

GOVERNANCE



di Riccardo Sabbatini

L'esangue mercato di controllo

Ciò che sta accadendo - osserva un regolatore direttamente coinvolto nelle vicende - ricorda il titolo di un vecchio film di Wim Wenders, "Falso movimento". E come altro definire le "non Opa" che Piazza Affari sta suggerendo in queste settimane. A parte l'offerta pubblica lanciata dai Benetton per ritirare il loro titolo dal listino, non particolarmente avvincente per il mercato, è tutta una richiesta di esenzioni. Un muoversi, appunto, circospetto. C'è l'Opa che Edf è disposta a lanciare su Edison (dopo che ne ha acquisito il completo dominio) ma ad un prezzo curiosamente identico a quello di Borsa. La Consob sospetta che il premio del controllo possa essere stato liquidato agli azionisti italiani di Delmi cedendo loro Edipower (in cambio delle azioni Edison). È tuttavia complicato per un'autorità di vigilanza entrare nel merito di perizie firmate da primarie società finanziarie. C'è poi, ultima arrivata, la presa di posizione del gruppo Salini che ha accresciuto al 20% la sua partecipazione in Impregilo e si confronta con il 30% in mano a Gavio. Un'Opa in arrivo? Non sembrerebbe. Piuttosto sembra una caposaldo che potrebbe rafforzarsi in una guerra di posizione fatta di liste di minoranza o minoranze di blocco alle assemblee straordinarie.

C'è, infine, l'operazione principale che ha per obiettivo la conquista-salvaguardia di Fonsai. Mentre Unipol sta chiedendo alla Consob un'esenzione dall'obbligo di lanciare un'Opa scendono in campo soggetti (Sator, Palladio) con l'aria di condizionare, se non bloccare l'operazione. Attraverso un'operazione di mercato aperta, benché ostile? Per il momento i segnali vanno in un'altra direzione. Appare piuttosto come il primo caso di "non Opa concorrente". Vi sono diverse ragioni che possono spiegare questo esangue mercato di controllo. La crisi suggerisce l'opportunità di ristrutturazioni d'impresa e diverse combinazioni societarie ma d'altra parte le prospettive di redditività aziendali sono incerte (condizionate dal quadro macroeconomico) tali da sconsigliare impegni finanziari eccessivi. D'altra parte la regolamentazione finanziaria ha messo a disposizione di importanti azionisti di minoranza nuovi ed efficaci strumenti (liste di minoranza, quorum deliberativi rafforzati, norme sulle operazioni con parti correlate). E qualcuno li sta cominciando a utilizzare.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

INTERVISTA | Vittorio Conti | Commissario Consob

«Nessuna retromarcia sugli Etf»

I presidi regolamentari vanno rafforzati su altri prodotti simili

«Nessuna marcia indietro. Il percorso verso un rafforzamento dei presidi regolamentari sugli Exchange traded fund va avanti, occorre solo allineare le diverse normative europee sul settore, che viaggiano su binari paralleli». Esordisce così Vittorio Conti, commissario Consob che presiede il gruppo di lavoro in sede Esma (European Securities and Markets Authority) incaricato di ridefinire le future linee guida sugli Etf e che nei giorni scorsi ha sottoposto al mercato una nuova versione del *discussion paper* per un secondo giro di consultazione che si concluderà a fine marzo. E poi aggiunge: «Per garantire una copertura regolamentare omogenea, il passo successivo sarà quello di verificare l'esistenza di prodotti finanziari che presentano strutture analoghe e problematiche similari, tra i quali gli Etn, gli Etc e i certificati».

Professor Conti, a quali norme fa riferimento?

Il lavoro dell'Esma va a connettersi con le direttive Mifid e Ucits. E in questo intrecciarsi di norme si evidenzia un problema nella Mifid che, tra i prodotti che possono essere venduti ai piccoli investitori in *execution only*, ovvero senza alcuna restrizione, all'articolo 19 comprende i fondi Ucits tra cui rientrano anche gli Etf. Lo stesso articolo esclude, però, questa possibilità per i prodotti che incorporano strumenti derivati e per quelli complessi. Va sottolineato inoltre che il termine Ucits è un marchio a cui l'industria tiene molto perché consente di commerciare



i prodotti più facilmente.

Ma la Mifid è stata scritta prima del 2007?

Da allora molta acqua è passata sotto i ponti, il settore ha vissuto una profonda trasformazione e la complessità degli Etf, con l'utilizzo degli *swap* e l'attività di prestito titoli, è aumentata notevolmente, grazie alla robusta spinta innovativa proveniente dagli emittenti. Adesso ci attendiamo che nel momento in cui sarà completata la revisione in corso della Mifid, sarà sanata anche la contraddizione cui ho fatto cenno, magari precisando che non tutti gli Ucits possono essere acquistati impartendo un semplice ordine all'intermediario.

Tra gli Ucits, però, non ci sono solo gli Etf.

Nel documento si pongono dei paletti anche ai cosiddetti fondi strutturati, perché anche nei fondi Ucits tradizionali sono entrati elementi di complessità che hanno portato a catalogarli come Newcits. Si tratta di prodotti che possono porre al piccolo investitore problemi insormontabili di comprensione e, di conseguenza, di valutazione dei rischi sottostanti.

Cosa si intende per fondo strutturato?

Sono fondi che hanno strategie di gestione attiva del portafoglio basate su algoritmi che definiscono fin dall'origine le modalità di scelta delle attività finanziarie che lo compongono, ma la cui *performance* è determinata in maniera rilevante da posizioni assunte attraverso l'utilizzo di derivati *over the counter* (non negoziati sui mercati regolamentati, ndr).

Ma ormai anche i fondi tradizionali utilizzano gli *swap* e i derivati e fanno un ricorso massiccio all'attività di prestito titoli di cui non si ha traccia.

Per il momento si stanno regolamentando i prodotti che sistematicamente, ovvero in maniera strutturale e non per scelta discrezionale del gestore, utilizzano i derivati; in parallelo abbiamo lavorato con le altre autorità europee sui fondi che fanno riferimento a indici. Nella consapevolezza che anche le prassi di mercato tenderanno inevitabilmente a convergere, ritengo che il documento in consultazione possa servire come orientamento per gli operatori e aiutare le autorità a indi-

Prestito titoli

«Un'attività che alcune Sgr italiane hanno messo in atto con la capogruppo anche sui BTP».

LE PAROLA CHIAVE

Etp

Il termine Etp (Exchange traded products) racchiude al suo interno non solo gli Etf (Exchange traded fund), ma anche gli Etc (Exchange traded commodities) e gli Etn (Exchange traded notes). Prodotti che offrono la replica passiva di indici di varie classi di attività e pur essendo quotati tutti sul segmento EtfPlus di Borsa Italiana, presentano delle diversità che possono creare un po' di confusione. Anche perché le strategie di marketing degli emittenti prevedono l'utilizzo di acronimi diversi per strumenti identici (Etf ed Etn) o nomi identici per strumenti diversi (Etf che nel nome riportano il termine Etf). Una confusione a cui l'Esma vuole comunque porre fine, perché a differenza degli Etf, gli Etc ed Etn non sono fondi ma vere e proprie obbligazioni, il cui rendimento è correlato a un indice.

Fondi Ucits e Newcits

L'acronimo Ucits (Undertakings for collective investments in transferable securities) indica l'insieme delle direttive europee volte a regolamentare il settore dei fondi comuni. Tradizionalmente i fondi Ucits seguono regole e criteri previsti a livello comunitario che mirano a tutelare i risparmiatori, ponendo dei limiti ai rischi che il gestore può assumere e stabilendo misure di controllo. Dal 2001, con la terza direttiva Ucits, ai fondi è consentito l'utilizzo di derivati, non solo a scopo di copertura. In particolare, negli ultimi due anni è stato creato il neologismo Newcits per identificare i fondi che utilizzano tecniche di gestione mutate dagli hedge fund, ma nel pieno rispetto dei principi dettati dalla Ucits.

pagina a cura di
Gianfranco Ursino
g.ursino@ilssole24ore.com
© RIPRODUZIONE RISERVATA

Shock di Borsa. L'impatto degli Exchange traded fund sul «flash crash» di Wall Street del 6 maggio 2010

Rischio arbitraggi tra prezzi e Nav

Gli Etf aumentano la volatilità dei mercati sottostanti. In più, gli shock di liquidità sui prezzi degli Etf, quando si verificano, si propagano con effetto immediato sui prezzi dei sottostanti, alterandone il funzionamento. Sono queste le conclusioni di una ricerca condotta dai professori Itzhak Ben-David (Ohio State University), Francesco Franzoni (Università della Svizzera Italiana e Swiss Finance Institute) e Rabih Moussawi (Wharton Research Data Services). Lo studio parte dalla peculiarità degli Etf di essere fondi comuni quotati che offrono la replica passiva di un indice o di un'attività sottostante. In virtù della negoziabilità in Borsa rispetto ai fondi tradizionali gli Etf offrono una maggiore flessibilità agli investitori in fase di compravendita. Ma non tutti gli Etf hanno la stessa liquidità. Inoltre il prezzo di mercato della

quota degli Etf può differire dal valore netto degli attivi sottostanti (Nav). Tale differenza di valore, detta *misppricing*, è a volte sostanziale (anche dell'1%) e varia in funzione della liquidità dell'Etf.

Esiste tuttavia un meccanismo di arbitraggio che impedisce al *misppricing* di persistere nel tempo e di essere troppo grande. Ci sono investitori specializzati che prendono di continuo posizioni per guadagnare dal *misppricing*, i cosiddetti arbitraggisti. Per esempio, se il prezzo dell'Etf eccede il Nav, questi investitori vendono l'Etf allo scoperto e acquistano i titoli che compongono il paniere dell'Etf. Il risultato di questo processo è che il prezzo dell'Etf scende e il *misppricing* scompare. Viceversa, se il prezzo dell'Etf è più basso del Nav, gli arbitraggisti comprano l'Etf e vendono allo scoperto i titoli sottostanti. Il prezzo dell'Etf sale e il

misppricing si annulla.

«Spesso si sente dire che gli Etf non hanno effetti perversi nei mercati dei titoli sottostanti - spiega Franzoni - in quanto si tratta di investimenti passivi. Una volta che l'emittente dell'Etf ha acquistato il paniere d'investimento non c'è grande turnover nel portafoglio. Questo è vero. Tuttavia la ricerca sostiene che l'effetto negativo degli Etf sui mercati dei titoli sottostanti si manifesta a causa del processo di arbitraggio sopra descritto. Questa attività avviene di continuo e comporta volumi di negoziazione che non hanno nulla a che vedere con i fondamentali di mercato». In altre parole, l'attività di arbitraggio degli Etf si sovrappone ai normali volumi di mercato generando volatilità. Lo studio dimostra, ad esempio, che l'introduzione di Etf sull'indice S&P500 ha aumentato la volatilità dei titoli che compongono l'indice in maniera significativa.

«Sempre a causa del processo di arbitraggio, gli Etf possono anche fungere da cinghia di trasmissione degli shock di mercato. «Dalla ricerca - continua Franzoni - emerge che gli Etf svolsero questo ruolo in occasione del cosiddetto "flash crash" del 6 maggio 2010, quando il mercato azionario americano crollò del 6% nel giro di un quarto d'ora, per poi riprendersi altrettanto velocemente. Tutto cominciò nel mer-

cato dei future sull'indice S&P 500 a causa di un ingente ordine di vendita da parte di un investitore istituzionale. Lo shock si propagò, in maniera fino a oggi inspiegata, al mercato azionario. La nostra tesi è che l'attività di arbitraggio fra i future e gli Etf, e fra gli Etf e le azioni sottostanti, ha contribuito a propagare lo shock iniziale dal mercato future a quello azionario». Gli Etf possono rappresentare un veicolo di contagio fra i mercati.

Le conclusioni dello studio, anche alla luce della crescita esponenziale del mercato degli Etf, per gli autori confermano ulteriormente la necessità di procedere con un attento monitoraggio da parte delle autorità di controllo dei mercati. Soprattutto in mercati meno liquidi, dove l'attività di arbitraggio connessa agli Etf genera volumi che eccedono la capacità di ricezione di questi mercati. L'effetto indesiderabile è un aumento della volatilità e l'aumento della velocità di propagazione degli shock.

com www.ilssole24ore.com/finanza

© RIPRODUZIONE RISERVATA