



## ***IL MERCATO DEI CERTIFICATI: PROSPETTIVE DI SVILUPPO, LIQUIDITA' E RISCHI***

*Un'indagine sul mercato dei certificati condotta da Carefin-Università Bocconi in collaborazione con ACEPI*

### ***Executive summary***

Parte Prima: Il mercato dei Certificati in Italia

Parte Seconda: La percezione dei Certificati

- A. La classificazione delle tipologie di certificati
- B. L'approccio all'investimento del cliente finale
- C. La valutazione dei benefici potenziali dei certificati e i potenziali ostacoli alla loro diffusione
- D. Le informazioni di marketing

## **Introduzione**

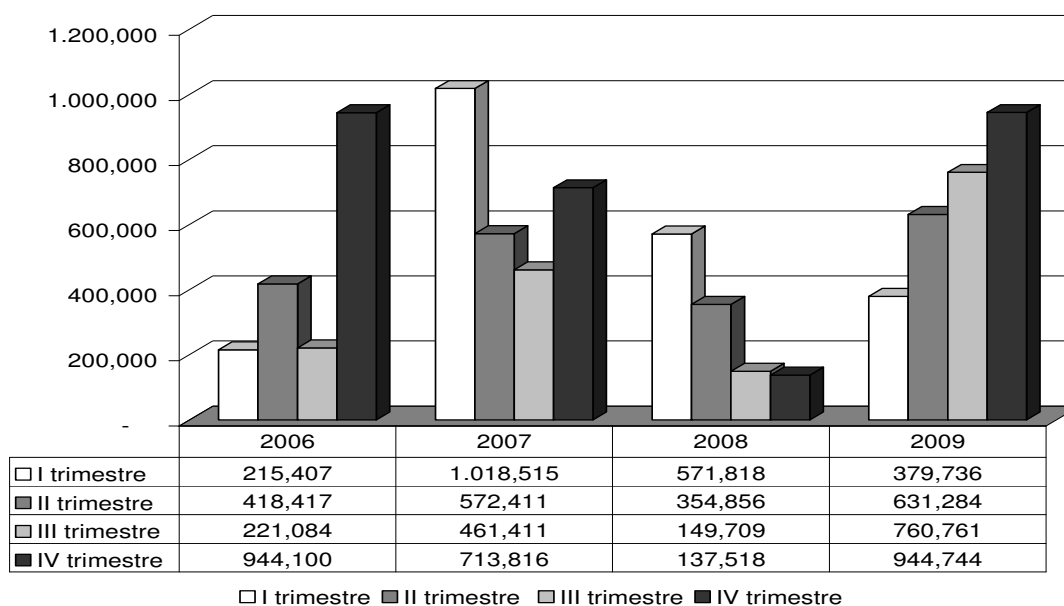
Nell'ottica della collaborazione pluriennale avviata con ACEPI, il centro di ricerca Carefin ha avviato uno studio sul mercato dei certificati. La prima parte dello studio è relativa all'analisi del mercato primario e secondario dei Certificati. La seconda indaga, attraverso un questionario, la percezione che gli investitori hanno dei Certificati. Il questionario è stato sottoposto ai financial advisors nell'ipotesi che essi siano in grado di comprendere le esigenze di investimento dei propri clienti e che l'accesso al mercato dei certificati avvenga prioritariamente su suggerimento/consiglio del financial advisor piuttosto che per proposta autonoma del cliente. Il questionario è stato compilato da 424 financial advisor appartenenti a circa 30 reti diverse; i questionari sono stati somministrati online e in modo del tutto anonimo nel periodo fra gennaio e maggio 2009, con il supporto delle reti e grazie alla disponibilità di ANASF di sottoporre ai suoi aderenti il questionario online. L'86% delle persone che hanno compilato il survey ha più di 7 anni di esperienza nel settore come financial advisor. Il 65% dei financial advisor hanno dichiarato di vendere certificati di emittenti diversi; Il 54% degli interpellati vende certificati emessi sia da società interne che esterne del gruppo, il 27% del campione vende solo certificati prodotti da società esterne e il 20% circa del campione ha dichiarato di vendere solo prodotti emessi dal gruppo di appartenenza. Questa sintesi riporta solamente alcune principali domande della ricerca ed è destinata confidenzialmente ai relatori della conferenza.

### **Parte Prima. Il mercato dei Certificati in Italia**

La prima parte della ricerca ha analizzato l'evoluzione del mercato primario e del mercato secondario dei Certificati. Per il mercato primario sono stati considerati i dati diffusi da ACEPI e relativi all'ammontare degli otto aderenti all'associazione (Banca Aletti, Banca IMI, BNP Paribas, Deutsche Bank, RBS, Sal. Oppenheim, Société Générale, Unicredit Bank). Per i dati del mercato secondario sono stati considerati le statistiche diffuse da Borsa Italiana relativamente al segmento di mercato, SEDEX, in cui i Certificati sono quotati.

I dati del mercato indicano che nel 2009 sono stati collocati 2 miliardi e 716 milioni di euro di Certificati in crescita del 124% rispetto al miliardo 213 milioni collocati nel 2008. Il mercato, dopo la fase di calo del 2008, sembra così essere ritornato ai valori del 2007 (figura 1). Il numero di ISIN collocati nel 2009 è stato pari 272, in crescita rispetto al 2008 ma in sensibile calo rispetto al 2007 quando gli ISIN emessi erano stati 426. I due dati, ammontare e numero di strumenti quotati, sembrano indicare una tendenza del 2009 verso emissioni di ammontare medio più elevato.

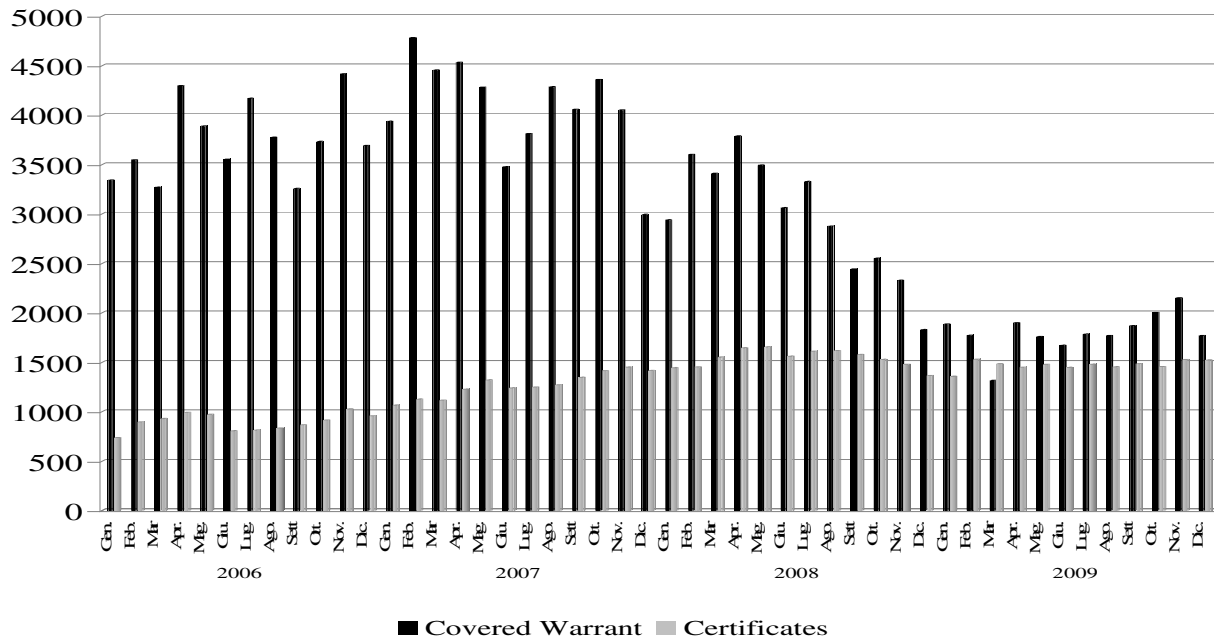
Figura 1: Ammontare collocato sul mercato primario (2006-2009 dati in mln €)



Fonte. ACEPI

Per quanto riguarda il mercato secondario regolamentato su cui i Certificati sono quotati, il SEDEX, una prima osservazione interessante deriva dal raffronto tra l'evoluzione dei Certificati e l'evoluzione dell'altro strumento negoziato sul SEDEX ovvero i Covered Warrant. A Febbraio 2010 sono quotati sul SEDEX 3286 strumenti di cui 1788 Covered Warrant e 1498 Certificati. I Certificati rappresentano il 45.58% degli strumenti quotati su SEDEX. Come si evince dalla figura 2 la percentuale dei Certificati sul totale degli strumenti negoziati al SEDEX è costantemente cresciuta dal 18% del 2006, al 46% attuale con un picco nel marzo 2009 mese in cui i Certificati sono arrivati a rappresentare il 53% del mercato. Passando invece ad analizzare il controvalore negoziato, il 2009 ha visto continuare la tendenza alla riduzione iniziata nell'anno precedente. Il controvalore scambiato sul SEDEX è infatti salito dai 5 milioni di Euro del gennaio 2006, agli 11.691 milioni di Euro nel luglio 2007 per poi ridursi fino ai 700 milioni di Euro del marzo 2009. La riduzione ha interessato soprattutto i Certificati che, dopo aver toccato una percentuale di scambi sul totale del SEDEX pari al 70%, intorno alla metà del 2007, hanno visto ridursi la loro quota fino al 27% alla fine 2009. La riduzione dell'ammontare negoziato potrebbe essere un indice di una minore liquidità dei Certificati oppure di una tendenza degli investitori a considerarlo più come uno strumento da detenere in portafoglio a fini di diversificazione o yield enhancement nel lungo periodo che come uno strumento di trading.

Figura 2: SEDEX. Evoluzione del numero degli strumenti quotati, Covered Warrant e Certificates



Fonte. Borsa Italiana

Concentrando ora l'attenzione sui soli Certificati l'analisi dei dati di mercato evidenzia che, delle due categorie definite da Borsa Italiana, i Leverage e gli Investment Certificates, questi ultimi rappresentano la parte decisamente prevalente del mercato. Gli Investment Certificates rappresentano, a Febbraio 2010, più del 70% del mercato in termini di numero di strumenti negoziati e più del 80% del mercato in termini di controvalore. Queste percentuali risultano inoltre sostanzialmente costanti nel tempo se si osserva l'evoluzione del mercato dal 2006 in poi.

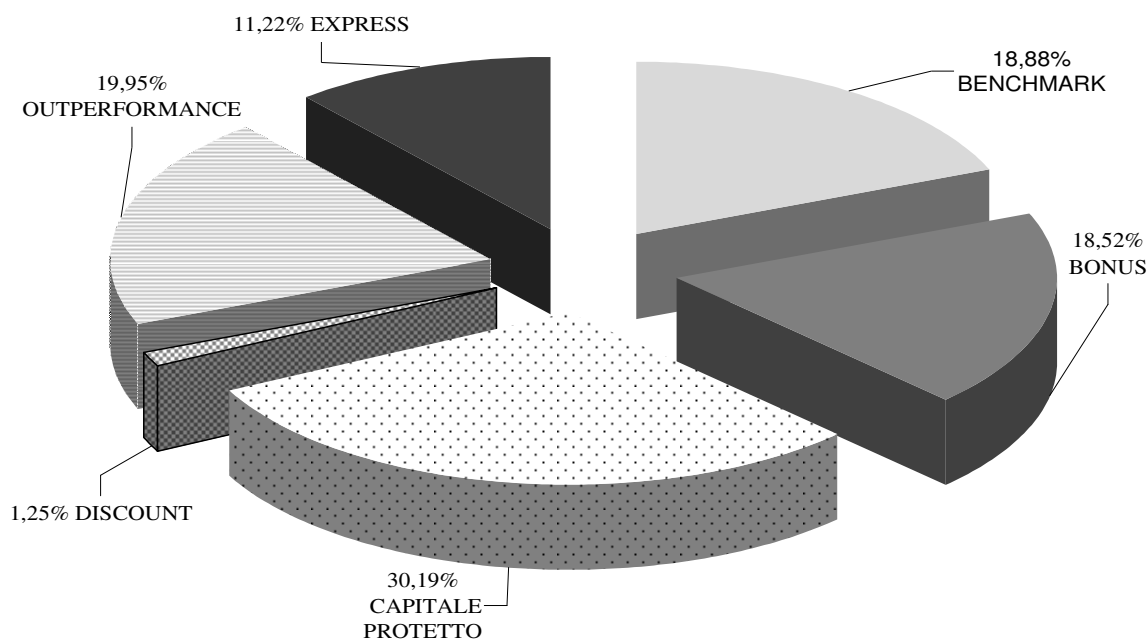
La categoria degli Investment Certificates è suddivisa da Borsa Italiana in sei tipologie: Benchmark, Bonus, Capitale Protetto, Discount, Outperformance and Express. La figura 3 illustra la percentuale, in termini di numero di strumenti quotati, delle diverse categorie sul totale degli Investment Certificates a Febbraio 2010. Analizzando l'evoluzione a partire da gennaio 2006, si osserva che la quota degli strumenti a Capitale Protetto è sempre stata intorno al 30% e quella degli Outperformance intorno al 20%. E' cresciuta la percentuale dei Bonus dal 10% al 20%, mentre è scesa quella dei Benchmark dal 38% al 20%. Gli Express, strumenti quotati sul SEDEX dal maggio 2009, sono passati dal 8% del 2008 al 11% del 2009.

Un'ultima osservazione riguarda i sottostanti. Una delle caratteristiche principali dei Certificati è infatti l'ampia varietà di sottostanti a disposizione degli investitori. A Febbraio 2010 sono più di 300

i sottostanti in cui è possibile investire acquistando Certificati. Sono infatti quotati su SEDEX Certificati con sottostante azioni (italiane e estere), indici (italiani e esteri), valute, tassi di interesse, materie prime, panieri. Analizzando però le quote per tipologia risulta che l'80% dei volumi viene scambiato su sottostanti italiani (per il 51% contratti con sottostante il FTSE MIB e per il 36.8% contratti con sottostante singole azioni italiane). Questo dato è in linea con le percentuali delle altre tipologie di strumenti finanziari e riflette una tendenza alla concentrazione degli investitori su sottostanti domestici. Le altre tipologie di sottostante, se pur decisamente minoritarie, sono comunque in crescita.

Infine uno sguardo agli emittenti. A febbraio 2010 risultano presenti su SEDEX 17 emittenti di Certificati. Di questi 7 emittenti (ABN, Banca Aletti, Banca IMI, BNP Paribas, Deutsche Bank, Societe Generale e Unicredit) con più di 1000 contratti negoziati al giorno. La quota di questi sette emittenti è pari al 98% in termini di controvalore e al 99% in termini di contratti scambiati.

*Figura 3: Quote di mercato per tipologia di Investment Certificates ( febbraio 2010).*



Fonte. Borsa Italiana

## **Parte Seconda . Il mercato dei Certificati in Italia**

### **Sezione A. La classificazione delle tipologie di certificati**

La prima breve parte del questionario (sezione A) era volta a indagare la conoscenza della classificazione dei prodotti proposta da ACEPI, limitatamente alla distinzione fra certificati a capitale protetto e non protetto: il 50,12% ha dichiarato di essere a conoscenza della classificazione; il rimanente 49,88% di non conoscerla.

Quanto alle modalità attraverso cui i financial advisors sono venuti a conoscenza della classificazione, il 26,65% ha citato la società per cui lavora, il 16,51% ne è venuto a conoscenza navigando on-line in siti specializzati , il 13,68% da articoli di stampa e l'11,32% da incontri con gli emittenti. Le altre alternative possibili erano: pubblicità su stampa (7.31%), fiere e eventi (4.48%), colleghi (3.07%), pubblicità on line (1.42%).

### **Sezione B. L'approccio all'investimento del cliente finale**

La seconda parte del questionario aveva l'obiettivo di indagare l'attitudine generale degli investitori (i clienti dei financial advisors) di fronte alle scelte di investimento. Il questionario chiedeva ai financial advisors di assegnare una valutazione all'importanza di alcuni fattori nella scelta di investire in un prodotto. La scala utilizzata andava da 1 (minima importanza) a 5 (massima importanza).

Dai risultati emerge (cfr. figura 1) che i due fattori prioritari nell'orientare le scelte di investimento dei clienti finali sono la capacità di contenere perdite in caso di scenari negativi e la fiducia nella società che distribuisce il prodotto. La fiducia nella società che distribuisce il prodotto è addirittura superiore alla fiducia nella società che costruisce ed emette e che quindi si fa anche garante del prodotto. Gli altri due elementi percepiti come assolutamente rilevanti (punteggio superiore a 4) sono la liquidità e la trasparenza del prodotto. Meno percepita è l'importanza della capacità del prodotto di contribuire a diversificare il portafoglio, così come i costi.

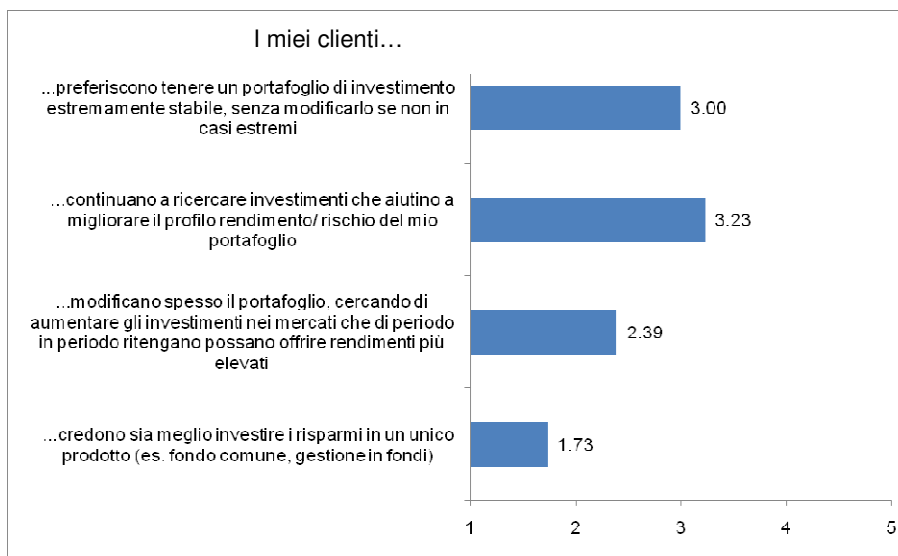
Figura 1: Quanto sono importanti per il suo cliente (1 poco importanti, 5 molto importanti) i seguenti elementi nella scelta di investire in un prodotto?



La seconda domanda della sezione B era volta a indagare il grado di dinamismo degli investitori, l'importanza della diversificazione e il grado di apertura verso nuovi prodotti.

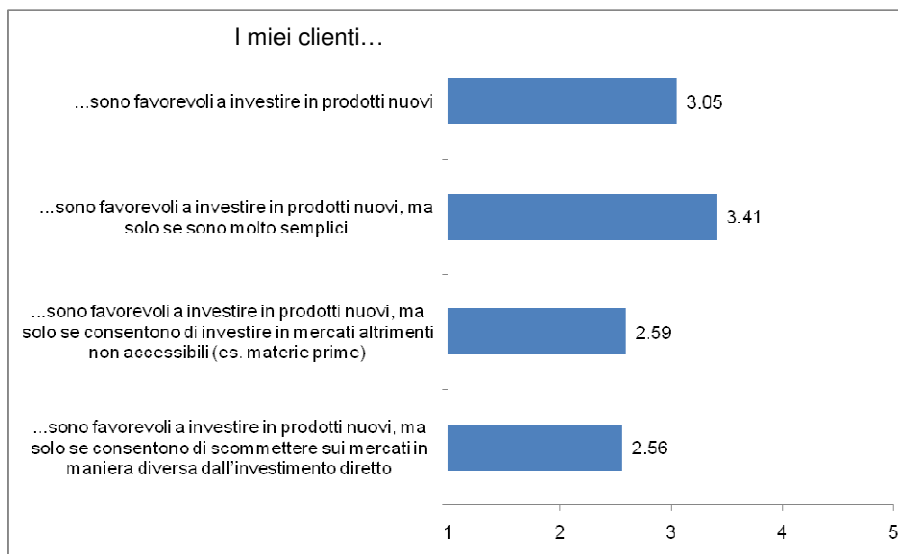
Emerge che l'importanza della diversificazione è ormai un fatto acquisito dai financial advisors e dai loro clienti: tuttavia, dalla domanda precedente emerge che la capacità del prodotto di poter contenere le perdite negli scenari sfavorevoli (individualmente) è più importante della capacità del prodotto di diversificare il portafoglio. Emerge quindi l'impressione che se da un lato si attribuisce una chiara importanza alla diversificazione nella scelta del singolo prodotto dall'altro lato il cliente tenda a valutare il rischio del singolo prodotto soprattutto su base individuale. Quanto all'approccio dei clienti verso una strategia più di tipo buy and hold o più dinamica non è possibile arrivare a una conclusione definitiva. Le due risposte "i miei clienti preferiscono detenere un portafoglio stabile" o "i miei clienti continuano a ricercare opportunità per migliorare il rendimento del loro portafoglio" hanno infatti ottenuto punteggi simili (figura 2).

Figura 2: L'approccio alla diversificazione



Infine (figura 3) per quanto riguarda l'attitudine verso i prodotti nuovi emerge un'esigenza di semplicità che prevale anche sulla capacità del prodotto nuovo di diversificare per asset class o per payoff.

Figura 3: l'attitudine verso prodotti nuovi





## Sezione C. La valutazione dei benefici potenziali dei certificati e i potenziali ostacoli alla loro diffusione

La parte C del questionario era specificatamente dedicata ai certificati. La prima parte della sezione C indagava alcune differenze tra certificati e altri due strumenti finanziari, BTP e fondi, che hanno un peso rilevante nei portafogli degli investitori. I dati più significativi che emergono sono:

- 1) gli investitori paiono apprezzare ed essere in grado di valutare facilmente la protezione del capitale offerta dai certificati a capitale protetto in caso di ribasso del mercato;
- 2) più difficile per gli investitori è invece valutare quali sono i rendimenti dei certificati in caso di scenario positivo del mercato;
- 3) è molto più facile valutare la capacità di contribuire a diversificare il portafoglio dei prodotti tradizionali che dei certificati. In sostanza sembra essere difficile valutare come un certificato si inserisce all'interno di un portafoglio. Questo potrebbe spiegare il limitato utilizzo dei certificati per diversificare i portafogli e la non comprensione della possibilità di utilizzare i certificati a tal fine;
- 4) la percezione della liquidità dei certificati è modesta, in contrasto con gli sforzi degli emittenti di garantire un mercato secondario liquido. In successive interviste qualitative di approfondimento tale aspetto sembra però anche legarsi alla minore disponibilità di informazioni relative ai certificati rispetto ad altri prodotti più semplici come i fondi che il cliente percepisce quando interagisce con il financial advisor.

Il dettaglio è riportato nelle figure 4, 5 e 6.

Figura 4: Quanto è facile per Lei valutare...

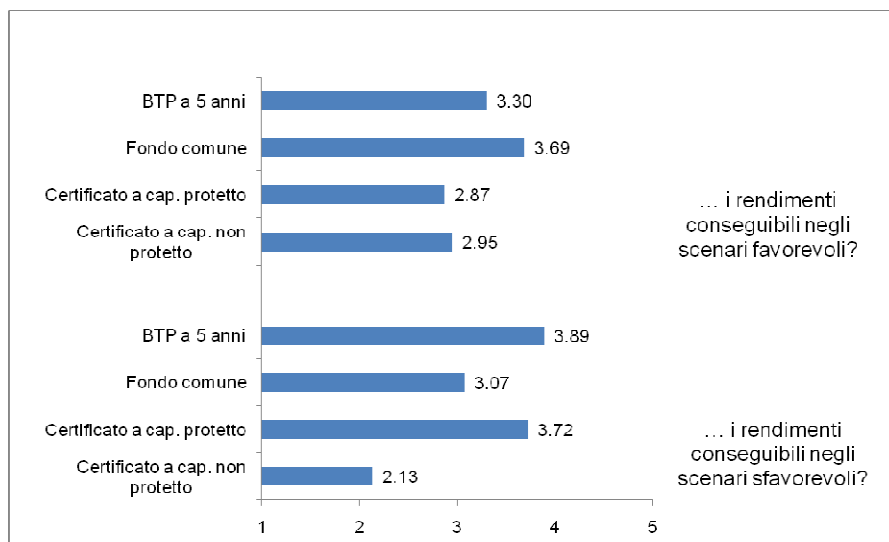


Figura 5: Quanto è facile per Lei valutare...

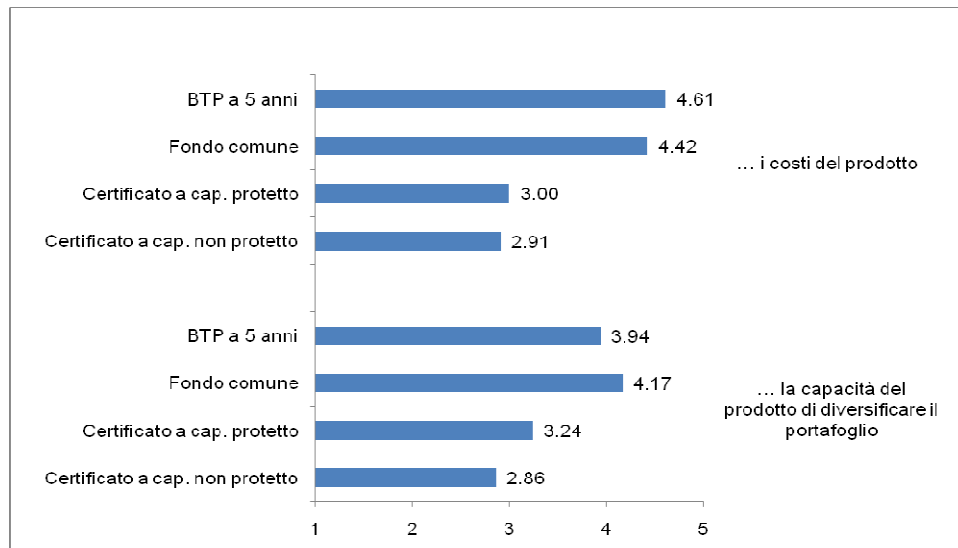
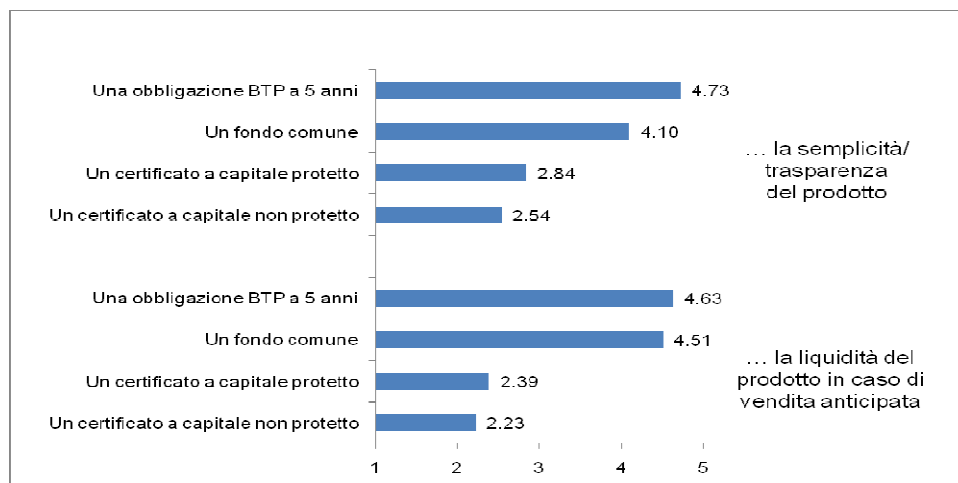


Figura 6: Quanto è facile per Lei valutare...



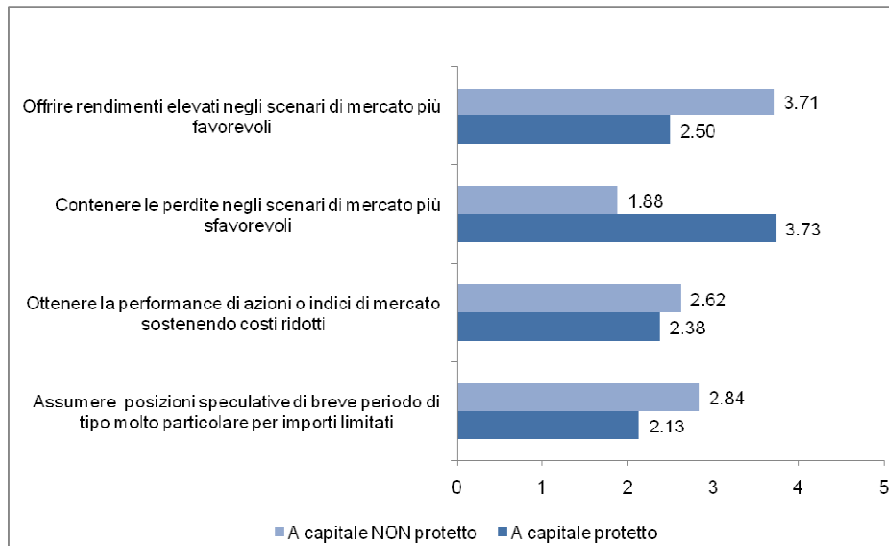
Per quanto riguarda poi i benefici percepiti, per i certificati a capitale protetto è percepita – chiaramente – la capacità di proteggere dagli scenari di mercato sfavorevoli (i punteggi crescono al crescere della quota investita in certificati), mentre la capacità di ottenere performance elevate negli scenari favorevoli riceve una valutazione inferiore a 3 (figura 7).

Per i certificati a capitale non protetto queste valutazioni sono circa speculari, ma va notato che anche la possibilità di “assumere posizioni speculative di breve periodo di tipo particolare per importi limitati” riceve una valutazione non elevata (2,84). In generale, per i certificati non protetti appare particolarmente bassa la capacità percepita di contenere le perdite negli scenari sfavorevoli, che combinata con la precedente domanda (C1B) sulla capacità di valutare le perdite negli scenari sfavorevoli, dove i certificati non protetti ottenevano

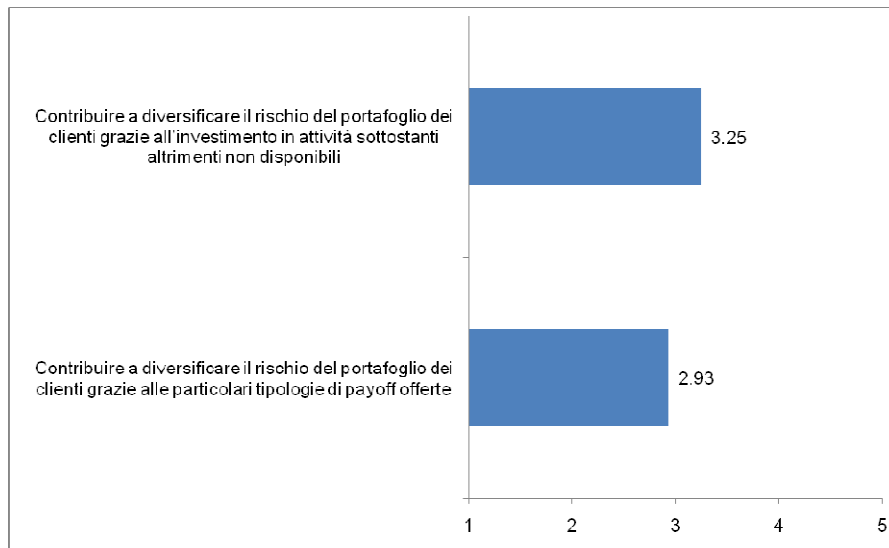
un punteggio molto più basso dei fondi comuni, suggerisce che il loro rischio tende a essere sovrastimato (forse anche a causa della modesta comprensione del prodotto).

Nelle valutazioni relative ai certificati in genere, le due variabili “capacità di diversificare il rischio per l’investimento in attività sottostanti altrimenti non disponibili” e “capacità di diversificare il rischio grazie alle particolari tipologie di payoff offerte” ricevono punteggi non particolarmente alti (3,25 e 2,93 rispettivamente). Anche questo suggerisce che il potenziale dei certificati forse non è ancora del tutto sfruttato; anche se il cliente è interessato a diversificare, non sembra percepire in modo chiaro il contributo che può essere offerto in questo senso dai certificati (i quali, forse, potrebbero beneficiare da una maggiore varietà dell’offerta, anche con payoff semplici, di prodotti con asset sottostanti particolari e più difficili da acquistare in forme diverse).

*Figura 7: Qual è a suo avviso la capacità dei certificati di...*

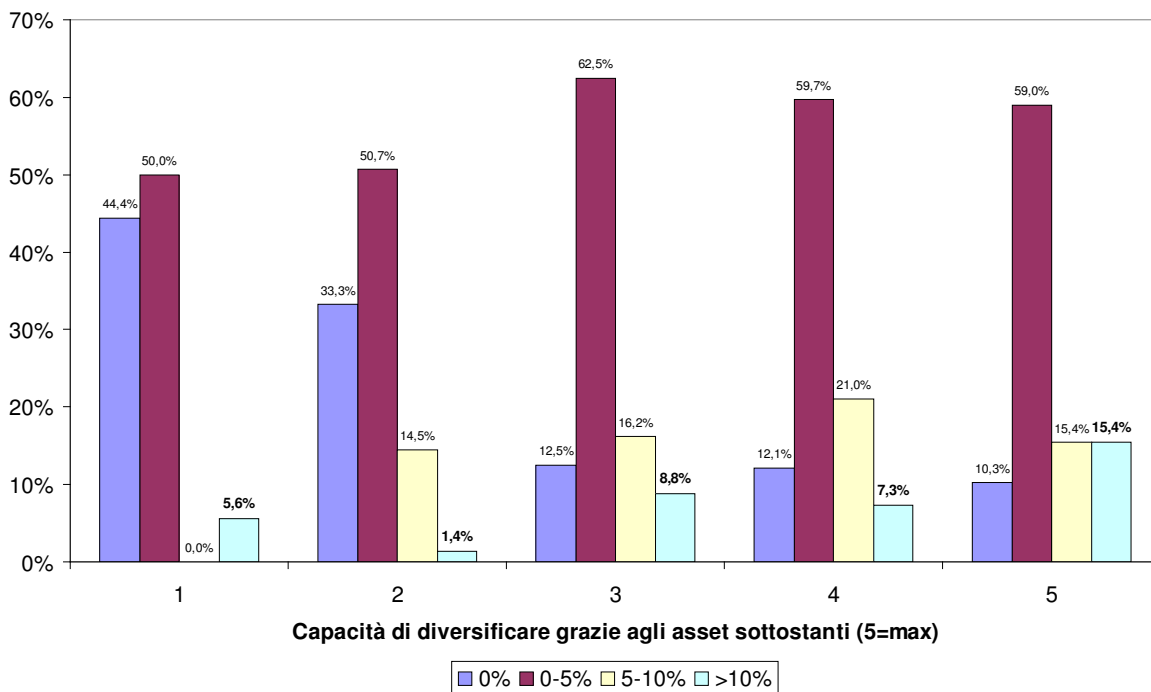


*Figura 8: Qual è a suo avviso la capacità dei certificati di...*



Tali variabili però giocano un ruolo importante dato che esiste una chiara correlazione fra la capacità percepita dei certificati di diversificare il portafoglio e il peso dei certificati nei portafogli dei clienti (cfr. figure 9 e 10). Mentre infatti fra chi attribuisce valore 1 o 2 (cioè molto modesti) alla capacità dei certificati di diversificare grazie alle particolari tipologie di asset il peso medio dei certificati in portafoglio è decisamente molto basso (essendo pari a zero rispettivamente nel 44,4% e nel 33,3% dei casi) il peso medio in portafoglio cresce decisamente fra coloro che associano punteggi più alti alla capacità di diversificazione per asset: fra chi attribuisce ai certificati capacità di diversificare grazie agli asset alta o molto alta vi è un 28-30% di private bankers per cui i certificati pesano più del 5% (e spesso più del 10%) del portafoglio del cliente medio.

*Figura 9: Il legame fra la capacità percepita dei certificati di diversificare grazie agli asset sottostanti e il peso dei certificati nei portafogli dei clienti*



Un fenomeno simile si verifica (figura 10) anche con riferimento alla capacità attribuita al certificato di diversificare il profilo di rischio grazie alla particolare tipologia di payoff offerto; fra chi attribuisce massimo valore a questa variabile la percentuale di coloro per i quali i certificati pesano più del 20% del portafoglio è pari al 20,8%, contro poco meno del 3% per chi attribuisce minimo peso a tale variabile. In generale le due variabili (la capacità di diversificare in funzione dei payoff particolari, oppure in funzione degli asset specifici scelti come sottostanti) sembrano essere percepite in modo fortemente correlato, ma esiste un certo numero di promotori che sono più sensibili a uno solo dei due aspetti. Ciò si può osservare dalla figura 11, dove si può rilevare anche (le dimensioni delle bolle identificano il numero di promotori per ogni combinazione) che in

proporzione è più elevato il gruppo di chi ritiene più alta la capacità dei certificati di diversificare per asset che non per payoff.

Figura 10: Il legame fra la capacità percepita dei certificati di diversificare grazie alle tipologie di payoff e il peso dei certificati nei portafogli dei clienti

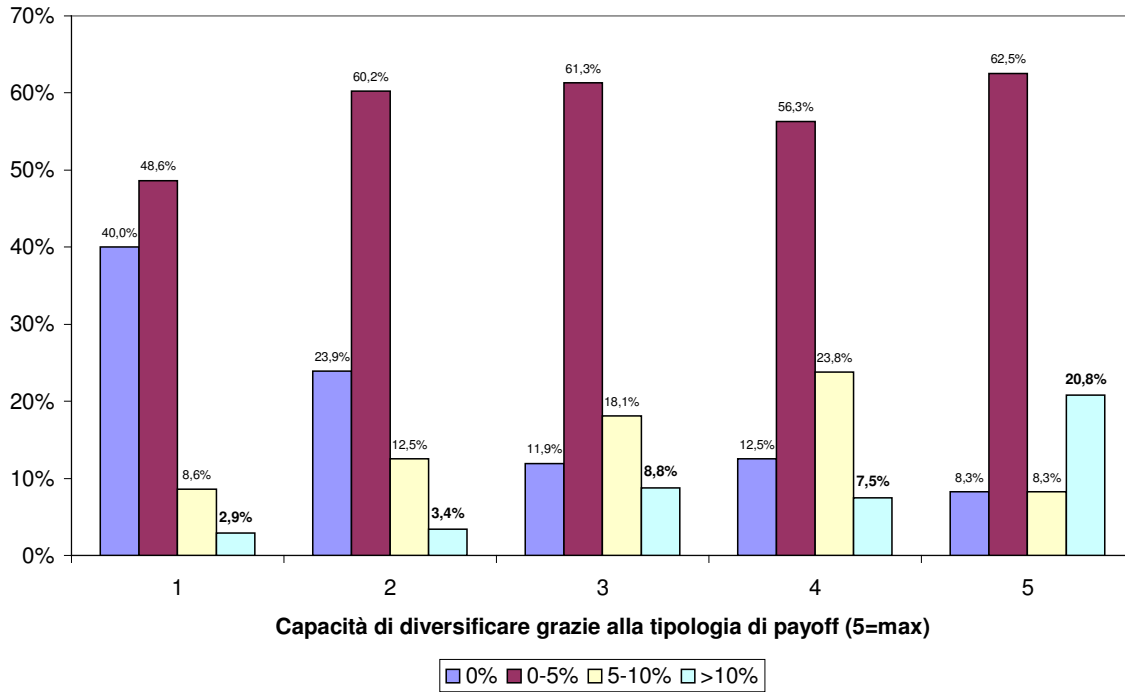
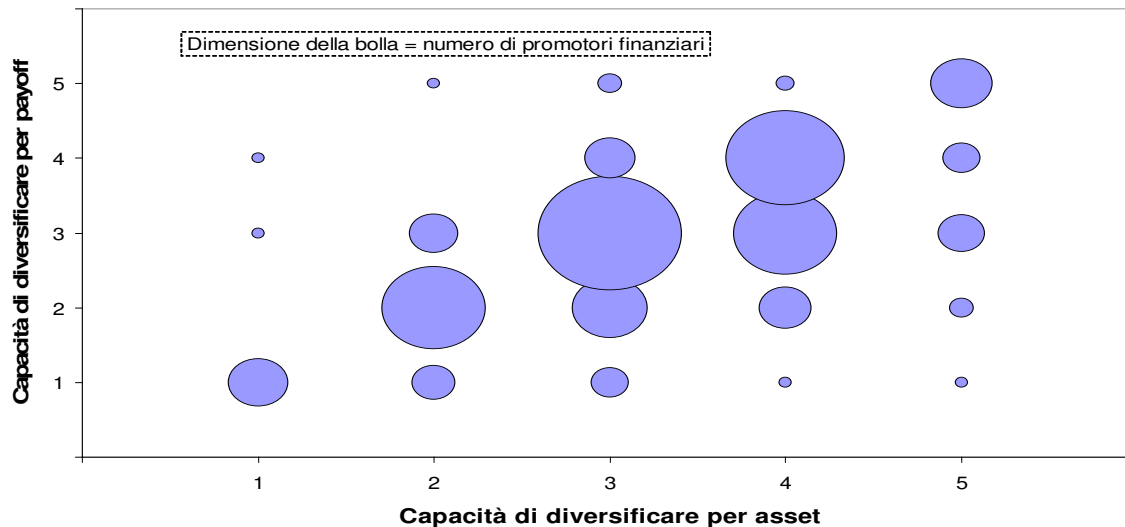


Figura 11: La percezione della capacità di diversificare grazie agli asset sottostanti o grazie alle tipologie di payoff: un'analisi congiunta delle valutazioni degli intervistati



Per quanto riguarda i possibili ostacoli all'investimento in certificati, le variabili che ottengono in generale i punteggi più elevati sono le seguenti:

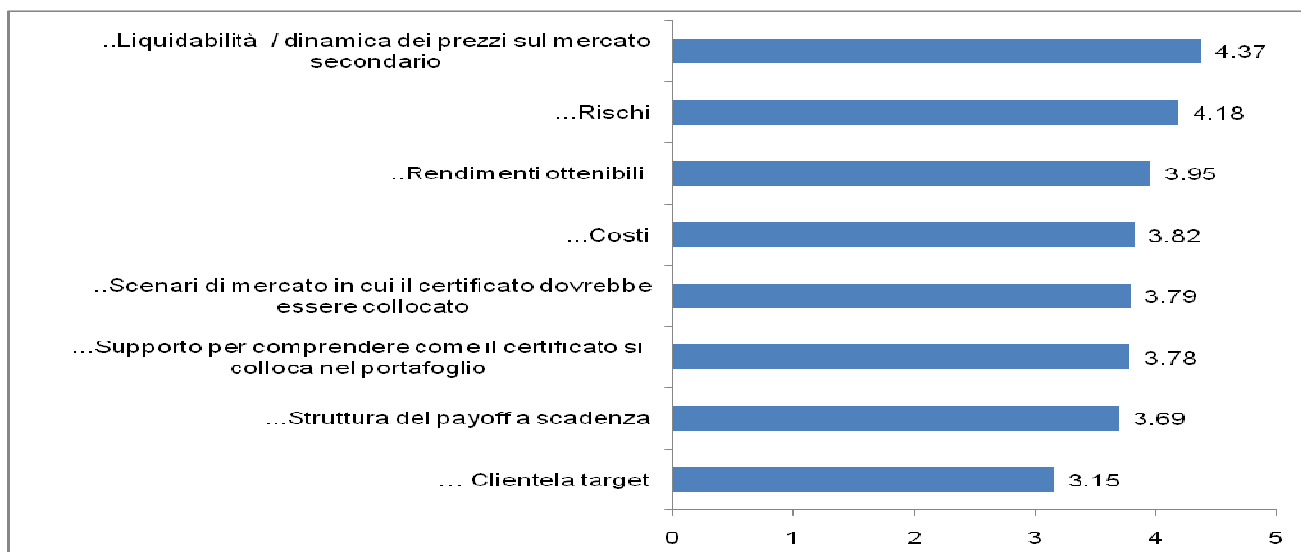
- rischio percepito troppo alto (con riferimento ai soli certificati a capitale non protetto) ;
- i timori circa la liquidabilità del prodotto prima della scadenza e le difficoltà nel comprendere le dinamiche dei prezzi sul mercato secondario;
- le cattive esperienze in passato con prodotti simili;
- l'insufficiente conoscenza del prodotto;
- il rischio di credito percepito dall'emittente.

## Sezione D. Le informazioni di marketing

La sezione D del questionario aveva l'obiettivo di cercare di capire quali iniziative potrebbero essere intraprese per favorire la crescita del mercato dei certificati.

La prima domanda (scala da 1 a 5 in termini di livello di importanza) si focalizzava sulle informazioni che i financial advisors vorrebbero avere per aumentare la percentuale di certificati collocati. Anche da questa domanda emerge la preoccupazione inerente la liquidità e i rischi.

*Figura 12: Per aumentare l'ammontare di certificati collocati come giudica l'utilità di disporre di maggiori informazioni relative a...*



La seconda domanda chiedeva di valutare, sempre su una scala da 1 a 5, l'utilità di alcune iniziative al fine dell'aumento della percentuale di certificati collocati. Spicca (figura 13) il punteggio elevato assegnato in termini di importanza alle segnalazioni sull'avvicinamento alle barriere. Il risultato potrebbe in parte essere dettato dal periodo dell'indagine ma in parte può segnalare una certa difficoltà a capire cosa succede soprattutto nei momenti di maggiore turbolenza del mercato. Infine pare segnalare una particolare sensibilità ai rischi che erano l'oggetto della domanda 3 di questa sezione (figura 14). Si chiedeva, con specifico riferimento ai rischi, di esprimere un giudizio relativa mente all'importanza di poter disporre di maggiori informazioni sui rischi ai fini del collocamento dei certificati. La possibilità di disporre della certificazione di rischio di un ente terzo indipendente ottiene il punteggio più alto (4,19). Le altre alternative (valutazione dei rischi fatta dall'emittente, possibilità di ottenere misure di rischio espresso in termini di deviazione standard o di perdita massima di prodotti simili in passato) hanno comunque ottenuto pure punteggi superiori a 3 a indicare la generale necessità di avere più informazioni.

*Figura 13. Quale utilità assegna alle seguenti iniziative?*

