei costi di transazione.

Sulla base di questa definizione di *benchmark*, nella primavera del '99 l'Unicredito Italiano ha introdotto dei certificati rappresentativi di precisi panieri di titoli, che garantiscono una performance identica a quella dei panieri veri e propri, i quali sono stati appunto chiamati Benchmark. Con questi strumenti l'investitore *retail* (generalmente un piccolo risparmiatore) può puntare su un portafoglio ampiamente diversificato con un investimento limitato, anche nell'ordine dei 500 euro. Il vantaggio, rispetto all'investimento in singoli titoli, è rappresentato dalla scomparsa quasi totale del rischio specifico, in quanto l'indice ingloba solo il rischio di un cattivo andamento dell'intero sistema (rischio sistemico).

Si possono distinguere due tipi di *benchmark*:

- quelli sui mercati dell'area euro, che sono esclusivamente influenzati dall'andamento dell'indice sottostante e non incorporano alcun rischio di cambio;

- quelli su mercati al di fuori dell'area euro, che inglobano anche il rischio di cambio: per questi certificati, più l'euro si deprezza rispetto alla divisa di riferimento, più il *benchmark* aumenta di valore, a parità di condizioni del mercato, e viceversa.

L'emittente dei *benchmarks* ha ottenuto la loro quotazione presso la Borsa Italiana, assicurando così un maggior grado di trasparenza nella formazione dei prezzi; inoltre, si è assunto l'impegno costante di fare da *market maker*, garantendo agli investitori la possibilità di liquidare l'investimento in ogni momento.

I *benchmarks* non sono prodotti derivati, non sono perciò paragonabili ai *covered warrants*,<sup>7</sup> i quali sono opzioni a tutti gli effetti, e sono caratterizzati dall'effetto leva, che offre prospettive di guadagni anche molto elevati, ma subiscono l'influenza anche di altri fattori (diminuzione del valore all'avvicinarsi della scadenza o all'aumentare della volatilità dei mercati e variazione del valore al mutare delle aspettative degli investitori). La performance di un *benchmark* in un dato periodo di tempo è calcolabile con semplicità a partire dall'indice sottostante e dalla variazione del tasso di cambio, non così quella di un *covered warrant* per gli elementi sopra citati. Inoltre, mentre il *covered warrant* è più uno strumento speculativo, da tenere in portafoglio per un periodo limitato di tempo, il *benchmark* può essere un valido esempio di investimento di lungo periodo.

I **constant maturity bonds (CMB)**. Sono strumenti finanziari sorti per offrire all'investitore valide garanzie di redditività di lungo periodo in un momento in cui, conclusa la fase di convergenza monetaria in Europa, le attese sull'andamento della curva dei rendimenti sono mutate e il *sentiment* dei mercati sui tassi è divenuto sostanzialmente rialzista.

Sono titoli obbligazionari a tasso variabile che, invece di essere indicizzati, come quasi sempre è avvenuto nel passato, ai tassi a breve, sono legati ad un tasso a lungo termine. Il tasso cui sono indicizzati può essere il tasso di un titolo a reddito fisso o di una serie di titoli obbligazionari o ancora un tasso *swap* (in quest'ultimo caso si parla di *constant maturity swap*).

I CMB prevedono pagamenti cedolari periodici, annuali o semestrali, con assegnazione di una data percentuale (mai del 100 per cento) del tasso cui sono indicizzati. Inoltre, spesso essi includono dei *floors* (livelli di rendimento minimo garantito) e, in molti casi, sono titoli *callable*, cioè offrono la possibilità all'emittente di decidere di procedere al rimborso anticipato del titolo, qualora lo ritenga conveniente.

I *constant maturity bonds* sono nati all'estero già da diversi anni: una delle prime apparizioni risale al marzo 1996, quando in Francia è stato emesso un titolo di Stato (OAT) con cedole indicizzate al Tec 10, cioè al tasso a scadenza costante a dieci anni.

Questa tipologia di titoli può aver successo solo con una curva dei tassi inclinata positivamente, con tassi a lungo termine più alti di quelli a breve: più ripida è la curva, maggiore è il flusso di reddito atteso, maggiore è il valore del CMB. Oltre ad essere indicato come investimento difensivo di

lungo periodo per la clientela *retail*, il CMB è uno strumento ideale per gli investitori istituzionali, in particolare per le compagnie assicurative, che hanno la necessità di coprirsi dal rischio di tasso nel lungo periodo.

**Le azioni di partecipazione cooperativa (APC)**. Sono strumenti finanziari innovativi, introdotti per la prima volta nel 1992 ma praticamente ignorati fino al 1999 dagli emittenti e dagli investitori. Le APC hanno una natura intermedia tra azione e obbligazione: infatti, se da una parte, al contrario delle azioni, sono titoli al portatore, dall'altra garantiscono uno status molto simile a quello dell'azionista di risparmio (non danno diritto di voto e garantiscono un dividendo minimo annuo); inoltre prevedono la possibilità di chiedere il rimborso integrale dopo i primi 5 anni, se non sono state nel frattempo quotate.

Le APC permettono di supportare la crescita aziendale, in quanto il ricavato del loro collocamento è destinato alla realizzazione di particolari investimenti, che devono essere specificati nel prospetto informativo che accompagna il collocamento.

Per il risparmiatore esse sono un ottimo strumento di avvicinamento al mondo azionario in quanto garantiscono, in presenza di utile, un rendimento pari a quello di un'obbligazione molto remunerativa, che oscilla tra un minimo del 2 e un massimo del 9,75 per cento. Contemporaneamente, trattandosi di azioni, esse hanno una certa volatilità, seppure più limitata di quella delle azioni ordinarie.

Uno dei maggiori problemi legati alle APC è la loro bassa visibilità sui mercati e la loro diffusione ancora troppo limitata

<sup>7</sup> Il *covered warrant* è un certificato di diritto di sottoscrizione che dà al portatore la possibilità di acquistare un altro certificato il quale, a sua volta, dà diritto a sottoscrivere azioni. Si tratta, cioè, di un *warrant* su un *equity warrant* ed è detto coperto perché chi lo vende, di solito una banca, possiede in portafoglio gli *equity warrants* cui esso si riferisce. [Dal *Dizionario enciclopedico economico e commerciale*, Bologna, Zanichelli, 1990].

per poter dare un giudizio obiettivo sul fenomeno.

**I derivati di tipo pan-europeo.** Nella prospettiva di mercati finanziari con esposizione sempre più internazionale, ultimamente sono sorti contratti derivati di tipo pan-europeo, attraverso i quali si è reso possibile un ribilanciamento dei portafogli azionari in ottica europea e non più nazionale.

Il primo di questi strumenti, il FTSE Eurotop 100, in realtà era già stato introdotto il 12 maggio 1998 nell'ambito di un accordo di convergenza tra LIFFE, FTSE International e Amsterdam Exchange (AEX). Questo derivato, che ha come sottostante l'indice Eurotop 100, comprensivo di 100 titoli dell'area europea (non necessariamente dell'area euro), era stato offerto, ed è tuttora offerto, in maniera frazionata, con negoziazione al LIFFE del *future* e all'AEX del contratto di opzione. Esso ha raggiunto volumi significativi di scambio solo sui mercati *over the counter*, mentre non ha sinora suscitato grossa attenzione sui mercati ufficiali.

Gli altri derivati pan-europei sono stati lanciati nel corso del '99. Il 25 maggio, il LIFFE ha lanciato diversi prodotti *future* ed opzioni su 5 indici (3 di questi indici sono calcolati dal FTSE International e 2 da Morgan Stanley Capital International). Essi sono il FTSE Eurobloc 100, che presenta come sottostante un paniere di 100 titoli selezionati in base alla loro capitalizzazione - paniere che viene rivisto annualmente; l'Eurotop 300, che si basa su 308 titoli selezionati per capitalizzazione e rivisti trimestralmente; l'Eurotop exUK, il quale non considera i titoli del Regno Unito; l'MSCI Euro, che considera 130 titoli in

base a liquidità e capitalizzazione, nonché l'MSCI Pan Euro, che ne considera 236, sempre in base ai criteri di liquidità e capitalizzazione.

Dal 29 giugno, infine, sono stati introdotti *futures* e opzioni sull'indice E-Stars, costituito dai titoli rappresentativi di un numero ristretto di società estremamente liquide e capitalizzate: in pratica, l'E-Stars può essere definito come l'indice delle *blue chips* dell'area euro.

Questi prodotti vengono negoziati sul LIFFE CONNECT™, la nuova piattaforma elettronica del LIFFE.

#### *I nuovi prodotti strutturati*

**I reverse convertible di terza generazione.** I *reverse convertible* tradizionali sono prodotti strutturati di durata variabile tra i 3 e i 18 mesi, assimilabili ad obbligazioni che garantiscono cedole molto elevate (anche pari al 18-20 per cento) e che, a scadenza, prevedono alternativamente:

- il rimborso del 100 per cento del capitale investito, se il sottostante cui sono legate (in genere un titolo azionario molto liquido) è superiore ad un certo *strike price*, o prezzo di esercizio, fissato a priori;
- la consegna materiale del sottostante, se il suo valore a scadenza è inferiore allo *strike price*.

Negli ultimi due-tre anni, in Italia ma soprattutto negli altri paesi europei, si è verificato un vero e proprio boom dei *reverse convertible* di seconda generazione, meno rischiosi dei *reverse* tradizionali in quanto dotati di una clausola di *knock-in*, denominata *barrier*, in base alla quale la consegna materiale del titolo a scadenza avviene solo se il sottostante è inferiore allo *strike price* e se contemporaneamente, durante la vita del *reverse*, il titolo è sceso

sotto un determinato prezzo, generalmente molto basso (ad esempio il 75 per cento dello *strike price*).

Nel corso del 1999 sono stati introdotti poi i *reverse* di terza generazione, assimilabili a titoli *zero coupon* (obbligazioni senza cedole), a cui sono state aggiunte un'opzione *put* a favore dell'emittente e un'opzione *call* a favore del sottoscrittore, le quali sono legate a prezzi di esercizio diversi<sup>8</sup>.

In caso di deprezzamento del sottostante, questi titoli danno diritto a ricevere a scadenza il capitale investito più il maggior importo tra la cedola prefissata (sempre molto superiore al 10 per cento) e una data percentuale (in genere il 50 o il 60 per cento) dell'incremento del prezzo del sottostante: questo per effetto dell'opzione *call*. In caso di deprezzamento del sottostante, con discesa al di sotto dello *strike price*, a scadenza gli investitori ricevono la cedola più i titoli, in conseguenza dell'esercizio dell'opzione *put* da parte dell'emittente.

Mentre i *reverse convertible* di prima generazione sono, in pratica, costituiti dalla combinazione di uno *zero coupon* con la vendita di un'opzione *put* e quelli di seconda generazione hanno in più un'opzione esotica di *knock-in*, i nuovi *reverse convertible* contengono anche un'opzione *call* in acquisto e, di conseguenza, sono adatti ad un investitore con una percezione non solo non *bearish* (ribassista), ma propriamente *bullish* (rialzista) sul titolo.

**Le daily accrual notes (DAN).** Si tratta di prodotti strutturati dalla vita molto limitata, al massimo di 3-6 mesi: tecnicamen-

te sono costituite dalla combinazione di un'obbligazione a tasso fisso e di alcune opzioni *double lock out*. Il compratore di *daily accrual notes* si trova nella stessa situazione di un investitore che ha comprato un'obbligazione a tasso fisso ma, non accontentandosi dell'importo, relativamente modesto, delle cedole e avendo una certa propensione al rischio, ha deciso di utilizzare le cedole stesse per acquistare delle opzioni *double lock out* e avere in prospettiva dei redditi elevati, seppure aleatori.

Ma che cosa sono, in realtà, le *double lock out*? Sono opzioni esotiche che prevedono, alla scadenza, il pagamento di una certa somma se il sottostante cui sono legate - che può essere un tasso di cambio, un tasso di interesse, il valore di un'azione - è rimasto, nell'arco di tempo stabilito, all'interno di un determinato intervallo di prezzo. Ad esempio, è una USD-EUR *double lock out* a 3 mesi un contratto che prevede il pagamento, dopo 3 mesi, di una somma prefissata, ben superiore al premio pagato inizialmente, se il cambio dollaro-euro rimane, per tutti i 3 mesi, all'interno di un dato *range*.

Nelle DAN in genere sono presenti 3-4 opzioni *double lock out* indipendenti tra di loro, che si basano sullo stesso sottostante (in genere un tasso di cambio), ma considerano *ranges* diversi (più o meno ampi, ma centrati tutti sul medesimo valore), cui sono associati rendimenti differenti: più lo *spread* è ampio, più chiaramente il rendimento dell'opzione è limitato.

Nelle DAN le opzioni restano in vita per tutta la durata dello strumento principale e prevedono la maturazione di un interesse

<sup>8</sup> Le opzioni *put* e *call* sono il diritto rispettivamente a vendere e a comprare un determinato bene a un prezzo prefissato entro un periodo di tempo concordato.

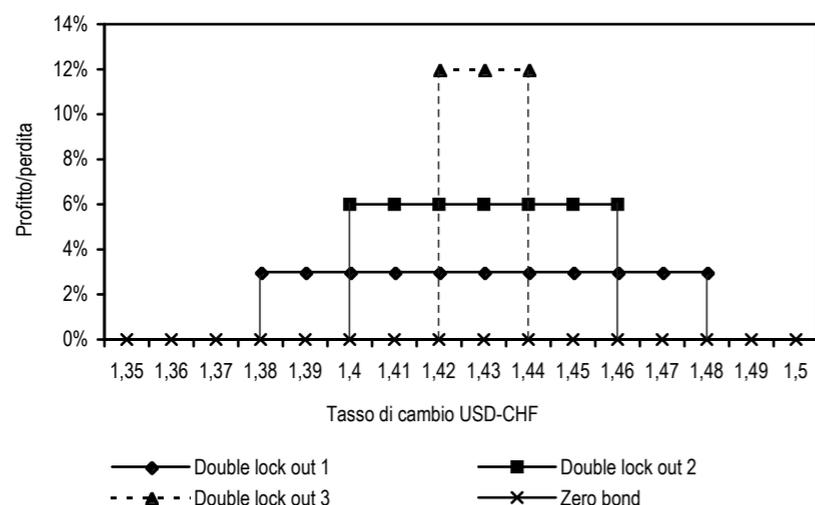
per ogni giorno in cui l'intervallo non è stato violato e un pagamento nullo per i giorni in cui è stato violato. In altre parole, se in un dato giorno il *range* di una o più opzioni non è stato rispettato, per quel giorno non maturano gli interessi collegati a tali opzioni, mentre per ogni giorno in cui il sottostante è rimasto in uno dei *ranges* l'investimento matura gli interessi relativi.

Nella figura è rappresentata una USD-CHF *daily accrual note* a 6 mesi: si può osservare come la prima opzione, che si basa

su un *range* molto ristretto, sia associata ad un rendimento elevato, mentre la seconda e la terza, che considerano intervalli di prezzo via via più ampi, presentino rendimenti via via inferiori.

Questi prodotti sono indicati per investitori che si attendono movimenti non troppo marcati del sottostante, in nessuna direzione, e desiderano aumentare la redditività del proprio investimento a breve mettendo a rischio gli interessi cui avrebbero diritto investendo in un semplice *bond*.

Figura 4  
Composizione di una USD-CHF *daily accrual note* a 6 mesi



Le **flexible range notes** sono prodotti costituiti da un'obbligazione a breve termine e da un'opzione *range binary (no touch)* in base alla quale il sottostante deve sempre rimanere all'interno di un certo intervallo, per tutto il *range period*.

Similmente alle DAN, l'investitore paga i premi dell'opzione rinunciando alla cedola dell'obbligazione e scommette sulla per-

manenza del sottostante in un certo intervallo. Diversamente dal caso delle DAN, però, l'opzione non si rinnova quotidianamente: una volta violato il limite, essa scade in modo definitivo. L'investitore ha una parte attiva nel fissare il *range* entro cui crede che il sottostante rimarrà per tutto il *range period* (in genere un mese): in caso di mancata violazione degli estremi, o *trig-*

*gers*, alla scadenza avrà diritto ad incassare una somma molto più elevata della cedola che avrebbe ricevuto con il semplice *bond*; in caso contrario non avrà diritto a nulla se non al rimborso del capitale, sempre garantito. Ogni mese l'investitore ha in genere la possibilità di fissare nuovi *triggers* e fare ripartire la redditività dell'investimento.

Le **capital guaranteed notes** connesse a eventi extra finanziari. Sempre più diffuse in Europa, probabilmente diventeranno gli strumenti di investimento del futuro più vicini alle tradizionali scommesse: sono prodotti la cui performance è legata a eventi politici (la stabilità di un governo), economici (la solvibilità di un paese emergente o di un'azienda) o sociali. Se l'investitore è convinto che un fatto accadrà, potrà sottoscrivere un prodotto strutturato legato a quel fatto e ricevere, di conseguenza, una remunerazione elevata, bassa o nulla, a seconda del verificarsi o meno dell'evento.

Infine, due «curiosità» finanziarie. La prima riguarda le Borse in Borsa. La quotazione in Borsa di un mercato finanziario, in quanto struttura capace di produrre utili e generare liquidità, non è ancora un fenomeno italiano, ma molti sono pronti a scommettere che entro l'anno 2001 anche la Borsa Italiana S.p.A. sarà quotata.

Per il momento, la Borsa svedese e quella australiana sono state le prime e uniche Borse ad essere ufficialmente quotate, alla pari di una qualunque società.

L'andamento delle quotazioni di una Borsa rispecchia chiaramente l'andamento dell'insieme delle azioni del listino, ma è influenzato anche dall'attrattività che la stessa genera presso gli investitori.

Il prossimo passo sarà effettuato dal Nasdaq, il mercato dei titoli *high growth* più grande del mondo, che dovrebbe essere quotato non solo sul mercato di New York ma su più mercati. La quotazione fornirà al mercato telematico l'accesso diretto agli investitori e alle fonti di capitale in generale e faciliterà, di conseguenza, il suo sviluppo tecnologico, in modo da poter meglio reggere il confronto con i nuovi network di *trading* elettronico.

Recentemente si è parlato con insistenza anche della quotazione del New York Stock Exchange, che dovrebbe avvenire nel corso dell'anno 2000.

La seconda «curiosità» finanziaria riguarda i **futures sul vino di seconda generazione**. Ultimamente sono stati messi a punto i *futures* sul vino con garanzia bancaria, chiamati pertanto *futures* sul vino di seconda generazione.

La prima operazione risale alla primavera del '99, quando la Banca Nazionale dell'Agricoltura ha emesso dei *futures* su alcuni prodotti vinicoli dei poderi Castellare di Castellina, riferibili alle annate 1995 (i cui prodotti sottostanti saranno consegnati nel 2000), 1996 (2001) e 1997 (2002).

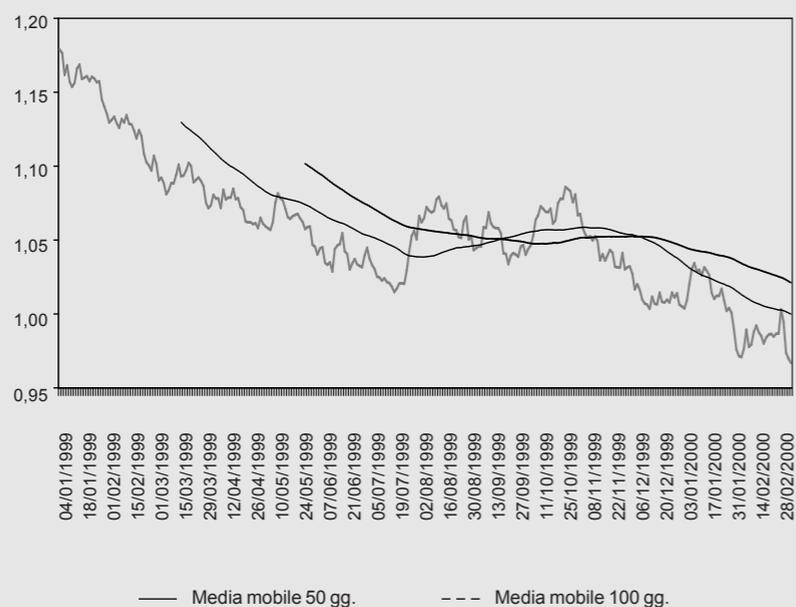
La banca emittente si è impegnata a garantire sia la regolarità delle operazioni, cedendo dei certificati in cambio del corrispettivo, sia il rimborso di quanto pagato se, per qualunque motivo, il vino non dovesse essere consegnato a scadenza. Inoltre, si è impegnata a favorire lo scambio dei certificati, in una sorta di mercato secondario.

Chissà che questo intervento bancario non rappresenti il primo passo per la costituzione di un mercato ufficiale dei derivati sui vini; molti sembrerebbero già pronti a scommetterci.

### **Euro: a quando la ripresa?**

*Il 4 gennaio 1999 l'euro – da paragonare per importanza solo al dollaro e allo yen – ha debuttato sul mercato valutario, partendo da un valore di riferimento di 1,1789 rispetto al dollaro e deprezzandosi gradualmente per effetto di una congiuntura economica e politica poco favorevole. Più precisamente, dopo una partenza molto sostenuta (a circa 1,19 dollari) l'euro ha iniziato un graduale processo di deprezzamento.*

Tasso di cambio dollaro-euro  
dal 4 gennaio 1999 al 29 febbraio 2000



*La principale spiegazione di questa discesa può essere colta nelle differenze dei tassi d'interesse tra Europa e Stati Uniti, che hanno orientato i flussi di investimento verso la moneta americana e li hanno allontanati, al contrario, dall'Europa. Del resto, anche*

*l'analisi fondamentale è stata, almeno per tutto il 1999, a favore della divisa americana, dato il vantaggio di crescita del Pil rispetto all'economia del Vecchio Continente.*

*Nel mese di luglio la divisa europea ha dato qualche segnale di ripresa, portandosi da quota 1,02 a quota 1,0825, ma nulla era cambiato nei fondamentali, cosicché la tendenza è rimasta ribassista e non si è invertita; all'inizio di agosto gli importanti supporti posti a quota 1,0723 e 1,066 sono stati ripetutamente sfondati al ribasso e ci si è di nuovo avvicinati alla parità con il dollaro, mentre, in contemporanea, l'euro ha segnato i livelli più bassi in assoluto contro lo yen. Verso la fine del mese di ottobre si è registrato un nuovo recupero, subito annullato dal rialzo dei tassi statunitensi.*

*Il rincaro del prezzo del petrolio (misurato e pagato ancora generalmente in dollari), a seguito dei tagli alla produzione operati dai paesi dell'Opec e della sospensione delle esportazioni da parte dell'Iraq, ha portato l'euro al primo sfondamento della parità verso i primi di dicembre del '99.*

*L'analisi tecnica indica che le medie mobili del tasso di cambio a 50 e 100 giorni, che da gennaio a fine giugno hanno confermato una debolezza marcata della valuta europea, dopo vari segnali di ripresa (per qualche mese la media a 50 è rimasta sopra quella a 100) sono state nuovamente sfondate al ribasso.*

*La riduzione del differenziale di crescita economica a vantaggio degli Stati Uniti e l'accumularsi della posizione debitoria dello stesso paese dovrebbe portare nel 2000 a una progressiva corrosione dei fattori fondamentali che hanno sostenuto la forza del dollaro. Il fin troppo pronosticato successo dell'euro alla sua nascita non è quindi del tutto cancellato, ma probabilmente solo rimandato di qualche trimestre.*