

## ETC O COMMODITY CERTIFICATES?

Gli ETC , o ETFS sono quindi la vera novità che il segmento ETFPlus di Borsa Italia ha introdotto nel mese di aprile. 32 nuovi ETF che per la prima volta consentono di investire su singole commodity o su indici di materie prime. Ma gli ETC sono tutti uguali? Su cosa investono realmente? Ma soprattutto, sono così diversi dai certificati su commodity già emessi e quotati da almeno due anni? Domande alle quali cercheremo di dare risposta in questo speciale approfondimento.

Iniziamo con il definire, secondo quanto scritto sul sito di Borsa Italia, cosa sono gli ETC:

- ✓ Gli **ETC** sono titoli **senza scadenza** emessi da una società veicolo a fronte dell'investimento diretto dell'emittente o in materie prime o in contratti derivati su materie prime. Il prezzo degli ETC è quindi legato direttamente o indirettamente all'andamento del sottostante, esattamente come il prezzo degli ETF è legato al valore dell'indice a cui fanno riferimento.

Sulla base di questa definizione, si può quindi iniziare a definire l'ETC come uno strumento derivato, quotato su un mercato regolamentato, che riflette il prezzo di una materia prima o di un indice; tale strumento è emesso e gestito da una società che investe direttamente in contratti future o sul bene materiale. Fin qui nulla di diverso da quello che accade nella strutturazione di un certificato di investimento che agisce su una commodity. La principale differenza che si può riscontrare è legata alla scadenza: gli ETC non hanno scadenza, i certificati si (almeno fino a quando non verranno autorizzati anche in Italia gli Open End, già diffusi nel resto d'Europa), per quanto questa sia sufficientemente lontana per poter intraprendere una posizione di medio termine (scadenza 2010 o 2012).

Proseguiamo con i vantaggi offerti dagli ETC secondo le definizioni riportate sul sito di Borsa Italia.

- ✓ Con gli ETC si ha la possibilità di rimanere costantemente allineato alle performance delle materie prime: a differenza di una posizione in future, gli ETC non comportano la necessità di riposizionarsi da un contratto future ad un altro (roll-over), non richiedono nessun margine, e non comportano altre spese di intermediazione/sostituzione dei contratti in scadenza. Infine gli ETC che investono direttamente nelle materie prime consentono di evitare gli oneri e i rischi legati al loro stoccaggio

Anche in questo caso non si possono riscontrare evidenti differenze tra gli ETC e i Certificati. Entrambi non richiedono il versamento di margini e non impongono all'investitore la preoccupazione di dover effettuare il rollover. Ma è proprio sul rollover che intendiamo soffermarci, in quanto elemento di più difficile comprensione e determinante per il funzionamento dei due strumenti.

### IL ROLLOVER

Al momento dell'emissione ciascun certificato parte con una parità ,o partecipazione, pari a 1 o 100%, ne deriva quindi che ad un dollaro di movimento del sottostante corrisponde un dollaro di variazione del certificato (da convertire poi in euro). A ciascuna Data di Rollover (ossia in relazione ad ogni sostituzione del Sottostante), la parità subisce una variazione dovuta alla differenza di prezzo tra i due contratti oggetto del rollover: in assenza di tale adeguamento il prezzo del certificato subirebbe uno sbalzo. Il livello corrente della parità si ottiene moltiplicando la Parità Iniziale per il Rollover Ratio determinato alla Data di Rollover Ratio immediatamente precedente la pertinente Data di Rollover. Il Rollover Ratio è un coefficiente, calcolato in relazione ad ogni sostituzione del Sottostante, che esprime il rapporto tra il livello

del Sottostante da sostituire e il livello del nuovo Sottostante, tenendo conto delle relative Transaction Charge. Transaction Charge, ovvero costo di transazione, che viene applicato in misura percentuale (tra lo 0,15% e lo 0,20%) solo sul contratto in uscita nei Reflex Commodity emessi da Banca IMI.

Molto più complesso il meccanismo che regola il Rollover degli ETC: nessuna differenza, e non potrebbe essere diversamente, nella necessità di dover applicare al prezzo dell'ETC un **coefficiente di partecipazione** al prezzo del future sottostante. Il coefficiente subisce diversi aggiustamenti nel corso della vita dello strumento: vengono definiti aggiustamenti quei costi di gestione, pari allo 0,49% annuo (non presenti nei certificati), così come gli interessi positivi che maturano nella misura del Libor Weekly – uno spread dell'1%. Al fine di comprendere cosa accade ad un ETC che investe sul future WTI Oil, alleghiamo una tabella che riporta due diversi scenari, ovvero che il future si trovi in una situazione di Backwardation o di Contango:

	Backwardation	Contango
Partecipazione prima del rollover	1,00	1,00
Prezzo contratto più vicino	Usd 50	Usd 50
Prezzo contratto nuovo	Usd 49,50	Usd 50,50
Partecipazione dopo il rollover	1,010101	0,990099
<b>Dopo 12 mesi di rollover</b>		
Partecipazione	1,128178	0,887449
Variazione percentuale	12,80%	-11,30%
Partecipazione inclusa aggiustamenti	1,116952	0,878612
Variazione percentuale	11,70%	-12,10%

Come si può notare, in una situazione di Contango, che è quella in cui si trova quasi sempre il Petrolio e quasi tutti gli energetici in generale, la partecipazione subisce un adeguamento pari ad un 12% circa su un anno di rollover, tenendo conto sempre di una differenza fissa tra i due contratti pari a 0,50 dollari. Viceversa, in una situazione di Backwardation, che è quella in cui si sono trovati spesso i future sul rame o alluminio, per fare un esempio, la partecipazione si adegua al rialzo, perdendo però sull'anno un punto percentuale circa dovuto agli aggiustamenti giornalieri.

Ma non tutti gli ETC investono direttamente sui contratti future, così come avviene per i certificati. Ai due ETC su future Oil e Brent, rispondono ben 19 ETC su indici e sottoindici calcolati da una società esterna, e cioè la Dow Jones Indexes: la famiglia DJ-AIGCI, come già avviene da diversi anni per la più nota GSCI (Goldman Sachs Commodity Index), è stata concepita per riprodurre il prezzo dei future su merci e per fornire agli investitori un'esposizione simile a quella che si otterrebbe gestendo una posizione lunga, senza leva finanziaria e interamente garantita da liquidità, in contratti future a breve termine. Ne deriva, che anche in questo caso, come del resto accade per gli indici GSCI sul Brent e sul Gas Naturale adottati come sottostanti da Abn Amro per due certificati, i costi non vengono risparmiati all'investitore. Ma a differenza di quanto accade sugli ETC e certificati che agiscono direttamente sui future, qui i costi non si "vedono". Il prezzo di un ETC su indici è dato dalla seguente formula:

Prezzo = Indice su singola merce \* Moltiplicatore \* Fattore di Aggregazione / 10

Dove il Moltiplicatore è un fattore utilizzato per riflettere nel Prezzo il beneficio della componente di valorizzazione del capitale, e per riflettere la Commissione di Gestione (*Management Fee*) ed il Prezzo della Licenza (*License Allowance*). Varia giornalmente, e crescerà finché la componente di valorizzazione del capitale sarà maggiore della somma tra la Commissione di Gestione ed il Prezzo della Licenza. Il Fattore di Aggregazione è un numero che sarà sempre pari ad 1 a meno che i *Micro o Commodity Securities* vengano divisi.

## LA TASSAZIONE

Gli ETC risolvono una delle difficoltà tipica degli ETF, ossia quella della doppia tassazione. Non più tassazione per redditi diversi ma un'unica aliquota fiscale del 12,50%, così come avviene per i certificati.

## E LE DIFFERENZE ?

Da quanto osservato finora non sono molte le differenze tra i due strumenti: fondamentalmente si tratta di strumenti complementari e le differenze che si riscontrano sono dovute alla diversa natura dei due "cloni". Della scadenza abbiamo già detto, e soltanto il via libera da parte degli Organi predisposti risolverà questo "problema": la liquidità è il secondo aspetto che creerà presumibilmente delle discrepanze anche nello spread denaro-lettera. La presenza di un solo Market Maker da una parte ( spesso coincidente con la Banca che ha effettuato l'emissione) e di più soggetti dall'altra, provoca un afflusso di liquidità maggiore negli ETF ed ETC rispetto ai certificati. Ma proprio dello spread denaro-lettera e del market making ci occupiamo in quest'ultima parte dello speciale.

## SPREAD E MARKET MAKING

L'ultimo aspetto su cui ci concentriamo è l'effettivo spread denaro-lettera nonché il volume di scambi registrato su ETC e Certificati. Tutti gli strumenti sono stati messi sotto osservazione per tre giorni e una sintesi del risultato è presentata nella tabella allegata. Anche in questo caso non sembrano esserci particolari motivi per preferire gli uni agli altri: lo spread è sostanzialmente simile, con delle eccezioni a favore dei certificati e altre a favore degli ETF. I volumi , anche considerata la giovane età degli ETC, non mostrano ancora il distacco che abitualmente si osserva nel confronto ETF – certificati.

In conclusione, crediamo che avere a disposizione più strumenti di investimento sia una cosa molto positiva, anche nell'ottica di un miglioramento delle condizioni degli strumenti già esistenti.

Denominazione	Ultimo Prezzo	Volumi	V.Bid	Spread	V.Ask	N.Bid	N.Ask
BI FALUN CER MZ12	21,32	100,00	21,000	1,476	21,31	1000	1000
ETFS ALUMINIUM	6,71	6683,00	6,470	3,709	6,71	35000	35000
BI FZINC CER MZ12	30,10	2328,00	30,200	2,318	30,9	1000	1000
ETFS ZINC	13,61	1115,00	13,300	2,331	13,61	500	20000
BI FWTI CER MZ12	43,50	130,00	43,350	0,461	43,55	2500	2500
ETFS WTI OIL	0,00	0,00	41,230	1,019	41,65	5000	5000
BI FNGAS CER MZ12	0,00	0,00	54,000	0,463	54,25	2500	2500
ETFS NATURAL GAS	2,02	9101,00	2,010	0,498	2,02	1000	1000
ABN FNICKEL CER GN10	454,70	28,00	454,700	1,002	459,25	150	150
ETFS NICKEL	47,57	386,00	47,570	1,210	48,15	10000	10000
ABN FSUGAR CER GN10	0,57	2000,00	0,565	0,354	0,567	99000	99000
ETFS SUGAR	10,14	325,00	9,970	1,605	10,13	15000	15000

**Pierpaolo Scandurra**