

**LIQUIDITÀ** Da inizio anno i collocamenti di certificates sul primario hanno raggiunto il record di 13 miliardi. Banche e reti in questa fase ci puntano, perché permettono di dare una marcia in più ai rendimenti. Ma non bisogna sottovalutare costi e rischi

# Il doppio volto dei certificati

di **Roberta Castellarin**  
e **Paola Valentini**

I tassi sono ai minimi ma da inizio anno le azioni globali hanno segnato una performance del 20%, le materie prime il 13%, le obbligazioni ad alto rendimento l'11%, le obbligazioni investment grade il 10%, i titoli di Stato il 5,7%, la liquidità l'1,9%. Per intercettare questi rendimenti l'offerta è ampia: a parte l'investimento diretto con il fa-da-te, si va dalle soluzioni low cost degli Etf, fino ai fondi che sono altrettanto semplici e trasparenti nel funzionamento, anche se costano sicuramente di più. Un certo successo sul mercato in questo momento lo stanno avendo i certificate, i certificati d'investimento quotati sul mercato SeDeX di Borsa Italiana e su EuroTlx, che banche e reti propongono per trattenerne i risparmiatori che escono dai Btp per via dei bassi ritorni. Occorre, però, approfondire anche le caratteristiche e i vari tipi di certificates per evitare che strutture a volte di difficile comprensione e che legano il capitale per un certo numero di anni esponendolo a scommesse legate all'andamento di azioni, bond o materie prime o tassi, possano nuocere agli investitori meno preparati. Come emerge dalle ultime statistiche di Assoreti di settembre, la raccolta netta delle reti di consulenti finanziari ha toccato quota 1,58 miliardi di euro dai 2,7 miliardi di agosto (per un totale di 24,48 miliardi nei nove mesi del 2019). I volumi netti realizzati sui prodotti del risparmio gestito sono stati pari a 1,36 miliardi, mantenendosi sui livelli sostanzialmente allineati a quelli del mese precedente (+1,9%), mentre il saldo netto delle movimentazioni realizzate sulla componente amministrata del risparmio è stata pari a 215 milioni con una flessione congiunturale significativa rispetto agli 1,35 miliardi di agosto, determinata principalmente

proprio dalle vendite realizzate sulle obbligazioni.

**La raccolta netta** dei titoli è stata negativa per 1,96 miliardi: le vendite hanno coinvolto prevalentemente i titoli di Stato (-1,1 miliardi), ma anche i titoli obbligazionari (-242 milioni) e gli strumenti del mercato monetario (-631 milioni). Tutto questo cash non ha preso per ora la via degli investimenti: prova ne è che la raccolta di risparmio amministrato sotto forma di liquidità è salita a 2,17 miliardi, il doppio rispetto agli 1,1 miliardi di agosto. Alcune reti cercano di spingere questo cash non soltanto verso il risparmio gestito (o assicurativo) che, però, appare agli occhi degli investitori come una soluzione troppo impegnativa, ma anche verso gli altri prodotti del risparmio amministrato. A settembre, segnala Assoreti, il saldo delle compravendite nell'amministrato è stato positivo per i titoli azionari (91 milioni), per gli Etf (38 milioni) e soprattutto per i certificate collocati sul mercato primario (261 milioni). Proprio questi ultimi sono la forma di risparmio amministrato che nelle reti hanno raccolto di più nei nove mesi 2019 (2,89 miliardi di su un totale di 13,5 miliardi di cui 11,6 miliardi riferiti alla liquidità). Secondo l'Accepi (Associazione italiana certificati e prodotti di investimento), nel periodo gennaio-settembre 2019 è stato raggiunto il record storico di volumi emessi sul mercato primario, ben 13,4 miliardi di euro. I certificate sono prodotti finanziari che permettono di realizzare strategie di trading (al rialzo o al ribasso) di breve o brevissimo termine e possono essere impiegati con finalità di copertura (hedging). Sono altamente speculativi e a complessità molto elevata e presuppongono un approccio di breve termine. Di questi la maggior parte è certificata a capitale protetto (almeno il 90% del capitale è garantito) o condizionatamente capitale protetto, ovvero che hanno una protezio-

ne media del capitale del 70%. Secondo l'associazione, nel periodo considerato non sono stati collocati sul primario i certificate più aggressivi, ovvero quelli cosiddetti a leva (perché questi ultimi per la loro struttura vengono acquistati prevalentemente sul secondario), ma nemmeno quelli benchmark che replicano puramente un indice. Al momento di un'eventuale offerta di certificate, quindi, è indispensabile farsi spiegare e definire quale tipo di certificate si tratta e comprendere se nel proprio caso, una protezione del 90 o del 70% sia accettabile.

**Presentati alla** clientela come strumenti di investimento flessibile e che permettono di prendere esposizioni su asset anche di nicchia in modo immediato perché sono quotati in borsa (Sedex di Borsa italiana e Cert-X di EuroTlx), proprio come gli Etf, i certificate infatti incorporano diverse strategie di investimento, consentendo di scegliere con quale tipologia e grado di esposizione partecipare all'andamento del sottostante di riferimento: azioni, indici, valute, materie prime, tassi di interesse. Le differenze principali con gli Etf sono: l'effetto leva (i certificate possono in alcuni casi offrire una leva potenzialmente più alta rispetto agli Etf a leva) la separazione patrimoniale (gli Etf hanno un patrimonio separato da quello dell'emittente, caratteristica che rappresenta una garanzia in caso di fallimento dell'emittente, i certificate sono soggetti al rischio di default dell'emittente), la scadenza (al contrario degli Etf, che non prevedono una scadenza, i certificate generalmente hanno una scadenza che una volta raggiunta determina l'esercizio automatico da parte dell'emittente ed il pagamento dell'importo di liquidazione) e la tassazione.

Su questo fronte le plusvalenze e le minusvalenze realizzate su certificate, soggetti all'aliquota fiscale sul capital gain nella misura del 26%, possono essere compensate con le minusvalenze

e le plusvalenze realizzate su titoli azionari, con le minusvalenze e le plusvalenze realizzate su titoli obbligazionari e con le minusvalenze realizzate su fondi comuni italiani ed esteri. Il reddito generato dai certificate (proventi maturati a scadenza e plusvalenze derivanti dalla loro vendita) appartiene alla famiglia dei cosiddetti redditi diversi di natura finanziaria. Le minusvalenze e le plusvalenze del tipo redditi diversi, se assoggettate allo stesso regime impositivo (dichiarativo, amministrato, gestito), possono essere compensate entro il quarto anno antecedente. E questo è un grande vantaggio, perché nel caso degli Etf e dei fondi, tali minusvalenze non sono invece compensabili.

**E in termini di costi?** Anche qui l'offerta è molto varia. Alcuni tipi di certificate, come quelli a leva, sono molto più costosi degli Etf e quindi più redditizi per chi li struttura o li vende. Si tratta infatti di prodotti finanziari derivati cartolarizzati, ovvero una combinazione di contratti finanziari incorporati in un titolo, negoziabile come un titolo azionario. E, come si accennava, sono emessi da istituzioni finanziarie che si assumono l'obbligo dei pagamenti dei flussi dovuti. Non a caso, come avverte il sito delle Poste, che colloca certificate tramite i suoi uffici postali, espongono l'investitore al rischio che il soggetto emittente (o il garante) non sia in grado di rimborsare in tutto o in parte il capitale investito. Nel caso di default dell'emittente, infatti, l'investitore si trova nella posizione di un vero e proprio creditore chirografario, cioè non privilegiato, senza alcuna garanzia reale della società. Ma questo vale anche per l'investimento in un'obbligazione societaria semplice.

Oltre a essere correlati, come tutti i prodotti finanziari, alle variazioni che possono intervenire con riguardo ai valori di mercato del sottostante. Variazioni che, per le particolari strutture

di alcune tipologie di certificati, possono amplificare i movimenti delle varie asset class nel bene e nel male, tanto da determinare anche rischi di perdita totale o parziale del capitale investito. Come detto, a queste tipologie di certificati se ne sono aggiunti altri, denominati investment, che presentano costi più contenuti e meccanismi di protezione, che comunque hanno un prezzo. Inoltre i certificates di recente emissione hanno cedole mensili o trimestrali, ma è bene entrare più nel dettaglio.

In base alla capacità che i diversi certificati hanno di proteggere il capitale dall'andamento del sottostante si distinguono, secondo la classificazione **Acepi** in quattro tipologie. I certificati a capitale protetto offrono la possibilità di investire in attività finanziarie proteggendo il capitale investito, se sottoscritti durante la fase di collocamento e detenuti fino al rimborso dello strumento. Se acquistati sul mercato secondario, consentono di definire le performance minime ottenibili a scadenza. I prodotti a capitale condizionatamente protetto permettono l'esposizione a particolari asset offrendo una protezione parziale del capitale, condizionata al mancato raggiungimento di determinati livelli barriera stabiliti all'emissione.

**Quelli a capitale non protetto** replicano fedelmente la dinamica dei sottostanti. Alcuni prodotti prevedono la partecipazione ai movimenti del sottostante in modo più o meno proporzionale. Mentre i certificati a leva offrono un'esposizione più che proporzionale a variazioni di prezzo di un determinato sottostante consentendo di beneficiare, a seconda della tipologia di strumenti, di rialzi oppure di ribassi dello stesso. Ovviamente più è complessa la struttura alla base del certificato più il costo di strutturazione girato al sottoscrittore aumenta. Il fatto quindi che i certificate non hanno commissioni di gestione, come accade nei fondi o negli Etf, non significa che siano prodotti economici. Il suggerimento è attendere la loro quotazione al Sedex o al Cert-X, con un prezzo ufficiale.

Dall'analisi effettuata da **MF-Milano Finanza** sui Kid, ovvero i nuovi prospetti informativi dettagliati introdotti dal 2018, di questi prodotti emerge che tra i principali emittenti sul mercato italiano i costi possono incidere

da un minimo dello 0,10% a oltre il 2,2% sul rendimento annuo stimato. A questi importi indicati nei Kid bisogna poi aggiungere le commissioni pagate agli intermediari di borsa per la compravendita dei certificati sul Sedex o su EuroTlx. Su questo fronte si segnala che qualche operatore propone offerte promozionali. Ad esempio, fino al 31 dicembre 2019, Binck rimborsa le commissioni sulle operazioni di acquisto o vendita con controvalore pari o superiore a 1.500 euro (con un massimo di 11 euro per operazione) sui certificati a leva fissa emessi da Vontobel e quotati sul SeDeX.

Sempre Vontobel su una selezione di suoi certificates propone l'operazione zero-fee con Directa Sim fino al 31 dicembre 2019. Anche in questo caso il controvalore minimo dell'ordine per beneficiare della promozione dovrà essere di 1.500 euro. Si estende invece fino al 30 giugno 2020 l'offerta rivolta ai clienti IWBank Private Investments che potranno investire sui certificati a leva Fissa e covered warrant Vontobel con commissioni zero. L'accordo riguarda tutte le operazioni di acquisto con controvalore minimo di 2 mila euro, per singola operazione, che vengano effettuate tramite le piattaforme proprietarie di trading della banca del gruppo Ubi Banca.

**Il problema è che** le strutture sono molto diverse tra loro e lo stesso prodotto può essere usato come investimento o copertura. Ad esempio Société Générale spiega che i certificate StayUp e StayDown consentono di investire sull'aspettativa che un determinato sottostante rimanga durante la vita del prodotto al disopra (per gli StayUp) o al di sotto (per gli StayDown) di una prefissata barriera. Questi certificati di Société Générale sono collegati a un sottostante che può essere ad esempio un'azione, un indice azionario (come il Ftse Mib), una materia prima (ad esempio l'oro) o un future su materia prima (quale il petrolio) oppure un tasso di cambio (ad esempio euro/dollaro).

Le strutture in generale presenti sul mercato sono molteplici e ciascuna tipologia può prevedere diverse varianti. Possono andare dai certificate a capitale non protetto che comprendono i semplici benchmark (un investimento che replica linearmente un indice di borsa europeo o internazionale

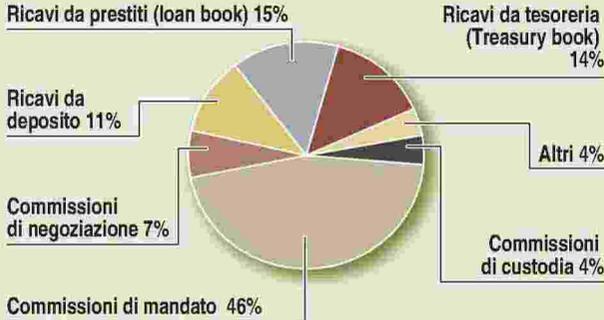
o una materia prima), ai super stock (per investire sul mercato azionario moltiplicando il rendimento offerto dal rialzo di un'azione), ai Discount certificates (che puntano a trarre vantaggio dalla stabilità o dal moderato rialzo di un'azione). Per l'investitore poco avvezzo alla volatilità, vi sono certificate a capitale condizionatamente protetto; ci sono poi i bonus certificates (per partecipare alla performance positiva dei mercati, ottenendo un premio extra sia in caso di scenario rialzista, sia in caso di leggero ribasso del sottostante), i Twin Win (per esporsi alla performance del sottostante in valore assoluto), e ancora gli Express certificates (offrono la possibilità di un rimborso anticipato del capitale investito, ottenendo un interessante rendimento già dal primo anno), i Cash collect (prevedono rendimenti annuali, proteggendo il capitale anche in caso di moderati ribassi del sottostante di riferimento). Tra i certificati a capitale maggiormente protetto ci sono gli Equity protection e i Collar certificates (per investire sul mercato azionario nel medio periodo), oltre che i Double Win (che partecipano performance del sottostante in valore assoluto). Per chi invece è disposto a rischiare il massimo, ci sono i Turbo e Short certificates: certificati a capitale non protetto che consentono di sfruttare la leva finanziaria tipica dei futures, ma il rischio potenziale è la perdita del capitale investito. Sono disponibili con effetto leva o senza: l'effetto leva amplifica rendimenti e rischi del sottostante. Come detto, a fronte di maggiori potenzialità di rendimento, questi strumenti presentano rischi più elevati di perdite, anche del capitale investito. Sono quindi una versione potenziata degli Etf, ma con una liquidità che per alcuni è scarsa.

**Dal punto vista** dei sottostanti l'evoluzione tiene conto dei grandi trend o delle mode del momento. Quindi non stupisce che ci siano sempre più prodotti che vantano un bollino Esg, ossia di responsabilità ambientale, sociale o di governance. O che cavalchino il tema della lotta ai cambiamenti climatici. Per esempio Vontobel, player di rilievo a livello europeo nel campo dei Certificati, presente sul mercato italiano da oltre tre anni ha quotato sul Sedex lo

Strategic Certificate Acqua, un nuovo certificato attivo che guarda agli investimenti sostenibili replicando l'Aqua Index, indice che include azioni di società che operano nel settore idrico e che potrebbero beneficiare dei trend di crescita legati al cosiddetto «oro blu». Il nuovo strumento si affianca allo Strategic Certificate Belt & Road nella gamma di certificati a gestione attiva. (riproduzione riservata)

**COME GUADAGNA UNA TIPICA PRIVATE BANK**

Ricavi del Private Banking: 60% da masse in gestione e 40% legati al bilancio



Fonte: UBS Research

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

**UNA SELEZIONE DI CERTIFICATI PROPOSTI OGGI AGLI INVESTITORI**

Ipotesi di rendimento e costi su 10 mila euro investiti in un'unica soluzione dove non segnalato diversamente. Dati dal Kid

Scenari di rendimento medio per ciascun anno

Certificato	Emittente	Durata consigliata	Stress	Sfavorevole	Moderato	Favorevole	Costi totali (euro)	Impatto sul rendimento per anno
Max Long Certificate su iStoxx Esg Leaders 50NR decr. 5%	Banca Imi	14/12/26	0	0	1,74%	8,19%	250	0,37%
Autocallable Equity Premium Certificate su basket indici	Banca Akros per MedPlus	6 anni	-24,40%	-11,31%	1,02%	2,91%	952	1,70%
Knock-In Reverse convertible securities legate a euro stoxx 50 e Ftse Mib	Mediobanca per MedPlus	6 anni	-22,23%	0,26%	2,85%	2,96%	890	1,61%
Bnpp Athena Plus su azioni Tenaris in euro	Bnp Paribas	22/11/21	-40,49%	-27,67%	1,29%	5,06%	401,4	1,98%
4Y Athena Double Relax on WO	Bnp Paribas	30/11/23	-20,63%	-13,51%	1,29%	5,84%	702,17	1,71%
Bnpp Relax Coupon Locker su azioni Eni in euro	Bnp Paribas	29/11/23	-26,06%	-14,57%	3,22%	4,22%	693,53	1,69%
2Y Cash Collect linked to Intesa Sanpaolo	Credit Suisse	1,8 anni	-43,54%	-27,17%	6,37%	12,48%	44,23	0,26%
2Y Cash Collect linked to Telecom Italia	Credit Suisse	1,7 anni	-43,47%	-32,81%	-5,23%	12,85%	41,57	0,25%
Crescendo Rend. Memory 75% C. protetto su Intesa Sanpaolo, Fca e Generali	Exane Finance	fino al 21/03/2023*	-7,85	-5,53%	0,82%	3,96%	250	0,81%
Tracker Ecpi Circular Economy Leaders Ntr Nominal - Eur - Open-End	Exane Finance	fino al 13/06/2022*	-21,44%	-10,36%	2,49%	20,26%	29,96	0,10%
Drop Back Coupon Certificate su Eurostoxx 50	Exane Finance	fino al 29/3/2021*	-17,57%	-5,72%	4,42%	13,04%	400	1,29%
Autocallable Barrier Certificate 5 anni correlato a Linde	Goldman Sachs	5 anni	-21,15%	-15,02%	1,47%	2,86%	552,02	1,02%
Quanto autocallable Barrier Phoenix 4 anni***	Goldman Sachs	4 anni	-28,66%	-22,09%	-7,76%	9,21%	370,52	1,15%
Autocallable Barrier Certificate 5 anni correlato a Tesla	Goldman Sachs	5 anni	-32,37%	-17,15%	2,37%	8,41%	818,23 \$	1,44%
Express sull'indice Ftse Mib scad 20 nov 2023	Mediobanca	4 anni	-26,73%	-11,69%	1,70%	3,98%	490	1,28%
Daily Leveraged Certificate Alphabet****	Société Générale Issuer	1 giorno	-45,07%	-16,60%	-9,47%	-2,13%	164,37	1,64%
Express su Eni	Unicredit Bank Ag	fino al 28/02/2022*	-36,18%	-23,13%	nd**	15,62%	182,03	0,79%
Cash Collect Protezione 85%	Unicredit Bank Ag	fino al 25/11/2020*	-8,84%	-7,15%	6,38%	6,38%	84,84	0,58%
Express Quanto Autocallable su Netflix	Unicredit Bank Ag	fino al 31/03/2023*	-46,18%	nd**	nd**	nd**	85,8	0,27%
Staretgc Certificate su Aqua Index	Vontobel Financial	5 anni	-9,47%	-1,63%	5,67%	15,77%	814,27	1,51%
Bonus Certificate su Ftse Mib Index	Vontobel Financial	23/9/2022*	-23,29%	-14,44%	1,82%	19,08%	199,5	0,74%
Bonus Certificate su Intesa Sanpaolo	Vontobel Financial	6/7/2020*	-92,30%	-33,50%	4,80%	37,19%	206,6	2,21%

\* scadenza, \*\*nd= nello scenario si ipotizza che il prodotto sia rimborsato in anticipo rispetto alla durata consigliata, \*\*\*Correlato a Aegon, Air France Klm, Unicredit e Twitter, \*\*\*\*Solitamente comprati sul mercato secondario

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

**RISPARMIO**

