



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 primario dei *certificates* in Italia

- Il mercato dei *certificates* in Italia è nato intorno all'inizio del 2000 sulla scia dell'esperienza di altri Paesi europei quali la Svizzera e, soprattutto, la Germania
- Il dati del mercato tedesco, sia per *outstanding* (quasi 90 Miliardi di euro), sia per 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
- L'Italia è in ogni caso il terzo Paese europeo per volumi di scambi di *certificates* e, col passare del tempo, sta assumendo un ruolo sempre più significativo nel panorama internazionale
- Nel 2013, sono stati collocati in Italia *certificates* per un controvalore di oltre € 6,3 Miliardi (record storico assoluto). il numero di ISIN emessi è stato pari a 361

LO STUDIO DI ACEPI

L'Associazione Italiana Certificati e Prodotti d'Investimento ha realizzato un'analisi delle **caratteristiche effettive di mercato** e del **rendimento medio** di tutti i *certificates* offerti in Italia e giunti a scadenza nel periodo 2004-2012 della categoria dei **Bonus** e della categoria dei *certificates* a **Capitale Protetto**.

Si tratta del primo studio in assoluto in Italia, e probabilmente in Europa, di questo tipo e su un campione così vasto di 1406 prodotti (768 Bonus e 638 a Capitale Protetto).

I risultati di tale studio, sfatano alcuni preconcetti o conclusioni raggiunte da analisi basate su campioni ben più esigui, con particolare riguardo alle evidenze emerse in merito ai rendimenti medi alla scadenza (rispetto al sottostante) ed alla coerenza tra le *performance* ottenute dai *certificates* ed il profilo di rendimento "promesso".

La scelta è ricaduta sui **Bonus** e sui **Capitale Protetto** perché (i) sono tra i *certificates* più diffusi sul mercato italiano e quindi noti agli investitori *retail*, e (ii) nel periodo in esame (2004-2012) si è assistito ad un alternarsi di differenti scenari e movimenti di mercato, e proprio gli strumenti finanziari in questione presentano caratteristiche e flessibilità tali da suscitare l'interesse degli investitori in contesti diversi. L'arco temporale considerato nella ricerca, 2004-2012, è stato diviso in due sotto periodi, con l'anno 2008 quale 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.

Bonus Certificates ¹

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). 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".

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 prudenziale, rispetto al livello iniziale del sottostante e quindi di una "protezione" maggiore in caso di ribasso del mercato. I *Bonus* emessi dopo il 2009, che prevedevano durata inferiore e barriera rilevata prevalentemente alla scadenza, anche in virtù di un mercato meno ribassista, hanno difeso egregiamente la struttura opzionale, e la relativa barriera è stata toccata solo nel 27,8% dei casi.

Considerando l'intero periodo, 407 *certificates* (pari al 53% del totale) non hanno raggiunto la barriera mentre 361 (pari al rimanente 47%) hanno "toccato" la barriera. Il rendimento medio dei *Bonus* nell'intero periodo è stato confrontato con il rendimento medio dei relativi sottostanti in tre scenari distinti (mercato al ribasso, laterale e al rialzo). In generale, il rendimento medio dei *Bonus* è stato pari a quello del sottostante, in caso di evento barriera, e maggiore in caso di non raggiungimento della barriera

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

➡ Rendimento simile al sottostante

➡ Livello Barriera più distante: alcuni non l'hanno raggiunta (Alfa > 0)

- 20% < X < 20%	Rendimento sottostante	Rendimento Certificati	Alfa
Bonus (20,25%)	-3,37%	5,58%	8,95%
Bonus cap (44,91%)	-1,42%	8,32%	9,75%
Easy express (51,58%)	-2,32%	15,86%	18,18%

➡ Rendimento addizionale

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

➡ Rendimento inferiore al sottostante

¹ Il campione analizzato comprende 237 Bonus "classici", 347 Bonus Cap, 126 Easy Express, e 58 di altro tipo. I *Bonus certificates* consentono di ottenere alla scadenza un importo che deriva dalla performance del sottostante e dal cosiddetto bonus (cioè un premio) che viene corrisposto a condizione che il valore del sottostante non sia pari o inferiore a un certo livello (la barriera). Nel caso in cui il sottostante dovesse "toccare la barriera", il *certificate* replicherebbe l'andamento del sottostante e ne rifletterebbe la performance. I *Bonus certificates* offrono quindi una "protezione" dal rischio di ribasso del sottostante, fino al livello barriera.

Capitale Protetto ²

L'emissione di strumenti a Capitale Protetto è stata maggiore nel primo sotto periodo (2004-2008), mentre nella seconda parte dell'arco temporale analizzato (2009-2012), l'elevata volatilità sui mercati e la ricerca di protezione anche nel breve periodo hanno 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 dell'anno. Anche nel caso di questi *certificates* si nota una tendenza all'accorciamento delle durate, quale conseguenza della maggiore incertezza presente nei mercati. In un periodo di ribasso del sottostante i *certificates* a Capitale Protetto hanno svolto la funzione di protezione tipica di questi prodotti ed hanno ottenuto rendimenti positivi rispetto al sottostante in un contesto di mercato calante.

Confronto rendimenti 2005-2008

	Frequenza	Rendimento Medio sottostante	Rendimento medio certificati	Alpha
EQUITY PROTECTION	68,06%	-31,88%	-0,80%	31,08%
EQUITY PROTECTION CON CAP	23,41%	-37,35%	-1,35%	32,10%
BUTTERFLY	5,44%	-29,90%	3,58%	33,48%
EQUITY PROTECTION SHORT	3,09%	-36,21%	24,55%	60,76%

Confronto rendimenti 2009-2012

	Frequenza	Rendimento medio sottostante	Rendimento medio certificati	Alpha
EQUITY PROTECTION	89,23%	0,57%	8,92%	8,35%
EQUITY PROTECTION CON CAP	10,77%	-12,48%	-4,51%	7,97%

Conclusioni

Il mercato dei *certificates*, dal 2000 ad oggi, si è progressivamente arricchito di nuove strutture e di nuovi prodotti; i dati mostrano sia un incremento delle emissioni sul mercato primario, sia un aumento della liquidità sul mercato secondario.

E' emerso che in generale, nel periodo 2004 – 2012, (i) 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 (*Bonus* + 2,07%, *Bonus Cap* + 17,82%, *Easy Express* + 23,75%), e (ii) per i *certificates* a Capitale Protetto, nei momenti di ribasso del mercato, sia stata efficace la funzione di copertura e di protezione del capitale.

Inoltre, considerando il rendimento al netto dei dividendi:

(1) per gli strumenti a Capitale Protetto – a fronte di un importo medio di dividendi pagati dai sottostanti dei *certificates* a Capitale Protetto nel primo periodo pari al 10,89% - nello stesso periodo l'alfa medio dei *certificates* è stato pari al

² Il campione analizzato comprende 428 *Capitale Protetto Classici*, 141 *Capitale Protetto con CAP*, 32 *Butterfly*, 18 *Equity Protection Short*, and 19 di altro tipo. 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

39,36%. Ne consegue che il risultato è positivo anche al netto dei dividendi e l'investitore avrebbe quindi rinunciato ai potenziali dividendi, ma beneficiato allo stesso tempo della protezione del capitale.

(2) 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%.

Possiamo quindi 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 tali prodotti 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 esaminati.

* * * *

AVVERTENZA

Il presente documento è stato redatto dall'Acepi con finalità puramente informative e non costituisce un'offerta al pubblico né una raccomandazione a comprare o vendere strumenti finanziari, né alcun consiglio di investimento ovvero consulenza finanziaria o fiscale. Data la natura generica delle informazioni contenute nel presente documento, le stesse non contengono tutti gli elementi necessari ai destinatari per adottare una decisione d'investimento informata e completa in relazione ai prodotti finanziari presentati e in relazione a tutte le conseguenze fiscali scaturenti da tale investimento. E' responsabilità dell'investitore effettuare un'accurata analisi di tutti i profili fiscali, legali e finanziari connessi all'investimento in *Certificates* e di rivolgersi ai propri consulenti legali e fiscali prima di effettuare un investimento in *Certificates*, nonché di leggere il relativo prospetto. L'Acepi non è responsabile per eventuali errori od omissioni nei contenuti del presente documento e per qualsiasi perdita o danno, diretta o indiretta, che possa derivare dall'utilizzo dello stesso.

Copyright © 2014 ACEPI - Tutti i diritti riservati