

INDICI, VALUTE, COMMODITY: I CERTIFICATI APRONO PIÙ DI CENTO MERCATI

Focus

Che cosa sono e come funzionano quelli adatti per un semplice investimento e quelli che sfruttano la leva finanziaria, quelli a capitale protetto e quelli pensati per una scommessa. Gli scambi in Borsa. Opportunità e rischi di un prodotto finanziario emergente

■ I certificates sono strumenti negoziati in Borsa che replicano, con o senza effetto leva, l'andamento dell'attività sottostante. Sono emessi in prevalenza da banche d'investimento, non allo scopo di finanziarsi, ma per offrire agli investitori uno strumento di gestione del proprio portafoglio.

■ Il certificates senza effetto leva, anche detti investment certificates, costituiscono, sia in termini di capitale investito che in termini di rischio, un'alternativa diretta all'investimento nel mercato o nel titolo sottostante.

■ In questa categoria sono compresi quelli che replicano semplicemente la performance del sottostante (detti benchmark) vantaggiosi in caso di sottostanti altrimenti difficilmente raggiungibili da investitori privati (ad esempio indici, valute, future su petrolio, oro e argento).

LA PIÙ GRANDE OPPORTUNITÀ, PER UN INVESTITORE CHE USA I CERTIFICATI, È QUELLA DI UNA POTENZIALE DIVERSIFICAZIONE CHE NESSUN ALTRO STRUMENTO FINANZIARIO PUÒ CONSENTIRE. ANCHE DISPONENDO DI CAPITALI LIMITATI, INFATTI, SI PUÒ INVESTIRE CON I CERTIFICATI SU TUTTA UNA SERIE DI MERCATI CHE ALTRIMENTI SAREBBERO PRECLUSI AI PRIVATI: DAI MERCATI BORSISTICI DEI PAESI EMERGENTI AL PETROLIO E ALLE SINGOLE MATERIE PRIME, DALL'ORO ALLE VALUTE DI MOLTI PAESI DEL MONDO. PROPRIO UTILIZZANDO LO STRUMENTO NELLA SUA FORMA PIÙ SEMPLICE, QUELLA CHE REPLICA L'ANDAMENTO DEL MERCATO CUI SI RIFERISCE (UN PO' COME UN ETF, MA NON È LA STESSA COSA) CI SI PUÒ COSTRUIRE CON UNA SOMMA DI SINGOLI MINIMI INVESTIMENTI UN PORTAFOGLIO STRAORDINARIAMENTE VARIEGATO. E QUESTO CON I SOLI COSTI DI COMPRAVENDITA DEI CERTIFICATI IN BORSA, DOVE I PREZZI SONO UFFICIALI E LA LIQUIDITÀ È MASSIMA.

■ di Fabio Sansone

Oltre 49 miliardi di euro. A tanto è ammontato il volume complessivo di scambi a piazza Affari dei certificati d'investimento sul mercato italiano nel 2005. A cui se ne sono aggiunti altri cinque miliardi nel primo mese di quest'anno. Un mercato molto vivace in cui, al fianco di emittenti storici come Unicredit, Deutsche Bank e Abn Amro, se ne sono aggiunti di nuovi: da Banca Imi a Società Generale, da Citigroup a Goldman Sachs, da Caboto a Bnl, da Commerzbank a JP Morgan, da Ubs a Sal Oppenheim da Abaxbank a Mps.

COSA SONO

I certificati d'investimento sono contratti a scadenza quotati o meno su un mercato regolamentato (come, per esempio, il segmento Sedex di Piazza Affari). Legano le loro prestazioni all'andamento di un sottostante e si dividono in due principali categorie: quelli a benchmark, che sono quelli classici, e gli strutturati che, tramite l'utilizzo di meccanismi di opzioni accessorie, realizzano strategie d'investimento più complesse. Proprio l'evoluzione di questa seconda categoria di certificati ha portato sul

mercato prodotti con diversi target: dal capitale garantito con rendimento minimo al capitale garantito senza rendimento minimo, dal capitale garantito con possibilità di rimborso anticipato al capitale protetto con possibilità di rimborso anticipato, dal capitale garantito e rendimento minimo con scommessa sul cambio euro dollaro al capitale garantito con rendimento fisso e durata variabile, dal capitale protetto con partecipazione al 90% del sottostante al capitale protetto e con possibilità di rendimento minimo al 20% o al 30%, dalla scommessa integrale sulle materie prime al capitale garantito con possibilità di rimborso anticipato e paniere misto (materie prime, azioni e obbligazioni) o al capitale garantito, rendimento minimo e paniere misto (azioni, obbligazioni, immobiliare e cambio euro / dollaro). Ci sono poi altre tipologie di offerte strutturate senza nessuna garanzia né protezione del capitale e che possono prevedere o una scommessa sulla curva dei tassi, o il raddoppio del rendimento della performance di un titolo azionario o la scommessa sulla divergenza di andamento tra due titoli o indici di Borsa.

«Tutto il nostro lavoro parte da una precisa view di mercato o in tema di tassi di interesse, o in ambito azionario oppure per ciò che attiene i cambi. Una volta individuato il tema da cavalcare sfruttiamo quelle relazioni privilegiate con le istituzioni internazionali per ricercare il miglior emittente che possa sposarsi con l'idea sottostante. Dall'unione delle due componenti nasce il prodotto finale» spiega Marzio Perelli, managing director e responsabile clientela istituzionale italiana di HSBC.

COME FUNZIONANO

Chi acquista un certificato con benchmark è come se comperasse il sottostante, ovvero un indice, un metallo, una materia prima. Il vantaggio è che con un modesto investimento, di solito compreso tra i 100 e i 1.000 euro, si può partecipare all'andamento del sottostante senza costi di gestione e

con la garanzia della replica fedele del movimento del mercato che ci interessa. Un investimento che, tuttavia, non va confuso con gli exchange traded funds (etf) i fondi indicizzati quotati in Borsa che replicano un preciso indice di Borsa. Gli Etf, infatti, prevedono un patrimonio autonomo e separato dalle attività della società di gestione mentre la garanzia o la protezione dei certificati d'investimento sono assicurati dalla società che li emette. Inoltre gli etf non hanno scadenza e prevedono una, seppur minima, commissione annua di gestione, mentre i certificati d'investimento hanno una scadenza ma sono privi di costi annuali ricorrenti: gli unici costi che finiscono con il gravare sulle tasche del sottoscrittore sono quelli che l'intermediario finanziario (banca, Sim o broker online) applica in fase di negoziazione.

COME SI USANO

Il target di clientela per i certificati d'investimento, in particolare quelli quotati al Sedex di Piazza Affari, è rappresentato da investitori retail informati ovvero persone che hanno dimestichezza con gli investimenti in Borsa e che sono in grado di valutare il grado di rischio dei diversi prodotti quotati. Il livello di interesse verso questi prodotti cresce anche tra i private bankers che sono sempre alla ricerca di prodotti in grado di arricchire e completare le possibilità di investimento e di diversificazione per i loro clienti.

Per esempio i prodotti strutturati emessi all'interno della gamma Equity First di Citigroup, vengono studiati appositamente per gli investitori individuali, sia di tipo "retail" che clienti più sofisticati di tipo "private": «L'investitore deve avere ben chiaro il funzionamento del prodotto così come descritto nel suo Prospetto» dichiara Adele Bricchi, Equity director di Goldman Sachs che poi aggiunge «In altre parole è bene che ci si informi in relazione al sottostante di riferimento, ai possibili scenari che potrebbero verificarsi a scadenza, alla garanzia o

Provate prima col simulatore

Un suggerimento per chi vuole avvicinarsi per la prima volta ai certificates è di utilizzare i simulatori che molti emittenti mettono a disposizione sui loro siti Internet: si può provare per qualche giorno senza rischiare nulla. Soltanto quando si sarà presa confidenza, si potrà cominciare ad investire davvero.



Marzio Perelli
HSBC

MANAGING DIRECTOR E
RESPONSABILE CLIENTELA
ISTITUZIONALE ITALIANA

CHE CERTIFICATO È? GUARDA LA MAPPA

Certificati di tipo "investment" (senza leva finanziaria)

INVESTMENT CERTIFICATES: REPLICANO L'ANDAMENTO DELL'ATTIVITÀ SOTTOSTANTE SENZA EFFETTO LEVA: ALL'INTERNO DI QUESTA CATEGORIA SI TROVANO SIA I TITOLI DERIVATI CHE SEGUONO LINEARMENTE IL SOTTOSTANTE (BENCHMARK E QUANTO), SIA I CERTIFICATES CARATTERIZZATI DALLA PRESENZA DI STRUTTURE OPZIONALI A CARATTERE PURAMENTE ACCESSORIO (DISCOUNT, CERTIFICATES A CAPITALE PROTETTO, STRUTTURATI).

TIPOLOGIA	NOME	EMITTENTE
-----------	------	-----------

GRUPPO A: CERTIFICATES CHE REPLICANO L'ANDAMENTO DELL'ATTIVITÀ SOTTOSTANTE NON INCORPORANDO ALCUN EFFETTO LEVA

TIPOLOGIA	NOME	EMITTENTE
1) BENCHMARK	ASIAN TIGERS50	MERRILL LYNCH
	BENCHMARK	COMMERZBANK
	BENCHMARK	UNICREDITO
	CERTIFICATE	ABN AMRO
	CERTIFICATE	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE
	CERTIFICATI BENCHMARK	GOLDMAN SACHS
	CITITRACKER	CITIGROUP
	CITITRAK	CITIGROUP
	COMMODITY CERTIFICATE	ABN AMRO
	DYNAMIX	BANCA IMI
	EUROLEADER INDEX	DEUTSCHE BANK
	EUROPESTYLESWITCHING	MERRILL LYNCH
	EUROVISION	DEUTSCHE BANK
	INDEX CERTIFICATE	ABN AMRO
	GLOBAL ...	MERRILL LYNCH
	GLOBAL BLUE CHIP 24	DEUTSCHE BANK
	MOMENTUM ...	MERRILL LYNCH
	PERLES	UBS
	REFLEX	BANCA IMI
	ROLLING DISCOUNT CERT.,	UBS
SECTOR LEADER INDEX	DEUTSCHE BANK	
SELECT	BANCA IMI	
WORLD LEADER INDEX	DEUTSCHE BANK	
XPERTS	DEUTSCHE BANK	
2) QUANTO	QUANTO	ABN AMRO

non è influenzato dalla variazione del tasso di cambio dell'Euro contro la divisa di denominazione del Sottostante, il quale è convertito convenzionalmente in Euro in base al principio 1 USD = 1 Euro.

TIPOLOGIA	NOME	EMITTENTE
-----------	------	-----------

GRUPPO B: CERTIFICATES CHE REPLICANO L'ANDAMENTO DEL SOTTOSTANTE INCORPORANDO UNA O PIÙ OPZIONI A CARATTERE ACCESSORIO

TIPOLOGIA	NOME	EMITTENTE
1) BONUS	BONUS	ABN AMRO
	BONUS	DEUTSCHE BANK
	BONUS	GOLDMAN SACHS
	BONUS	SAL.OPPENHEIM

consentono di avvantaggiarsi dei rialzi del sottostante (indici o azioni), proteggendosi al contempo da ribassi contenuti. E' previsto inoltre un rendimento minimo definito BONUS, quantificato nel documento di Offerta Pubblica di Sottoscrizione, nell'ipotesi in cui il valore del sottostante non tocchi mai durante il periodo di quotazione del Certificate un livello preabilitato, la cosiddetta barriera.

TIPOLOGIA	NOME	EMITTENTE
2) CAPITALE PROTETTO	EQUITY PROTECTION	DEUTSCHE BANK
	EQUITY PROTECTION	UNICREDITO
	SCUDO	CABOTO

danno il diritto di ricevere alla scadenza un importo in Euro in funzione della quotazione dell'azione sottostante cui ogni certificato è collegato. In ogni caso, il valore del sottostante utilizzato ai fini della determinazione di tale importo non potrà essere inferiore al livello di protezione. Espongono pertanto l'investitore ad un rischio uguale o inferiore a quello di un investimento azionario.

TIPOLOGIA	NOME	EMITTENTE
3) DISCOUNT	DISCOUNT	DEUTSCHE BANK
	DISCOUNT	SAL.OPPENHEIM
	DISCOUNT	UBS
	DISCOUNT	UNICREDITO

consentono di acquistare indirettamente l'attività sottostante a un prezzo scontato. A fronte dello sconto il possibile guadagno dell'investitore è limitato al valore del Cap (valore max prefissato).

TIPOLOGIA	NOME	EMITTENTE
4) STRUTTURATI	AIRBAG	ABN AMRO
	CASH COLLECT	SAL.OPPEHEIM
	DOUBLE UP	ABN AMRO
	OUTPERFORMANCE	DEUTSCHE BANK
	PEPP	DEUTSCHE BANK
	SUPERSTOCK	UNICREDITO

Certificati di tipo "leverage" (con leva finanziaria)

LEVERAGE CERTIFICATES: REPLICANO L'ANDAMENTO DELL'ATTIVITÀ SOTTOSTANTE PERMETTENDO DI PARTECIPARE, CON EFFETTO LEVA, ALLA PERFORMANCE DELLO STESSO. GLI STOP LOSS BULL CERTIFICATES (PER PUNTARE AL RIALZO) SI CARATTERIZZANO PER LA PRESENZA DI UNO STRIKE PRICE E DI UN LIVELLO DI STOP LOSS (O BARRIERA), POSTO SOPRA LO STRIKE PRICE E AL DI SOTTO DEL VALORE CORRENTE DEL SOTTOSTANTE, AL RAGGIUNGIMENTO DEL QUALE LO STRUMENTO FINANZIARIO SI ESTINGUE ANTICIPATAMENTE. GLI STOP LOSS BEAR CERTIFICATES (PER PUNTARE AL RIBASSO) SI CARATTERIZZANO PER LA PRESENZA DI UNO STRIKE PRICE E DI UN LIVELLO DI STOP LOSS (O BARRIERA), POSTO SOTTO LO STRIKE PRICE E AL DI SOPRA DEL VALORE CORRENTE DEL SOTTOSTANTE, AL RAGGIUNGIMENTO DEL QUALE LO STRUMENTO FINANZIARIO SI ESTINGUE ANTICIPATAMENTE. IN ALCUNI CASI LO STRIKE E LO STOP LOSS POSSONO VARIARE NEL CORSO DELLA VITA DEL CERTIFICATO.

NOME	EMITTENTE
------	-----------

MINIFUTURE LONG (BULL)	ABN AMRO
MINIFUTURE LONG (BULL)	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE
MINIFUTURE SHORT (BEAR)	ABN AMRO
TURBO (BULL)	ABN AMRO
TURBO (BULL)	SAL.OPPENHEIM

NOME	EMITTENTE
------	-----------

TURBO (BULL)	UNICREDITO
SHORT (BEAR)	ABN AMRO
SHORT (BEAR)	UNICREDITO
SPREAD CERTIFICATES (SU TASSI D'INTERESSE)	ABAXBANK
WAVE (BULL E BEAR)	DEUTSCHE BANK

meno del rimborso totale o parziale del capitale investito ed infine verificare l'eventuale esposizione del prodotto al rischio valutario».

A QUALI ESIGENZE DI INVESTIMENTO RISPONDONO

Dall'osservazione del comportamento degli investitori si possono individuare portafogli in cui il peso dei certificati d'investimento varia tra il 5% e il 15% del totale.

«Per esempio» dice ancora Bricchi «nel caso in cui l'investitore desideri inserire in portafoglio un investimento su una asset class non correlata ai mercati finanziari classici (azioni e bond), potrebbe ricorrere ad un certificato con sottostante materie prime

da affiancare alle componenti azionarie e obbligazionarie. La scelta del peso da attribuire al certificato dipende dal grado di accettazione del rischio dell'investitore ma anche al grado di rischio insito nella tipologia dello strumento. Certificati con protezione dei ribassi degli indici sottostanti potrebbero avere un peso superiore rispetto ai certificati di tipo benchmark che, invece, espongono il cliente al rischio della perdita totale del capitale».

Claudio Ansuinelli, institutional sales prodotti derivati HSBC invita invece a fare almeno due riflessioni prima di accedere a questi strumenti. «Per prima cosa occorre che l'investitore faccia mente locale chiedendosi quale tipo di obiettivo si stia ponendo. Se, cioè predilige partecipare all'evoluzione del mercato sottostante l'investimento con cedole periodiche (strategia income) o se, al contrario, preferisca rinunciare ai possibili frutti annuali per massimizzare il guadagno alla fine del periodo d'investimento

(strategia growth). Subito dopo, è assolutamente necessario valutare il proprio grado di accettazione del rischio. Se, come avviene per la maggior parte dei casi inclusi i grandi patrimoni, si predilige la protezione del capitale investito, si deve tener conto che un prodotto strutturato ha un costo e che tale costo potrebbe risultare anche superiore alla somma delle parti (titolo obbligazionario e opzione) effettuata con il fai da te. Tuttavia, costruire un prodotto strutturato è esercizio complesso anche per chi abbia una certa dimestichezza in finanza. Va infatti tenuto conto che il fai da te, oltre alla cultura finanziaria e al tempo, richiede spesso ingenti capitali; inoltre il prodotto in portafoglio è molto poco liquidabile e alcune classi d'investimento hanno un accesso molto difficile al pubblico retail. Il prodotto strutturato, al contrario, è sufficientemente liquido, richiede modesti importi (bastano tra i 1.000 e i 5.000 euro) e permette di accedere a mercati e

TUTTI I CERTIFICATI PER OGNI OBIETTIVO

	RIBASSO SPECULATIVO	RIBASSO	LATERALE/LIEVE RIALZO
AZIONI (ITALIANE/ESTERE) TRA CUI ES. DEUTSCHE TELEKOM, GOOGLE, NOKIA	MINI FUTURE SHORT SHORT WAVE	(LEVERAGE BEAR CON STRIKE MOLTO ALTO)	DISCOUNT SUPER STOCK
INDICI AZIONARI (ITALIANI/ESTERI) TRA CUI ES. CECE EST EUROPA, FTSE AFRICA TOP 40, HANG SENG CHINA, KUALA LAMPUR, MSCI TAIWAN, RUSSIAN DEPOSITARY, SHANGAI B SHARE	MINI FUTURE SHORT SHORT WAVE	(LEVERAGE BEAR CON STRIKE MOLTO ALTO)	DISCOUNT CASH COLLECT
SETTORI AZIONARI (INTERNAZIONALI) TRA CUI ES. AMEX BIOTECH, SETTORI EUROSTOXX, SETTORI GLOBAL INTERNAZIONALI	-	-	-
TASSI (TBOND, TNOTE, INTEREST SWAP)	MINI FUTURE SHORT	(LEVERAGE BEAR CON STRIKE MOLTO ALTO)	-
MATERIE PRIME TRA CUI ES. ARGENTO, CAFFÈ, BENZINA VERDE, ORO PETROLIO, SUCCO D'ARANCIA, ZUCCHERO	MINI FUTURE SHORT		-
VALUTE (EURODOLLARO)	MINI FUTURE SHORT	(MINI FUTURE SHORT CON STRIKE MOLTO ALTO)	-
VARIE SETTORE IMMOBILIARE	-	-	-

temi d'investimento di difficile accesso al grande pubblico». Guido Rizzato, Head of Structured Equity Derivatives Sales di Citigroup, dal canto suo, aggiunge «L'aspetto più importante è che l'investitore comprenda pienamente il rischio e il rendimento di ogni prodotto e lo ritenga adatto alle sue esigenze di investimento. E' importante anche il ruolo di chi interfaccia l'investitore (promotore o dipendente allo sportello): il prodotto strutturato deve essere venduto facendo combaciare le sue caratteristiche di rischio/rendimento con il profilo e le aspettative del cliente. Ad esempio, per chi è convinto di un rialzo dei mercati e ne vuole beneficiare appieno, il prodotto strutturato a capitale protetto non è la soluzione ideale; meglio utilizzare uno strutturato che dia leva al rialzo (come nel caso di Sprint Certificate collocato da Citigroup lo scorso dicembre), purché il cliente sia disposto a rinunciare totalmente o parzialmente alla protezione

del capitale. Occorre tener conto, infine, che la bontà di un prodotto strutturato può essere giudicata solo conoscendo e valutando nel complesso il portafoglio all'interno del quale verrà inserito, in un'ottica di asset allocation».

ESEMPI PER TIPOLOGIA

■ CAPITALE GARANTITO CON POSSIBILITÀ DI RIMBORSO ANTICIPATO

Per chi pur privilegiando la protezione del capitale investito non disdegnasse la possibilità di un rimborso anticipato già al terzo anno con un guadagno del 13% lordo potrebbe prendere in esame Snowball note, la nuova emissione obbligazionaria strutturata di Citigroup. Dopo la prima cedola certa annua del 3%, a partire dal secondo anno, entra in gioco il

meccanismo di abbinamento della cedola a un paniere di sei indici azionari internazionali: l'Eurostoxx 50 (area euro), il Nikkei 225 (Giappone), lo Smi (Svizzera), l'S&Pmib (Italia), l'Hang Seng (Hong Kong) e l'S&P/Asx200 (Australia). In particolare, è previsto il pagamento di una cedola variabile del 5% lordo, qualora nessuno dei sei indici del paniere abbia perso più del 10% del proprio valore iniziale. Altrimenti, la cedola viene accantonata per essere eventualmente pagata insieme a quella dell'anno successivo, se ricorrono le condizioni. Inoltre, nel momento in cui il totale delle cedole pagate (esclusa quella fissa del 3%) è pari o superiore al 10%, l'obbligazione scade anticipatamente rispetto alla scadenza naturale dei 6 anni, rimborsando il 100% del valore nominale, pari al capitale investito.

Sulla stessa lunghezza d'onda Express Certificate, nato dall'ingegneria finanziaria di X-Markets, divisione di Deutsche Bank specializzata in prodotti finanziari innovativi. E' un certificato indicizzato alla performance dell'indice DJ Eurostoxx 50, prevede una durata di 5 anni ma che può essere rimborsato già al primo anniversario.

■ CAPITALE PROTETTO CON POSSIBILITÀ DI RIMBORSO ANTICIPATO

E per chi osa qualcosa di più, magari rinunciando, a certe condizioni, alla garanzia del capitale? Ci sono, per esempio, i Tris certificate X-markets di Deutsche bank strumenti finanziari collegati all'andamento di tre indici azionari mondiali: il DJ Eurostoxx 50, lo S&P 500 e il Nikkei 225. Durano quattro anni ma già dopo 12 mesi possono fruttare il 10% lordo. Oppure, dopo 24 mesi, il 20% o il 30% alla fine dei 36 mesi. Proteggono fino a perdite di Borsa del 35% e consentono di partecipare ai rialzi dei principali mercati azionari nei successivi 48 mesi. Gli Sprint Certificate di Citigroup, invece prevedono una durata massima di cinque anni e legano le loro prestazioni alla performance degli indici DJ Eurostoxx 50 e Nikkei 225. Si tratta di certificati d'investimento

RIALZO	RIALZO SPECULATIVO
BONUS EQUITY PROTECTION SCUDO AIRBAG PEPP DOUBLE UP OUTPERFORMANCE	MINI FUTURE LONG TURBO WAVE
TIPO BENCHMARK QUANTO (NIKKEI 225, S&P500) BONUS EQUITY PROTECTION SCUDO AIRBAG DOUBLE UP OUTPERFORMANCE	MINI FUTURE LONG TURBO WAVE
TIPO BENCHMARK	-
TIPO BENCHMARK, SPREAD (SWAP)	MINI FUTURE LONG
TIPO BENCHMARK QUANTO (ORO, ARGENTO) BONUS	MINI FUTURE LONG
(MINI FUTURE LONG CON STRIKE MOLTO BASSO)	MINI FUTURE LONG
BENCHMARK EPRA	-

■ Permettono di investire in un mercato, su tassi di interesse, su cambi valutari e su materie prime anche con modesti capitali

Consentono di accedere a investimenti difficilmente disponibili al pubblico retail (per esempio quello delle materie prime)

La loro quotazione su un mercato regolamentato (come, per esempio, il segmento Sedex di Piazza Affari) offre la possibilità di effettuare operazioni di trading a costi contenuti

Un loro uso corretto può ottimizzare i portafogli d'investimento migliorandone la diversificazione e sostituendosi a altre forme d'investimento talvolta meno efficienti (come possono esserlo talvolta, per esempio, i fondi comuni e i comparti delle sicav)

Pro & Contro

Alcune emissioni hanno un meccanismo di funzionamento eccessivamente complesso

Talvolta hanno soltanto una protezione del capitale

In molti casi è difficile calcolare il range di rendimento e le potenzialità di extra rendimento rispetto a un titolo di Stato di uguale durata

rivolti prevalentemente a quegli investitori che non si aspettano dai due indici sottostanti fluttuazioni significative nell'arco dei prossimi 5 anni, e possono, per l'appunto, essere rimborsati già al primo anniversario: infatti se al primo anno, entrambi gli indici hanno un valore uguale o superiore rispetto a quello fissato alla partenza, viene subito rimborsato il 100% capitale e più una cedola premio del 6,5%.

■ SCOMMESSA SUL CAMBIO CON 16 VALUTE

Una novità assoluta per il mercato italiano è invece l'ultima proposta firmata da Abn Amro. Si chiama Valuta Plus Certificates e consentono di avvantaggiarsi dei rialzi dei tassi di interesse e dell'apprezzamento di 16 valute straniere. I Valuta Plus Certificates corrispondono ad un investimento in un deposito in valuta straniera che matura interessi giornalmente convertito in euro al tasso di cambio corrente. Le valute e i tassi di interesse sono relativi a 16 Paesi: Australia, Canada, Svizzera, Repubblica Ceca, Regno Unito, Hong Kong, Ungheria, Giappone, Messico, Norvegia, Nuova Zelanda, Polonia, Svezia, Singapore, Stati Uniti, Sud Africa. I nuovi Valuta Plus Certificates Abn Amro sono particolarmente adatti per gli investitori che vogliono diversificare il proprio portafoglio e che abbiano attese di moderato rialzo dei tassi di interesse.

■ CAPITALE GARANTITO CON RENDIMENTO FISSO E DURATA VARIABILE

Sempre Abn Amro ha pensato anche all'esigenza di avere un rendimento certo con una durata dell'investimento ridotta grazie ad un possibile rimborso anticipato. Come nel caso di K15, l'emissione obbligatoria di Abn Amro, che assicura un rendimento cumulato del 15% mentre la scadenza varia da un minimo di tre e fino a un massimo di 10 anni massima, nel caso in cui non si verificano le condizioni per il rimborso anticipato. All'investitore viene pagato un coupon fisso annuale del 5% lordo per i primi due anni. A partire dal terzo anno, invece, scatta



Pietro Poletto
SEDEX

RESPONSABILE DEL SEDEX
DEL MOT E DELL'EUROMOT
DI BORSA ITALIANA

La storia e lo sviluppo dei certificates sono intimamente legati a quelli del Sedex, il mercato telematico di Borsa italiana dedicato agli strumenti "derivati". Quello milanese è il secondo mercato del mondo, dopo la Germania, ed è in forte e

ta una cedola variabile indicizzata alla performance dell'indice EuroStoxx 50, pari alla differenza tra la variazione percentuale dell'indice azionario, con livello iniziale fissato alla data di godimento (25 maggio 2005), e la somma delle cedole precedentemente pagate. Quando il cosiddetto livello di knock out (fissato al 15%) viene raggiunto l'obbligazione rimborsa automaticamente il capitale nominale e al risparmiatore viene restituito l'intero capitale iniziale investito. Per chi, invece, desiderasse puntare ad un rendimento del 12% in due o tre anni senza il rischio di perdita del capitale poteva investire su Target coupon, un'emissione obbligatoria strutturata di Citigroup. Per raggiungerlo è necessario essere convinti della possibilità di un rialzo di Borsa di almeno il 12% nei prossimi due-tre anni. O meglio che i tre indici nel paniere di riferimento di questo bond, l'Eurostoxx 50 (area

ITALIA SECONDO MERCATO MONDIALE

continuo sviluppo. "La nostra è la prima e unica Borsa che ha creato una piattaforma dedicata a questi strumenti", sottolinea Pietro Poletto, responsabile del Sedex (ma anche del Mot e dell'euroMot) di Borsa Italiana.

Oggi sul Sedex sono quotati oltre 4 mila prodotti, e circa 900 di questi sono certificates. E in un mese si scambiano oltre 400 mila contratti, per un valore che, a gennaio, ha superato i 5 miliardi di euro. Eppure la storia di questo mercato è recentissima. Poletto la fa risalire al 1999, alla quotazione ufficiale, cioè, dei covered warrant, fino a quel momento trattati over the counter. Un anno dopo nasce la piattaforma dedicata ai derivati, ma ben presto la definizione di "mercato dei

covered warrant" inizia ad andare stretta. "Il nome non era più esaustivo. Sul mercato erano ormai scambiati non solo covered warrant più complessi, ma anche opzioni e certificates, sia a leva sia investment certificates, che iniziavano a prendere piede. Così, nel luglio 2004 Borsa italiana decise di risegmentare il mercato e di cambiargli nome in Sedex".

Tra i certificates quotati nella piazza milanese sono gli investment a fare la parte del leone, in particolare per quanto riguarda il controvalore dei contratti, arrivato in gennaio a 2.255,7 milioni di euro contro i 158,5 milioni di euro dei leverage; più equo il confronto sul fronte del numero dei contratti, che in gennaio sono stati circa 30 mila per gli

investment certificates contro i circa 25 mila dei leverage.

"Gli investment certificates, che seguono in maniera lineare l'andamento del sottostante, sono più adatti a un investimento a medio termine", sottolinea Poletto. "Mentre i leverage, che partecipano in maniera più che proporzionale a tale andamento, sono utilizzati soprattutto per trading anche di brevissimo periodo. E richiedono un monitoraggio puntuale e continuativo. In ogni caso, gli utilizzatori non sono solo investitori retail, ma anche istituzionali, private bankers o gestori che spesso chiedono agli emittenti strumenti con un particolare sottostante per rispondere alle esigenze dei loro portafogli". Ma quale dev'essere l'approccio corretto

dell'investitore a questi strumenti? La prima regola, secondo Poletto, è come sempre quella di conoscerli: sapere come funzionano e come funziona il mercato. "Per quanto riguarda il mercato, la negoziazione al Sedex è continua, dalle 9,05 alle 17,25", spiega Poletto. "Gli emittenti sono una quindicina e sono obbligati a quotare i loro strumenti, in acquisto e in vendita: ogni giorno quindi viene fatto un prezzo, anche se non ci sono scambi su quel certificato. E dunque possibile liquidare l'investimento in qualsiasi momento. Quanto ai prodotti, se dovessi dare un consiglio a chi non conosce questo strumento, suggerirei i certificati di investimento che non hanno altre variabili. Altri prodotti sono decisamente più complessi".

euro), il Nikkei 225 (Giappone) e l'S&P 500 (Stati Uniti), siano in grado di salire più o meno in parallelo per almeno il 12%.

■ CAPITALE PROTETTO CON PARTECIPAZIONE AL 90% DEL SOTTOSTANTE

Per chi fosse convinto che la Borsa giapponese abbia ancora un alto potenziale inespresso nonostante la forte accelerazione degli indici azionari tornati sui massimi livelli degli ultimi 5 anni. Ma anche per chi chiede protezione nel caso in cui possa verificarsi una correzione del 20% dell'indice di Borsa di Tokyo. E' a questi due profili di investitore che si rivolge la nuova emissione di Airbag certificate su Nikkei 225 di Abn Amro.

Come funzionano? Una volta stabilito il valore iniziale dell'indice (per esempio 15.000 punti), scatta la fascia di protezione, compresa tra l'80% e il 100% (ovvero tra 12.000 e 15.000

punti) che, esattamente come l'airbag per l'automobilista (da qui il nome commerciale del prodotto), protegge il sottoscrittore da perdite: nel caso in cui il valore del Nikkei 225 finisse all'interno di quel range sarebbe assicurata alla scadenza la restituzione integrale del capitale iniziale investito. Qualora invece l'indice Nikkei 225 finisse al di sotto di tale livello di protezione, il sottoscrittore beneficerebbe comunque di una protezione ma ridotta: per esempio a fronte di una perdita del 25% del Nikkei il possessore dell'Airbag certificate perderebbe il 6,25% mentre per una perdita dell'indice del 40% l'Airbag farebbe perdere il 25%. In caso di scenario positivo dell'indice, invece, il sottoscrittore partecipa al 90% della rivalutazione: per esempio se l'indice Nikkei 225 finisse con un rialzo del 20% all'investitore in Airbag certificate spetterebbe un guadagno del 18% mentre se la rivalutazione dell'indice fosse del

50% il guadagno per l'investitore sarebbe del 45%.

■ CAPITALE PROTETTO E CON POSSIBILITÀ DI RENDIMENTO MINIMO AL 20% O AL 30%

Si chiamano invece Protect Bonus Quanto Certificates su Nikkei 225 i nuovi prodotti offerti da Sal. Oppenheim che abbinano alle caratteristiche di protezione ai vantaggi del bonus e dell'opportunità di guadagno illimitato. Certificati quotati alla Borsa Valori di Milano che offrono un rendimento minimo a scadenza del 30%, con possibilità di partecipare integralmente ai rialzi dell'indice giapponese e con ammortizzatore del rischio del 30%. In particolare il possessore del certificato beneficerà a scadenza, il 18 febbraio 2011, di un rendimento minimo garantito del 30% lordo o, se maggiore, della rivalutazione integrale dell'indice Nikkei 225 rispetto al valore

Scadenza, costi, tasse: che differenza c'è tra un Etf e un certificato

Un confronto tra certificati ed Etf è corretto a condizione che per i certificati si considerino i titoli di tipo investment del gruppo A. Cioè quei certificati comunemente denominati benchmark, che replicano l'andamento dell'attività sottostante non incorporando alcun effetto leva. Sia i certificati benchmark sia gli Etf (Exchange traded funds) sono strumenti finanziari che danno la possibilità di investire in modo semplice ed efficiente su indici ufficiali di Borsa e più in generale su indici finanziari. In particolare, replicando l'andamento di questi indici (azionari, obbligazionari, settoriali, di materie prime, ecc), entrambi permettono di partecipare alla performance del settore o

del mercato prescelto. Esistono tuttavia delle differenze tecniche: i benchmark sono titoli quotati in Borsa appartenenti alla categoria dei "Certificates", gli Etf sono invece fondi quotati a indicizzazione passiva che, come i benchmark, riflettono l'andamento di un indice ufficiale sottostante. **Analogie** Negoziare certificati di tipo benchmark ed Etf è semplice e costa come negoziare una singola azione italiana. Entrambi sono quotati alla Borsa Italiana, dove i prezzi di acquisto e di vendita sono costantemente aggiornati da un operatore specialista, detto anche market maker. Sono quotati in euro, ma il loro prezzo può dipendere anche dall'andamento dei cambi valutari quando gli indici

sottostanti sono, ad esempio, indici americani, inglesi o dell'Estremo Oriente. Grazie alla possibilità di rivenderli sul mercato in un qualsiasi momento, l'ottica dell'investimento può essere di breve, medio o lungo periodo. L'ammontare minimo dell'investimento è contenuto: sono sufficienti anche poche decine di euro, una cifra notevolmente inferiore alla somma che un investitore dovrebbe impiegare per costruire un paniere di titoli che replichi fedelmente l'indice sottostante. Differenze Da un punto di vista finanziario le principali differenze tra certificati di tipo benchmark ed Etf risiedono nel trattamento dei dividendi e nelle commissioni di gestione. Quando l'indice sottostante

è un indice di prezzo, in conseguenza dello stacco dei dividendi da parte delle azioni che lo compongono, il valore dell'indice diminuisce parallelamente. In questo caso, i certificati di tipo benchmark ed Etf trattano i dividendi in maniera finanziariamente equivalente, ma con metodologie differenti. Gli Etf distribuiscono periodicamente, in genere una volta all'anno, i dividendi staccati dall'indice. I certificati non distribuiscono periodicamente i dividendi, ma li scontano fin dal momento dell'acquisto. Per questo motivo il prezzo dei certificati è inferiore al valore dell'indice di prezzo sottostante (aggiustato per il multiplo ed il tasso di cambio) in misura pari all'importo dei dividendi che il mercato si attende

	CERTIFICATI BENCHMARK	ETF
DEFINIZIONE	STRUMENTI FINANZIARI CARTOLARIZZATI (TITOLO QUOTATO)	TIPOLOGIA PARTICOLARE DI FONDO O SICAV (FONDO QUOTATO)
TAGLI MINIMI	BASSI, ANCHE DI POCHÉ DECINE DI EURO	BASSI, ANCHE DI POCHÉ DECINE DI EURO
OBIETTIVO PERFORMANCE RISPETTO ALL'INDICE	UGUALE (A PARTE IN CASO DI INDICE IN VALUTA ESTERA) UGUALE INDIPENDENTE DAL CAMBIO NEL CASO DEI "QUANTO"	UGUALE (A PARTE IN CASO DI INDICE IN VALUTA ESTERA)
VALUTA DI NEGOZIAZIONE	EURO	EURO
COMMISSIONE DI ENTRATA	NO	NO
COMMISSIONE DI GESTIONE	NO	SI
COMMISSIONI DI NEGOZIAZIONE	A SECONDA DELL'INTERMEDIARIO	A SECONDA DELL'INTERMEDIARIO
MAX SPREAD DENARO-LETTERA	A SECONDA DEL MARKET MAKER	A SECONDA DEL MARKET MAKER
LIQUIDITÀ	ELEVATA/CONTINUA	ELEVATA/CONTINUA
SCADENZA	SI, ALL'EMISSIONE È DI DIVERSI ANNI	NO
QUOTAZIONE UFFICIALE	SI	SI
NUMERO DI STRUMENTI QUOTATI A PIAZZA AFFARI	CIRCA 180	CIRCA 30
NUMERO DI INDICI SU CUI SI PUÒ INVESTIRE	OLTRE 100 TRA CUI MOLTI AZIONARI SETTORIALI E MATERIE PRIME	CIRCA 30
TRATTAMENTO DIVIDENDI (INDICI DI PREZZO)	RICONOSCIUTI AL MOMENTO DELL'ACQUISTO, OSSIA SCONTATI NEL PREZZO DI MERCATO	DISTRIBUITI PERIODICAMENTE
TASSAZIONE GUADAGNI	COME UN NORMALE TITOLO, 12,5% SUL CAPITAL GAIN TRA PREZZO VENDITA E ACQUISTO	COME UN NORMALE FONDO, 12,5% SULLA DIFFERENZA NAV VENDITA-ACQUISTO CHE PERÒ PUÒ ESSERE DIVERSA DALLA DIFFERENZA PREZZO VENDITA- PREZZO ACQUISTO

siano staccati dall'indice prima della scadenza del benchmark. Nel caso invece delle commissioni, diversamente dagli Etf, i certificati di tipo benchmark non prevedono alcuna commissione di gestione; la commissione annua di gestione prevista per gli Etf è generalmente compresa tra 0,2% e 0,9% e viene riconosciuta alla società di gestione del fondo. Le altre principali differenze tra certificati ed Etf sono la scadenza e la tassazione dei guadagni. Mentre infatti gli Etf non hanno scadenza, i certificati prevedono al momento dell'emissione un durata predeterminata, di solito lunga alcuni anni. Per la fiscalità, invece, la situazione è decisamente più semplice nel caso dei certificati rispetto agli Etf. I certificati sono soggetti alla semplice ritenuta del 12,5% sull'eventuale capital gain tra prezzo di vendita e prezzo di acquisto, analogamente al caso di una normale azione. Per gli Etf, al contrario, si applica la normativa prevista per tutti i fondi (tutti gli Etf al momento disponibili in Italia sono "armonizzati"). Quindi, la tassazione avviene sul guadagno calcolato come differenza di Nav (net asset value) del fondo tra il momento della vendita e quello dell'acquisto. Una differenza che può essere diversa da quella tra prezzo di vendita e di acquisto del fondo quotato in Borsa, su cui l'intermediario calcola il classico 12,5%. E' possibile quindi che debbano essere fatti degli aggiustamenti ulteriori sulla tassazione pagata al momento della vendita.

iniziale fissato il 25.11.2005. Se però l'indice Nikkei 225 scende, anche per una sola volta, al di sotto del suo valore iniziale il rendimento minimo garantito a scadenza sarebbe azzerato e il certificato si trasformerebbe in uno strumento finanziario indicizzato all'indice di Borsa giapponese seguendone nel bene e nel male l'andamento.

■ MATERIE PRIME

Per chi è convinto che il trend rialzista delle materie prime possa continuare a medio lungo termine c'è la possibilità di investire tramite i Rici certificates, certificati emessi da Abn Amro per scommette sul rialzo dei materiali di base e delle merci replicando, come uno specchio, l'andamento del Roger International Commodity Index (RICI).

E che l'investimento in materie prime e merci non sia più un'esclusiva dei grandi investitori lo dimostra la possibilità di investire anche nel certificato Goldman Sachs Commodity Tracker di Goldman Sachs che replica fedelmente l'andamento dell'indice Goldman Sachs commodity index.

Per chi invece volesse puntare su singole materie prime, come cacao, caffè, cotone, frumento, granoturco, soia, succo d'arancia, zucchero, benzina verde, combustibile da riscaldamento, gas naturale, petrolio, alluminio, nickel, piombo, rame, zinco, argento, oro, palladio, platino, allora ci sono i Commodity certificates di Abn Amro; limitatamente ad argento e oro, ci sono pure i Quanto Commodity certificates che permettono di investire sui metalli preziosi senza il rischio di cambio rispetto all'euro.

■ NESSUNA GARANZIA NÉ PROTEZIONE DEL CAPITALE E SCOMMESSA SULLA CURVA DEI TASSI

Si chiamano Spread Certificate i prodotti finanziari messi a punto da Abaxbank, la società del gruppo Credem specializzata nella realizzazione di prodotti strutturati, per trarre beneficio dai movimenti della curva dei tassi di interesse delle diverse aree valutarie: dall'euro al dollaro americano, dalla sterlina inglese al franco svizzero e allo yen giapponese. Ma si tratta di una scommessa senza rete di protezione né, tantomeno garanzia del capitale.

“ Per
le imposte
la situazione
dei certificati
è più
semplice
di quella
degli Etf ”

■ NESSUNA GARANZIA NÉ PROTEZIONE DEL CAPITALE E RADDOPPIO DEL RENDIMENTO DI UN AZIONE

Esattamente come nel caso dei double-up certificates, uno strumento derivato di Abn Amro che permette, per l'appunto, di scommettere sulla rivalutazione di un titolo o di un indice di Borsa incassando però il doppio della variazione del prezzo di Borsa. Come nel caso, tra i più recenti, del double-up Finmeccanica messo a punto per gli investitori che ritenessero il titolo Finmeccanica con un potenziale di crescita moderatamente positivo nei prossimi 16 mesi: se la quotazione del titolo crescerà fino al 10% la sua performance sarà raddoppiata fino ad un massimo del 20%. Il sottoscrittore rinuncia a rendimenti superiori al 20% e ai dividendi mentre è esposto per intero al rischio di perdita nel caso di performance negativa del titolo.

Più o meno il meccanismo di funzionamento che sta alla base dei nei Double chance x-markets, i certificati presentati qualche mese fa al pubblico italiano da Deutsche bank che permettevano di investire sulla rivalutazione di due tra i più liquidi e diffusi titoli azionari italiani (Enel ed Eni) al fine di incassare ■

Le parole per capire il mercato dei certificati

■ Bear leverage certificates

I certificati con leva finanziaria possono essere di due tipi, bull e bear. I bear leverage certificates sono strumenti finanziari che consentono all'investitore di assumere una posizione ribassista (per l'appunto bear) sul sottostante: acquistare un certificato con leva del tipo bear equivale finanziariamente a vendere il sottostante allo scoperto e contestualmente effettuare un deposito, presso l'emittente, pari ad un importo corrispondente allo Strike Price, per un periodo coincidente alla vita residua del certificato. Il deposito può essere sia fruttifero, e in tal caso gli interessi sono scontati dal prezzo del certificate anticipatamente (oppure corrisposti giornalmente attraverso un meccanismo di aggiornamento giornaliero dello Strike), sia infruttifero. Questi strumenti, come i bull, si caratterizzano inoltre per la presenza di un Livello di Stop Loss (o Barriera), posto al di sotto o allo stesso livello dello Strike, al raggiungimento del quale lo strumento finanziario si estingue anticipatamente. Sia i bull che i bear vengono ricompresi nel segmento "leverage certificates" di SeDeX.

■ Benchmark

Il benchmark ha un doppio significato. 1) E' un valore di riferimento con il quale si può confrontare la performance di un investimento. 2) E' uno strumento finanziario che replica l'andamento dei principali indici azionari senza effetto leva.

■ Bull leverage certificates

sono strumenti finanziari che consentono all'investitore di assumere una posizione rialzista sul sottostante impiegando solo una frazione del valore richiesto per l'acquisto dello stesso; acquistare un certificato con leva del tipo bull equivale infatti, dal punto di vista finanziario, ad acquistare il sottostante e contestualmente accendere un finanziamento con l'emittente per un importo pari al valore dello Strike Price. Su questo ammontare l'investitore paga anticipatamente (oppure giorno per giorno attraverso un meccanismo di aggiornamento giornaliero dello strike) una quota di interessi. Questi strumenti si caratterizzano inoltre per la presenza di un livello di Stop Loss (o Barriera), posto al di sopra o allo stesso livello dello Strike, al raggiungimento del quale lo strumento finanziario si estingue anticipatamente. Questo consente all'emittente di rientrare senza rischi del finanziamento concesso all'investitore.

■ Derivato

Strumento finanziario il cui prezzo e la cui valutazione sono dipendenti dal prezzo di un altro bene, definito strumento sottostante. Le opzioni e i future rientrano in questa categoria di strumenti finanziari.

■ Effetto leva

Detto anche Gearing, rappresenta la possibilità di realizzare una performance percentualmente amplificata rispetto a

quella ottenuta investendo direttamente nell'attività sottostante.

■ ISIN Code

Indica il codice identificativo utilizzato da tutti i principali sistemi di gestione accentrata e di liquidazione dei titoli.

■ Liquidazione in contanti

L'esercizio di un certificato non avviene per consegna/ritiro dell'attività sottostante, ma a mezzo pagamento in contanti della differenza tra lo strike price e il livello del sottostante.

■ Market Maker

È un soggetto che si impegna a fornire continuamente quotazioni in denaro e lettera riferite a uno o più beni di investimento, e a rispettare e soddisfare le applicazioni su ammontari minimi prefissati, da parte di altri soggetti.

■ Multiplo

Indica la quantità di sottostante controllata dallo strumento. Ad esempio, se l'indice di riferimento quotasse 300 Euro, un multiplo di 0,01 si tradurrebbe in un valore dello strumento pari ad un centesimo del valore dell'indice, equivalente a 3 Euro.

■ Opzione

Contratto tra due parti, che garantisce al compratore il diritto (ma non l'obbligo) di ricevere (call) o consegnare (put) una certa attività sottostante dal (al) venditore ad un prezzo predeterminato (strike

price) in una certa data o durante un periodo di tempoprefissato. Il compratore acquisisce il diritto, mentre il venditore assume l'obbligo di consegnare (call) o ricevere (put) su richiesta del compratore. Per ottenere questo diritto il compratore paga al venditore il prezzo dell'opzione, detto anche premio.

■ Prezzo Denaro (Bid)

Prezzo al quale il market maker o un'altra controparte sono disposti a comprare un titolo.

■ Prezzo Lettera (Ask)

Prezzo al quale il market maker o un'altra controparte sono disposti a vendere un titolo.

■ Spread denaro - lettera

Differenza tra il prezzo-denaro e il prezzo-lettera. Minore è lo spread, più rapidamente l'investitore entrerà nell'area di profitto.

■ Sottostante

Indica l'attività finanziaria al cui andamento è collegato ciascun prodotto.

■ Strike price

Indica il prezzo predeterminato al quale si ha diritto di acquistare o vendere l'attività sottostante.

■ Volatilità

Misura statistica delle fluttuazioni nel prezzo di un sottostante. Maggiori sono le fluttuazioni, maggiore è la volatilità.

SCENARI & STRATEGIE PER UN MERCATO SEMPRE PIU' RICCO

I responsabili delle più importanti società che emettono certificati preannunciano le nuove iniziative e il tipo di investitori cui sono destinate. Con avvertenze e consigli. Perché lo strumento è facile nella versione classica, ma richiede attenzione e competenza nelle forme più speculative

■ di Cristina Conti

■ «PUNTARE SUGLI INDICI A COSTI BASSI»

Barbara Belussi

BANCA IMI

Soltanto certificati di tipo investment, pensati per una clientela lontana dalla voglia di speculazioni. La scelta in questo campo di Banca Imi è chiara, come spiega Barbara Belussi, responsabile equity retail product dell'istituto. E nasce subito dopo i crolli di Borsa del 2001. "Gli investitori che avevano puntato sulle azioni, presa la bruciatura, sono scappati. Abbiamo capito che offrire solo i covered warrant non era la strada giusta: abbiamo continuato a proporli per un certo tipo di clientela, ma ci siamo rivolti anche a quegli investitori che di covered warrant non volevano proprio sentire parlare. E abbiamo puntato su strumenti basati sull'indicizzazione: l'investitore sceglie il mercato su cui puntare, noi gli diamo uno strumento che non riserva sorprese".

Anche per questo Belussi è fra quanti apprezzano ciò che ha realizzato Borsa italiana su questo segmento di mercato. "Prima ancora che nascesse il Sedex, Borsa italiana ha fatto una scelta importante: separare le tipologie di strumenti, distinguendo i covered warrant dai certificates. Finché erano tutti nella stessa categoria c'era il rischio che l'investitore li confondesse. Per questo molti



**Barbara
Belussi**
BANCA IMI

RESPONSABILE EQUITY
RETAIL PRODUCT



David Mandiiva
SAL. OPPENHEIM

RESPONSABILE DELLA
DISTRIBUZIONE IN ITALIA
DI CERTIFICATES E DERIVATI

emittenti, e noi per primi, abbiamo spinto per il cambiamento, che ha fatto molto bene al mercato, permettendo a molti investitori retail di avvicinarsi o riavvicinarsi al mercato azionario”.

All’inizio lo sviluppo dei certificates è stato frenato fra l’altro dalla concorrenza di prodotti già affermati come i fondi comuni. “Ma negli ultimi anni gli investitori sono diventati sempre più sensibili anche ai costi, hanno iniziato a valutare non solo le performance ma anche le commissioni. E si sono resi conto che esistevano sul mercato prodotti in grado di offrire almeno la stessa performance ma a costi decisamente più bassi. Così negli ultimi due anni c’è stata letteralmente un’esplosione”, dice Belussi.

Nella gamma dei certificates di Banca Imi, i primi sono stati i Reflex, che replicano fedelmente l’andamento del sottostante, e non offrono protezione del capitale. Che invece è presente nella linea Dynamix. La tecnica utilizzata è quella del Cppi (Constant proportion portfolio insurance), che consiste in una continua modifica e ribilanciamento del portafoglio tra azioni e obbligazioni. “Ma tutto questo viene realizzato grazie a un modello matematico, e quindi senza l’intervento di un gestore”, sottolinea Belussi. “La protezione poi è offerta solo a determinate condizioni: che si acquisti al prezzo iniziale e si mantenga il certificato sino alla scadenza”.

I Select sono più simili ai Reflex. Non offrono protezione del capitale e la performance è identica a quella del sottostante. La differenza sta nel tipo di indice, che anziché essere un indice di mercato è creato appositamente da Banca Imi e riflette determinate strategie di investimento, per esempio puntando sui titoli growth o sui value.

“Sui Reflex abbiamo investitori che li utilizzano per trading intraday, ma in sé i nostri certificati sono adatti a investitori con orizzonti temporali di medio – lungo termine, tanto è vero che la scadenza è a quattro o cinque anni. E non escludiamo di emettere anche certificati con scadenze più lunghe. Chi poi decide di prendere posizioni anche sul breve non corre comunque i rischi tipici di uno strumento a leva, di amplificare cioè le

perdite”.

I certificati di Banca Imi, insomma, sono pensati per realizzare l’asset allocation di un portafoglio, strategie di investimento vere e proprie. Tanto è vero che esistono anche strumenti legati al mercato obbligazionario che consentono una diversificazione anche per tipologie di investimenti e livelli di rischio. “A mio parere i certificati potrebbero costituire anche il 100 per cento di un portafoglio”, afferma Belussi. “Ma questa è una posizione forse troppo radicale. Non tutti gli investitori infatti sono in grado di realizzare un’asset allocation adeguata, ed è giusto, in situazioni del genere, che se ne occupino gli investitori professionali”. I quali, peraltro, stanno mostrando di apprezzare anch’essi i certificates.

■ «ALTERNATIVA INTELLIGENTE ALLE GESTIONI»

David Mandiiva

SAL. OPPENHEIM

Sal Oppenheim è la più grande banca privata europea. E nei Paesi del nord Europa è ai primissimi posti proprio nel campo dei derivati. “Crediamo che i certificates siano un’alternativa intelligente alle gestioni classiche, in grado di offrire flessibilità, trasparenza e liquidabilità. Danno la possibilità di replicare il sottostante con un prodotto che offre diversi profili di rischio in base alle esigenze del cliente. Perché proprio da qui bisogna partire: noi non creiamo un prodotto per poi venderlo, al contrario, studiamo nuovi prodotti quando, lavorando con i private bankers e gli altri professionisti che stanno a contatto con i clienti finali, comprendiamo che esiste una necessità”, sottolinea David Mandiiva, che per Sal. Oppenheim è responsabile della distribuzione in Italia di certificates e derivati.

Dunque con i certificates si può gestire un intero portafoglio? “Certamente. Possono rimpiazzare qualsiasi attività, e se ciò nella pratica non accade è perché, nei vari paesi, esi-

stono barriere di diverso genere che rendono più semplice utilizzare per esempio prodotti come i fondi comuni”.

I certificati di investimento di Sal. Oppenheim hanno scadenze comprese fra i tre e i sei anni, e quindi obiettivi di investimento a medio-lungo termine. “A tutti coloro che non hanno finora investito in azioni, vorrebbero farlo ma non vogliono entrare direttamente su un titolo e preferiscono avere una protezione in caso di ribasso, i certificati danno la possibilità di entrare su un indice, un segmento di Borsa, o un singolo titolo”, spiega Mandiya. “Una volta scelto il mercato o il titolo, si può decidere che tipo di protezione si vuole. Sal. Oppenheim ha inventato il Protect bonus, che dà la possibilità di proteggersi fino al 20 o al 30 per cento di ricaduta del sottostante: fino a quei limiti si ha il rimborso totale del capitale, più un ritorno minimo garantito. Rinunciando ai dividendi distribuiti dal sottostante che vengono reinvestiti nella struttura del prodotto, si ottiene tutta la performance del sottostante e la protezione in caso di ribasso. Uno strumento del genere è adatto anche a chi ha già una certa quota investita sull’azionario, per esempio un 30 per cento in azioni europee (o fondi azionari europei): senza nessun rischio può liquidarle e sostituirle con certificati, anch’essi su azioni europee”.

I primi prodotti con capitale garantito o protetto avevano costi estremamente alti. Come riescono i certificati a offrire gli stessi vantaggi a costi che sono fra i più bassi sull’intero mercato del risparmio? “Storicamente i prodotti a capitale garantito erano creati utilizzando uno zero coupon insieme con un’opzione o un altro strumento che forniva la leva”, risponde Mandiya. “Quando i tassi erano alti, il valore dello zero coupon era intorno a 80 e (tolti i margini di distribuzione, non indifferenti) restava il 20 da investire in opzioni. I certificati di investimento invece, grazie all’utilizzo dei dividendi e a una struttura sintetica spesso senza componente obbligazionaria, consentono di ottenere elevate performance e di replicare più fedelmente l’andamen-

to del sottostante, approfittando nel contempo di liquidità e trasparenza dei prezzi”.

■ «DIVERSIFICARE AL MASSIMO CON MINI-CAPITALI»

Elisabetta Persano

UBM

La possibilità di diversificare il portafoglio potendo scegliere fra una gamma estremamente ampia di “sottostanti”, dagli indici alle azioni, e fra diversi livelli di rischio. Bassi costi. E una estrema semplicità nella negoziazione. Sono essenzialmente questi i vantaggi dei certificati secondo Elisabetta Persano, del product management covered warrants e certificates di Ubm, la banca d’investimento del gruppo Unicredit. “I certificates sono adatti a investitori già evoluti, che hanno voglia di innovare il loro portafoglio”, dice Persano. “Ciò che li caratterizza sono i vantaggi in termini di diversificazione del portafoglio, con indici azionari, azioni estere, diverse esposizioni al rischio che è raro trovare in modo così semplice. Con pochi euro è possibile diversificare anche piccoli portafogli. E i costi sono inferiori anche a quelli degli Etf perché non sono previste commissioni di gestione. Sono quotati in Borsa e quindi possono essere acquistati sul mercato senza ricorrere a intermediari: basta conoscere il codice Isin, e non è necessario essere clienti della banca emittente”.

La gamma dei certificates Unicredit comprende prodotti che replicano semplicemente l’andamento di un indice, prodotti che prevedono anche una protezione del capitale, e altri che consentono di investire “a sconto” sul mercato azionario o che offrono la possibilità di raddoppiare la performance. “I più semplici fra i nostri certificates sono i Benchmark, che replicano fedelmente un indice, ma i più scambiati sono gli Equity protection”, spiega Persano. “Anche questi replicano il sottostante, e alla scadenza offrono la performance



Elisabetta Persano
UBM

PRODUCT MANAGER
COVERED WARRANTS
E CERTIFICATES



Giampaolo Ferradini
DEUTSCHE BANK
 MARKETING MANAGER
 X-MARKETS

dell'indice, ma danno anche una protezione del capitale". Con i Benchmark è possibile investire in tutti i principali indici delle Borse mondiali, dal Dow Jones al Nasdaq, dal giapponese Nikkei al francese Cac, passando per le Borse tedesca, italiana e di Hong Kong. Gli Equity protection invece hanno come sottostante gli indici delle Borse oppure singole azioni, scelte in prevalenza fra le blue chip di Piazza Affari. La protezione viene fissata all'emissione, ed è l'importo minimo che l'investitore riceve a scadenza, quale che sia l'andamento del sottostante; viene fissata anche la misura della partecipazione dell'investitore alla performance, che può essere compresa fra il 50 e il 100 per cento.

"Fra i certificati con leva", aggiunge Persano, "i Discount offrono un vantaggio immediato, lo sconto: sono collegati ai principali titoli azionari italiani, e sono emessi a sconto. È possibile per esempio vendere un'azione che si ha in portafoglio e acquistare il certificato, ottenendo una liquidità immediata. Alla scadenza poi, se non è stato superato il cap, un livello fissato al momento dell'emissione, si ottiene il valore corrente del sottostante. La durata di questi certificati è breve, tra i sei e i nove mesi, per sfruttare la quotazione stabile del sottostante. Un po' più aggressivi sono i Super stock, che hanno anch'essi un orizzonte temporale di qualche mese e sono più adatti al trading che all'investimento di medio periodo. Il prezzo è allineato al valore del sottostante che è anche in questo caso una blue chip. Si punta sul fatto che alla scadenza il sottostante quoti in un intervallo predefinito: se è così la performance raddoppia. È previsto anche un cap, e se il titolo lo supera, si rinuncia al rendimento che va oltre il cap".

■ «CON LA LEVA UN PO' DI BRIO AL PORTAFOGLIO»

Giampaolo Ferradini
 X-MARKET'S DEUTSCHE BANK

Arrivano dalla Germania, forti dell'esperienza sul mercato più importante al mondo, in questo settore. E anche in Italia utilizzano X-markets, una "piattaforma" di prodotti già sperimentata e ben conosciuta sulla piazza tedesca. "In Italia abbiamo portato tutto quello che era possibile portare", dice Giampaolo Ferradini, marketing manager di X-markets, il team Deutsche Bank dedicato a covered warrant e certificates, "ma dal punto di vista dei prodotti ci siamo concentrati sui certificati, che riteniamo siano i più promettenti. In Germania, i certificati hanno ormai superato i covered warrant, e secondo le ultime stime l'investito supera i 100 miliardi di euro. Ma anche in Italia il 2005 è stato un anno straordinario. In 12 mesi il mercato Sedex è cresciuto del 190 per cento, ma mentre i covered warrant sono cresciuti del 124 per cento, per i certificati la crescita è stata di oltre il 300 per cento. Oltre la metà della crescita del Sedex viene dai certificati. E i prodotti di investimento che rappresentavano il 39 per cento dei certificates lo scorso maggio, sono arrivati, secondo gli ultimi dati, a superare l'80 per cento".

Per i tradizionali covered warrant, ma anche per i più recenti certificati con leva, l'investitore-tipo è abbastanza sofisticato, sa come si muovono i mercati ed è in grado di sfruttare questi movimenti come un vero speculatore. Ma gli investment certificates aprono anche al grande pubblico: è questo, secondo Ferradini, il motivo del loro crescente successo. Infatti hanno come funzione fondamentale la diversificazione, ma possono essere anche il mezzo con cui chi non ha mai investito in azioni si può avvicinare alle Borse senza rischiare. Gli Equity protection di X-markets, per esempio, sono certificati che garantiscono alla scadenza fino al 100 per cento del capitale investito al momento della sottoscrizione, e nello stesso tempo offrono fino al 100 per cento di partecipazione agli eventuali rialzi del sottostante.

"I leverage certificates invece possono essere utilizzati per dare un po' di brio al portafoglio di chi ha già azio-

ni”, aggiunge Ferradini. “Con certificati come Double chance è possibile raddoppiare la performance, per cui 100 euro investiti performano come fossero 200”. Il rendimento, infatti, raddoppia se il sottostante, alla scadenza, si trova in un intervallo prestabilito di prezzi. In caso di ribasso rispetto al livello iniziale, invece, il risultato è lo stesso che si avrebbe investendo direttamente nel sottostante. “Oppure si può puntare su prodotti che danno rendimenti molto appetibili, a fronte di una certa assunzione di rischio. Per esempio, il capitale può essere protetto fino a una perdita del 30 per cento, ma se questa non si verifica si hanno extra-rendimenti anche dell’8 per cento”.

Ma tra i pregi dei certificati Ferradini sottolinea anche una regolamentazione che offre ampie garanzie ai sottoscrittori. “Per collocare e quotare questi strumenti” fa notare, “sono necessarie ben tre autorizzazioni: dalla Banca d’Italia, come per tutti i prodotti bancari, poi da Borsa italiana, che verifica che al listino approdino solo strumenti idonei, e infine dalla Consob: la tutela per l’investitore è davvero molto ampia”.

E poi i costi. Che sono contenuti grazie alla competizione, alla concorrenza tra i diversi emittenti, ma anche per la natura stessa dei certificati: si tratta di contratti, e dunque non serve una società di gestione, un team di gestori.

E rispetto agli Exchange traded funds, i fondi indicizzati e quotati in Borsa? “Gli Etf non possono offrire una protezione del capitale”, risponde Ferradini, “né un effetto leva, o la possibilità di fare scommesse. E poi il regime fiscale degli Etf non consente di utilizzarli per compensare perdite pregresse, cosa che è invece possibile con i certificati”.

«COSTRUIRE PORTAFOGLI DIVERSIFICATI»

Elisa Medaglia

ABN AMRO

Indici azionari e commodities, tassi

di cambio e obbligazioni. La gamma di “sottostanti” in cui è possibile investire grazie ai certificates di Abn Amro è notevole. A cominciare dai più semplici, senza leva, che replicano l’andamento di un indice. I primi, nel 2000 erano legati ai principali indici azionari, europei, americani e giapponesi; dallo scorso luglio se ne sono aggiunti 20 nuovi, legati a indici che vanno dal Sud Africa alla Corea, dalla Cina a Taiwan, passando per Paesi europei come la Svizzera o la Spagna. Accanto a questi i certificates legati a materie prime; in questo caso il sottostante è un future su beni quali il cacao, il caffè, il cotone, la soya, i metalli preziosi o quelli industriali. E i recentissimi Valuta plus, certificati sugli indici monetari di 16 diversi Paesi, tra cui Usa e Giappone, ma anche Nuova Zelanda e Sud Africa: funzionano come un deposito in valuta, su cui gli interessi maturano giornalmente.

“Tutti questi certificati si comportano esattamente come una gestione passiva”, spiega Elisa Medaglia, del team per la distribuzione pubblica dei prodotti strutturati di Abn Amro in Italia. “Sono paragonabili a fondi o Etf, ma non hanno alle spalle una società di gestione e quindi non comportano commissioni di gestione. Sono sempre tassati al 12,5 per cento, sono quotati in tempo reale e la liquidità è garantita dall’emittente. Con una gamma così ampia è certamente possibile costruire un portafoglio, diversificato in base al tipo di rischio che si vuole sopportare: si potrà per esempio investire non più del 10 per cento in commodities, e anche fino al 30 per cento sull’azionario. Non sono strumenti da trading, ma da investimenti di lungo periodo, anche se sono liquidabili in qualsiasi momento”.

Tre sono poi le linee di certificati che offrono o una protezione del capitale, oppure una maggiore performance rispetto al sottostante. I Duple Up, hanno una durata di 12-18 mesi; all’emissione vengono fissati due valori, lo start, che è il valore di emissione, e lo stop, calcolato come percentuale dello start. Alla scadenza, se il valore del sottostante è compreso fra lo start e lo stop, la performan-



**Elisa
Medaglia**
ABN AMRO

TEAM DISTRIBUZIONE
PUBBLICA DEI PRODOTTI
STRUTTURATI DI ABN AMRO
IN ITALIA



**Pierluigi
Cerutti**
BANCA CABOTO

RESPONSABILE DEL DESK
COVERED WARRANTS

ce raddoppia. I Bonus hanno una durata maggiore, due o tre anni; all'emissione si fissano una barriera e un bonus. Per esempio, se il prezzo è 100, si potrà avere una barriera a 75 e un bonus a 130. Se, durante la vita del certificato, il sottostante non scende mai sotto la barriera, all'investitore sarà rimborsato almeno 130 (di più se il sottostante è sopra questo livello). Se invece la barriera viene superata, il valore di rimborso sarà pari a quello del sottostante al momento della scadenza. Infine gli AirBag, che offrono una protezione in caso di discesa del mercato. Se il prezzo di emissione è 100, si può avere uno "start" a 100 e uno "stop" a 90. Se il sottostante cresce, alla scadenza si incasserà 100 più una partecipazione (per esempio dell'80 per cento) alla performance del sottostante. Se scende, ma non oltre lo stop, il valore a scadenza sarà 100. Se infine scende oltre lo stop, il valore a scadenza sarà pari a 100 moltiplicato per il "rapporto AirBag" che è il rapporto fra start e stop: si avrà quindi una perdita, ma inferiore a quella del sottostante.

"Anche questi sono strumenti tipicamente da investimento che, a differenza di una gestione passiva, offrono una protezione del capitale, o qualcosa in più in termini di possibile rendimento", sottolinea Medaglia.

Nella gamma non mancano poi i certificati con leva. "Fra questi", precisa Medaglia, "i Minifutures sono i più adatti al trading. Ma possono anche essere utilizzati come copertura del portafoglio. Il loro effetto leva è diverso da quello dei covered warrant perché il prezzo non è influenzato dalla volatilità e dall'orizzonte temporale". Anche in questo caso il sottostante può consistere in un indice azionario, oppure in commodities, titoli obbligazionari, ma anche dal tasso di cambio euro/dollaro.

■ «INVESTIMENTI CON LO SCUDO PROTETTIVO»

Pierluigi Cerutti
BANCA CABOTO

Il nome, Scudo, dice chiaramente qual è il principale obiettivo dei certificati di Banca Caboto, la banca del gruppo Intesa attiva nei mercati dei capitali: proteggere il capitale investito contro il rischio di eccessive perdite. "Gli Scudo sono investment certificates, strumenti che replicano il sottostante senza effetto leva", spiega Pierluigi Cerutti, responsabile del desk covered warrants di Banca Caboto. "Sono pensati per investitori con un orizzonte di medio termine che vogliono beneficiare di un rialzo del titolo sottostante ma che non vogliono rischiare tutto il loro capitale. La perdita è infatti limitata a un certo livello, lo "Scudo" appunto. Mentre il guadagno è pari di solito al 100 per cento dell'apprezzamento dell'attività sottostante".

"Più recenti e più speculativi sono gli Scudo Up 150 per cento", aggiunge Cerutti. Anche in questo caso viene definito un livello Scudo e, a scadenza, sarà questo il valore che l'investitore riceverà, se il prezzo del sottostante sarà uguale o inferiore allo Scudo. Se invece il prezzo di riferimento sarà superiore allo Scudo, all'investitore andrà un importo pari al livello Scudo più il 150 per cento della differenza tra il prezzo del sottostante e il livello Scudo. "Anche in questo caso", sottolinea Cerutti, "il rischio è inferiore a quello di un investimento diretto. E nel momento in cui si acquista il certificato, si sa già quale sarà, a scadenza, la percentuale massima di capitale che si potrà perdere nella peggiore delle ipotesi. Tale percentuale è infatti pari al rapporto tra il livello Scudo di rimborso e il prezzo pagato ed è ovviamente fissa per tutta la durata dell'investimento. E direi che si tratta già di una situazione interessante; in più, in caso di rialzo, è possibile beneficiare di performance consistenti. Si tratta di investimenti di medio periodo (le scadenze sono fissate rispettivamente a marzo e a dicembre 2007) ma hanno un decadimento temporale decisamente inferiore a quello di opzioni o covered warrant di pari scadenza".

La partecipazione al rialzo, in ogni caso, si attiva solo se le quotazioni del sottostante sono superiori al li-

vello Scudo. "Per questo", sottolinea Cerutti, è preferibile non investire in certificates Scudo con livelli Scudo molto più alti del valore corrente dell'attività sottostante".

Come utilizzare questi strumenti? Secondo Cerutti in due modi: per assumere posizioni speculative al rialzo o come strumenti di copertura. "Se l'investitore ha un già una serie di titoli azionari in portafoglio e vuole proteggersi dal rischio di un ribasso dei corsi, potrebbe acquistare un'opzione put sull'indice ma, in questo caso, se i corsi dei titoli in portafoglio dovessero salire, l'investitore perderebbe il premio pagato sulla put. Questo non avviene con i certificates Scudo poiché questi permettono di incrementare ulteriormente la performance al rialzo dei titoli, proteggendo il capitale in caso di ribassi. Certo, occorre tenere conto anche dei costi, poiché maggiore è la partecipazione al rialzo e maggiore è il loro costo".

Quanto alla tipologia dell'investitore, Cerutti è convinto che questi strumenti possano essere ottimali per un cliente retail, con una cultura finanziaria media, che non abbia voglia o tempo di seguire il proprio investimento in via continuativa.

■ «PRODOTTI CON TRE LIVELLI DI RISCHIO»

Guido Rizzato

HEAD OF STRUCTURED EQUITY
DERIVATIVES SALES DI
CITIGROUP

«Citigroup è una delle istituzioni creditizie estere che da più tempo è presente in Italia: basti pensare che Citibank è operativa nel nostro Paese dal 1916.

L'elemento distintivo di Citigroup, valido a livello mondiale, è la mission di servizio al cliente finale. Non ci vogliamo limitare a individuare i possibili temi d'investimento su cui puntare. Desideriamo costruire l'intero prodotto finanziario dalla componente di obbligazionaria che ne garantisce il capitale a scadenza alla componente

strutturata che permette di sfruttare e ampliare le opportunità del sottostante. E, soprattutto, curare anche il collocamento presso l'investitore. Per farlo contiamo sia sui nostri private bankers che sulle reti bancarie che consideriamo dei veri e propri partners. Per queste ragioni ci occupiamo della presentazione del prodotto e delle brochure che ne esplicitano le funzioni. Così come curiamo sia il rapporto diretto con la clientela che il servizio post vendita».

La famiglia di prodotti strutturati ideati da Citigrupo si chiama Equity First ed è articolata in tre linee d'investimento. Ciascuna linea di questa famiglia rispecchia diverse strategie d'investimento (in termini di profilo di rischio e orizzonte temporale) per adeguarsi alle esigenze di diversi tipi di investitori.

«Protection First è adatta per chi vuole accedere ai mercati finanziari con la protezione del capitale e in un'ottica di lungo periodo. Opportunity First è invece adatta a coloro che sono abituati al rischio e vogliono approfittare delle opportunità che si presentano sui mercati azionari. Performance First, infine, è adatta a coloro che nell'ambito di un portafoglio bilanciato vogliono avere un'esposizione maggiore sui mercati azionari. L'investimento minimo per accedere ai prodotti di tutte e tre le linee è di mille euro. Finora abbiamo emesso soprattutto prodotti Protection, tra cui Snowball Note, attualmente in sottoscrizione». Infine uno sguardo al prossimo futuro. «Crediamo molto nelle prospettive del mercato italiano che riteniamo uno dei più interessanti a livello europeo anche e soprattutto nel segmento dei prodotti strutturati. Non sappiamo dove andranno gli indici azionari ma possiamo assicurare agli investitori italiani investiti prevalentemente in reddito fisso che saremo in grado di progettare soluzioni adeguate per impiegare una quota del patrimonio in Borsa con una protezione del capitale investito mentre, relativamente a quelli investiti in portafogli bilanciati o azionari, possiamo assicurare che avranno la possibilità di accedere al capitale di rischio con prodotti ancora più sofisticati ed efficienti» ■



**Guido
Rizzato**
CITIGROUP

HEAD OF STRUCTURED
EQUITY DERIVATIVES SALE
DI CITIGROUP