

STRUMENTI FINANZIARI AI RAGGI X

Certificates anatomy

Fiscalità favorevole, duttilità, capacità di creare asimmetria di rendimento. Ecco i tre ingredienti che rendono molto appetibili questi prodotti

di Laura Magna e Pierpaolo Scandurra

Quattro le categorie, per distinguerli in funzione della strategia che perseguono; due i mercati di quotazione, Borsa Italiana ed EuroTlx, per poterli negoziare sul secondario anche prima della scadenza; dieci i miliardi di euro che nel 2016 sono stati collocati dalle banche emittenti che operano continuamente sul mercato domestico; 3.500 gli strumenti quotati a oggi. Sono alcuni dei numeri dell'industria dei certificati, o certificates, che nell'ultimo quinquennio ha vissuto una crescita ininterrotta sia in termini di diffusione sia di volumi. E che da inizio anno ha già sfornato **380 nuove emissioni**, rispondendo a una domanda sempre più crescente tra promotori, consulenti finanziari e semplici investitori retail. Dietro questo successo si possono individuare almeno tre fattori, che rendono i certificati unici sul panorama degli strumenti finanziari: la fiscalità, la duttilità, la capacità di creare asimmetria di rendimento.

LA FISCALITÀ

Partiamo proprio dall'aspetto della tassazione, che rende il certificato il prodotto di investimento **fiscalmente più efficiente** che esista. Pur essendo soggetto alla tassazione del 26% sul capital gain, il certificato permette di compensare interamente e senza alcun limite o vincolo qualsiasi plusvalenza con eventuali minusvalenze in carico nello zainetto fiscale, in virtù del fatto che qualsiasi reddito venga generato è inquadrato come reddito di diversa natura finanziaria. Che sia un guadagno in conto capitale o una cedola, condizionata o incondizionata, il reddito generato dal certificato consente sempre l'incrocio con le minusvalenze.

CATEGORIE E FLESSIBILITÀ

Duttili e flessibili, i certificati sono strumenti finanziari che si prestano a un'operatività di trading intraday (in particolare quelli a leva fissa); di copertura di portafoglio sfruttando l'effetto moltiplicatore della leva variabile (parliamo in

questo caso dei mini future) così come di gestione di portafoglio. Le categorie stabilite da Acepi, l'Associazione dei certificati e prodotti di investimento che raggruppa i principali emittenti e distributori del mercato italiano, classificano i certificati di investimento in **strumenti a capitale protetto**, che prevedono una forma di protezione incondizionata del capitale alla scadenza e permettono all'investitore di diversificare il proprio portafoglio sul mercato azionario senza accollarsi i rischi tipici di perdita in conto capitale; a **capitale protetto condizionato**, che consentono grazie all'utilizzo delle opzioni da parte degli strutturatori di generare profitti anche in mercati ribassisti o di proteggere il capitale anche in condizioni di mercato sfavorevoli. Questi ultimi rappresentano oggi il vero cuore pulsante dell'industria. Tra i più noti nomi commerciali di certificati a capitale protetto condizionato figurano **Bonus Cap, Cash Collect, Express**. Infine, i certificati possono essere a **capitale non protetto**,



quando non hanno nella protezione del capitale il loro punto di riferimento e si comportano nella loro forma più semplice come il più classico degli Etf a replica lineare del sottostante. I certificati hanno la capacità di adattarsi a ogni scenario di mercato. E, se quando le aspettative di mercato sono rialziste reperire strumenti di investimento che siano in grado di generare profitti non è così difficile, le cose si complicano quando all'orizzonte il cielo si fa scuro. Allora, costruire una rete di protezione al patrimonio per preservarlo dai ribassi non è sempre semplice, ma formule come i Bonus Cap o i Cash Collect consentono di salvaguardare il capitale e generare profitti anche a fronte di discese importanti dei sottostanti. Nella forma più protettiva, i **Reverse Bonus Cap** hanno addirittura la capacità di generare rendimento in caso di mercato ribassista.

ASIMMETRIA DI RENDIMENTO

L'asimmetria del rendimento è ciò che si richiede a un certificato nel momento in

cui viene inserito in un portafoglio. In termini meno tecnici, se con un fondo comune, gestito a benchmark, o con un Etf, so che guadagnerò con il mercato in crescita e perderò nelle fasi di ribasso, con i certificati si può ottenere un risultato **totalmente slegato dalla performance del sottostante**, riuscendo così a creare un efficientamento del portafoglio che in alternativa solo i derivati più complessi consentirebbero di ottenere.

La differenza rispetto ai derivati è che i certificati possono essere utilizzati da tutti, non solo da investitori con elevato profilo di rischio rendimento, a patto, però, che siano **ben studiati e compresi** nel loro funzionamento (acepi.it e certificati-derivati.it i siti di riferimento). Quotati a un prezzo di circa 100 euro sul Sedex di Borsa italiana o sul Cert-X di EuroTlx, i certificati si prestano all'utilizzo nei portafogli come strumento complementare e anche tattico per una pianificazione finanziaria diversificata.

Qualche spunto di investimento? Come mostrato dalla selezione di certificati realizzata dall'ufficio studi di Certificati e derivati, non è difficile arrivare a **rendimenti annualizzati a doppia cifra** contenendo i rischi fino a un ribasso dell'azione sottostante contenuti **entro il 30%**. Ne sono un esempio due certificati Bonus su **Eni**, in scadenza nel 2018, che rendono mediamente il 16,5% con barriere rispettivamente

a 11,98 e 11,51 euro (livelli osservabili solo alla scadenza). Sul settore bancario, spiccano un Phoenix su **Intesa Sanpaolo**, emesso da Commerzbank, che a fronte della tenuta di 1,674 euro da parte del titolo bancario è in grado di rendere fino al 50% per la scadenza di giugno 2020 e un Bonus Cap, emesso da Bnp Paribas, che richiede al titolo **Unicredit** di posizionarsi al di sopra dei 12,61 euro per la scadenza di dicembre 2020 per rendere il 45% dai prezzi attuali. Sulla scadenza 2017, da seguire è il Top Bonus emesso da Unicredit sul titolo **Fca** che paga un rendimento del 13,14% se il titolo è sopra 8,264 euro.

Molto richiesti sono poi i certificati che pagano cedole mensili anche in condizioni di mercato negative, come il Bonus Cap a Cedola mensile di Exane su **Generali**: cedola mensile dello 0,60% e



Nevia Gregorini,
responsabile
public
distribution
di Bnp Paribas

barriera a 10,01 euro. Si ricorda che tutti i rendimenti sono lordi ma che in caso di minusvalenze in carico nello zainetto fiscale potranno risultare netti in virtù della possibilità di compensazione.

L'OFFERTA ITALIANA

L'offerta di certificati sul mercato italiano è molto ampia e ben diversificata «Noi siamo presenti sulle due categorie principali di certificate: quelli a leva, utilizzati da investitori che vogliono moltiplicare le performance di un sottostante (tipicamente vicini al profilo del trader), e i certificati di investimento, con un profilo di rischio-più contenuto», spiega **Nevia Gregorini**, responsabile public distribution di Bnp

Paribas Corporate & Institutional Banking. «All'interno di quest'ultima categoria sta acquistando un peso sempre maggiore il **Cash Collect**, particolar-

mente indicato per chi è alla ricerca di premi periodici, in un contesto caratterizzato da aspettative di mercati moderatamente rialzisti o laterali, accanto ai tradizionali Bonus Cap certificate».

I Cash Collect si adattano particolarmente alle abitudini di investimento degli italiani che prediligono l'erogazione di una cedola più o meno fissa come si ottiene con le obbligazioni. Non a caso molte banche hanno lanciato strumenti che appartengono a questa categoria. Prima di entrare nel dettaglio di questa tipologia piuttosto richiesta in Italia, proviamo a delineare i vantaggi di un investimento in questi strumenti finanziari. «I certificate», risponde Gregorini, «offrono alcuni importanti vantaggi. In primis la diversificazione, fondamentale nell'attuale contesto di mercato, caratterizzato da elevata volatilità: l'ampio ventaglio di sottostanti dispo- **»**

IL REDDITO GENERATO DAL CERTIFICATO CONSENTE SEMPRE L'INCROCIO CON LE MINUSVALENZE

STRUMENTI FINANZIARI



Marcello Chelli, co-head public distribution di Société Générale in Italia

nibili permette di investire diversificando il portafoglio attraverso uno strumento liquido e trasparente, perché quotato su mercati ufficiali e regolamentati. Inoltre, parliamo di uno strumento molto flessibile che permette all'investitore di cogliere in modo molto puntuale le stagionalità e i trend di mercato, grazie al time-to-market che rende possibile all'emittente il lancio di prodotti in tempi decisamente rapidi (7-10 giorni)».

Insomma, con i certificati è davvero possibile cambiare le sorti di un portafoglio. Adattando la strategia di volta in volta agli obiettivi dell'investitore o anche alla situazione di mercato. Quella attuale è caratterizzata da tassi zero ma prossimi a salire e una forte incertezza politica nonostante i segnali positivi. «Il rischio di un'ascesa populista in Europa sembra essere mitigato dopo l'elezione di Trump e le difficoltà che sta riscontrando nell'attuazione del proprio piano politico e il risultato delle elezioni in Austria e Olanda. Tuttavia, la lezione più grande del 2016 l'Europa l'ha avuta con Brexit: un esito inaspettato», dice Marcello Chelli, co-head public distribution di Société Générale in Italia. «Pertanto è necessario continuare a monitorare l'impatto di potenziali rischi politici sul proprio portafoglio. Questo è vero soprattutto quando smontare la posizione lunga risulta eccessivamente

complesso o oneroso. Allora, si può valutare la copertura temporanea del proprio portafoglio azionario o obbligazionario con dei Certificati a leva fissa short (-5x o -7x). Ne esistono su indici azionari (per esempio, Ftse Mib, Dax, Euro Stoxx 50), su future obbligazionari (Btp, Oat, Bund) e future su materie prime (Brent, Wti, Oro ecc.).

La copertura può essere totale o parziale, ma grazie alla leva, lo strumento permette un **minore esborso di capitale**. Vi sono dei fattori da valutare attentamente, come la **correlazione** e il **beta** della posizione lunga (nel portafoglio) e quella corta (tramite il certificato a leva fissa short)». Spostandosi dall'Europa, bisogna considerare altri fattori, come per esempio l'attesa positiva di crescita a livello globale, il rialzo atteso dell'inflazione, dovuto anche al rialzo dei prezzi delle materie prime, e i migliori prospetti politici ed economici di alcuni Paesi emergenti. «Se il rischio Trump continuerà a rimanere contenuto e i prezzi delle commodities a livelli sostenuti», continua Chelli, «vi sono molte opportunità di cui beneficiare in

PRESENTANO UNA MINORE COMPLESSITÀ DI UTILIZZO RISPETTO AD ALTRI DERIVATI

paesi come il Brasile e la Russia. Per farlo, mantenendo un livello di rischio contenuto e aumentando la diversificazione del portafoglio, i Cash Collect Plus+ su tasso di cambio (euro vs valuta emergente) si presentano come un'ottima opportunità e offrono un maggior livello di protezione rispetto a un Cash Collect tradizionale. Tali strumenti possono pagare un premio mensile o trimestrale, se alla data di valutazione considerata la valuta emergente si è apprezzata rispetto all'euro oppure si è

deprezzata non più di una barriera fissata al 40%. In caso contrario il certificato non riconosce il premio. Periodicamente e a partire dal primo anno, si osserva la liquidazione anticipata dello strumento al 100% del valore nominale se la valuta emergente si è apprezzata, ovvero se il fixing del tasso di cambio euro/valuta emergente è inferiore o uguale al 100% del fixing alla data di valutazione iniziale. Nel caso in cui il certificato non sia stato liquidato in anticipo, a scadenza vi è la protezione condizionata del capitale: il certificato rimborsa il 100% del valore nominale se la valuta emergente si è apprezzata o deprezzata rispetto all'euro non più della citata barriera. In caso contrario, interviene l'effetto Plus+: l'investitore registrerà una perdita attenuata sul valore nominale pari al deprezzamento della valuta emergente nei confronti dell'euro, solo per la parte eccedente la barriera. Per esempio, un deprezzamento del 41%, porterà a una perdita dell'1% e quindi un rimborso pari al 99% del valore nominale».

I Cash Collect, come accennato, hanno successo perché «l'investitore italiano è da sempre affezionato a un investimento che gli permette di ricevere rendimenti con cadenza regolare, analogamente a quanto avviene nel segmento obbligazionario», afferma Gregorini, «e con i certificati è possibile ottenere anche questo obiettivo: i Cash Collect mensili su singole azioni, per esempio, rappresentano una possibile soluzione nell'attuale contesto di mercato, dove l'investitore non può beneficiare dei rendimenti tradizionalmente offerti dalle obbligazioni, ma al contempo non vuole spingersi su rischi valutari o di duration eccessive. I Cash Collect infatti consentono di ottenere premi nelle date di valutazione (mensili o semestrali) anche nel caso in cui l'azione sottostante abbia perso terreno, ma la sua quotazione sia superiore o pari al livello barriera. Inol-

SELEZIONE DI CERTIFICATI CON BUONI RENDIMENTI

Isin	Nome	Emittente	Sottostante	Rendimento*	Condizione	Quando
XS1029820880	Express Bonus	BNP Paribas	ENI	16,29%	>11,98 euro	09/07/18
DE000CZ44E19	Phoenix	Commerzbank	Intesa Sanpaolo	50,31%	> 1,676 euro	08/06/20
XS1288724773	Bonus Cap	BNP Paribas	Unicredit	45,34%	> 12,61 euro	14/12/20
DE000XM3RPG9	Bonus Cap	Societe Generale	Eurostoxx 50	6,25%	mai < 2660 punti	13/11/17
XS1118203840	Bonus Cap	Banca IMI	ENI	17,00%	> 11,51 euro	07/11/18
NL0011680186	Bonus Cap	BNP Paribas	FTSE Mib	3,60%	mai < 14678 punti	15/12/17
FREXA0003998	"Bonus Cap cedola mensile"	Exane Finance	Generali	7,20%	15,5	04/01/18
DE000HV484Y2	Top Bonus	Unicredit	FCA	13,14%	> 8,264 euro	14/12/17

*rendimento assoluto e non annualizzato

Fonte dati: CeditLAB

La carica dei 2.608

Sulla base dei dati raccolti ed elaborati dall'Ufficio Studi di Certificati e Derivati, si contano in circolazione 2.608 certificati di tipo investment, quelli senza alcuna leva, con una durata media di poco superiore ai tre anni. Va tuttavia specificato che una larga maggioranza prevede l'opzione di rimborso automatico del capitale a predeterminate condizioni (tipicamente, che il sottostante non abbia perso terreno rispetto all'emissione) e pertanto solo una parte di questi raggiunge l'effettiva data di maturity. Distinguendo la gran mole di certificati per tipologia, gli Equity Protection, i certificati a capitale protetto, impongono una durata mai inferiore ai 48/60 mesi mentre dall'altra parte, i Bonus a capitale protetto condizionato, viaggiano tra i 6 e 18 mesi di durata massima. Nel mezzo si posizionano i tanti Phoenix o Cash Collect, prodotti in grado di pagare cedole, che mediamente seguono una durata di 36 mesi. In tema di costi, non essendo previste commissioni di gestione, i certificati già in quotazione sul mercato secondario hanno nello spread bid-ask l'unico costo da tenere in considerazione e questo è mediamente dell'1%. Qualora il certificato passi attraverso la fase di collocamento, sul mercato primario, la commissione di distribuzione può invece variare tra lo 0,5% e l'1% per ogni anno di durata. Sul tema dei costi ancora più chiarezza si farà con l'introduzione del Kid che a partire dal 1° gennaio 2018 dovrebbe accompagnare ogni prodotto di investimento destinato al retail (normativa europea sui Priips).



Nicola Francia,
responsabile
external & public
distribution
di Unicredit

tre, a partire dal sesto mese di vita del certificate, l'investitore riceverà il capitale investito se nelle date di valutazione mensili il sottostante quoterà a un valore superiore o pari al valore iniziale. A scadenza, ci sono due possibili scenari: se il sottostante quota sopra il livello barriera, il certificate rimborsa il capitale investito più un premio; se il sottostante quota sotto il livello barriera, paga un importo commisurato alla performance negativa del sottostante (con conseguente perdita sul capitale investito).

Su questi e altri certificati di investimento Bnp Paribas punta nel 2017, «grazie a un ricco programma periodico di emissioni, che comprende i nuovissimi Bonus Cap su singole azioni con durata annuale», spiega Gregorini, «questo strumento corrisponde un bonus a scadenza se durante la vita del prodotto il sottostante non raggiunge mai il livello barriera. È particolarmente indicato per gli investitori che hanno liquidità in portafoglio da utilizzare nel breve termine, o per chi prevede

un mercato di tipo laterale. In alternativa il Bonus Cap può essere considerato sostitutivo dell'investimento azionario: chi ad esempio avesse il titolo Unicredit a un prezzo di carico molto lontano dai corsi attuali potrebbe, invece di attendere un recupero, vendere l'azione e contestualmente comprare un Bonus Cap su Unicredit; per esempio,

pur volendo mantenersi su un orizzonte temporale inferiore all'anno, l'investitore potrebbe valutare il Bonus Cap su Unicredit (codice NL0012160048), che paga un rendimento del 6% (9% annualizzato) se il titolo Unicredit non perde valore fino a toccare gli 8,622 (37% di distanza dai corsi attuali) oppure il Bonus Cap codice NL0012160055, che paga un rendimento del 12% (17% annualizzato) con un livello barriera meno protettivo (10,059, 27% di distanza dai corsi attuali).

«Il 2016 si era chiuso con un evidente calo dei volumi di emissioni sul mercato primario e negoziazioni sul secondario, dovuti alla discesa dei corsi azionari nella prima parte dell'anno che aveva mutato la propensione al rischio degli investitori e penalizzato la rotazione di portafoglio», dice Nicola Francia, responsabile external & public distribution, private investors products Italy di Unicredit. «Dall'inizio del 2017 assistiamo a un'inversione di rotta e la rinnovata fiducia verso i mercati azionari e le notizie rassicuranti relative all'e-

conomia statunitense hanno contribuito a un nuovo impulso per i prodotti d'investimento, con un'importante ripresa del segmento degli investment certificates, in particolare quelli a capitale condizionatamente protetto». In questo scenario, Unicredit ha recentemente lanciato un nuovo strumento rivolto a investitori alla ricerca di **cedole ricorrenti e protezione condizionata del capitale**: I Cash Collect Certificate Doppia Cedola, emessi sulle principali azioni italiane e straniere. «Questi prodotti introducono un nuovo concetto di cedola fissa minima, pagata incondizionatamente e mensilmente per tutta la durata dell'investimento», continua Francia. «Questi nuovi strumenti pagano infatti mensilmente una cedola fissa mensile pari allo 0,5% (6% su base annua) e una cedola condizionata che varia a seconda dell'andamento dell'azione sottostante (da 0,25% mensile per Banca Mediolanum e Saras a 0,75% per Banco Bpm e Ubi). La condizione per ricevere queste cedole condizionate è che mensilmente l'azione sottostante sia al di sopra di una barriera, fissata al 90% dello strike

(prezzo dell'azione alla data di partenza). Se l'azione sottostante non perde più del 10% dalla data di partenza del prodotto, la cedola mensile condizionata si ag-

giunge alla cedola fissa di 0,5%, portando il rendimento complessivo massimo potenzialmente fino a 1,25% mensile (15% su base annuale). Alla scadenza invece, la barriera di protezione del capitale scende all'80% dello strike. La rilevazione avviene unicamente sul prezzo di chiusura dell'azione alla data di scadenza. Se tale prezzo è superiore alla barriera dell'80%, l'investitore riceve a quella data il capitale investito, la cedola fissa mensile (0,5%) e la cedola condizionata.

«Un'altra importante novità di questa emissione è che è esclusa la possibilità di rimborso anticipato del capitale, scelta che accoglie le segnalazioni di diversi investitori preoccupati dalla perdita di opportunità di incassare cedole future su sottostanti con performance positive», conclude Francia. «I primi Cash Collect Certificate Doppia Cedola sono stati emessi il 24 marzo 2017, poi la gamma è stata ampliata ad aprile e offre oggi 17 prodotti su altrettante azioni sottostanti».

MOLTO RICHIESTI I CERTIFICATI CHE PAGANO CEDOLE MENSILI ANCHE IN CONDIZIONI DI MERCATO NEGATIVE