

## ABN AMRO E BANCA IMI SI SCONTRANO SUL TERRENO DELLE COMMODITY

Dal 20 dicembre 2006 sono quotati sul segmento Sedex di Borsa Italiana i Reflex su Commodity, nome commerciale che indica i classici benchmark certificates, che per la prima volta Banca Imi ha strutturato per seguire l'andamento delle materie prime. Si dice che la concorrenza sia l'anima del commercio e in questo contesto si inseriscono i 12 Reflex che a pochi giorni dalla fine del 2006 vanno ad affiancarsi ai Commodity certificates di Abn Amro già a disposizione degli investitori italiani dal 2005 e a 4 benchmark emessi da Unicredito nel mese di ottobre: il territorio su cui si confrontano i diversi protagonisti del mercato dei certificates su Commodity è vasto, e a colpi di riduzione di costi si può giungere ad un prodotto più conveniente per l'investitore finale. Ma di quali costi si parla? Sappiamo che i certificates di tipo A, cioè quelli che replicano linearmente l'indice senza opzioni accessorie (protezione, bonus o altro) non sono soggetti a costi di gestione, e l'unica "spesa" da sostenere è lo spread denaro-lettera che il market maker applica sul book di negoziazione. I certificates su materie prime invece sono particolari, proprio perché particolare è il sottostante: quando si investe su una commodity, non si acquista un'azione o una quota di un fondo, ma si utilizza il future, cioè un contratto a termine standardizzato con il quale ci si impegna ad acquistare alla scadenza ed al prezzo prefissati la quantità di materia prima prevista. Questo contratto è quotato su mercati regolamentati, come ad esempio il COMEX (Chicago Mercantile Exchange) Nymex (New York Mercantile Exchange) o LME (London Metal Exchange) per citare i più importanti, ed ha una scadenza fisica, cioè una data in cui si dà luogo alla conclusione e alla consegna fisica del bene. E' assai improbabile però che all'investitore privato interessi ricevere a casa 1.000 barili di Petrolio Leggero e Dolce o 10 tonnellate metriche di cacao: per questo, qualche giorno prima della data di scadenza, si procede alla vendita del contratto future in scadenza e all'acquisto del future con scadenza successiva (con prezzi che quasi mai coincidono). Questa procedura prende il nome di rollover e si effettua ad intervalli di tempo prestabiliti, solitamente trimestrali, ed in alcuni casi con cadenza mensile. Nel caso dei certificates, è l'emittente che si prende cura di effettuare il rollover del future e per far questo sostiene dei costi, che riversa sul valore del certificato.

### LA TRANSACTION CHARGE – I COSTI

La Transaction Charge è una commissione, applicata ai fini del calcolo del Rollover Ratio, che esprime il costo fissato dall'Emittente medesimo per la sostituzione del Sottostante. Pertanto, l'applicazione del livello corrente della Parità al metodo di calcolo del prezzo di questi Certificates: - da un lato, consente di evitare che la differenza di livello tra i due Sottostanti determini, nel momento della sostituzione di un Sottostante con l'altro (ossia alla Data di Rollover), un salto nel prezzo dei Certificates; - dall'altro lato, comporta **un costo** per l'investitore in quanto, nella determinazione del Rollover Ratio, l'Emittente calcola la relativa Transaction Charge: a tal riguardo si può definire una prima importante differenza utile al confronto. Per Abn Amro le transazioni da far pagare sono due, cioè sia per il contratto in vendita che per quello in acquisto, mentre Banca Imi ritiene di dover applicare la Transaction Charge soltanto al contratto in uscita. Ciò determina una minore incidenza del costo di rollover, come mostrato in tabella.

	SOTTOSTANTI		BANCA IMI			ABN AMRO	
	PREZZO	FUTURE	CHARGE	MINIMO	TOTALE	CHARGE	TOTALE
ALLUMINIO	2.787,00	GN 07	0,20%	4,17 Usd	5,55	10	20
CACAO	835,00	MZ 07	0,20%	1,26 Gbp	1,67	1,5	3
RAME	6.670,00	GN 07	0,20%	11,23 Usd	13,34	15	30
MAIS	373,00	MZ 07	0,15%	0,33 Usc	0,56	0,5	1
H. OIL	182,00	MZ 07	0,20%	0,26 Usc	0,364	0,3	0,60
N. GAS	7,75	MZ 07	0,15%	0,01 Usd	0,011	0,015	0,030
SOIA	676,00	MZ 07	0,15%	0,64 Usc	1,014	1	2
FRUMENTO	525,00	MZ 07	0,15%	0,49 Usc	0,787	0,5	1
WTI	61,78	MZ 07	0,15%	0,06 Usd	0,09	0,1	0,2
ZINCO	4.300,00	GN 07	0,20%	6,11 Usd	8,6	10	20

Proseguendo nella disamina dell'applicazione della transaction charge, è necessario sottolineare che Banca Imi adotta il costo in percentuale sul valore del future da vendere, indicando un minimo. Questo implica che in presenza di una discesa del valore del contratto si subisce un costo minore, fino al raggiungimento del minimo, così come è vero il contrario, ossia che in caso di forte crescita del prezzo, il meccanismo della percentuale fa pagare di più. Questa variabile non si presenta con la commissione fissa, applicata da Abn Amro.

## LA PARITÀ

Al momento dell'emissione ciascun certificato parte con una parità 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

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**

## LO SPREAD DENARO-LETTERA

Il confronto prosegue con l'attenta osservazione dello spread denaro-lettera che viene applicato ai diversi certificati. C'è da premettere che la politica di Banca Imi appare decisamente aggressiva nei confronti del mercato (a tutto vantaggio dell'investitore) e questo potrebbe essere legato ad una temporanea scelta per conquistare quote di mercato; la situazione proposta è da ritenersi utile ad un confronto di massima, in quanto lo spread è una delle componenti talmente variabili da consentire addirittura un ribaltamento della situazione da noi osservata nei giorni dell'undici e dodici gennaio.

CACAO									
ABNCOCOA CER GN10					BI FCOCOA CER MZ12				
N.Bid	V.Bid	Spread	V.Ask	N.Ask	N.Bid	V.Bid	Spread	V.Ask	N.Ask
25000	1,243	1,61	1,263	25000	1500	13,53	0,670	13,62	1500
0	0	0	1,46	100	1500	13,54	0,665	13,63	1500
25000	1,243	1,609	1,263	25000	1500	13,55	0,664	13,64	1500
25000	1,233	1,622	1,253	25000	1500	13,54	0,665	13,63	1500
CHIUSURA MERCATO					1500	13,55	0,664	13,64	1500
IN VERDE SONO EVIDENZIATE LE VARIAZIONI DI SPREAD					1500	13,54	0,665	13,63	1500
					1500	13,53	0,665	13,62	1500
					1500	13,54	0,591	13,62	1500
					1500	13,53	0,665	13,62	1500
					1500	13,53	0,739	13,63	1500
					1500	13,53	0,739	13,63	1500
					1500	13,53	0,665	13,62	1500
					1500	13,52	0,666	13,61	1500
					1500	13,5	0,741	13,6	1500
					1500	13,51	0,666	13,6	1500
					1500	13,51	0,740	13,61	1500
					1500	13,51	0,666	13,6	1500
					1500	13,51	0,740	13,61	1500
					1500	13,51	0,666	13,6	1500

ALLUMINIO									
ABNFALUM CER GN10					BI FALUN CER MZ12				
N.Bid	V.Bid	Spread	V.Ask	N.Ask	N.Bid	V.Bid	Spread	V.Ask	N.Ask
25000	2,06	1,7	2,095	25000	1500	21,37	0,61	21,5	1500
0	0	0	2,095	25000	1500	21,37	0,65512	21,51	1500
0	0	0	0	0	1500	21,37	0,60833	21,5	1500
25000	2,06	1,699	2,095	25000	1500	21,37	0,65512	21,51	1500
25000	2,05	1,7073	2,085	25000	1500	21,37	0,60833	21,5	1500
25000	2,04	1,7157	2,075	25000	1500	21,39	0,60777	21,52	1500
0	0	0	0	0	1500	21,38	0,65482	21,52	1500
25000	2,04	1,7157	2,075	25000	1500	21,38	0,60805	21,51	1500
0	0	0	0	0	1500	21,35	0,6089	21,48	1500
25000	2,05	1,7073	2,085	25000	1500	21,34	0,65604	21,48	1500
CHIUSURA MERCATO					1500	21,41	0,6539	21,55	1500
IN AZZURRO SONO EVIDENZIATE LE ASSENZE DEL MARKET MAKER					1500	21,42	0,65359	21,56	1500
					230	21,55	0,0464	21,56	1500
					1500	21,42	0,60691	21,55	1270
					1500	21,42	0,60691	21,55	1500
					1500	21,42	0,65359	21,56	1500
					1500	21,34	0,65604	21,48	1500
					160	21,32	0,65666	21,46	1500
					1500	21,33	0,60947	21,46	1500
					160	21,32	0,65666	21,46	1500
					160	21,32	0,60976	21,45	1500
IN GIALLO LE PDN PRIVATE					160	21,32	0,60976	21,45	1500
					160	21,32	0,60976	21,45	1500
					160	21,32	0,51595	21,43	1500
					160	21,32	0,56286	21,44	1500
					160	21,32	0,51595	21,43	1500
					160	21,32	0,51595	21,43	1500

WTI									
ABNFWTI CER GN10					BI FWTI CER MZ 12				
N.Bid	V.Bid	Spread	V.Ask	N.Ask	N.Bid	V.Bid	Spread	V.Ask	N.Ask
1000	2,98	0,670	3	25000	2000	41,25	0,727	41,55	2000
1500	2,99	0,334	3	25000	2000	41,25	0,848	41,6	2000
1500	2,99	0,669	3,01	25000	2000	41,25	0,850	41,6	2000
1500	2,99	0,669	3,01	23000	2000	41,25	0,727	41,55	2000
1500	2,99	0,669	3,01	25000	2000	41,25	0,848	41,6	2000
1500	2,99	0,334	3	25000	2000	41,299999	0,726	41,6	2000
1000	2,98	0,336	2,99	23500	2000	41,25	0,848	41,6	2000
1000	2,98	0,336	2,99	25000	2000	41,25	0,727	41,55	2000
1000	2,98	0,671	3	25000	2000	41,299999	0,726	41,6	2000
1000	2,98	0,336	2,99	25000	2000	41,25	0,727	41,55	2000
1000	2,98	0,671	3	25000	2000	41,25	0,848	41,6	2000
1000	2,98	0,336	2,99	25000	2000	41,299999	0,726	41,6	2000
3000	2,97	0,337	2,98	23810	2000	41,25	0,848	41,6	2000
3000	2,97	0,337	2,98	24810	2000	41,25	0,727	41,55	2000
3000	2,97	0,337	2,98	25000	2000	41,25	0,848	41,6	2000
470	2,96	0,338	2,97	21983	2000	41,25	0,727	41,55	2000
470	2,96	0,338	2,97	24483	2000	41,25	0,848	41,6	2000
25000	2,92	1,370	2,96	23030	2000	41,25	0,727	41,55	2000
25000	2,92	1,370	2,96	23500	2000	41,25	0,848	41,6	2000
25000	2,92	1,370	2,96	25000	2000	41,25	0,727	41,55	2000
25000	2,93	1,365	2,97	25000	2000	41,25	0,848	41,6	2000
25000	2,93	1,365	2,97	25000	2000	41,25	0,727	41,55	2000
25000	2,93	1,365	2,97	24990	2000	41,25	0,848	41,6	2000
25000	2,93	1,365	2,97	25000	2000	41,25	0,727	41,55	2000
25000	2,94	1,361	2,98	25000	2000	41,25	0,848	41,6	2000
25000	2,93	1,365	2,97	25000	2000	41,25	0,727	41,55	2000
25000	2,92	1,370	2,96	25000	2000	41,25	0,848	41,6	2000
500	2,9	31,034	3,8	1000	2000	41,299999	0,726	41,6	2000
25000	2,92	1,370	2,96	25000	2000	41,25	0,848	41,6	2000
500	2,9	2,069	2,96	25000	2000	41,299999	0,726	41,6	2000
500	2,9	31,034	3,8	1000	2000	41,25	0,848	41,6	2000
25000	2,92	1,370	2,96	25000	2000	41,299999	0,726	41,6	2000
500	2,9	31,034	3,8	1000	2000	41,25	0,848	41,6	2000
25000	2,92	1,370	2,96	25000	2000	41,25	0,727	41,55	2000
25000	2,93	1,365	2,97	25000	2000	41,299999	0,726	41,6	2000
25000	2,94	1,361	2,98	25000	2000	41,25	0,848	41,6	2000

Nei 3 certificati esaminati tick by tick ( cioè ad ogni singolo movimento nell'intera seduta) la situazione mostra un'incidenza percentuale dello spread di circa la metà per i Reflex con l'eccezione del WTI ( petrolio Crude Oil) dove la presenza di un trader privato stringe lo spread a vantaggio del Certificate di Abn Amro. Le pdn ( cioè le proposte di negoziazione) dei due market maker sono tutto sommato equivalenti nella loro entità, ossia in entrambi i casi è possibile trovare una proposta in denaro e lettera adeguata per un controvalore da negoziare tra i 40.000 e gli 80.000 euro.

## COME E QUANDO SI AGGIORNANO I PREZZI

Un altro campo su cui abbiamo voluto far giocare la partita ai due market maker è quello del metodo di aggiornamento delle proposte, in pratica ci interessa osservare il comportamento dei prezzi in base al movimento del sottostante. Troppo spesso accade infatti sul SeDeX che il prezzo del certificato o covered warrant, non si adegui alla variazione del sottostante, con conseguente poca linearità dello strumento. Il confronto non tiene conto del diverso prezzo causato dalla diversa partecipazione ( o multiplo) ma della sola differenza tra i due valori in denaro , fotografati nello stesso momento

GIORNO	ORA	RAME		N. GAS		SOIA		FRUMENTO		WTI		ZINCO	
		IMI	ABN	IMI	ABN	IMI	ABN	IMI	ABN	IMI	ABN	IMI	ABN
11	9.31	45,6	5,16	51,3	1,85	52,05	4,26	35,05	2,6	41,95	3,01	29,57	3,05
	12.00	44,75	5,05	51,1	1,845	52	4,25	35,55	2,6	42,15	3,03	29,28	2,975
	15.14	45,25	5,1	50,65	1,82	52,1	4,27	35,5	2,58	42,1	3,03	29,93	3,04
	16.19	46,1	5,2	50,95	1,83	52,1	4,28	35,5	2,58	42,6	3,06	30,62	3,08
	17.15	46,1	5,2	51	1,83	52,75	4,31	35,9	2,63	42,75	3,07	31,06	3,16
12	9.17	45,05	5,09	49,2	1,77	52,3	4,28	35,7	2,61	41,55	3	30,03	3,06
	10.08	44,8	5,06	49,15	1,77	52,25	4,28	35,65	2,6	41,4	2,99	29,71	3,065
	11.00	45	5,08	49,25	1,77	52,3	4,28	35,7	2,6	41,7	3,01	30,24	3,09
	13.38	45,15	5,11	49,7	1,785	52,45	4,28	35,9	2,62	41,5	3	30,51	3,09
	17.25	44,7	5,03	50,05	1,84	55,15	4,51	37,75	2,76	40,85	2,98	30,32	3,08

In questo caso la sfida si conclude con un risultato di parità, entrambi offrono prezzi in movimento nel corso dell'intera seduta e soltanto con l'aiuto del calcolo della partecipazione si potrebbe valutare se l'entità dell'aggiornamento è in linea con il movimento del future sottostante.

## I VOLUMI

L'ultimo test effettuato riguarda i volumi scambiati nel corso della settimana tra l'otto e il dodici gennaio: la maggiore esperienza di Abn Amro nel segmento fa sì che i volumi siano decisamente concentrati sui propri certificati. Il primo mese di quotazione è tuttavia incoraggiante per i Reflex di Banca Imi, che considerando il multiplo ed il relativo prezzo, riesce a tenere il passo ( ad esempio sul rame). L'analisi dei volumi è utile anche per la determinazione dell'incidenza dello spread denaro-lettera: una presenza di trader privati e di maggiori scambi consente infatti di potersi posizionare sul book anche ad un livello intermedio tra le due proposte migliori in bid-ask.

Certificati Derivati.it	SOTTOSTANTI		BANCA IMI			ABN AMRO	
	PREZZO	FUTURE	CHARGE	MINIMO	TOTALE	CHARGE	TOTALE
ALLUMINIO	2.787,00	GN 07	0,20%	4,17 Usd	5,55	10	20
CACAO	835,00	MZ 07	0,20%	1,26 Gbp	1,67	1,5	3
RAME	6.670,00	GN 07	0,20%	11,23 Usd	13,34	15	30
MAIS	373,00	MZ 07	0,15%	0,33 Usc	0,56	0,5	1
H. OIL	182,00	MZ 07	0,20%	0,26 Usc	0,364	0,3	0,60
N. GAS	7,75	MZ 07	0,15%	0,01 Usd	0,011	0,015	0,030
SOIA	676,00	MZ 07	0,15%	0,64 Usc	1,014	1	2
FRUMENTO	525,00	MZ 07	0,15%	0,49 Usc	0,787	0,5	1
WTI	61,78	MZ 07	0,15%	0,06 Usd	0,09	0,1	0,2
ZINCO	4.300,00	GN 07	0,20%	6,11 Usd	8,6	10	20

## CONCLUSIONI

E' evidente dal confronto proposto che al termine di un periodo di un anno, i costi incideranno in maniera determinante sul pricing e sulla performance dei due diversi certificati: ad Abn Amro va riconosciuto il merito di aver introdotto e condotto con la massima correttezza, degli strumenti in grado di replicare l'andamento di future non sempre facilmente accessibili. E per molti mesi ha goduto di una presenza solitaria nel segmento con tutti i vantaggi e gli svantaggi del caso: oggi l'alternativa proposta da Banca Imi sta producendo dei benefici concreti per chi decide di proseguire sulla strada dell'investimento in commodity certificate. Si attende a questo punto la risposta dell'emittente olandese, per alimentare il sano confronto che ha come unico obiettivo la soddisfazione dell'investitore.