



Mariano Mangia

COVERED WARRANT E CERTIFICATES

UNA GUIDA PRATICA
AI SECURITISED DERIVATIVES

\$oldi/FrancoAngeli

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: www.francoangeli.it e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e.mail le segnalazioni delle novità.

Mariano Mangia

**COVERED
WARRANT
E CERTIFICATES
UNA GUIDA PRATICA
AI SECURITISED DERIVATIVES**

\$oldi/FrancoAngeli

Copyright © 2006 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

Indice

Introduzione	pag.	9
1. Perché covered warrant e certificates	»	9
2. Struttura del libro	»	10
1. I futures	»	13
1. Cos'è un future	»	13
2. I primi futures: si cominciò con il riso	»	14
3. Futures e tulipani	»	14
4. Come funzionano i contratti futures	»	16
5. Il future del mercato azionario italiano	»	17
6. Leva e margini di garanzia	»	18
7. Operare in futures	»	19
2. Come si adoperano i futures	»	23
1. Speculazione	»	23
2. Copertura di portafoglio	»	24
3. Il calcolo del beta	»	25
4. Arbitraggio	»	28
3. Le opzioni call e put	»	31
1. Le prime opzioni	»	32
2. Come funzionano i contratti di opzione	»	33
3. Le opzioni del mercato italiano	»	36
4. L'effetto leva	»	36
5. Cosa determina il prezzo di un'opzione	»	38
5.1. Valore intrinseco e <i>market value</i>	»	38
5.2. Il modello di Black-Scholes	»	40
5.3. Black-Scholes con Excel	»	41
6. Le greche	»	42

6.1. Il delta	pag.	43
6.2. La volatilità	»	44
6.3. Calcolo della volatilità storica	»	45
6.4. Calcolo della volatilità implicita di un'opzione	»	45
6.5. La vita residua	»	46
6.6. Dividendi e tassi d'interesse	»	47
4. Conosciamo questi strumenti	»	49
1. Cosa sono i covered warrant e i certificates	»	49
2. I rischi dei securitised derivatives	»	50
3. La liquidità del mercato	»	51
3.1. Il <i>bid-ask spread</i>	»	51
3.2. I volumi	»	53
5. I covered warrant	»	55
1. Caratteristiche	»	55
2. I covered warrant plain vanilla	»	56
3. Elementi caratteristici	»	56
3.1. Descrizione	»	56
3.2. Emittente	»	57
3.3. Sottostante	»	57
3.4. Facoltà	»	57
3.5. Strike o prezzo di esercizio	»	57
3.6. Scadenza	»	57
3.7. Multiplo	»	58
3.8. Stile o modalità esercizio	»	58
3.9. Lotto minimo	»	58
4. Dove reperire le caratteristiche	»	58
5. Il valore di rimborso a scadenza	»	59
6. Come valutare un covered warrant	»	61
1. Premio o premium	»	61
2. La misura del premium	»	62
3. Il punto di pareggio	»	63
4. Una misura di moneyness	»	64
5. L'effetto leva	»	65
6. Gli indicatori dinamici	»	66
6.1. Il calcolo delle greche	»	66
6.2. La volatilità	»	67
6.3. Il delta	»	68

6.4. Il <i>time decay</i>	pag.	69
7. Covered warrant esotici	»	71
7.1. Gli hedge warrant	»	71
7.2. Cap su Euribor	»	72
8. I costi dei covered warrant	»	72
7. Operatività in CW	»	75
1. Trading e investimento diretto	»	75
2. Copertura	»	75
3. Hedge statico	»	76
4. Hedge dinamico	»	78
5. Zero coupon + covered warrant	»	78
6. Strategie complesse	»	79
6.1. Lo <i>straddle</i>	»	79
6.2. Lo <i>strangle</i>	»	80
7. Il prodotto concorrente: le opzioni	»	80
8. Azioni o covered warrant?	»	82
9. Pregi e difetti dei covered warrant	»	84
10. Alcuni suggerimenti operativi	»	85
10.1. Prima strike e scadenza	»	86
10.2. Valutiamo il rischio	»	86
10.3. La gestione dell'operazione	»	88
8. I certificates	»	91
1. Definizione	»	91
2. Caratteristiche generali	»	91
9. Investment certificates	»	93
1. Cosa sono gli investment certificates	»	93
2. Come valutare un investment certificate	»	94
2.1. Investment certificates su futures di materie prime	»	96
2.2. Investment certificates con copertura del rischio di cambio	»	97
3. I costi degli investment certificates	»	97
4. Il prodotto concorrente: gli ETF	»	98
5. Pregi e difetti degli investment certificates	»	100
10. Investment certificates strutturati	»	101
1. Cosa sono gli investment certificates strutturati	»	101
2. I costi	»	101

3. La valutazione di un investment certificate strutturato	pag. 102
3.1. Tipologia: BONUS	» 103
3.2. Tipologia: DISCOUNT/A SCONTO	» 105
3.3. Tipologia: OUTPERFORMANCE	» 107
3.4. Tipologia: PROTECTION	» 108
11. Investment certificates a struttura mista	» 111
1. Tipologia: BONUS + OUTPERFORMANCE	» 111
2. Tipologia: OUTPERFORMANCE +CAP	» 112
3. Tipologia: PROTECTION PARZIALE	» 114
12. Leveraged certificates	» 117
1. Cosa sono i leveraged certificates	» 117
2. Il meccanismo di stop loss	» 118
3. Il confronto con future e covered warrant	» 119
4. Come valutare un leveraged certificates	» 120
4.1. Valore teorico	» 120
4.2. Punto di pareggio	» 121
4.3. Distanza da perdita	» 122
4.4. Leva	» 122
5. I certificates tipo R	» 123
5.1. Leveraged certificates su futures	» 123
6. Operatività in leveraged certificates	» 124
7. Pregi e difetti dei leveraged certificates	» 125
8. Suggerimenti operativi	» 125
13. Operare in covered warrant e certificates	» 127
1. L'offerta sul mercato	» 127
1.1. Ampia la scelta, ma...	» 128
2. Dove si scambiano covered warrant e certificates	» 129
2.1. Le informazioni sul mercato	» 129
3. La negoziazione	» 130
4. Il fisco	» 131
Glossario	» 133
Appendice – Principali emittenti di securitised certificates	» 139

Introduzione

1. Perché covered warrant e certificates

Uno degli aspetti peculiari del mercato del risparmio e degli investimenti dei nostri giorni è il suo crescente grado di complessità e di sofisticazione.

Il risparmiatore italiano si è ritrovato nel giro, se vogliamo, di pochi anni a passare da una scelta tra Bot, Btp e poche azioni da “cassettista” come le Generali, dapprima in un mercato che si è popolato di fondi comuni di investimento e poi a districarsi tra obbligazioni strutturate, polizze index linked, hedge fund e derivati.

Tra gli strumenti finanziari che più recentemente hanno fatto la loro comparsa sul mercato italiano ci sono i covered warrant, una sorta di evoluzione di un contratto di opzione, come vedremo, e poi i certificates, un titolo che replica l’andamento di un’altra attività finanziaria che può essere un’azione, un indice o un contratto future.

A differenza di altri prodotti, come i fondi comuni e le polizze index linked, covered warrant e certificates sono strumenti quotati in una borsa, nel nostro paese in un particolare segmento della Borsa Italiana.

Un po’ in sordina i certificati, con forse un po’ di notorietà in più i covered warrant hanno conquistato un loro pubblico. Nel 2005 sono stati scambiati in borsa oltre 4 milioni di contratti per un controvalore superiore ai 49 miliardi di euro, per quasi 28 miliardi rappresentato da covered warrant e per 21,5 miliardi riferito ai certificati. L’incremento rispetto all’anno precedente è stato di quasi il 300% e ha portato la borsa italiana ad essere tra le principali piazze europee di trattazione di questa tipologia di strumenti. Per dare un’ultima misura, ad aprile 2006, erano oltre 4.000 gli strumenti a disposizione dell’investitore.

Le ragioni di questo crescente successo? Covered warrant e certificates, anche detti securitised derivatives, ovvero derivati cartolarizzati, sono stru-

menti che hanno in comune alcune caratteristiche, come il ridotto investimento richiesto e la possibilità di replicare l'andamento di mercati lontani o poco accessibili ai comuni risparmiatori, come il mercato dei cambi e quello delle materie prime.

In realtà, warrant e certificati sono strumenti molto diversi tra loro e, anche all'interno degli stessi certificati, sono presenti prodotti con caratteristiche profondamente differenti. Alcuni prodotti sono alla portata del piccolo risparmiatore, altri richiedono una buona conoscenza dei meccanismi di funzionamento, altri ancora sono indicati per investitori esperti e avveduti, perché particolarmente rischiosi.

Questo libro intende fornire una guida, essenzialmente pratica, a questi strumenti, spiegandone il funzionamento, illustrandone i pregi, ma senza tacere su svantaggi o punti deboli. È una guida che non si addentererà, quindi, in modelli matematici e teorie e che si propone soprattutto di far comprendere la logica e i meccanismi di questi prodotti per far sì che il risparmiatore li possa adoperare nel modo più appropriato e consapevole.

2. Struttura del libro

Per poter illustrare le caratteristiche e il funzionamento di covered warrant e certificates sarà necessario spiegare, in forma molto sintetica e, per quanto possibile, senza inoltrarsi in tecnicismi, come funzionano i contratti futures e le opzioni. I contratti futures hanno a che fare con gli strumenti oggetto di questa guida due volte. Innanzitutto i futures in molti casi costituiscono il sottostante, l'attività finanziaria al cui andamento è legato il covered warrant o il certificato, e questo, come si è detto in precedenza, rappresenta uno dei vantaggi di questi strumenti, la possibilità di investire in contratti a termine che normalmente sono alla portata solo di grandi investitori. In secondo luogo, alcuni certificate, oltre ad avere come sottostante i futures, ne replicano in qualche modo i meccanismi di funzionamento che è bene, quindi, conoscere. Comprendere a cosa serve un'opzione, come funziona e come si valuta è, invece, indispensabile per poter adoperare i covered warrant e i certificati che di questi strumenti sono parenti stretti. Qui, inevitabilmente, sarà necessario far ricorso a formule e calcoli, corredati da esempi, così da rendere più agevole la comprensione e il successivo utilizzo pratico.

Nella seconda parte del libro saranno illustrate le caratteristiche, i pregi e i difetti, i possibili utilizzi e il raffronto con prodotti concorrenti delle diverse tipologie di covered warrant e certificati.

Nella terza parte, infine, ci sarà un'indicazione dei mercati, intesi come sottostanti, sui quali si può investire attraverso questi strumenti e alcune note pratiche relative al mercato di contrattazione. A conclusione, un piccolo glossario e l'elencazione degli emittenti.

Va sottolineato che tutti gli esempi riportati nel libro utilizzano prezzi reali di prodotti regolarmente quotati; non sono state riportate le condizioni stabilite all'atto dell'emissione, ma solo i prezzi di quotazioni successive all'emissione. Eventuali piccoli differenze nei risultati delle formule sono dovute ad esigenze di arrotondamento; in alcuni casi la variazione minima di prezzo (*tick*) imposta dai regolamenti di borsa richiederebbe ulteriori arrotondamenti.

1. I futures

1. Cos'è un future

I contratti futures sono strumenti derivati, costituiti da un contratto a termine, ossia un contratto nel quale le parti si impegnano ad acquistare/vendere, in una data prefissata e ad un prezzo definito dal contratto, una merce o un'attività finanziaria, detta sottostante del contratto, in termini anglosassoni *underlying*.

Un esempio pratico? Una catena di alberghi vuole disporre di succo di arancia per la stagione estiva; invece di attendere la primavera per approvvigionarsi, può acquistare in gennaio un contratto future sul concentrato di succo d'arancia congelato con scadenza giugno, e si impegna quindi a pagare alla controparte 95,15 dollari, ricevendo 15.000 libbre di succo congelato.

Rispetto a un normale contratto a termine o *forward*, la particolarità dei contratti futures è la standardizzazione: tutti i futures sono contratti negoziati in mercati regolamentati e prevedono condizioni standard in termini di scadenza, data di consegna (*delivery*), ammontare e caratteristiche del sottostante, termini contrattuali. Questa standardizzazione dei termini consente una più facile negoziazione dei contratti che possono essere così liberamente acquistati e venduti prima della loro scadenza.

Poiché il sottostante, merce o strumento finanziario che sia, è trattato anche sul mercato cosiddetto a pronti o *spot*, il prezzo del future tende a variare nel tempo, riflettendo sia i movimenti di mercati del sottostante che le aspettative degli operatori. La differenza tra i due prezzi, quello del future e quello della merce o strumento sottostante, è definita *basis*. I prezzi del sottostante e del contratto future tendono progressivamente a convergere, via via che si avvicina la data di scadenza del contratto, data in cui i due prezzi coincidono.

L'altro aspetto peculiare dei contratti futures è l'effetto "leva". Come si vedrà, questi strumenti consentono di prendere posizione o di speculare su

un determinato bene senza versare l'intero controvalore, ma solo una ridotta percentuale di esso, detto margine di garanzia. Con qualche migliaio di euro è così possibile comprare o vendere contratti futures del valore di centinaia di migliaia di euro, ma, attenzione, guadagni e perdite sono rapportati all'importo effettivo del contratto e non al margine versato: con i futures, insomma, ci si può arricchire, ma anche subire perdite elevate.

2. I primi futures: si cominciò con il riso

L'acquisto a termine di merci è una pratica antica, ma le prime operazioni paragonabili a quelli che oggi definiamo futures sembrano risalire al 17-esimo secolo in Giappone, quando a Dojima, vicino alla città di Osaka, si sviluppò un mercato di futures sul riso. L'esigenza di assicurare un rifornimento di riso per l'intero anno spingeva molti mercanti a conservare il riso in magazzini. Se c'era necessità di ottenere del denaro, vendevano le ricevute relative al riso immagazzinato e queste ricevute erano note come "*rice ticktes*". Le ricevute cominciarono a essere accettate come una sorta di moneta e furono definite delle regole standard per la loro compravendita: come si vede, erano già presenti le caratteristiche dei futures moderni.

3. Futures e tulipani

La nascita dei futures è spesso associata a una delle più incredibili bolle speculative della storia: la tulipmania, la febbre dei tulipani che scoppiò intorno al 1600 in Olanda. Il tulipano è un fiore originario dell'Oriente, e fu introdotto in Olanda dalla Turchia; possedere tulipani divenne uno status symbol e i bulbi di tulipani cominciarono ad essere molto richiesti. Inizialmente, la compravendita di bulbi avveniva esclusivamente durante l'estate, dopo che in primavera il fiore sbocciava e il bulbo era estratto dal terreno per poter essere ripiantato in autunno. Nella primavera del 1635 fu introdotto un cambiamento fondamentale: si iniziò a vendere i bulbi a peso, quando erano ancora nel terreno, con una "*promissory note*", un documento che oltre ad attestare la somma che l'acquirente si impegnava a pagare, venivano riportati i dettagli del bulbo, incluso il suo peso e la data in cui sarebbe stato estratto. Ciò che era venduto non era più il bulbo, quindi, ma solo queste *promissory notes*, una sorta di pagherò o cambiale.

Comprare in inverno con consegna in estate, divenne una pratica diffusa e così, nel 1636, si sviluppò che quello che può essere definito un mercato di futures dei bulbi di tulipano. Nacque la speculazione: si acquistava speculando sul fatto che, alla data di raccolta, il valore di bulbi fosse maggiore di quello previsto nel *promissory note* che poteva essere così venduto a un nuovo acquirente. I prezzi delle varietà più pregiate raddoppiarono o triplicarono e si iniziò a trattare anche le specie più comuni. Per avere un'idea dei prezzi raggiunti, basti pensare che il prezzo di un bulbo raro, pari a 1.000 fiorini nel 1623, toccò i 5.500 fiorini nel 1637. All'epoca, un artigiano guadagnava 150 fiorini l'anno; con quelle cifre si poteva comprare una casa sul miglior canale di Amsterdam. E, infatti, per finanziare le operazioni si cominciò anche a impegnare bestiame, terreni, negozi e case. La maggior parte delle transazioni non aveva più lo scopo di scambiare merci, ma fini esclusivamente speculativi. Nel febbraio del 1637 la "bolla speculativa" dei tulipani scoppiò. I prezzi crollarono, in molti casi gli acquirenti si rifiutarono di onorare i contratti, altri realizzarono di aver venduto la propria casa per un pugno di bulbi. Il governo cercò di arrestare il crollo, imponendo l'esecuzione dei contratti al 10% del loro valore nominale, ma fu inutile, i prezzi continuano a calare e migliaia di persone furono rovinare e anche chi non aveva partecipato a questa folle speculazione soffrì comunque la recessione che colpì l'Olanda.

I futures dell'età moderna sono legati alla Borsa merci di Chicago, il *Chicago Board of Trade* (CBOT), una borsa creata nel 1848 da un gruppo di 82 commercianti e dove furono introdotti contratti che prevedevano la consegna a termine di frumento e di altri cereali, detti "*contratti to arrive*".

Trattandosi di contratti stipulati di volta in volta tra le parti, con termini quali prezzo, quantità e qualità della merce diversi tra loro, questi strumenti erano difficilmente negoziabili e mancava, perdipiù, una garanzia che alla data prefissata la merce fosse effettivamente consegnata o, quantomeno, fosse della qualità pattuita. Si fece strada, così, l'idea di fissare delle regole comuni e nel 1865 furono sviluppati contratti standardizzati, definiti "*futures contracts*", e si iniziò anche a richiedere a chi operava su questi strumenti come garanzia *performance bonds* (titoli obbligazionari emessi a garanzia o fideiussione) detti *margin*. Questi contratti cominciarono a essere adoperati come garanzia per ottenere prestiti in banca e anche a cambiare di mano prima della data di consegna: se l'acquirente non voleva più il frumento, poteva vendere il contratto a qualcun altro a un prezzo che variava nel tempo a seconda di cosa accadeva sul mercato del frumento, dall'andamento climatico, ecc. Così ci fu chi, pur non avendo alcuna inten-

zione di comprare o vendere cereali, cominciò a trattare questi contratti, a fare trading, come si dice oggi. Era il 1877.

I contratti futures furono ampliati ad altre materie prime non agricole e negli anni '70 furono introdotti i primi contratti futures su strumenti finanziari: nel 1972 venne costituito a Chicago l'International Monetary Market (IMM) dove si trattavano contratti futures sulle valute, cui si aggiunse, nel 1974, il future sull'oro.

Nel 1975 al Chicago Board of Trade fu introdotto il primo contratto future sui tassi di interesse, il Government National Mortgage Association future e, due anni dopo, fu la volta del future sui titoli di Stato Usa, gli U.S. Treasury bond; negli anni '80, infine, nacquero i contratti sugli indici azionari (*stock index futures*), il primo dei quali legato all'indice Standard & Poor's 500 (S&P 500).

Oggi i contratti futures finanziari maggiormente scambiati e più noti sono legati agli indici delle maggiori borse mondiali (in Italia l'indice S&P MIB) o alle azioni più importanti (*stock futures*), a tassi di interesse a breve (depositi) o a titoli di Stato a lungo termine (il Bund future su titoli di Stato tedeschi a 10 anni o l'U.S. Treasury Bonds future che ha per sottostante titoli di Stato americani con durata superiore a 15 anni) e anche a tassi di cambio (il rapporto euro/dollaro, ad esempio).

4. Come funzionano i contratti futures

Di un contratto future si può essere acquirente o venditore e in entrambi i casi si ha una posizione aperta; compiere un'operazione di segno opposto alla prima e, quindi, vendere un contratto se si è compratori o acquistarlo se si è venditori, determina la chiusura della posizione.

Chi acquista il future assume una posizione lunga (*long*): deve acquistare, a scadenza, l'attività sottostante al contratto, oppure può chiudere la propria posizione vendendo un future analogo a quello acquistato, prima della scadenza. Chi invece vende un future assume una posizione corta (*short*) e si impegna a consegnare a scadenza l'attività sottostante; in alternativa, può chiudere la propria posizione prima della scadenza, acquistando un contratto analogo a quello venduto. Un aumento del prezzo del future si traduce in un guadagno per chi assume una posizione lunga (può rivendere il contratto a un prezzo più alto) e in una perdita per chi assume una posizione corta; viceversa, un calo del prezzo favorisce le posizioni corte o short, perché è possibile chiudere la posizione acquistando a un prezzo più basso di quello di vendita.

In realtà, i contratti futures non necessariamente richiedono la consegna fisica del bene. Se nel caso delle merci o materie prime, è prevista generalmente la consegna del bene (*physical delivery*), ma in qualche caso c'è la possibilità di scegliere anche la liquidazione per contanti (*cash delivery*), per la maggior parte dei financial futures non è prevista la consegna dello strumento finanziario sottostante, ma c'è una liquidazione per contanti, il che significa che, nel giorno di regolamento (*settlement*), si paga un ammontare di denaro pari alla differenza tra il prezzo dell'azione o indice sottostante stabilito al momento della stipula del contratto iniziale del future e il prezzo raggiunto al momento della scadenza del contratto.

Così, ad esempio, chi acquista al prezzo di 60 dollari un contratto future sul Brent trattato al mercato International Petroleum Exchange (IPE) riceverà alla scadenza, con un valore corrente del future di 65 dollari, 1.000 barili di Brent per ciascuno dei quali pagherà 60 dollari, oppure potrà richiedere la liquidazione in contanti (*cash settlement*), ossia incasserà la differenza tra i 65 dollari del prezzo corrente e i 60 dollari pagati.

Sui mercati a termine sono generalmente trattate diverse scadenze dello stesso contratto future, con cadenze mensili o trimestrali che generalmente coprono un periodo di almeno un anno. È tuttavia possibile operare anche su periodi più ampi, "passando", di volta in volta, su una successiva scadenza. Questa operazione è detta *roll-over*: riprendendo l'esempio del petrolio, chi acquista in giugno un future con scadenza dicembre 2006, ma vuole disporre della merce solo a fine 2007, non fa altro che rivendere, prima della scadenza, il proprio contratto e acquistare un secondo contratto con scadenza, poniamo, marzo 2007, ripetendo l'operazione fino a giungere alla data di consegna desiderata.

5. Il future del mercato azionario italiano

Vediamo ora più da vicino le caratteristiche di un contratto future e come funziona il sistema dei margini. Si può partire dal future più importante trattato sul mercato italiano dei derivati, quello che ha per sottostante l'indice della borsa italiana S&P MIB. Nella tabella che segue sono riportate le sue caratteristiche più importanti:

Tab. 1 – Caratteristiche futures S&P/MIB

Quotazione	Il contratto S&P/Mib futures è quotato in punti indice
Valore di un punto indice (moltiplicatore del contratto)	A ciascun punto indice è assegnato un valore pari a 5 €
Dimensione del contratto	La dimensione del contratto è data dal prodotto fra il prezzo del future ed il valore del moltiplicatore del contratto. Con un prezzo del future sull'indice S&P/MIB pari a 32.000 punti indice, il contratto ha una dimensione pari a 32.000 x 5 € = 160.000 €
Movimento minimo di prezzo (tick)	Il movimento minimo del prezzo del future è fissato in 5 punti indice (25 €)
Scadenze negoziate	Sono contemporaneamente quotate le quattro scadenze trimestrali del ciclo marzo, giugno, settembre e dicembre
Giorno di scadenza	Il contratto scade il terzo venerdì del mese di scadenza alle 9:10
Prezzo di regolamento	Il prezzo di regolamento è pari al valore dell'indice S&P/MIB calcolato sui prezzi di apertura degli strumenti finanziari che lo compongono, rilevati il giorno di scadenza

Fonte: Borsa Italiana.

Poiché il valore del contratto S&P MIB futures è elevato, è stato creato un contratto più adatto alle esigenze e alle risorse finanziarie di un risparmiatore privato, il mini future S&P MIB. In questo contratto il valore di un punto indice (moltiplicatore del contratto) è pari a 1 € e, di conseguenza, la dimensione del contratto, data dal prodotto fra il prezzo del future (esempio 32.000) ed il valore del moltiplicatore del contratto (1) è pari a 32.000 €. Il movimento minimo di prezzo (*tick*) è sempre di 5 punti indice, ma in denaro è pari a soli 5 €. Del minifuture sono contemporaneamente quotate le due scadenze trimestrali più vicine del ciclo “marzo, giugno, settembre e dicembre”.

6. Leva e margini di garanzia

In un'operazione a termine, il pagamento è generalmente legato alla consegna del bene, ma espone le parti al rischio di insolvenza: l'acquirente potrebbe non disporre del denaro sufficiente, mentre il venditore potrebbe rifiutarsi di consegnare la merce pattuita o comunque potrebbe non mantenere gli impegni assunti. La tutela da questi rischi nei mercati dei futures è garantita dal ruolo svolto da appositi organismi, le Casse di compensazione (*Clearing House*) e dal sistema dei margini di garanzia.

Si è già detto che una delle caratteristiche peculiari dei contratti futures è rappresentata dal fatto che l'investitore che sottoscrive un contratto future non paga l'intero controvalore del contratto, ma deposita una somma cauzionale (margine iniziale o di garanzia), a garanzia dell'adempimento a scadenza. Il deposito di garanzia (margine) è fissato dalla Cassa di compensazione ed è espresso in percentuale del valore del contratto e varia da strumento a strumento. Lo stesso ammontare del margine iniziale può variare nel corso del tempo: in presenza di mercati particolarmente volatili, ad esempio, in genere viene innalzata la percentuale richiesta.

Per il contratto S&P MIB è richiesto, ad esempio, un margine iniziale pari al 7,75% del valore del contratto. Questo è il margine che viene richiesto dalla Cassa di Compensazione e Garanzia che è l'organismo che svolge la funzione di clearing house sul mercato italiano dei derivati (IDEM), ma i singoli intermediari, banche o SIM, presso i quali si opera in futures richiedono ai propri clienti, nella quasi totalità dei casi, margini ben superiori a quello previsto dalla Clearing House. Nel caso del future sull'indice azionario della borsa italiana, la richiesta varia tra il 15 e il 20% del valore del contratto.

La Cassa di compensazione raccoglie i depositi a garanzia del buon fine delle operazioni e li adegua giornalmente per tenere conto del valore delle posizioni in essere, secondo un principio noto come "mark to market". In pratica, al termine di ciascuna giornata di borsa, è come se ciascuna posizione in essere venisse chiusa. Sulla base del prezzo raggiunto dal future, si calcolano gli eventuali guadagni o perdite rispetto al prezzo del giorno prima: la controparte che ha subito una perdita si vede addebitare tale perdita sul conto aperto presso la Cassa di compensazione (margine di variazione); lo stesso importo è automaticamente accreditato all'altra controparte che ha registrato un profitto.

Se, per effetto di perdite, il saldo del deposito scende al di sotto della soglia minima, l'intermediario richiede al cliente di integrare il margine (la chiamata di margine o *margin call*); nel caso il cliente non sia in grado di far fronte alla richiesta, la sua posizione viene chiusa d'ufficio.

7. Operare in futures

Supponiamo che lunedì 20 giugno 2005 si sia acquistato un contratto future S&P MIB al prezzo di 32.430. Il valore del contratto è pari a 162.150 € (32.430 x 5 €). L'intermediario chiede un margine del 15% a fronte di un margine iniziale richiesto dalla Cassa di compensazione del 7,75% e di