



ASSOCIAZIONE  
I T A L I A N A  
C E R T I F I C A T I E  
P R O D O T T I D I  
I N V E S T I M E N T O

## ***Il mercato dei certificates “Bonus” ed a “Capitale Protetto”***

### ***Un’analisi dei prodotti offerti in Italia nel periodo 2004-2012***

#### ***1) Introduzione***

I *certificates* sono prodotti di investimento che si caratterizzano per offrire un’ampia varietà di profili di rischio/rendimento e per la possibilità d’investimento in molteplici *asset class* sottostanti. Ulteriore peculiarità dei *certificates* è quella di offrire agli investitori strumenti idonei a generare rendimenti positivi in diversi scenari di mercato (rialzista, laterale o anche al ribasso), e di offrire in alcuni casi protezione del capitale investito, parziale o totale.

Il presente lavoro descrive dapprima le caratteristiche e i dati numerici del mercato italiano dei *certificates*, quindi presenta i risultati di una ricerca sui *certificates* incentrata su un duplice obiettivo.

Data la flessibilità e la potenziale diversità delle strutture finanziarie sopra menzionate, sono state analizzate innanzitutto le principali caratteristiche effettive di mercato presentate da alcune importanti tipologie di *certificates* offerti in Italia, e giunti a scadenza, nel periodo 2004-2012. Inoltre è stato calcolato il rendimento su base storica di tali *certificates*, anche considerando diversi scenari di mercato, sempre nel periodo 2004-2012.

## 2) I mercati dei certificates

Vengono analizzati in questa parte alcuni dati relativi al mercato italiano dei *certificates*, con riferimento sia al mercato primario che al mercato secondario. Si presenta inoltre un confronto tra i dati italiani e i dati rilevati nei principali mercati europei dei *certificates*.

### 2.1) Il mercato primario dei certificates in Italia

I dati inerenti al mercato primario italiano dei *certificates* sono raccolti e divulgati trimestralmente da ACEPI (Associazione Italiana Certificati e Prodotti d'Investimento), con riferimento ai *certificates* emessi dai suoi associati.<sup>1</sup>

Le figure 1 e 2 di seguito illustrano l'evoluzione dell'ammontare collocato e del numero di strumenti emessi e collocati (ISIN) a partire dal primo trimestre 2006. Come si evince dai grafici, il mercato italiano dei *certificates* è caratterizzato da un *trend* crescente.

C'è stata una crescita sostanziale dal 2006 al 2007 (+54% nel collocato e +161% in termini di ISIN emessi), rallentatasi notevolmente a causa della crisi dei mercati finanziari nel corso del 2007 e del 2008.

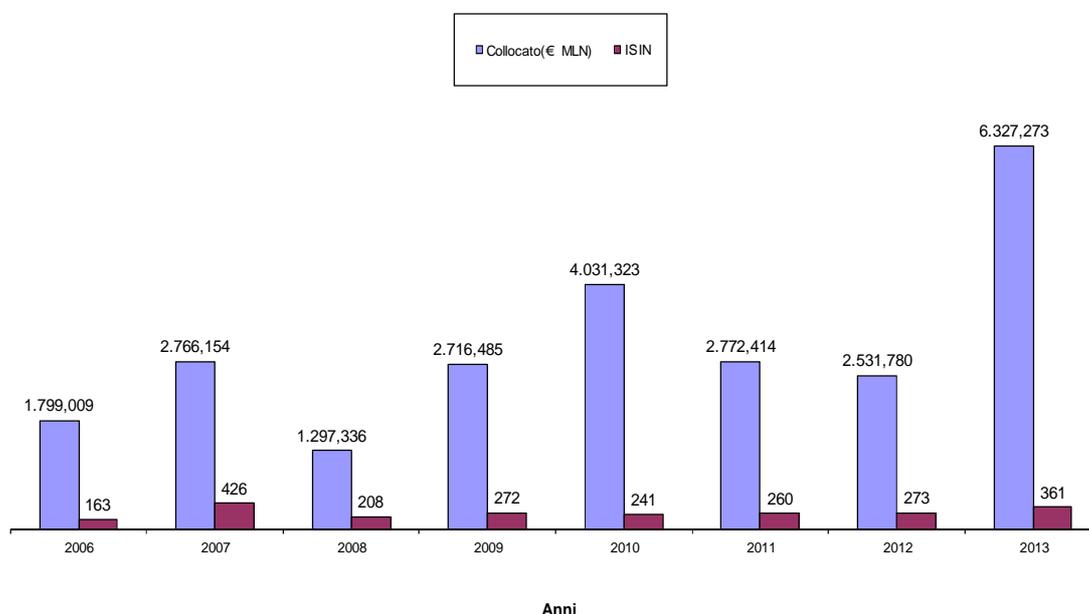
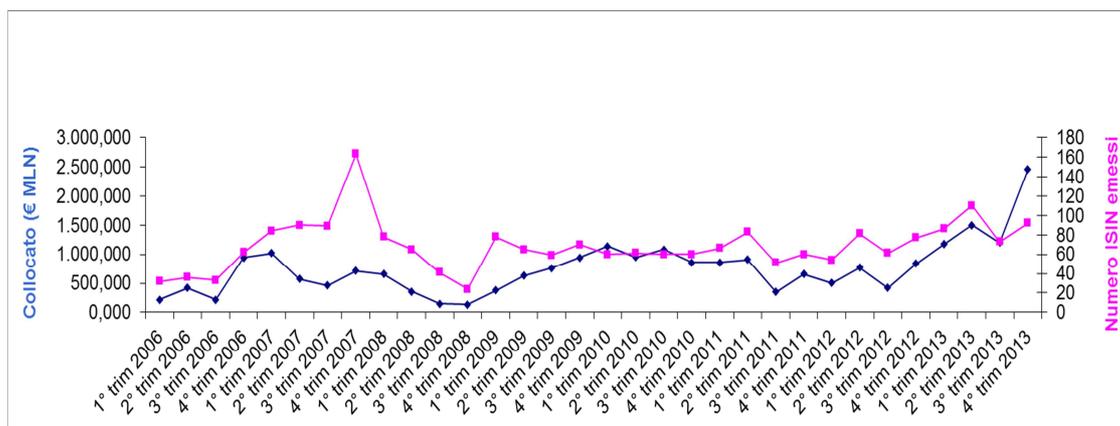
Successivamente si è nuovamente registrata una crescita rapida in termini di ammontare collocato (+109% dal 2008 al 2009; +48% dal 2009 al 2010) fino al 2010, mentre il numero di ISIN emessi si è attestata sempre intorno ad un valore leggermente superiore a 250.

Dopo un certo ridimensionamento nel 2011 e nel 2012, dovuto ancora una volta ad una diminuzione generale del valore del mercato finanziario, il 2013 ha segnato una forte ripresa, tale da far registrare il 2013 come anno record, con il maggior ammontare di collocato di sempre.

---

<sup>1</sup> Gli emittenti aderenti all'ACEPI nel 2013 (quali "Soci Ordinari") sono Banca Imi S.P.A., Barclays, BNP Paribas, Deutsche Bank AG, Royal Bank of Scotland, Société Générale S.A., e Unicredit S.p.A.. Soci Aderenti sono Banca Mediolanum S.P.A e Poste Italiane S.p.A.. Soci Onorari sono AIPB (Associazione Italiana Private Banking) e AIBE (Associazione fra le banche estere in Italia)

**Figura 1 e 2: Evoluzione del mercato primario (Collocato e Numero di ISIN)**



Fonte: [www.acepi.it](http://www.acepi.it)

Al fine di promuovere la comprensibilità e trasparenza dei prodotti, l'ACEPI ha elaborato degli standard uniformi di classificazione delle diverse tipologie di *payoff* dei *certificates* del mercato italiano, e li ha suddivisi in 4 categorie, incentrate sul grado di protezione del capitale<sup>2</sup>: 1) strumenti a capitale protetto (offrono a scadenza la protezione del capitale inizialmente investito o di una sua percentuale), 2) strumenti a capitale condizionatamente protetto (offrono a scadenza la protezione del capitale

<sup>2</sup> Si veda la cosiddetta Mappa dei Certificates di ACEPI [www.acepi.it](http://www.acepi.it)

inizialmente investito, salvo il verificarsi di una condizione predefinita), 3) strumenti a capitale non protetto (non proteggono il capitale), 4) strumenti a leva (amplificano le variazioni del sottostante).

Osservando i dati di mercato primario alla luce delle sopracitate categorie ACEPI si osserva una prevalenza, sul mercato primario, dei prodotti a capitale protetto o condizionatamente protetto.

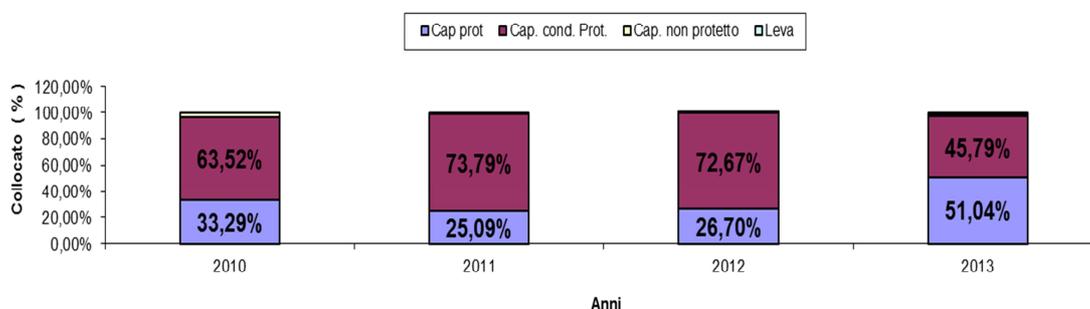
Sono invece assenti, sul mercato primario, le emissioni di prodotti a leva.

**Figura 3: Emissioni sul mercato primario per tipologia di protezione del capitale**

	COLLOCATO (MLN €)				TOT ISIN			
	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
Cap prot	1.341,91	695,49	675,96	3.229,26	58	49	34	59
Cap. cond. prot.	2.560,50	2.045,89	1.839,94	2.897,39	173	199	232	278
Cap. non protetto	128,92	31,03	3,07	124,22	10	12	4	19
Leva	0,00	0,00	12,82	76,40	0	0	3	5

Fonte: [www.acepi.it](http://www.acepi.it)

**Figura 4: Emissioni sul mercato primario per tipologia di protezione del capitale in percentuale sul totale**



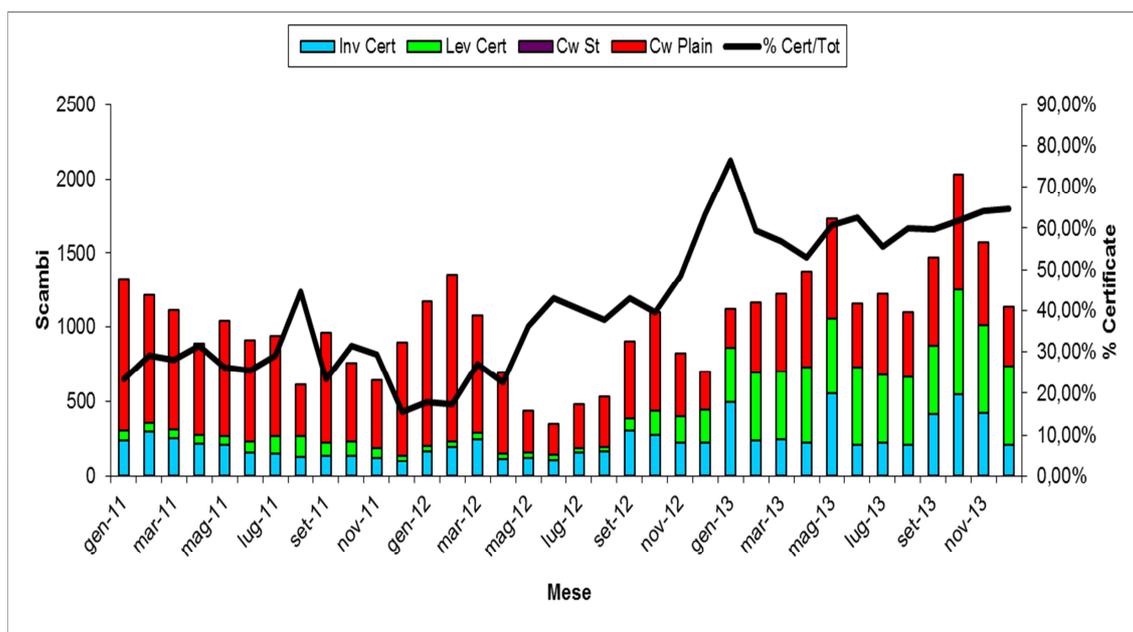
Fonte: [www.acepi.it](http://www.acepi.it)

## 2.2) Il mercato secondario dei certificates

E' interessante anche osservare e analizzare l'evoluzione storica del mercato secondario, con riferimento segnatamente ai dati del mercato SeDeX di Borsa Italiana, vale a dire il mercato telematico dedicato alla negoziazione di *certificates* e *covered warrants*. I dati statistici disponibili relativi al SeDeX partono dal 2011 e hanno cadenza mensile.

Il grafico (figura 5) illustra l'evoluzione del SeDeX in generale, comprensivo quindi dei *covered warrant*, ma evidenzia anche l'individuale evoluzione delle negoziazioni di *certificates* in tale mercato.

**Figura 5: Evoluzione scambi (Mln €) mensili Mercato SeDeX per tipologia di prodotto**



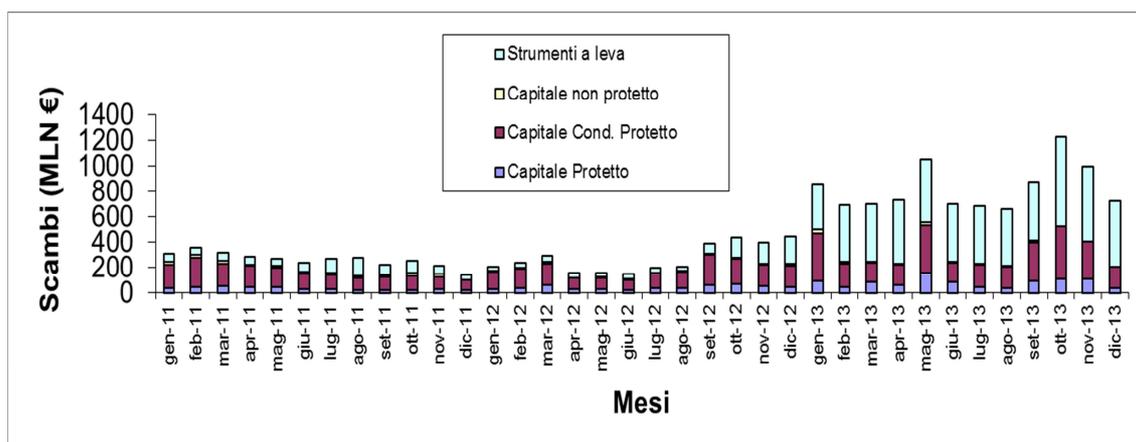
Fonte: [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

Dal grafico è evidente come l'intero mercato dei prodotti d'investimento stia crescendo ad un ritmo elevato.

In particolare il peso degli scambi di *certificates* è passato dal 23% di inizio 2011, a più del 60% del 2013. In particolare, dal 2012 in poi si assiste ad un notevole aumento del volume dei *Leverage Certificates* scambiati.

Per meglio comprendere il ruolo dei *certificates* nell'ambito del SeDeX e l'evoluzione di ciascuna categoria degli stessi, si riportano di seguito i dati ed il grafico relativi a solo questi strumenti suddivisi per le macro categorie ACEPI:

**Figura 6: Evoluzione scambi (MLN €) sul SeDeX per categoria ACEPI**



Fonte: [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

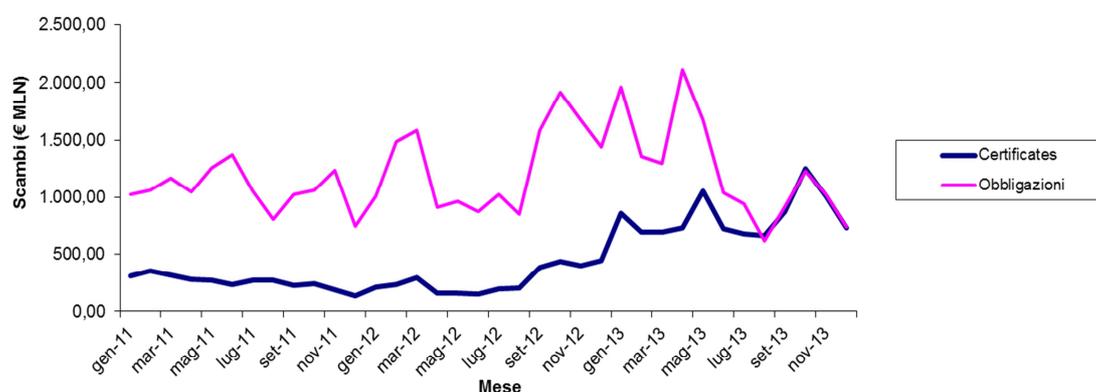
Come si evince dal grafico (figura 6), i *certificates* che risultano essere più scambiati e che hanno avuto una maggior crescita sono gli strumenti a leva.

Tra i *certificates* d'investimento invece risulta che i più scambiati nel mercato secondario siano quelli a capitale condizionatamente protetto.

Un'ulteriore prova dell'importanza che stanno assumendo i *certificates* anche sul mercato secondario emerge dal grafico seguente (figura 7 – pagina seguente), nel quale si confrontano il volume degli scambi di *certificates* sul SeDeX con gli scambi sul segmento di mercato MOT di Borsa Italiana, dedicato agli scambi del mercato obbligazionario, e segnatamente a confronto con le obbligazioni societarie (*corporate bonds*) - escludendo quindi i titoli di Stato scambiati sul MOT che, per ovvie ragioni quantitative, non sono confrontabili con i *certificates*. I dati disponibili sono mensili, partono dal 2011 fino al 2013.

Tale grafico mostra una crescita tale del volume di scambi dei *certificates* da raggiungere un livello sostanzialmente equivalente a quello dei *corporate bonds* negli ultimi 4 mesi del 2013.

**Figura 7: Andamento degli scambi sul mercato secondario dei Certificates (segmento SeDex), a confronto con i Corporate Bonds Italiani (segmento MOT). Dati in Milioni di Euro a cadenza mensile<sup>3</sup>.**



Fonte: [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

### 2.3) Cenni sul mercato europeo dei certificates

Il mercato dei *certificates* in Italia nasce sulla scia dell'esperienza di altri Paesi europei quali la Svizzera e, soprattutto, la Germania (spesso mercato di riferimento/obiettivo per gli investitori italiani). I dati del mercato europeo sono forniti da EUSIPA (associazione europea "ombrello" che raggruppa le associazioni nazionali, quali l'ACEPI, creata per promuovere gli interessi del mercato *retail* dei prodotti di investimento). In particolare aderiscono all'EUSIPA:

- **ACEPI** – Italia
- **AFPDB** (Association Française des Produits Dérivés de Bourse) – Francia
- **DDV** (Deutscher Derivate Verband) – Germania

<sup>3</sup> Fonte dati: Borsa Italiana.

Mercato SeDex: <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/mercati/sedexstat/sedex.htm>

Mercato MOT: <http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/mercati/motstat/mot-statistiche-2011.htm>

- **NEDSIPA** (Nederlands Structured Products Association) - Olanda
- **SVSP** (Schweizerischer Verband für Strukturierte Produkte) – Svizzera
- **SETIPA** (Swedish Exchange-Traded Investment Products Association) – Svezia
- **ZFA** (Zertifikate Forum Austria) – Austria

I dati ottenibili dal sito di EUSIPA riguardano esclusivamente il mercato secondario e suddivide gli *Investment Certificate* dai *Leverage Certificate*. Ai fini dell'analisi e del confronto con il mercato italiano, per motivi quantitativi, sono stati considerati in particolare i mercati più significativi (Svizzera e Germania), aggregando tutti gli altri mercati dei Paesi rappresentati dall' EUSIPA in un'unica categoria residuale.

**Tabella 1: Scambi trimestrali *Certificates* sul mercato secondario suddivisi per Paese e per tipologia di prodotto (dati in Mln €).**

Scambi Trimestri	Italia		Germania		Svizzera		EUSIPA		Altri	
	Inv. Prod.	Lev. Prod.								
<b>Q1 2012</b>	618,50	2.979,20	7.779,00	5.941,00	4.025,00	3.898,00	13.713,00	15.345,00	1.290,50	2.526,80
<b>Q2 2012</b>	354,40	1.122,50	6.402,93	4.805,45	2.442,30	3.168,90	10.491,87	11.676,27	1.292,24	2.579,42
<b>Q3 2012</b>	636,00	1.281,60	7.175,68	4.170,83	3.412,16	3.843,49	11.761,78	12.185,02	537,94	2.889,10
<b>Q4 2012</b>	732,90	1.887,10	5.938,45	3.508,21	2.869,59	2.600,51	10.039,47	10.702,30	498,53	2.706,48
<b>Q1 2013</b>	987,80	2.525,00	7.089,20	4.344,34	3.292,23	3.122,13	12.013,67	12.870,75	644,44	2.879,28
<b>Q2 2013</b>	998,70	3.267,20	6.858,11	4.453,61	4.446,36	3.355,13	13.004,88	14.051,90	701,71	2.975,96

Fonte: [www. Eusipa.org](http://www.Eusipa.org)

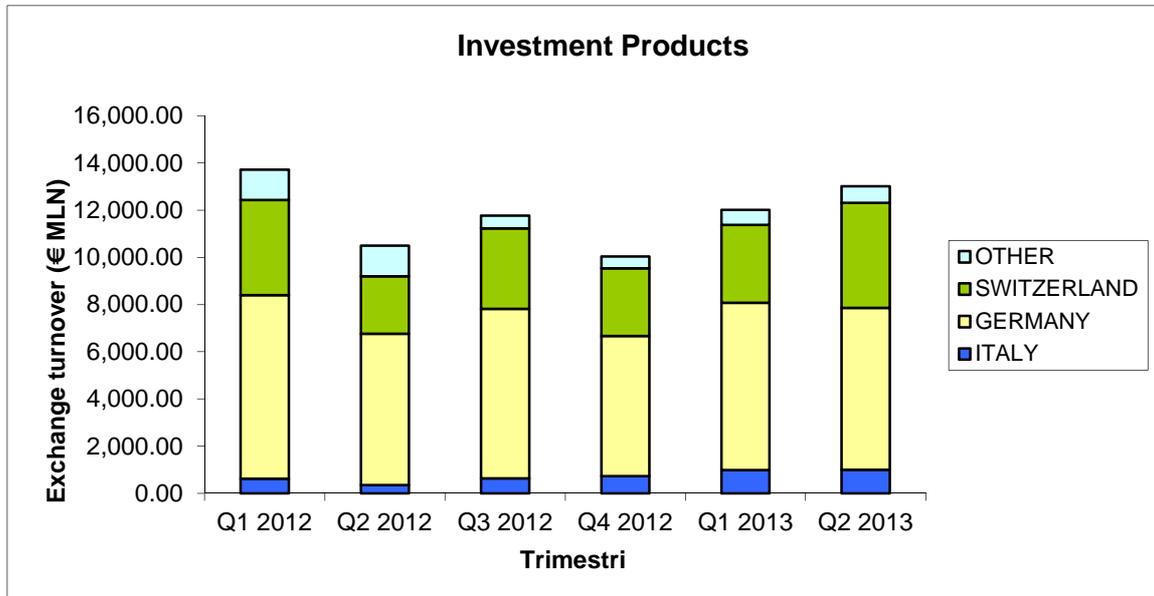
Come evidenziato dalla tabella e dalle figure 8 e 9 (pagina seguente), l'Italia si posiziona come il terzo Paese europeo per volumi di scambi di *certificates* e, col passare del tempo, sta assumendo un ruolo sempre più significativo.

Se si distinguono poi i prodotti d'investimento da quelli a leva, si nota come per i primi l'Italia, pur essendo in forte crescita, non ha ancora raggiunto livelli equiparabili con quelli registrati nei mercati *leader* di Germania e Svizzera.

Invece per i *Leverage Certificates* l'Italia sta raggiungendo gli stessi volumi di scambi della Germania e della Svizzera. Il dati del mercato tedesco sia di "*outstanding*" (quasi

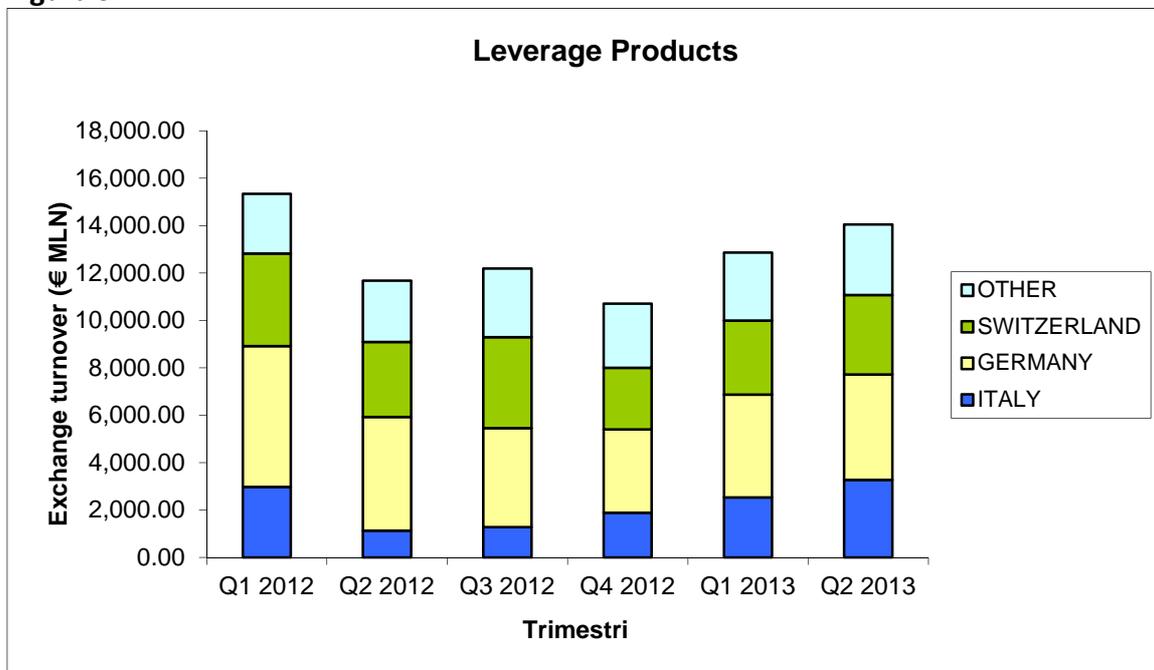
90 Miliardi di Euro) e il numero di ISIN (circa 500.000) non sono equiparabili con quelli del mercato italiano, che conta un numero di strumenti quotati leggermente superiore alle 6.000 unità.<sup>4</sup>

**Figura 8:**



Fonte: www. Eusipa.org

**Figura 9:**



Fonte: www. Eusipa.org

<sup>4</sup> Fonte dati: EUSIPA. Report trimestrali

### 3) *L'analisi delle caratteristiche dei certificates offerti nel periodo 2004-2012*

Nel presente paragrafo s'intende riportare l'analisi delle caratteristiche effettive di mercato presentate dai *certificates* offerti nel periodo 2004-2012.

In particolare, nella ricerca sono state considerate due tra le più diffuse tipologie di *certificates* presenti sul mercato italiano come individuate sulla base della classificazione elaborata dall'ACEPI:

- 1) i *certificates* appartenenti alla categoria dei **Bonus**;
- 2) i *certificates* appartenenti alla categoria degli strumenti a **Capitale Protetto**.

La scelta è ricaduta su queste due tipologie di *certificates* perché da un lato sono tra gli strumenti più diffusi sul mercato italiano, e quindi noti agli investitori *retail*, dall'altro perché il periodo in esame (2004-2012) ha visto un alternarsi di differenti scenari e movimenti di mercato e gli strumenti finanziari in questione presentano caratteristiche e flessibilità tali da suscitare l'interesse degli investitori in scenari di mercato diversi.

La banca dati<sup>5</sup> sulla quale si è basata la presente ricerca raccoglie informazioni relative a tutti i *certificates* offerti in Italia agli investitori sul mercato primario. I dati non sono quindi riferiti ai soli *certificates* emessi dagli associati ACEPI - che nel periodo in questione hanno rappresentato oltre il 90% del mercato italiano - ma a tutti gli strumenti con le medesime caratteristiche offerti in Italia.

In particolare sono stati analizzati i *certificates* emessi ed offerti a partire dal primo gennaio 2004 e scaduti entro il 31 dicembre 2012. Ciò ha determinato l'individuazione di un campione di complessivi 1406 strumenti finanziari: 768 *certificates* di tipo *Bonus* e 638 *certificates* a *Capitale Protetto*.

---

<sup>5</sup> Il database utilizzato nell'analisi è stato fornito da "Certificati e Derivati".

Sia i *Bonus certificates* che i *certificates* a *Capitale Protetto* sono categorie all'interno delle quali si trovano diverse varianti. Nella parte successiva si procederà, dapprima alla descrizione e analisi delle caratteristiche dei *certificates Bonus*, quindi alla descrizione e presentazione delle caratteristiche dei *certificates* a Capitale Protetto. La parte finale sarà invece dedicata alla misurazione dei rendimenti delle due categorie di *certificates* e al loro confronto con i rendimenti dei relativi sottostanti.

### **3.1) Analisi delle caratteristiche dei Bonus Certificates**

I *Bonus certificates* sono strumenti che consentono all'investitore di ottenere alla scadenza un determinato importo che deriva dalla *performance* del sottostante e dal cosiddetto *bonus*. Il *bonus* è un premio che viene corrisposto a condizione che il valore del sottostante non sia pari o inferiore a un certo livello (la barriera), (i) durante la vita del *certificates* (nel caso di *certificates* con barriera osservata nel corso dell'intera durata dello strumento, cd "continua" o "americana"), (ii) a scadenza (nel caso di *certificates* con barriera osservata alla scadenza, cd. "discreta" o "europea").

Nel caso in cui il sottostante dovesse "toccare la barriera" (cioè registrare un valore pari o inferiore al livello barriera), il *certificates* replicherebbe l'andamento del sottostante e ne rifletterebbe la *performance*, e potrebbe quindi generare una perdita rispetto al capitale iniziale investito qualora il valore del sottostante a scadenza risulti inferiore rispetto al valore iniziale dello stesso. In caso di ribassi di mercato, vale a dire *performance* negativa del sottostante, c'è quindi una partecipazione illimitata al ribasso, e pertanto il capitale investito è a rischio. I *Bonus certificates* offrono quindi una "protezione"<sup>6</sup> dal rischio di ribasso del sottostante, fino al livello barriera.

In caso di rialzo del mercato i *Bonus certificates* consentono di beneficiare della *performance* positiva del sottostante (rispetto al valore iniziale) offrendo rendimenti collegati al valore del sottostante (con un rendimento massimo nella versione *Bonus con cap*).

---

<sup>6</sup> Vale a dire la corresponsione alla scadenza di un importo superiore rispetto a quello che l'investitore avrebbe percepito da un investimento diretto nel sottostante. Si noti tuttavia che i detentori di *Bonus certificates* non percepiscono gli eventuali dividendi maturati dal sottostante azionario.

I *certificates* di tipo *Bonus* considerati nella presente ricerca sono classificabili in:

- *Bonus certificates* “classici” (237 *certificates* pari al 30,86% del totale dei *Bonus certificates*)
- *Bonus Cap* (347 *certificates* pari al 45,18% del totale dei *Bonus certificates*)
- *Easy Express* (126 *certificates* pari al 16,41% del totale dei *Bonus certificates*)
- Altre tipologie residuali (58 *certificates* pari al 7,55% del totale dei *Bonus certificates*).

Gli *Easy Express* sono *certificates* della categoria *Bonus* che si contraddistinguono per il prezzo di emissione (in genere inferiore a 100 Euro) ed in quanto pagano alla scadenza un premio commisurato alla differenza tra il prezzo di emissione e un valore stabilito, purché durante la vita del *certificate* il sottostante si sia mantenuto al di sopra di un certo livello (la Barriera). Gli ultimi 58 *certificates* rilevati nel periodo di riferimento sono stati classificati genericamente come “altre tipologie residuali” in quanto per ognuna di queste tipologie<sup>7</sup> è presente nel campione solo un numero molto limitato di *certificates* (1 o 2). Per questa ragione, mentre l’analisi delle caratteristiche dei *Bonus certificates* è stata effettuata sull’intero campione, l’analisi dei rendimenti è stata invece limitata alle prime tre tipologie. Non sarebbe infatti corretto considerare i 58 *certificates* come appartenenti ad un’unica categoria, né tantomeno sarebbe significativo analizzare tipologie costituite da un numero molto limitato di *certificates*.

### **3.1.1) La durata**

La tabella 2 di seguito illustra la durata contrattualmente prevista dei *certificates* per ciascun anno di emissione.

Si nota una tendenza alla progressiva riduzione della durata “medio-lunga” dei *certificates* di tipo *Bonus* (tra i 13 e i 60 mesi), e lo speculare incremento della durata “breve” (6-12 mesi). Questa tendenza trova giustificazione anche nella riduzione dell’orizzonte temporale degli investitori *retail* in *certificates* e dalla conseguente

---

<sup>7</sup> Rientrano in questa ultima classe, ad esempio, i *Bonus cliquet*, i *Bonus worst*, i *Reverse Bonus*, ecc...

domanda di strumenti di breve periodo (inferiore a 24 mesi), in un contesto di mercato laterale, ma con elevata volatilità e incremento dei rischi (emittente, sovrano, azionario, ecc), come quello venutosi a creare a partire dal 2008. Si nota anche che l'emissione di *Bonus certificates* è stata significativa a partire dal 2007 in termini numerici (ISIN).

**Tabella 2: Durata dei *certificates* per anno di emissione.**

<b>Durata</b>					
<b>Anno Emissione</b>	<b>Minore 6 mesi</b>	<b>7-12 mesi</b>	<b>13-24 mesi</b>	<b>Maggiore 24 mesi</b>	<b>Percentuale sul totale della categoria</b>
2004	0	0	0	8	1,04%
2005	0	0	0	13	1,69%
2006	0	0	1	49	6,51%
2007	0	0	58	49	13,93%
2008	0	9	47	34	11,72%
2009	4	24	64	19	14,45%
2010	2	49	59	2	14,58%
2011	31	104	95	0	29,95%
2012	29	18	0	0	6,12%
<b>Percentuale sul totale della categoria</b>	8,59%	26,56%	42,19%	22,66%	

*\*Sono considerati solo i certificates giunti a scadenza entro la fine del 2012*

### **3.1.2) L'effetto mercato sui *certificates***

L'arco temporale considerato ai fini della ricerca, 2004-2012, è stato diviso in due sotto periodi e vede l'anno 2008 quale anno cardine, nel quale la dinamica dei mercati finanziari e le difficoltà del sistema bancario hanno avuto indubbio impatto sull'evoluzione dei portafogli e delle modalità di investimento.

Le diverse condizioni di mercato nei due sotto periodi hanno inciso sia sull'offerta che sulla domanda delle tre tipologie di *Bonus Certificates* emesse (*Bonus, Bonus Cap, Easy Express*).

Nel primo periodo (2004-2008), caratterizzato da contenuta volatilità, dall’offerta di *certificates* di durata anche superiore ai 24 mesi e da una domanda degli investitori di non limitare con un *cap* le possibilità di rendimento in caso di rialzo del sottostante, prevalgono le emissioni di tipo *Bonus* “classiche” (81% del totale).

Nel secondo periodo (2009-2012), la maggiore volatilità dei mercati, la riduzione della durata e la diffusa previsione di un mercato laterale, hanno portato alla prevalenza delle emissioni di *certificates* di tipo *Bonus Cap* (64,4%), per i quali la possibilità di rendimento in caso di rialzo del sottostante viene limitata a favore di una durata più breve e/o di una barriera posizionata a un livello più prudentiale rispetto al livello iniziale del sottostante e quindi di una “protezione” maggiore in caso di ribasso del mercato<sup>8</sup>.

**Tabella 4: Numero di *Bonus certificates* per tipologia emessi nel periodo 2004-2008**

<b>Tipologia (2004-2008)</b>	<b>Numero</b>	<b>Frequenza</b>
BONUS	217	81,00%
BONUS CAP	25	9,30%
EASY EXPRESS CERTIFICATES	12	4,50%
ALTRO	6	5,20%

**Tabella 5: Numero di *Bonus certificates* per tipologia emessi nel periodo 2009-2012**

<b>Tipologia (2009-2012)</b>	<b>Numero</b>	<b>Frequenza</b>
BONUS CAP	322	64,40%
EASY EXPRESS CERTIFICATES	114	22,80%
BONUS	20	4,00%
ALTRO	16	8,80%

---

<sup>8</sup> Su questo punto si tornerà in seguito.

### **3.1.3) La tipologia di barriera**

Le barriere dei *Bonus certificates* possono essere di due tipi: continue o discrete. Nel primo caso il superamento del livello barriera può avvenire in qualsiasi giorno della durata del *certificates*. Nel secondo caso il superamento della barriera viene registrato solo alla scadenza del *certificate*.

Complessivamente 596 *Certificates* (pari al 77,60% del totale) presentano una barriera di tipo continuo e 172 *certificates* (pari al 22,40% del totale) una barriera di tipo discreto. La percentuale di *certificates* con barriera di tipo discreto è maggiore nel secondo sotto-periodo (31,80% del totale nel periodo 2009-2012 a fronte del 4,90% del periodo 2004-2008).

La maggior diffusione nel secondo periodo di *Bonus Cap*, vale a dire di *certificates* con un tetto massimo (*cap*) alle possibilità di guadagno in caso di rialzo del mercato, ha visto anche il passaggio da barriere prevalentemente “continue” (in cui cioè il sottostante può raggiungere il livello barriera e “allineare” quindi la *performance* del *certificate* a quella del sottostante in qualsiasi momento della durata dello strumento) a barriere prevalentemente discrete (ovvero rilevate alla scadenza del *certificate*). Infatti nel 2008, l’86% dei *certificates* aveva barriere continue, mentre nel 2010 si è arrivati ad avere il 65% dei *certificates* con barriera a scadenza.

### **3.1.4) La distanza della barriera rispetto al valore iniziale del sottostante**

Anche il posizionamento della barriera rispetto allo “*strike*” iniziale ha registrato variazioni degne di nota nei due periodi in esame. Nel primo periodo (2004-2008) le barriere avevano una distanza in media del 80% rispetto al livello iniziale del sottostante. Nel secondo periodo le barriere sono state fissate a livelli inferiori o uguali al 70% dello *strike* iniziale aumentando quindi il livello di “protezione” rispetto all’evento barriera (tabelle 5 e 6 e figura 10).

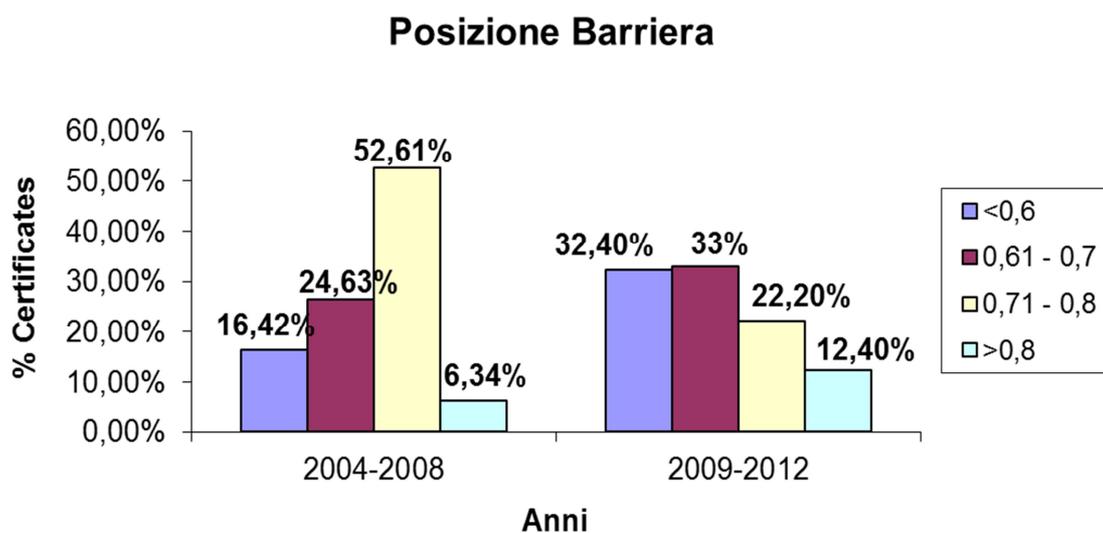
**Tabella 5: Posizionamento della barriera 2004-2008 (totale 268 *certificates*)**

Posizionamento barriera rispetto allo <i>strike</i> 2004-2008	Percentuale sul totale dei <i>certificates</i> del periodo 2004-2008
≤ 0,6	16,42%
0,61 -0,7	26,43%
0,71 – 0,8	52,61%
> 0,80	6,34%

**Tabella 6: Posizionamento della barriera 2009-2012 (totale 500 *certificates*)**

Posizionamento barriera rispetto allo <i>strike</i> 2009-2012	Percentuale sul totale dei <i>certificates</i> del periodo 2009-2012
≤ 0.6	32,40%
0,61 -0,7	33,00%
0,71 – 0,8	22,20%
> 0,80	12,40%

**Figura 10: Posizione barriera rispetto allo *strike* nei due sotto-periodi.**



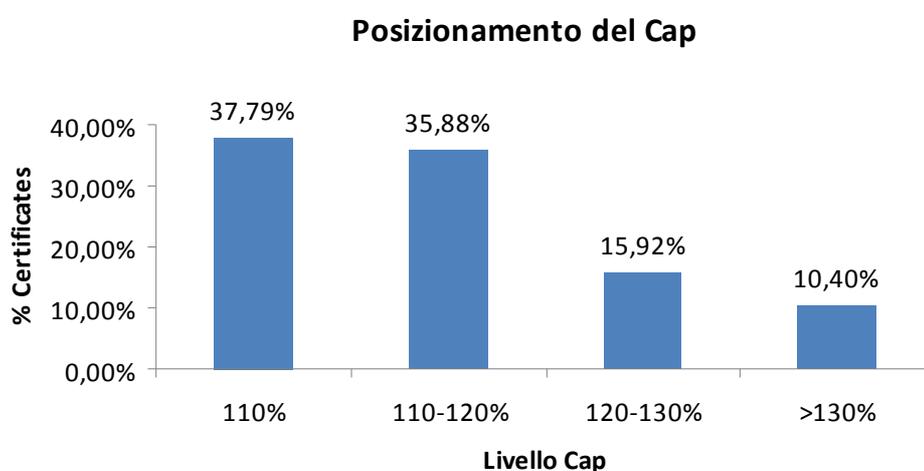
### 3.1.5) Il posizionamento del cap e l'interazione con la barriera

Per i *certificates Bonus Cap* è stato esaminato anche il posizionamento del *cap* rispetto al livello iniziale del sottostante nell'intero arco temporale di ricerca. Il 37,79% dei *certificates Bonus Cap* presenta un *cap* inferiore o uguale al 10%, il 35,88% un *cap* compreso tra 10% e 20%, il 15,92% un *cap* compreso tra 20% e 30% e il rimanente 10,40% un *cap* superiore al 30%, (tabella 7 e figura 11). La tabella 8 invece, evidenzia che l'inserimento di un *cap* (prevalente nel secondo periodo 2009-2012) è stato funzionale a consentire di posizionare le barriere ad un livello più prudente. Si veda a questo proposito il confronto tra *Bonus* e *Bonus Cap* riportato anche nella figura 12.

**Tabella 7: Posizionamento del cap**

Livello cap	Percentuale <i>certificates</i> sul totale dei <i>Bonus cap</i>
10%	37,79%
10% - 20%	35,88%
20% -30%	15,92%
>30%	10,41%

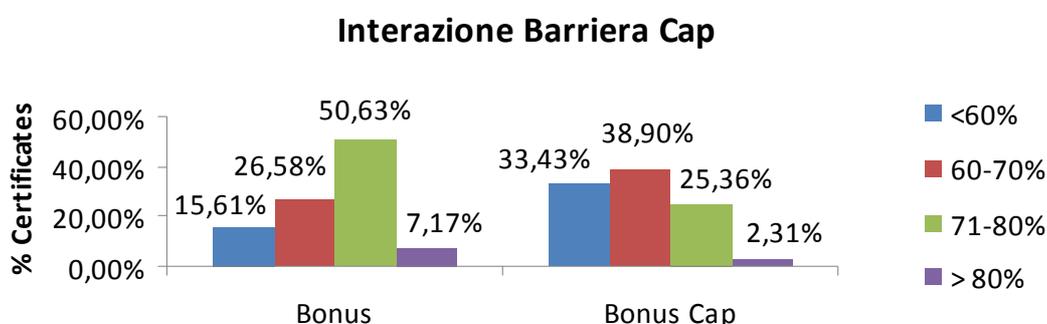
**Figura 11: Percentuale di *Bonus Cap* per i diversi livelli di Cap**



**Tabella 8: Interazione tra barriera e cap**

<b>Livello barriera</b>	<b>Bonus</b>	<b>Bonus Cap</b>
<0,6	15,62%	33,43%
0,61-0,70	26,58%	38,90%
0,71-0,80	50,63%	25,36%
> 0,8	7,17%	2,31%

**Figura 12: Interazione tra barriera e cap**



### **3.1.6) La tipologia di sottostante**

I sottostanti dei *certificates Bonus* analizzati sono stati prevalentemente titoli azionari (75%) e indici azionari (24,20%). Il rimanente 0,80% degli strumenti ha fatto riferimento ad altri sottostanti.

Analizzando i sottostanti nei due sotto periodi emerge che nel secondo periodo è stato maggiore l'utilizzo di singoli titoli azionari come sottostante (78% nel periodo 2009-2012 contro il 68% del periodo 2004-2008), anche per consentire agli investitori un recupero potenziale delle perdite fatte registrate dai titoli azionari con strutture che, come verrà confermato dalla successiva analisi, generano rendimenti positivi in un contesto di mercato laterale.

### 3.2) Analisi delle caratteristiche dei certificates a Capitale Protetto

I *certificates* a Capitale Protetto sono strumenti che consentono all'investitore, in caso di sottoscrizione in fase di collocamento e detenzione del *certificates* fino a scadenza, di ottenere, anche in caso di andamento negativo del mercato, di proteggere il capitale inizialmente investito. Gli strumenti a Capitale Protetto "classici" consentono di partecipare (fino a un certo livello nella versione con *cap*) al rialzo del sottostante offrendo allo stesso tempo la protezione (totale o parziale) del capitale investito in caso di ribasso del sottostante.

Oltre al Capitale Protetto di tipo "classico", nella presente analisi sono stati considerati gli strumenti a Capitale Protetto di tipo *short* e *i butterfly certificates*. Gli strumenti di tipo *Protection Short* consentono di ottenere un rendimento positivo in caso di andamento negativo del sottostante e proteggono il capitale in caso di rialzo. Questi strumenti sono quindi idonei a quegli investitori che intendono proteggersi da un rischio di ribasso del mercato o ottenere una *performance* positiva in questo scenario. I *certificates* di tipo *Butterfly* offrono una partecipazione in valore assoluto alla performance del sottostante, se questo si mantiene all'interno di un determinato *range*. Appartenendo alla categoria dei certificates a Capitale Protetto, in caso di superamento del *range*, i *Butterfly* rimborsano il capitale investito.

I certificates a capitale protetto presenti nel database sono 638 così suddivisi:

- *Certificates* capitale protetto classici (428 *certificates*)
- *Certificates* a capitale protetto con CAP (141 *certificates*)
- *Butterfly Certificates* (32 *certificates*)
- *Equity Protection Short* (18 *certificates*)
- 19 *Certificates* appartenenti ad altre categorie

### 3.2.1) La durata e la scadenza

Anche in questo caso l'analisi è stata fatta individuando i due sotto periodi 2004-2008 e 2009-2012. L'emissione di strumenti a Capitale Protetto è stata maggiore nel primo sotto periodo (tabella 9).

Nella seconda parte del periodo analizzato (2009-2012), l'elevata volatilità sui mercati e la ricerca di protezione anche nel breve periodo ha limitato la possibilità per gli emittenti di costruire prodotti a Capitale Protetto. Questo spiega perché a livello aggregato, rispetto al totale delle emissioni, il segmento a Capitale Protetto si è mosso in controtendenza rispetto ai numeri in crescita del mercato dei *certificates* nel periodo successivo al 2008.

Non sono presenti emissioni del 2012 in quanto nella ricerca sono stati considerati i prodotti scaduti entro la fine del 2012.

Anche nel caso di questi *certificates* si nota una tendenza all'accorciamento delle durate, quale conseguenza della maggiore incertezza presente nei mercati.

**Tabella 9: Durata dei *certificates* a Capitale Protetto per anno di emissione**

Anno emissione	< 12 mesi	1-2 anni	2-3 anni	3-4 anni	4-5 anni	> 5 anni	Totale e percentuale sul totale per anno	
2005	0	0	0	0	5	5	110	1,56%
2006	0	78	18	14	22	10	142	22,22%
2007	25	61	92	28	59	3	268	41,94%
2008	19	14	68	41	8	0	150	23,47%
2009	14	11	15	0	0	0	40	6,26%
2010	5	1	0	0	0	0	6	0,94%
2011	11	12	0	0	0	0	23	3,60%
Totale e percentuale sul totale per durata	74	177	193	83	94	18		
	11,58%	27,70%	30,20%	12,99%	14,71%	2,82%		

*\*Sono considerati solo i certificates giunti a scadenza entro la fine del 2012*

### **3.2.2) La tipologia di sottostante**

I *certificates* a Capitale Protetto analizzati avevano come sottostante azioni (43,81%), indici azionari (43%), *basket* di azioni (10%). Il rimanente aveva come sottostante altre *asset class* (cambi, *commodities*).

### **3.2.3) Il livello di protezione del capitale**

E' stato innanzitutto analizzato il livello di protezione del capitale offerto dai *certificates* nei due sotto-periodi individuati per tipologia di strumento (tabelle 10 e 11).

Il livello di protezione, definito in fase di emissione del prodotto, può essere totale (100% del capitale inizialmente investito) oppure parziale (in questo caso viene stabilito qual è la percentuale del capitale investito che si può recuperare).

Considerando il primo sotto periodo, la maggioranza dei *certificates* (tabella 10) ha una protezione pari al 100% e il 95% dei *certificates* ha una protezione superiore al 80%.

I *certificates* con *cap* presentano un livello di protezione del capitale in media superiore a quella dei *certificates* senza *cap*.

L'inserimento del *cap*, con la conseguente limitazione delle possibilità di guadagno in caso di rialzo del mercato, è infatti funzionale a consentire un maggiore livello di protezione dello strumento finanziario.

Il secondo periodo pare caratterizzato da una minore protezione del capitale che va di pari passo, da un lato con la ricerca di una protezione su un orizzonte temporale più breve (2-3 anni) rispetto a quella del primo periodo, dall'altro con la maggiore volatilità del periodo.

Nel secondo periodo sono state analizzate solo le categorie degli *Equity Protection* e degli *Equity Protection con cap* in quanto le altre due categorie (*Equity Protection Short* e *Butterfly*) sono state ritenute poco significative (in termini di numero di emissioni).

**Tabella 10: Livello di protezione del capitale sotto-periodo 2005-2008**

<b>Protezione del capitale</b>	<b>Equity Protection</b>	<b>Equity Protection con Cap</b>	<b>Equity Protection Short</b>	<b>Butterly</b>
<0,7	0,81%	0		
0,71-0,8	3,51%	1,49%		
0,81-0,9	22,43%	1,49%		
0,91-0,99	8,11%	22,39%		3,3%
1	65,14%	74,63%	100%	96,7%

**Tabella 11: Livello di protezione del capitale sotto-periodo 2009-2012**

<b>Protezione del capitale</b>	<b>Equity Protection</b>	<b>Equity Protection con Cap</b>
<0,7	22,41%	0
0,71-0,8	10,36%	14,29%
0,81-0,9	1,72%	28,57%
0,91-0,99	1,72%	42,86%
1	63,79%	14,28%

#### **3.2.4) Il livello di partecipazione**

Il livello di partecipazione alla *performance* del sottostante è stato pari a 1 per la maggioranza dei *certificates*, senza differenze significative nei due sotto periodi (tabella 12). Come citato sopra si nota che l’inserimento del *cap* ha consentito anche di aumentare il livello di protezione.

**Tabella 12: Livello di partecipazione**

<b>Partecipazione</b>	<b>Equity Protection</b>	<b>Equity Protection con cap</b>
<0,5	15,42%	3,55%
0,51-0,60	1,40%	0,00%
0,61-0,7	3,04%	0,00%
0,71-0,8	3,04%	0,71%
0,81-0,9	6,78%	2,84%
0,91-0,99	1,17%	0,00%
1	65,19%	90,07%
>1	3,96%	2,83%

#### 4) *Le performance dei certificates*

In questa seconda parte della ricerca sono analizzate le *performance* storiche dei *certificates* (*Bonus* e a Capitale Protetto) considerando a tal fine diversi elementi. Innanzitutto per i *certificates* di tipo *Bonus* è stato considerato il numero di *certificates* che ha raggiunto la barriera e che quindi a scadenza non ha pagato il *bonus*, ma ha generato un rendimento pari a quello dell'attività finanziaria sottostante<sup>9</sup>.

In secondo luogo è stato confrontato il rendimento dei *certificates* con il rendimento dei relativi sottostanti.

Inoltre ai fini del calcolo si è adottata l'ipotesi di un investitore di tipo *buy and hold* che acquista il *certificate* e lo detiene in portafoglio fino alla scadenza<sup>10</sup>.

Il rendimento di ogni *certificates* è stato calcolato come differenza tra il valore finale del *certificate* e il valore iniziale (ovvero al momento dell'emissione) del *certificate*. Analogamente il rendimento del sottostante è stato calcolato come differenza tra il valore finale del sottostante e il valore iniziale del sottostante stesso. Per i *certificates* di tipo *Bonus*, nel caso in cui la barriera venga toccata il rendimento del certificato dovrebbe coincidere con il rendimento del sottostante dal momento che, una volta toccata la barriera, il certificato "si trasforma" nel sottostante.

Una volta calcolato il rendimento di ogni *certificates*, è stato calcolato il rendimento medio di tutti i *certificates* appartenenti a una determinata categoria e il rendimento medio dei relativi sottostanti. Infine è stata calcolata la differenza tra il rendimento medio dei *certificates* e il rendimento medio dei sottostanti (alfa)<sup>11</sup>.

Il confronto del rendimento prescinde quindi dalla considerazione dei dividendi su cui si tornerà alla fine di questo lavoro. Il confronto è anche al lordo degli eventuali costi di transazione e dell'imposizione fiscale.

---

<sup>9</sup> Si ricorda che i *certificates* non distribuiscono all'investitore gli eventuali dividendi maturati dal sottostante.

<sup>10</sup> Questa ipotesi non considera pertanto il caso in cui l'investitore venda i *certificates* una volta che i relativi obiettivi d'investimento siano realizzati, senza attendere quindi la scadenza.

Infine è stata valutata la coerenza tra il rendimento storico del *certificate* e il relativo *payoff*.

Non esiste un'unica tipologia di *certificate* efficace per ogni scenario di mercato, ma diversi *certificates* che offrono strategie di investimento idonee a diverse condizioni di mercato. In particolare, i *certificates* di tipo *Bonus* hanno un *payoff* che li fa risultare particolarmente idonei all'investitore in caso di moderato ribasso del mercato o di mercato laterale. I *certificates* a Capitale Protetto sono invece idonei per quegli investitori che cercano protezione del capitale a fronte di un possibile scenario ribassista del mercato.

Il rendimento medio dei *certificates* è stato quindi confrontato con il rendimento medio dei relativi sottostanti in tre scenari distinti:

- sottostanti il cui rendimento è stato inferiore al -20% (mercato al ribasso);
- sottostanti il cui rendimento si è attestato tra il -20% e il +20% (mercato laterale);
- sottostanti il cui rendimento è stato superiore al +20% (mercato al rialzo).

Da questa analisi emerge che i *certificates* hanno generato rendimenti coerenti con lo scenario di mercato per il quale sono stati disegnati.

## **4.2) Le performance dei certificates Bonus**

### **4.2.1) I Bonus certificates che hanno toccato la barriera**

I *certificates* emessi tra il 2004 e il 2008, a causa della durata quasi sempre maggiore a 24 mesi (e in molti casi compresa tra 36 e 60 mesi) e per la prevalenza di barriere di tipo continuo, hanno registrato frequentemente (l'82,80% dei casi) il verificarsi del cosiddetto "evento barriera" (tabella 14).

Viceversa, i *certificates* emessi dopo il 2009, che prevedevano durata inferiore e barriera rilevata alla scadenza, nonché in virtù di un mercato meno ribassista (salvo diverse eccezioni che hanno visto alcuni indici e titoli azionari registrare nuovi minimi storici nel 2012), hanno difeso egregiamente la struttura opzionale, e la relativa barriera è stata toccata solo nel 27,8% dei casi (tabella 15).

Considerando l'intero periodo (tabella 13), 407 *certificates* (pari al 53% del totale) non hanno raggiunto la barriera mentre 361 *certificates* (pari al rimanente 47%) hanno "toccato" la barriera.

**Tabella 13: Percentuale di *Bonus certificates* che han raggiunto la barriera nell'intero periodo**

Condizione	Numero	Frequenza
Barriera non raggiunta	407	53,00%
Barriera raggiunta	361	47,00%

**Tabella 14: Percentuale di *Bonus certificates* che ha raggiunto la barriera 2004-2008**

Condizione	Numero	Frequenza
Barriera non raggiunta	46	17,20%
Barriera raggiunta	222	82,80%
Totale	268	

**Tabella 15: Percentuale di *Bonus certificates* che ha raggiunto la barriera 2009-2012**

Condizione	Numero	Frequenza
Barriera non raggiunta	361	72,20%
Barriera raggiunta	139	27,80%
Totale	500	

#### **4.2.2) Il rendimento dei *certificates* e il rendimento del sottostante.**

In questa seconda parte dell'analisi si è confrontato il rendimento dei *certificates* di tipo *bonus* per le tre tipologie dei *Bonus certificates*, *Bonus Cap*, *Easy Express*, con il rendimento del relativo sottostante.

Ciò che emerge (tabelle 16 e 17) è che:

- a) I *Bonus certificates* che hanno toccato la barriera hanno generato, coerentemente con la loro struttura finanziaria, un rendimento medio in linea con quello medio del sottostante;

b) I *Bonus certificates* che non hanno toccato la barriera hanno generato un rendimento medio superiore rispetto a quello medio del sottostante.

Da un punto di vista dell'investitore ciò significa che, nel caso peggiore, avrebbe ottenuto un rendimento in media paragonabile a quello derivante da un investimento nel sottostante (non considerando però gli eventuali dividendi maturati dal sottostante che l'investitore avrebbe potuto percepire in caso di investimento diretto). Nel caso migliore, di non superamento della barriera, il rendimento medio dei *Bonus certificates* sarebbe stato superiore al rendimento medio dei sottostanti.

La conclusione sopra evidenziata è valida sia per il primo sotto periodo (2004-2008) in cui la maggioranza dei *certificates* ha toccato la barriera che per il secondo sotto periodo (2009-2012) in cui, invece, la maggioranza dei *certificates* non ha toccato la barriera.

**Tabella 16: Confronto rendimenti 2004-2008**

		%	Rendimento medio sottostante	Rendimento medio <i>certificates</i>	Alfa*
<b>Bonus (217)</b>	<b>Barriera non raggiunta</b>	12,00%	-11,33%	2,07%	13,393%
	<b>Barriera raggiunta</b>	88,00%	-45,64%	-45,64%	0,00%
<b>Bonus Cap (26)</b>	<b>Barriera non raggiunta</b>	40,00%	10,46%	17,82%	7,35%
	<b>Barriera raggiunta</b>	60,00%	-29,72%	-29,72%	0,00%
<b>Easy Express (12)</b>	<b>Barriera non raggiunta</b>	8,3%	-18,73%	23,75%	42,48%
	<b>Barriera raggiunta</b>	91,7%	-41,55%	-41,55%	0,00%

\* Alfa è la differenza tra rendimento medio dei *certificates* e rendimento medio del sottostante

**Tabella 17: Confronto rendimenti 2009-2012**

		%	Rendimento medio sottostante	Rendimento medio <i>certificates</i>	Alfa*
<b>Bonus (20)</b>	<b>Barriera non raggiunta</b>	65%	-1,62%	26,87%	28,48%
	<b>Barriera raggiunta</b>	35%	-30,17%	-30,17%	0,00%
<b>Bonus Cap (322)</b>	<b>Barriera non raggiunta</b>	59%	3,37%	14,50%	11,13%
	<b>Barriera raggiunta</b>	41%	-35,79%	-35,78%	0,00%
<b>Easy Express (114)</b>	<b>Barriera non raggiunta</b>	75,4%	5,21%	17,92%	12,71%
	<b>Barriera raggiunta</b>	24,6%	-37,72%	-37,72%	0,00%

\* Alfa è la differenza tra rendimento medio dei *certificates* e rendimento medio del sottostante

#### **4.2.3) La coerenza del rendimento dei *certificates* con lo scenario di mercato**

La *performance* dei *Bonus certificates* è stata analizzata anche cercando di comprendere se il rendimento generato è stato coerente con lo scenario di mercato per il quale sono stati disegnati. Non esiste infatti un'unica tipologia di *certificates* efficace per ogni stagione, ma diversi *certificates* che offrono strategie di investimento per diverse condizioni di mercato. Come già anticipato, Il rendimento medio dei *certificates* appartenenti a ciascuna delle tre tipologie è stato quindi confrontato con il rendimento medio dei relativi sottostanti in tre scenari distinti:

- Sottostanti il cui rendimento è stato inferiore al -20% (mercato al ribasso);
- Sottostanti il cui rendimento si è attestato tra il -20% e il +20% (mercato laterale);
- Sottostanti il cui rendimento è stato superiore al +20% (mercato al rialzo).

Le tabelle 18, 19 e 20 illustrano i risultati.

Come si può notare nel caso di sottostanti che hanno avuto un rendimento negativo i *Bonus certificates* hanno ottenuto un rendimento molto vicino a quello medio del sottostante.

I *Bonus certificates* di tipo *Bonus Cap* o *Easy Express* hanno ottenuto un rendimento medio migliore rispetto a quello del sottostante in quanto la presenza di un limite alla possibilità di rendimento in caso di rialzo del sottostante si è accompagnata ad una strategia prudentiale nel posizionamento delle relative barriere, rispetto al livello iniziale del sottostante e tali barriere, in alcuni casi, non sono state toccate.

In caso di andamento laterale del mercato tutte e tre le tipologie di *Bonus certificates* hanno registrato *performance* superiori rispetto a quelle registrate dal relativo sottostante. Questo è del resto lo scenario che dovrebbe portare l'investitore a effettuare un investimento in *Bonus certificates*.

In caso invece di rialzo del mercato, fatta eccezione per i *Bonus* "classici", il rendimento medio del sottostante è superiore a quello dei *certificates*. I *Bonus certificates* (in particolare nella versione con *Cap*) non sono tuttavia strumenti di investimento idonei ad uno scenario di tipo rialzista.

**Tabella 18: Rendimento medio del sottostante e rendimento medio dei *certificates* in caso di andamento del sottostante al ribasso (<-20%)**

<b>X &lt; - 20%</b>	<b>Rendimento sottostante</b>	<b>Rendimento <i>Certificates</i></b>	<b>Alfa</b>
<b><i>Bonus</i> (78,48%)</b>	-49,58%	-47,33%	1,73%
<b><i>Bonus cap</i> (43,11%)</b>	-38,99%	-29,33%	9,66%
<b><i>Easy express</i> (34,12%)</b>	-38,16%	- 31,89%	6,28%

**Tabella 19: Rendimento medio del sottostante e rendimento medio dei *certificates* in caso di andamento laterale del sottostante (-20%, + 20%)**

<b>-20% &lt; X &lt; 20%</b>	<b>Rendimento sottostante</b>	<b>Rendimento <i>Certificates</i></b>	<b>Alfa</b>
<b><i>Bonus</i> (20,25%)</b>	-3,37%	5,58%	8,95%
<b><i>Bonus cap</i> (44,91%)</b>	-1,42%	8,32%	9,75%
<b><i>Easy express</i> (51,58%)</b>	-2,32%	15,86%	18,18%

**Tabella 20: Rendimento medio del sottostante e rendimento medio dei *certificates* in caso di andamento positivo del sottostante (> + 20%)**

<b>X &gt; 20%</b>	<b>Rendimento sottostante</b>	<b>Rendimento <i>Certificates</i></b>	<b>Alfa</b>
<b>Bonus (1,27%)</b>	26,32%	29,98%	3,67%
<b>Bonus cap (11,97%)</b>	40,42%	20,80%	-19,62%
<b>Easy express (14,28%)</b>	39,33%	24,11%	-15,22%

I *Bonus certificates*, coerentemente con la loro struttura e le loro finalità, hanno quindi generato, nel periodo 2004-2012, rendimenti maggiori rispetto a quelli derivanti dall'investimento nel sottostante in una fase di mercato laterale e moderatamente ribassista.

Tale performance positiva non si è invece registrata in una fase di mercato marcatamente ribassista, laddove tuttavia le strutture di tipo *Bonus* hanno registrato (in misura diversa) perdite minori rispetto a quelle derivanti dall'investimento diretto nel sottostante. Infine in una fase di mercato in rialzo solo i *certificates* che non hanno un *cap* sono stati in grado di ottenere performance in linea con quelle del sottostante.

#### **4.3) Le performance dei *certificates* a Capitale Protetto**

##### **4.3.1) Il rendimento dei *certificates* e il rendimento del sottostante**

Come nel caso dei *Bonus*, il rendimento medio di ogni tipologia di *certificates* a capitale protetto è stato confrontato con quelli dei relativi sottostanti ed è stata calcolato l'alfa, ovvero la differenza tra il rendimento medio dei *certificates* e il rendimento medio dei sottostanti.

La tabella 21 mostra che in un periodo di ribasso del sottostante i *certificates* a Capitale Protetto hanno svolto la funzione di protezione tipica di questi prodotti. Si noti anche la funzione di copertura svolta dai *certificates* di tipo *Equity Protection Short* e *Butterfly* che hanno ottenuto rendimenti positivi in un contesto di mercato in ribasso.

Come già affermato, nel secondo periodo sono state analizzate solo due tipologie di *certificates* in quanto le altre sono numericamente poche significative.

Si nota (tabella 22) come anche in questo periodo, la funzione di copertura dal rischio di perdita del capitale investito sia stata valorizzata, a fronte di ribassi di mercato.

**Tabella 21: Confronto rendimenti 2005-2008**

	Frequenza	Rendimento Medio Sottostante	Rendimento Medio <i>Certificates</i>	Alpha
<b><i>Equity Protection</i></b>	68,06%	-31,88%	-0,80%	31,08%
<b><i>Equity Protection con Cap</i></b>	23,41%	-37,35%	-1,35%	32,10%
<b><i>Butterfly</i></b>	5,44%	-29,90%	3,58%	33,48%
<b><i>Equity Protection Short</i></b>	3,09%	-36,21%	24,55%	60,76%

**Tabella 22: Confronto rendimenti 2009-2012**

	Frequenza	Rendimento Medio Sottostante	Rendimento Medio <i>Certificates</i>	Alpha
<b><i>Equity Protection</i></b>	89,23%	0,57%	8,92%	8,35%
<b><i>Equity Protection con Cap</i></b>	10,77%	-12,48%	-4,51%	7,97%

#### **4.3.2) La coerenza del rendimento dei certificates con lo scenario di mercato**

Anche per i certificati a Capitale Protetto, la seconda analisi ha avuto come oggetto l'analisi della *performance* dei *certificates* in relazione all'andamento del sottostante e quindi la coerenza con lo scenario di mercato.

Tutti i *certificates* sono stati divisi in tre categorie corrispondenti a un andamento del sottostante al ribasso (*performance* negative), a un andamento del sottostante in moderato rialzo (da 0 a 20%) e di un forte aumento del sottostante (rendimento superiore a +20%).

Le tabelle 23, 24 e 25 evidenziano come nel periodo esaminato i *certificates* a Capitale Protetto abbiano coperto il portafoglio a fronte di mercati tendenzialmente in ribasso consentendo però, nel caso di trend rialzista, la partecipazione alle *performance* del sottostante.

**Tabella 23: Rendimento medio del sottostante e rendimento medio dei *certificates* in caso di andamento del sottostante al ribasso (<-20%)**

	Frequenza	Rendimento Medio Sottostante	Rendimento Medio <i>Certificates</i>	Alpha
<i>Equity Protection</i>	84,50%	-45,11%	-4,00%	41,30%
<i>Equity Protection con cap</i>	85,29%	-42,37%	-1,00%	41,03%

**Tabella 24: Rendimento medio del sottostante e rendimento medio dei *certificates* in caso di andamento laterale del sottostante (-20%, + 20%)**

	Frequenza	Rendimento Medio Sottostante	Rendimento Medio <i>Certificates</i>	Alpha
<i>Equity Protection</i>	9,50%	9,23%	7,66%	0,22%
<i>Equity Protection con cap</i>	8,09%	6,36%	7,22%	0,86%

**Tabella 25: Rendimento medio del sottostante e rendimento medio dei *certificates* in caso di andamento positivo del sottostante (> + 20%)**

	Frequenza	Rendimento Medio Sottostante	Rendimento Medio <i>Certificates</i>	Alpha
<i>Equity Protection</i>	6,00%	45,90%	41,91%	-3,99%
<i>Equity Protection con cap</i>	6,80%	32,20%	29,48%	-2,72%

## 5) Conclusioni

Il mercato dei *certificates*, nato in Italia intorno all'inizio del 2000 si è progressivamente arricchito di nuove strutture e di nuovi prodotti. Anche in termini di volumi i dati, con particolare riferimento agli ultimi due anni, mostrano sia un incremento delle emissioni sul mercato primario che un aumento della liquidità sul mercato secondario. E' giusto quindi chiedersi quale sia stato il rendimento di questi prodotti sempre più diffusi tra i risparmiatori italiani e se tale rendimento sia coerente con la struttura per cui il *certificate* è stato disegnato e quindi con la "promessa" fatta all'investitore. Due sono le categorie di *certificates* analizzate nella presente ricerca: i *Bonus certificates* e i *certificates* a Capitale Protetto.

Sono state innanzitutto analizzate le peculiarità di mercato di queste due tipologie. Tra le evidenze più significative rilevate vale la pena di citare la tendenza alla riduzione delle durate (per entrambe le categorie), la relazione tra *cap/barriera* e tra *bonus/barriera* (per i *certificates* di tipo *Bonus*), il livello di protezione e partecipazione (in genere rispettivamente pari al 100% e al totale del capitale investito).

Quindi, è stata fatta un'analisi dei rendimenti dei *certificates* considerando diversi indicatori: la percentuale di *certificates* che ha raggiunto la barriera (per i soli *Bonus*), l'extra-rendimento rispetto al sottostante, la coerenza con lo scenario di mercato. Per i *certificates* di tipo *Bonus* emerge che mentre nel primo periodo (2004-2008) la maggior parte dei *certificates* ha toccato la barriera, nel secondo periodo (2009-2012) strutture più prudentiali hanno consentito che l'evento barriera per lo più non si verificasse. Il rendimento dei *Bonus* è risultato coerente con lo scenario di mercato per cui questa tipologia è strutturato (mercato laterale o in leggero ribasso). In generale poi il rendimento dei *Bonus certificates* è stato pari a quello del sottostante in caso di evento barriera, e maggiore in caso di non superamento della barriera. Per i *certificates* a capitale protetto l'analisi del rendimento e della coerenza con lo scenario ha consentito di mostrare come per questi strumenti, nei momenti di ribasso del mercato, sia stata efficace la funzione di copertura e di protezione del capitale.

L'analisi fatta prescinde dalla considerazione degli eventuali dividendi maturati che, come più volte ribadito, sono percepiti dall'acquirente del sottostante, ma non dall'acquirente dei *certificates*. I dividendi non percepiti sono utilizzati in sede di strutturazione per "comprare" la protezione del capitale o per costruire il particolare *payoff*. Considerando il rendimento al netto dei dividendi si possono trarre le seguenti conclusioni: per gli strumenti a Capitale Protetto, con l'unica eccezione di quelli con *cap* nel secondo periodo, l'alfa rimane positivo anche considerando i dividendi. Per considerare l'effetto dividendi è stato calcolato l'importo complessivo di dividendi che ciascun sottostante ha distribuito nel periodo di durata del certificato. L'importo medio di dividendi pagati dai sottostanti dei *certificates* a Capitale Protetto nel primo periodo è stato pari al 10,89%. Considerando che nello stesso periodo l'alfa medio dei *certificates* è stato pari al 39,36% ne consegue che il risultato è positivo anche al netto dei dividendi. L'investitore avrebbe quindi sì rinunciato ai potenziali dividendi, ma beneficiato allo stesso tempo della protezione del capitale. Alla stessa conclusione si giunge relativamente al secondo periodo, con l'unica eccezione dei prodotti con *cap*.

Per i *certificates* di tipo *Bonus* il risultato rimane confermato, ma invertendo i sotto periodi. Nel primo sotto periodo, considerando il dividendo medio pagato dai sottostanti (stimato in 6,67%), i *certificates* avrebbero generato un alfa negativo pari a circa il 3%. Nel secondo periodo invece, anche considerando un dividendo medio pari al 5,67%, i *certificates* avrebbero generato un alfa positivo e pari a circa l'8%.

In conclusione pare quindi possibile affermare che i *certificates* analizzati sono stati in grado di generare performance positive al verificarsi degli scenari per cui un determinato *payoff* è stato disegnato. Ciò conferma l'assunto che non esiste un *certificate* sempre ottimale, ma che i *certificates* sono strumenti flessibili e adatti per varie condizioni di mercato che, se opportunamente scelti e detenuti fino alla scadenza, hanno consentito di ottenere extra-rendimenti rispetto al sottostante nei periodi e nei casi sopra evidenziati.