

I prodotti strutturati nel private banking

a cura di Mauro Camelia e Bruno Zanaboni



Indice

8	Presentazione <i>di Bruno Zanaboni</i>
10	Introduzione <i>di Mauro Camelia</i>
16	1. Il cliente private: analisi dei bisogni e i prodotti strutturati
16	1.1 Lo scenario e gli impatti sul mercato del private banking <i>di Angelo Deiana</i>
17	1.1.1 I bisogni del cliente private e il ruolo dei prodotti strutturati
21	1.1.2 Prodotti strutturati e offerta private: quali prospettive?
23	1.2 I prodotti strutturati: per quali investitori e in quali mercati <i>di Isabella Liso e Lorenzo Pirovano</i>
30	1.3 Sfatare i falsi miti legati all'investimento in prodotti strutturati <i>di Giovanna Zanotti</i>
37	2. I prodotti strutturati: mercati, tipologie, fiscalità
37	2.1 I mercati primario e secondario dei prodotti strutturati <i>a cura di Borsa Italiana</i>
37	2.1.1 Le obbligazioni strutturate
39	2.1.2 Gli strumenti quotati su ETFplus
44	2.1.3 I mercati primario e secondario dei securitised derivatives
49	2.2 Le obbligazioni strutturate - <i>di Francesca Pampurini</i>
51	2.2.1 Le caratteristiche finanziarie delle obbligazioni strutturate
58	2.3 Gli ETP - <i>di Marco Loiacono</i>
60	2.3.1 Gli ETF strutturati e a gestione attiva <i>di Isabella Liso e Silvia Procacci</i>
66	2.3.2 ETC e ETN - <i>di Lorenzo Pirovano</i>

72	2.4	I certificati: la nuova frontiera dei prodotti strutturati <i>di Francesco De Santis</i>	155	4.	I prodotti strutturati nel private banking: il processo commerciale – <i>Introduzione di Mauro Camelia</i>
78	2.5	I fondi strutturati - <i>di Samir Nait-Bachir</i>	157	4.1	Il processo commerciale di BNL–BNP Paribas Private Banking <i>di Antonio Antropoli e Manuela Maccia</i>
79	2.5.1	Le strategie gestionali	163	4.2	Il processo commerciale di Banca Popolare di Milano <i>di Gianfranco Venuti e Davide Fossati</i>
81	2.5.2	Le principali tipologie	170	4.3	Il processo commerciale di Deutsche Bank <i>di Valeria Trombetti</i>
86	2.6	La fiscalità dei prodotti strutturati – <i>di Stefano Tellarini</i>	173	4.4	Il processo commerciale di Intesa Sanpaolo Private Banking <i>di Roberto Ciasca</i>
87	2.6.1	Le obbligazioni strutturate	178	4.5	Il processo commerciale nell’attività di brokeraggio di First Solution – <i>di Federico Costalonga</i>
89	2.6.2	Gli OICR: ETF e fondi strutturati	181	4.6	Formazione e comunicazione – <i>di Lorenzo Giavenni</i>
91	2.6.3	Gli strumenti derivati cartolarizzati: ETN, ETC e certificati di investimento	182	4.6.1	La formazione dei private banker
93	3.	I prodotti strutturati: quando e perché usarli? <i>Introduzione di Mauro Camelia</i>	183	4.6.2	La comunicazione
94	3.1	Quando e come utilizzare i prodotti strutturati nel processo di investimento – <i>di Roberto Albano e Alberto Mancuso</i>	184	4.7	I prodotti strutturati e il processo commerciale nel private banking: un’analisi comparata dei diversi modelli <i>di Mauro Camelia</i>
98	3.1.1	I prodotti strutturati e l’ottimizzazione del profilo di rischio/rendimento di portafoglio <i>di Alberto Mancuso</i>	188	5.	I prodotti strutturati nel private banking: l’innovazione di prodotto
102	3.2	L’asset class volatilità e la diversificazione di portafoglio <i>di Laetitia Bianchi</i>	188	5.1	Le obbligazioni in valute emergenti – <i>di Laetitia Bianchi</i>
100	3.3	Gli express e gli equity protection certificate e l’efficienza di portafoglio – <i>di Alberto Mancuso</i>	194	5.2	Gli E-cerTiFicate – <i>di Luca Comunian</i>
118	3.4	I bonus certificate e le strategie di yield enhancement <i>di Alessio Guerriero</i>	197	5.3	Target volatility model: prodotti strutturati con strategie dinamiche – <i>di Alberto Mancuso</i>
122	3.5	I leverage certificate e le strategie di copertura <i>di Francesco De Santis</i>	201	5.4	Gli ETF su indici di credito – <i>di Mauro Giangrande e Marco Loiacono</i>
128	3.6	I reverse bonus certificate e il controllo del rischio di portafoglio – <i>di Gianfranco Venuti e Davide Fossati</i>	206	5.5	Cross asset rainbow con “target volatility” <i>di Alessio Guerriero</i>
136	3.7	I certificati di investimento e l’ottimizzazione del VaR di portafoglio – <i>di Alberto Amiotti</i>	210		Autori
140	3.8	I certificati di investimento e il recupero delle perdite di portafoglio – <i>di Roberto Albano</i>	219		Bibliografia
144	3.9	La gestione integrata di un portafoglio di certificati di investimento – <i>di Riccardo Frascà</i>			

Presentazione

Con grande soddisfazione ho il piacere di presentare la seconda opera della neonata AIPB EDITRICE, costituita col supporto di tutti i Consiglieri e Associati, che consente all'Associazione di pubblicare testi in autonomia attraverso tutte le fasi del processo di produzione. In particolare, tale indipendenza si concretizza nell'identificazione dei bisogni di informazione, raccolti attraverso l'intensa attività di ricerca sviluppata dall'Ufficio Studi e il costante confronto con gli oltre cento Associati, e nella selezione dei migliori esperti per l'ideazione di ogni singola iniziativa editoriale. Per garantire un'elevata qualità contenutistica, gli specialisti vengono individuati tra professionisti del mondo finanziario e docenti universitari, ciascuno nel proprio campo di eccellenza.

Per la produzione fisica dei volumi AIPB EDITRICE si avvale dei migliori fornitori e garantisce la diffusione del prodotto all'intera industria private italiana al fine di accrescere la conoscenza di settore.

Desidero ringraziare tutti i professionisti che hanno collaborato alla creazione di un vero e proprio manuale orientato alla descrizione dei prodotti strutturati nei portafogli private. In primis desidero ringraziare il curatore, l'amico e professore Mauro Camelia, per averci guidato con esperienza e professionalità nell'approfondimento di una gamma prodotti importante per i portafogli private, nonché per l'ormai pluriennale supporto al nostro Ufficio Editoria.

Desidero esprimere la mia riconoscenza alle persone che hanno collaborato alla realizzazione dell'opera, cioè a tutti gli autori che hanno prestato la propria indispensabile conoscenza nelle

diverse fasi di strutturazione del volume. Rivolgo un ringraziamento speciale anche allo staff di AIPB, che ha seguito la realizzazione dell'iniziativa con encomiabile impegno e dedizione. Ringrazio infine tutti gli Associati e le aziende non associate che supportano costantemente l'attività editoriale per diffondere la cultura private nella condivisione delle finalità perseguite dell'Associazione.

Bruno Zanaboni

Introduzione

L'attuale contesto finanziario, connotato da tassi di interesse a breve termine prossimi allo zero e rendimenti scarsamente remunerativi anche sulle scadenze medio-lunghe, induce i risparmiatori a ricercare soluzioni di investimento maggiormente rischiose (in particolare azioni, materie prime, tassi di cambio ecc.), ma potenzialmente caratterizzate da una più elevata redditività attesa. Occorre tuttavia considerare che queste alternative di investimento non offrono la garanzia della protezione del capitale investito e si caratterizzano solitamente per una complessità e una rischiosità piuttosto elevate, non sempre coerenti con il profilo di rischio degli investitori.

A ciò si aggiunga che, dal lato di questi ultimi, permane un diffuso analfabetismo finanziario, benché si assista a un più immediato e ampio accesso alle informazioni grazie all'avvento (rectius sopravvento) di Internet.

Per cercare di coniugare la maggiore complessità del contesto economico-finanziario con le attitudini degli investitori da un lato occorre svolgere un'efficace azione di educazione finanziaria¹, che tuttavia potrà produrre i propri benefici non certo in tempi ravvicinati, dall'altro, nell'immediato, assume una rilevanza strategica l'offerta di soluzioni innovative di investimento in grado di contri-

¹ Secondo la definizione dell'OCSE, l'educazione finanziaria è «il processo attraverso il quale i consumatori/investitori finanziari migliorano la propria comprensione di prodotti e nozioni finanziarie e, attraverso l'informazione, l'istruzione e un supporto oggettivo, sviluppano le capacità e la fiducia necessarie per diventare maggiormente consapevoli dei rischi e delle opportunità finanziarie, per effettuare scelte informate, comprendere a chi chiedere supporto e mettere in atto altre azioni efficaci per migliorare il loro benessere finanziario». Sul punto si veda Chionsini G., Trifilidis M., "Educazione finanziaria: l'utilità di una strategia unitaria", *Banche e Banchieri*, n. 5/2010, pp. 360-374.

buire a ottimizzare il rapporto rischio/rendimento di portafoglio. Purtroppo tali soluzioni non risultano essere già disponibili "in natura": è necessario "costruirle" mediante un corretto processo di "assemblaggio" di strumenti finanziari elementari.

Quanto sottolineato finora, pur essendo vero in termini assoluti, viene profondamente amplificato nel mercato del private banking, anche in virtù della continua evoluzione e sofisticazione delle esigenze della clientela private. Come ben sottolineato da Deiana, «nel percorso di cambiamento dei bisogni della clientela private, le soluzioni prodotte più tradizionali si sono dimostrate sempre meno capaci di soddisfare l'evoluzione delle esigenze del cliente nel tempo».

In tale contesto, i prodotti strutturati possono rappresentare una risposta alle esigenze del mercato private, soprattutto perché consentono di creare specifiche soluzioni di investimento sfruttando opportunamente le logiche proprie dell'ingegneria finanziaria.

La conoscenza del funzionamento dei prodotti strutturati rappresenta la base essenziale per il loro efficiente e razionale utilizzo nel processo di investimento.

Le domande più importanti a cui cerca di rispondere il volume sono pertanto le seguenti: *che cosa sono i prodotti strutturati? Secondo quali modalità, l'impiego sistematico, coordinato e integrato di tali strumenti nella gestione di portafoglio può consentire di soddisfare i bisogni della clientela private?*

In letteratura non è ravvisabile una definizione univoca del termine "prodotti strutturati". Senz'altro ciò che emerge come elemento omogeneo nella variegata gamma di prodotti finanziari riconducibile all'interno della categoria è la presenza di un'operazione di strutturazione diretta a costruire in maniera sintetica il profilo di rischio/rendimento dello strumento, al fine di allinearli alle esigenze e alle aspettative degli investitori. In definitiva, il prodotto strutturato può essere definito come uno strumento finanziario diretto a sintetizzare asset allocation complesse, consentendo altresì

l'accesso a mercati e/o asset class difficilmente raggiungibili se non da parte di investitori istituzionali.

Nel comune pensiero ciò che emerge è che dalla complessità dei prodotti strutturati discenda necessariamente una maggiore rischiosità. Come sottolineato nella Comunicazione Consob del dicembre 2014, n. 0097996, riguardante la distribuzione di prodotti finanziari complessi alla clientela al dettaglio, non sussiste una relazione biunivoca fra complessità della struttura finanziaria di un prodotto e rischiosità. Difatti, nella Comunicazione viene affermato dall'Autorità di vigilanza che «è possibile riscontrare sul mercato prodotti complessi caratterizzati da livelli di rischiosità contenuti e prodotti semplici con rischiosità elevate».

Ciò che si ritiene opportuno, da parte dell'investitore al dettaglio, è la comprensione della struttura finanziaria di un prodotto, presupposto essenziale per la valutazione del rischio dell'investimento e, quindi, per l'effettuazione di scelte finanziarie maggiormente consapevoli.

Nella Comunicazione Consob si pone l'accento sull'attività svolta dall'intermediario nella fase di distribuzione, ma anche di strutturazione, distinguendo tra prodotti a complessità elevata e a complessità molto elevata, "normalmente non adatti" a una clientela al dettaglio (retail).

Con riferimento ai primi, fra cui rientrano la maggior parte dei prodotti collocati attualmente alla clientela al dettaglio, è necessario che gli intermediari adottino specifiche misure nelle diverse fasi del processo di intermediazione, da quella di design/sviluppo a quella di selezione dei prodotti con maggiore complessità, allo scopo di seguire un corretto comportamento nei confronti dei propri clienti. Gli intermediari sono sollecitati ad adottare specifiche cautele nonché a rafforzare i presidi organizzativi anche di controllo interno. In particolare, occorre che gli intermediari effettuino un'adeguata due diligence su tutti i prodotti che intendono inserire nella loro gamma di offerta. La selezione dei prodotti deve essere effettuata

adottando il cosiddetto "criterio della coerenza" fra prodotti offerti e profili della clientela: «gli intermediari hanno il dovere di condurre autonome valutazioni per la delimitazione del perimetro dell'offerta di prodotti finanziari, in coerenza con le connotazioni del proprio target di clientela, anche individuando ex ante i prodotti che, per le caratteristiche intrinseche, non si prestano alla realizzazione delle esigenze di investimento dei propri clienti».

Una volta selezionati i prodotti da inserire nell'offerta commerciale dell'intermediario, la Consob raccomanda che sia posta un'attenzione rafforzata ai prodotti complessi e/o strutturati in modo tale che:²

- gli accordi fra emittente e distributore non accentuino i conflitti di interessi connessi all'offerta;
- le metodologie utilizzate per la mappatura dei prodotti consentano di evidenziare i profili di complessità e di costo a essi relativi;
- la profilatura della clientela avvenga sulla base delle regole di condotta contenute nella Comunicazione Consob del 2012, n. 12084516, secondo cui le informazioni rilevanti siano acquisite attraverso tecniche indirette, tali da non consentire un'autovalutazione da parte della stessa clientela;
- siano adottati stringenti limiti di concentrazione con riferimento al patrimonio del cliente, nonché alle sue caratteristiche e obiettivi;
- l'informativa da fornire al cliente deve contenere un'evidenza separata di ogni costo, anche implicito, del prodotto e del suo fair value, nonché una puntuale rappresentazione dei rischi tipici del prodotto (rischio di credito, di mercato e di liquidità, nonché di ogni altro rischio rilevante).

Ulteriori misure sono previste nel caso di prodotti strutturati a elevata complessità ("prodotti normalmente non adatti alla clientela retail"). In un'ottica di moral suasion la Consob rac-

² Sul punto si veda diffusamente ACEPI, EUSIPA, White & Case, *Prima analisi della comunicazione Consob sulla distribuzione di prodotti complessi alla clientela retail*, Milano, 29 gennaio 2015.

comanda che la distribuzione di questi prodotti non avvenga nell'ambito di servizi esecutivi assistiti o meno dalla consulenza cosiddetta base, salvo che nell'ambito di gestione di portafogli e di gestione collettiva. Tuttavia la Consob prevede un certo grado di flessibilità operativa da parte degli intermediari, abbinato però a una loro maggiore responsabilizzazione. La Comunicazione Consob non esclude la possibilità che ciò possa avvenire a patto però che «siano adottate cautele in grado di contenere in maniera sostanziale l'innalzato rischio di non conformità». In questo caso è necessario che nel processo sotteso alla definizione della strategia commerciale sia adottata, da parte dei vertici aziendali dell'intermediario, «una specifica e motivata decisione sulla commercializzazione di queste tipologie di prodotti», diretta a definire i presidi di controllo in termini di caratteristiche socio-economiche del cliente, soglie quantitative e modalità di offerta. Il cliente dovrà essere informato che l'Autorità di vigilanza non ritiene i prodotti in questione adeguati alla clientela retail; inoltre devono essere eliminati gli incentivi, diretti e indiretti al personale, nonché devono essere predisposti specifici presidi di controllo finalizzati a monitorare la compliance con la normativa di riferimento in ogni fase del processo di offerta/distribuzione dei prodotti.

Nel quadro finora descritto, il presente volume intende contribuire a demitizzare l'equazione secondo cui complessità equivale a prodotto maggiormente rischioso, pur sottolineando la necessità che l'investimento in prodotti strutturati debba essere inserito in un contesto informativo e di verifica dell'adeguatezza del prodotto all'interno del portafoglio della clientela.

Considerando la particolare attenzione prestata dall'Autorità di vigilanza al processo di ideazione e di distribuzione dei prodotti strutturati, una sezione del libro viene dedicata ad analizzare l'articolazione del processo commerciale di alcuni intermediari. L'attenzione è posta soprattutto sul principio di coerenza fra

offerta e esigenze del cliente sia dal lato del distributore sia da quello dell'emittente.

Il libro si conclude dedicando alcuni contributi all'innovazione di prodotto, allo scopo di comprendere l'evoluzione della gamma dei prodotti strutturati osservata in questi ultimi anni.

Al termine di queste brevi note introduttive, desidero rivolgere un particolare ringraziamento ad AIPB, ACEPI, Borsa Italiana e agli emittenti e distributori di prodotti strutturati che hanno condiviso e partecipato alla realizzazione del progetto editoriale, che è stato reso possibile grazie soprattutto al continuo confronto di idee sulle tematiche analizzate nel volume.

Mauro Camelia

1. Il cliente private: analisi dei bisogni e i prodotti strutturati

1.1 Lo scenario e gli impatti sul mercato del private banking – di Angelo Deiana

Abbiamo affrontato una crisi epocale. E dunque la tempesta perfetta sta (forse) passando, il capitalismo si sta evolvendo, ma gli orizzonti sono complessi da decifrare. Un trend è certo: la conoscenza si moltiplica nell'era del capitalismo intellettuale 2.0. È questa la grande novità del mondo contemporaneo: l'iperconnettività della mente in rete, l'essere reali e digitali simultaneamente. Vale per tutti, anche per i mercati finanziari, dove ormai il trading algoritmico rappresenta quasi il 70% delle transazioni.

Tutto ciò ha amplificato la psicosi della crisi, pur nella consapevolezza del fatto che non esistono prodotti finanziari buoni o cattivi: esistono solo persone che ne fanno un uso migliore o peggiore rispetto ad altre che ne sono più o meno consapevoli. Nella situazione attuale, il vero problema è quello dell'education finanziaria: il mondo è cambiato. E si sta ancora modificando alla ricerca di un nuovo punto di arrivo, stiamo varcando una soglia evolutiva: l'analfabetismo finanziario è la nuova forma di analfabetismo del terzo millennio.

Ci troviamo di fronte a una fase nuova: il mercato del private banking si muove verso un'offerta di soluzioni dove i singoli prodotti, pur essendo sempre più strumentali, saranno strategici rispetto all'ottimizzazione del patrimonio complessivo. In ogni caso, tre saranno i driver utili ad alimentare ancora il processo di crescita: fiducia, network e conoscenza. Elemento chiave sarà, come sempre, la relazione fiduciaria con i clienti, ottenibile con la continuità del risultato nel tempo e una qualità "anticongiunturale" delle performance e della relazione stessa.

D'altra parte, il processo di sviluppo ipercompetitivo del mercato private e dei relativi prodotti che si è verificato negli ultimi anni impone anche un'attenta riflessione sull'utilizzo dei singoli strumenti finanziari nei portafogli della clientela in un'ottica di wealth management. Tale evoluzione è, com'è ovvio, legata anche a una crescente sofisticazione della domanda, che richiede un'offerta di qualità sempre migliore anche (e soprattutto) nel rispetto di un processo di compliance normativa che si fa sempre più stringente, nell'intento di tutelare e informare meglio gli investitori.

In questo contesto, i servizi private devono essere in grado di rappresentare, di volta in volta, la soluzione *ad hoc* per tutti i diversi aspetti propri della gestione di medio-grandi patrimoni, nel rispetto dei bisogni del cliente e delle sue aspettative e in una logica di armonia efficace ed efficiente per l'azienda, alla ricerca di una simbiosi tra industrializzazione e personalizzazione. Tutto ciò al fine di generare valore nel lungo periodo, attraverso un processo di dinamico riposizionamento che consenta di raggiungere un equilibrio tra innovazione costante (come risposta a nuovi bisogni della clientela) e consolidamento pragmatico ed produttivo dei risultati raggiunti.

1.1.1 I bisogni del cliente private e il ruolo dei prodotti strutturati

Il profilo del cliente private italiano risulta profondamente cambiato rispetto a qualche anno fa. La trasformazione generata dai processi di diffusione delle informazioni (anche attraverso l'uso della rete) lo ha reso progressivamente molto più innovativo nelle proprie decisioni finanziarie, rendendolo però particolarmente attento all'analisi e alla valutazione dei propri investimenti e alla comparazione del livello di servizio offerto dalla propria banca con quello del mercato nel suo complesso. I macrotrend qualitativi dello scenario private con i quali è necessario confrontarsi possono essere così sintetizzati:

- ricambio generazionale (molto più lento di quanto si aspettavano gli operatori);
- nuovi equilibri finanziari da cui derivano processi di instabilità e incertezza, con conseguenti effetti sulle dinamiche di volatilità/direzionalità/correlazione dei mercati;
- miglioramento complessivo della cultura finanziaria e tecnologica.

In questo contesto sempre più complesso, l'enfasi viene posta sulla relazione, sulla possibilità di richiedere non un semplice prodotto finanziario ma un servizio costruito *ad hoc*, di ricevere in estrema sintesi una consulenza altamente personalizzata. Il primo importante passo in tale direzione consiste nel porre il cliente al centro dell'attenzione e individuare le sue macroaree di esigenze. Partendo da tale analisi, le principali tendenze relative all'evoluzione della domanda possono sintetizzarsi nelle seguenti:

- diversificazione del patrimonio (maggiore sensibilità al rischio);
- cambiamento degli orizzonti temporali;
- propensione alle performance assolute (piuttosto che legate a un indice);
- protezione del capitale (esigenze di sicurezza da parte degli investitori);
- ottimizzazione fiscale;
- gestione della ricchezza multigenerazionale (pianificazione successoria);
- nuove esigenze previdenziali e assicurative;
- semplicità e flessibilità.

Tutto ciò senza dimenticare che, come già accennato, i clienti sono progressivamente sempre più sofisticati, meno fedeli e più difficili/costosi da servire. Il comportamento finanziario della clientela private si è infatti evoluto nel corso del tempo non solo a causa di determinanti esogene che si venivano creando sul mercato, ma anche a seguito dei processi di induzione della domanda determinati da un'offerta di servizi e prodotti sempre più ampia e competitiva da parte dei principali operatori.

Nel percorso di cambiamento dei bisogni della clientela private, le soluzioni prodotte più tradizionali si sono dimostrate sempre meno capaci di soddisfare l'evoluzione delle esigenze dei fruitori nel tempo. A fronte della crescente richiesta di soluzioni di investimento dedicate alla protezione del capitale e alla garanzia del rendimento (anche e soprattutto in un'ottica di decorrelazione dalle dinamiche dei mercati), si è assistito alla crescita di nuovi asset di riferimento e alla diffusione di combinazioni di prodotto alternative. A ulteriore supporto di questo ragionamento, va sottolineato che la quasi totalità dei prodotti finanziari offerti dal sistema bancario è clonabile e imitabile in brevissimo tempo: il che significa che il vantaggio competitivo non è rinvenibile nel prodotto in senso stretto, quanto piuttosto nell'utilizzo che commercialmente la rete private ne fa, ovvero, ancora una volta, nella sintesi fra esigenze di ottimizzazione, caratteristiche del cliente e capacità consulenziali del private banker di costruire i processi di finalizzazione del prodotto rispetto ai bisogni sopra citati.

La correttezza e l'adeguatezza dell'utilizzo commerciale del prodotto dipende quindi dalla capacità di proporre un processo di consulenza focalizzato sul valore che il cliente attribuisce al prodotto stesso attraverso le proprie personali caratteristiche soggettive e finanziarie.

Nel quadro finora descritto, la distribuzione di prodotti strutturati rappresenta un'area di specifico interesse per gli intermediari finanziari in generale, e per il private banking in particolare. Nel corso degli ultimi anni si è infatti assistito alla progressiva estensione alla clientela private di prodotti di investimento originariamente riservati a partner istituzionali. Tali prodotti possono fornire risposte a specifiche esigenze, consentendo l'accesso a classi di attività, segmenti di mercato e strategie di investimento in passato non disponibili ai clienti private. I prodotti strutturati sintetizzano, in pratica, vere e proprie logiche di investimento complesse, per quanto racchiuse in un unico strumento finanziario, in grado di combinare

dispositivi di protezione del capitale con meccanismi generatori di plusvalenze; consentono di attuare strategie ottimali di asset allocation e di investire in mercati o in valori finanziari altrimenti difficilmente accessibili se non da clienti istituzionali. La diffusione dei prodotti strutturati deve tuttavia fare i conti con livelli di complessità potenzialmente elevati nell'offerta, che possono accrescere le difficoltà di comprensione delle caratteristiche e dei rischi di tali strumenti. Anche perché l'investimento in prodotti strutturati richiede necessariamente una capacità di monitoraggio nel tempo, spesso problematica per gli investitori al dettaglio. Gli intermediari che operano nel private banking devono pertanto essere in grado di offrire una piattaforma commerciale che consenta di minimizzare quanto più possibile le asimmetrie informative e di monitorare costantemente la qualità in termini di rendimenti e la rilevanza strategica nell'asset allocation delle soluzioni di investimento offerte.

Ma quali obiettivi ci possiamo prefiggere con l'utilizzo dei prodotti strutturati e quali esigenze sono in grado di soddisfare?

Paradossalmente, il ruolo che i prodotti strutturati possono svolgere è quello di semplificare l'asset allocation. Siamo arrivati a un punto cruciale. Vale la pena effettuare una distinzione che, per certi aspetti, semplifica eccessivamente ma che poi trova riscontro molto spesso nella pratica e nella sensibilità dei clienti: la distinzione fra capitale di rischio e di riserva. Il primo rappresenta la parte degli investimenti del cliente che, in qualche modo, si può definire come collegata al rischio di mercato ovvero alla crescita dei mercati finanziari. Il secondo è invece la quota della ricchezza finanziaria che il cliente vuole in qualche modo proteggere in termini di valore reale perché destinata a obiettivi di medio e lungo periodo e/o perché collegata in qualche modo alla parte del patrimonio che anche dal punto di vista psicologico vuole mantenere esente dal rischio.

Molte delle difficoltà proprie del rapporto tra banche e clienti private nascono da divari di percezione e di comunicazione. Nel processo di differenziazione che ogni cliente private fa tra capitale di rischio

e capitale di riserva, spesso egli stesso non è a conoscenza dei prodotti innovativi offerti dal proprio intermediario di riferimento, non tanto per quanto concerne la loro esistenza, ma piuttosto per gli effettivi vantaggi che questi possono apportare ai processi di ottimizzazione del proprio patrimonio. Il mismatching che si genera tra percezione della domanda e comunicazione dell'offerta è una delle cause più importanti di mancata qualificazione e valorizzazione dei prodotti strutturati nell'asset allocation della clientela private.

I prodotti strutturati possono consentire di soddisfare la crescente richiesta di soluzioni dedicate (in particolare alla protezione del capitale, ma non solo) anche e soprattutto in ottica di decorrelazione dalle tendenze dei mercati. Si tratta di soluzioni sempre più accolte tanto dal private banking quanto dal family business, proprio perché consentono di far fronte all'evoluzione delle esigenze della clientela in termini di rimodulazione complessiva delle performance delle diverse asset class.

1.1.2 Prodotti strutturati e offerta private: quali prospettive?

Rispetto alle soluzioni di investimento tradizionali, vanno sottolineati alcuni elementi di criticità tipici dei prodotti strutturati. La distribuzione di questi ultimi impone agli intermediari di passare da una logica di pura e semplice consulenza al cliente, basata su singoli gestori di relazione (private banker), a un approccio polifunzionale che coinvolge una pluralità di team specialistici non in concorrenza fra di loro (lo strutturatore, la banca, il private banker). Tale modello, che potremmo definire polifunzionale con architettura aperta, è sicuramente vincente, ma presenta problematiche da valutare con particolare attenzione in termini di cost/income per il sistema di offerta: l'investimento in risorse umane ed expertise tecniche che si rende necessario è, proprio per l'alto livello di professionalità richiesto, più oneroso del modello di offerta tradizionale. È qui che bisogna scegliere l'orizzonte strategico sul quale posizio-

narsi. La domanda è la seguente: *chi è (o dovrebbe essere) il private banker? Un superesperto che sa e conosce tutto oppure un gestore professionale che si avvale di piattaforme a supporto dell'attività di pianificazione patrimoniale?*

La risposta non è poi così scontata perché contribuisce a generare una differenziazione importante: quella tra valore prestazionale del servizio al cliente e valore relazionale dello stesso. Gli intermediari, ma anche i clienti private, tendono a privilegiare la logica del valore prestazionale del servizio: il prodotto più remunerativo per la banca piuttosto che il sottostante più performante per il cliente, anche a costo di un'offerta non proprio particolarmente qualificata.

In realtà, ciò che conta nei processi di creazione di valore nel lungo periodo nel segmento private è quello relazionale del servizio. Tale miopia commerciale ha limitato la diffusione dei prodotti strutturati destinati all'asset allocation della clientela private: i clienti, ma anche le reti delle banche, quasi sempre considerano lo strutturato come un mero prodotto e non come un vero e proprio modello di asset allocation specializzato sul portafoglio del cliente.

Senza dimenticare un ulteriore argomento di riflessione. L'allocation in capo a soggetti diversi (lo strutturatore, la banca, il private banker) delle differenti attività che supportano il servizio di consulenza patrimoniale genera una serie di vantaggi, tra i quali l'alleggerimento del lavoro del private banker con il conseguente aumento di qualità del servizio sui clienti già in portafoglio e lo sviluppo della clientela prospect.

Le strategie del private banking prossimo futuro devono, in definitiva, essere semplici e passare, allo stesso tempo, attraverso piattaforme di offerta complete. In questa prospettiva, il settore dei prodotti strutturati ha potenzialità di crescita interessanti, non solo perché incarna bisogni effettivi non ancora soddisfatti della clientela, ma anche per motivi prettamente economici. Senza dimenticare altri indubbi vantaggi quali per esempio il maggior livello qualitativo del servizio offerto alle economie di scala che questo

approccio genera in termini di costi industriali (con evidenti riflessi sui livelli di pricing praticati alla clientela).

Per quanto il riferimento al conto economico sia fondamentale, vale ancora una volta la pena di sottolineare che, anche nel caso dei prodotti strutturati, le istituzioni bancarie e finanziarie devono accrescere la fiducia nei propri interlocutori. Il che, tradotto in ambito private, vuol dire costruire modelli di servizio in grado di massimizzare e ottimizzare le qualità professionali del private banker e la sua capacità di gestire la relazione con il cliente. È necessario allora selezionare mercati e categorie di prodotti e/o servizi innovativi perché alcune situazioni strategiche o congiunturali non sono gestibili con la tradizionale gamma di prodotti finanziari.

Mercati e prodotti innovativi per la clientela private rispetto alla quale l'offerta di prodotti standard deve essere sempre più sostituita da un'attività di consulenza avanzata e integrata, in cui la personalizzazione del prodotto (e, in particolare, di quelli strutturati) diviene lo strumento per conseguire il risultato atteso. Su questi prodotti, come abbiamo visto, vi sono ancora importanti passi in avanti da fare nell'offerta private perché la clientela manifesta chiaramente esigenze di questo tipo, ma ci sono ancora una serie di complessità da parte delle banche private nel rispondere a queste richieste con prodotti veramente personalizzati e innovativi, come le soluzioni di investimento strutturate.

1.2 I prodotti strutturati: per quali investitori e in quali mercati – di Isabella Liso e Lorenzo Pirovano

Effettuare una corretta valutazione dei prodotti strutturati è essenziale tanto per il cliente, che può in questo modo apprezzare adeguatamente vantaggi e rischi dell'investimento, quanto soprattutto per l'intermediario, tenuto a ottemperare a precisi obblighi informativi, definiti dal quadro normativo di riferimento. La normativa, oltre a prescrivere all'intermediario di agire con diligenza superiore a quella del "buon padre di famiglia", divide gli obblighi informativi

dell'intermediario in due principali attività: la raccolta di informazioni dai propri clienti (obbligo informativo passivo) e le informazioni da fornire al proprio cliente (obbligo informativo attivo).¹

La prima attività è definita dalla know your customer rule e ha per obiettivo la definizione di un profilo adeguato per il cliente/investitore, sia per prevenire comportamenti fraudolenti sia per l'attribuzione di un adeguato profilo di rischio (aspetto più rilevante ai fini della presente analisi). Il secondo obbligo informativo è invece governato dalla know your merchandise rule. Secondo tale norma, l'intermediario deve conoscere a fondo i prodotti che intende offrire alla clientela, in modo da calibrare la rischiosità degli stessi in base ai profili degli investitori. È quindi palese che le due attività debbano essere necessariamente svolte di concerto ed è proprio svolgendole entrambe che emerge l'importanza di una corretta e veritiera valutazione, specie nel caso dei prodotti strutturati, in quanto prodotti innovativi e, per tale motivo, non di immediata comprensione.

La valutazione dei prodotti strutturati non può prescindere dal considerare due fattori chiave: la propensione al rischio dell'investitore e le condizioni del mercato. Di seguito presenteremo tre profili di rischio di un generico investitore e altrettante situazioni di mercato, in modo da individuare rischi e potenzialità delle diverse tipologie di prodotti strutturati.

Profilo di rischio basso. Gli investitori più conservativi e meno propensi al rischio ricercano tipicamente opportunità di investimento che offrano la protezione del capitale investito (principal protection) congiuntamente alla possibilità di generare profitti nel medio-lungo termine. Sul mercato sono disponibili numerosi prodotti strutturati calibrati per investitori con un profilo di rischio basso. Tali prodotti appartengono alle categorie dei certificati di investimento, delle obbligazioni e dei fondi strutturati.

In tema di certificati, gli strumenti che prevedono la protezione totale o parziale del capitale investito rientrano nella tipologia

degli equity protection². Questi certificati si differenziano in base al livello di protezione offerto; la categoria presenta numerose tipologie di certificati, ognuno con una struttura di payoff differente, in modo da soddisfare le aspettative dell'investitore riguardo all'andamento del sottostante. Vi sono sia strumenti che consentono di beneficiare di un eventuale rialzo del sottostante sia certificati che invece beneficiano di un suo ribasso (short), conservando tuttavia il livello di protezione predefinito. Tali certificati permettono pertanto di partecipare all'andamento atteso del mercato, proteggendo al tempo stesso il capitale investito.

Rivolgendo l'attenzione alle obbligazioni strutturate, è opportuno notare come la normativa civilistica in materia di titoli obbligazionari sia stata modificata, sin dal 2003, per annoverare tra le obbligazioni anche questa particolare tipologia di prodotti strutturati. In particolare, l'articolo 2411 del Codice civile³ qualifica come obbligazioni anche quegli strumenti finanziari che, pur garantendo il rimborso del capitale e la liquidazione degli interessi, condizionino tempi ed entità del rimborso a parametri oggettivi. Le obbligazioni strutturate si differenziano in funzione delle modalità di calcolo della cedola: esse possono offrire un importo cedolare variabile (e sono per questo dette floater), indicizzato a un particolare tasso d'interesse sottostante (per esempio Euribor a 3 mesi). Gli investitori conservativi hanno dunque l'opportunità di beneficiare di pagamenti cedolari periodici, senza tuttavia mettere a rischio il proprio capitale, qualora questi prodotti siano detenuti fino alla scadenza. Appartengono alla classe delle obbligazioni strutturate anche strumenti indicizzati alla performance di indici o titoli azionari.

Tra i prodotti strutturati contraddistinti da una rischiosità contenuta

¹ Art. 21 comma 2 TUF; articoli 39, 42, 43, Regolamento intermediari Consob. Cfr. Iudica F (a cura di), *Manuale del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2012.

² La denominazione è analoga a quella utilizzata da ACEPI, l'Associazione italiana certificati e prodotti di investimento. Cfr. www.acepi.it.

³ Art. 2411, comma 2, c.c.

si annoverano infine i fondi strutturati. In Italia, essi sono rappresentati dalla categoria dei fondi a formula. Il loro livello di rischiosità è variabile a seconda della formula utilizzata, fissata in modo univoco al lancio. Per l'investitore caratterizzato da un profilo di rischio basso, la formula ideale prevede la garanzia a scadenza dell'investimento iniziale, congiuntamente a un rendimento dipendente dalla struttura della formula stessa e dall'asset class a cui essa si riferisce. È opportuno considerare che per tutti questi prodotti le garanzie sul rimborso del capitale investito sono valide unicamente qualora si detenga lo strumento fino alla scadenza. Lo smobilizzo anticipato sul mercato secondario potrebbe infatti causare perdite sul capitale.

Profilo di rischio moderato. L'investitore contraddistinto da un profilo di rischio moderato è disposto a rinunciare al vincolo della protezione del capitale (senza però eliminarlo del tutto) con l'obiettivo di aumentare la redditività attesa (yield enhancing). I prodotti rivolti a questa tipologia di investitori offrono maggiori opportunità di guadagno, congiuntamente a una protezione del capitale, condizionata al verificarsi o meno di eventi come, per esempio, la rottura di un prefissato livello barriera da parte del prezzo del sottostante. Tali caratteristiche si possono rinvenire, in particolar modo, nei certificati e nei fondi strutturati.

I certificati includono diversi prodotti che offrono peculiarità appetibili per un investitore caratterizzato da un profilo di rischio moderato. Essi, seguendo la denominazione ACEPI (Associazione italiana certificati e prodotti di investimento), potrebbero, per esempio, essere rappresentati dai certificati express, dove solitamente è prevista la presenza di un buffer di protezione in modo da consentire all'investitore di preservare il capitale anche a fronte di moderati ribassi del prezzo del sottostante, purché esso si trovi al di sopra del livello barriera a una qualsiasi delle date di valutazione predeterminate. Il vantaggio principale di questo prodotto per l'investitore è la possibilità di rimborso anticipato, che consente di ottenere, qualora il sottostante si trovi al di sopra di un livello predeterminato,

in date prestabilite, la liquidazione di un importo dato dal capitale investito maggiorato di un premio. Tale peculiarità ha solitamente effetto memoria: qualora il rimborso non dovesse realizzarsi alla prima data di rilevazione, ciò potrebbe verificarsi in una delle date successive e i premi verrebbero sommati. A scadenza, il capitale è protetto fino alla rottura della barriera: al di sotto di tale livello il certificato replica l'andamento del sottostante.

Passando al segmento dei fondi strutturati, anch'essi includono diverse soluzioni che possono indirizzarsi a investitori contraddistinti da un profilo di rischio moderato. I sopracitati fondi a formula prevedono anche metodologie di investimento che non offrono la garanzia sul capitale ma unicamente la protezione condizionata a eventi inerenti il sottostante, analogamente a quanto avviene per i certificati. Anche per questa tipologia di fondi a formula è definito un livello soglia al di sotto del quale si registreranno perdite sul capitale investito.

Profilo di rischio elevato. Gli investitori più propensi al rischio possiedono di norma conoscenze tecniche più approfondite e desiderano amplificare i propri profitti sulla base di previsioni soggettive circa l'andamento del mercato. L'obiettivo è facilmente realizzabile con l'impiego di prodotti strutturati che incorporino l'effetto leva finanziaria. Non è richiesta dunque alcuna protezione del capitale investito. Possibili soluzioni adeguate a questa classe di rischio sono fornite dai certificati che non prevedono la protezione del capitale, dai certificati di tipo leverage e dagli exchange traded fund (ETF) strutturati.

I certificati d'investimento offrono diversi prodotti in grado di soddisfare le attese di investitori aventi un profilo di rischio elevato. I certificati di tipo outperformance, per esempio, sono strutturati in modo da partecipare ai profitti del sottostante in proporzioni maggiori di 1:1 ma, in genere, minori di 2:1 (a meno che non sia previsto un cap, e in questo caso si è in presenza di un certificato di tipo double chance). Va sottolineato però che gli outperformance

non prevedono alcuna forma di protezione del capitale investito: la perdita, a fronte dell'eventuale ribasso del sottostante, è direttamente proporzionale all'andamento di quest'ultimo.

I certificati con leva offrono percentuali di partecipazione all'andamento del sottostante molto rilevanti e, pertanto, si indirizzano a quegli investitori caratterizzati da un profilo di rischio elevato. Tra i prodotti disponibili sul mercato è opportuno sottolineare le differenze tra i certificati a leva fissa, che offrono un moltiplicatore fisso applicato alla performance giornaliera del sottostante, e quelli a leva variabile, per i quali il meccanismo di leva è generato dal fatto che essi permettono di esporsi all'andamento del sottostante con un minor utilizzo di risorse finanziarie. Oltre al metodo di calcolo della leva, le due tipologie di prodotti si differenziano circa il loro comportamento in caso di forti deprezzamenti. Per i certificati a leva fissa è previsto un meccanismo di ribilanciamento della leva, attraverso il quale quest'ultima viene azzerata al verificarsi di ribassi significativi del sottostante, simulando un nuovo giorno di negoziazione e consentendo, dunque, al certificato di continuare a esistere. Nel caso dei certificati a leva variabile, è invece prevista la loro scadenza anticipata qualora essi subiscano perdite oltre una soglia predeterminata (livello di stop loss).

Gli ETF strutturati incorporano invece una leva più contenuta rispetto ai certificati (fino a 2x o 3x) e risultano funzionali a operazioni di trading a brevissimo termine. La gamma di indici sottostanti offerti è molto ampia e può comprendere anche indici di volatilità o su credito, mentre tipicamente i certificati a leva si focalizzano su indici azionari o obbligazionari. Essi si indirizzano pertanto a quegli investitori che uniscono un'elevata propensione al rischio a una conoscenza professionale dei mercati finanziari.

Passiamo ora ad analizzare quali prodotti strutturati potrebbero essere maggiormente idonei nelle diverse fasi di mercato.

Mercato rialzista. Un chiaro trend rialzista rappresenta un segnale positivo per tutti i prodotti finora analizzati (eccezion fatta,

ovviamente, per i prodotti di tipo short). Va da sé che in tale fase saranno soprattutto gli strumenti a leva a registrare le performance più interessanti. Tuttavia è necessario sottolineare, ancora una volta, la rischiosità di questi strumenti, adatti solo a investitori con un elevato profilo di rischio. In tale cornice, può essere utile effettuare un'analisi comparativa di benefici e limiti degli ETF a leva e dei certificati di tipo leverage. Le principali differenze tra ETF strutturati e certificati a leva risiedono nel grado di leva incorporato nel prodotto e nelle tipologie di sottostanti. Mentre, come già evidenziato in precedenza, gli ETF strutturati offrono livelli di leva più contenuti, i certificati leverage incorporano leva anche fino a +/- 7 volte la performance del sottostante. Per quanto riguarda i sottostanti ammissibili, se per i certificati non esistono particolari vincoli, gli ETF strutturati, per effetto della regolamentazione UCITS, possono ammettere come sottostante unicamente indici diversificati.

Mercato ribassista. Se il mercato si caratterizza per un trend al ribasso, è possibile cogliere opportunità di profitto attraverso i prodotti strutturati di tipo short. Esistono strumenti adeguati a qualsiasi classe di rischio: gli investitori conservativi possono optare per i già citati certificati equity protection short senza mettere a rischio il proprio capitale, mentre elevate opportunità di profitto sono offerte dai più rischiosi certificati a leva short o dall'acquisto di quote di ETF strutturati short.

Mercato laterale. In presenza di movimenti laterali dei mercati, sono essenzialmente i certificati di tipo bonus e reverse bonus a offrire le migliori opportunità di profitto, grazie alla loro struttura di payoff: tramite l'acquisto di certificati bonus, l'investitore può beneficiare di guadagni superiori a quelli ottenuti dal sottostante a condizione che esso rimanga al di sopra del livello barriera. Il certificato risulta conveniente finché il sottostante si muove al di sotto dell'ammontare bonus. I certificati di tipo reverse bonus funzionano in modo speculare rispetto ai già citati bonus: il livello barriera predefinito si attiva in caso di movimenti al rialzo del sottostante.

L'analisi congiunta delle variabili fin qui esposte costituisce la base indispensabile per una corretta valutazione dei prodotti strutturati da parte dei diversi soggetti coinvolti nel processo di investimento.

1.3 Sfatare i falsi miti legati all'investimento in prodotti strutturati - di Giovanna Zanotti

Prodotti strutturati, certificati, strumenti derivati, termini cui frequentemente è associata un'accezione negativa. Un passato inglorioso causato da inopportune scelte commerciali che hanno avuto molta risonanza non solo sui media. Un'aura di complessità e quindi, erroneamente, di rischiosità. Nelle pagine seguenti cercheremo di sfatare alcuni comuni (falsi) miti riguardanti i prodotti strutturati e, in particolare, i certificati.

Mito 1: I prodotti strutturati sono strumenti finanziari complessi e quindi rischiosi

I prodotti strutturati sono considerati complessi perché combinazione di più strumenti finanziari (tra cui componenti derivative). Ma è proprio la possibilità di combinare strumenti con caratteristiche differenti a conferire ai prodotti strutturati due delle caratteristiche peculiari che li contraddistinguono: flessibilità e adattabilità alle diverse esigenze degli investitori, in termini di propensione al rischio e obiettivi di rendimento.

I prodotti elementari con i quali l'ingegneria finanziaria costruisce gli strutturati possono essere paragonati ai componenti del motore di un'automobile. Componenti che il conducente senz'altro non conosce alla perfezione, eppure questo non gli impedisce di guidarla al meglio: allo stesso modo l'investitore può individuare uno o più prodotti strutturati che soddisfano i propri obiettivi di redditività e di protezione dal rischio, comprendendone il funzionamento, senza doversi preoccupare di conoscere a fondo i prodotti di base (derivati e non) che concorrono alla struttura finanziaria degli strutturati.

La complessità del prodotto viene inoltre erroneamente fatta coincidere con o comunque associata direttamente alla rischiosità.

La complessità non è sinonimo di rischiosità: un motore di un'auto moderna è un esempio di complessa ingegneria meccanica e tecnologia elettronica avanzata, difficili da comprendere dai non tecnici. Tuttavia è proprio la "complessità" a rendere le auto moderne più sicure e capaci di garantire le performance, la durata, la sicurezza, i consumi e un ridotto impatto ambientale rispetto a vetture di un recente passato tecnologicamente "più semplici". Lo stesso vale per i prodotti strutturati: alcuni di essi sono prodotti complessi, perché costruiti come combinazione di più elementi, ma possono risultare meno rischiosi di altri strumenti finanziari "più semplici" proprio perché realizzati da ingegneri finanziari che, al pari degli ingegneri meccanici, ricorrono alla combinazione di opportuni strumenti in modo tale da ridurre il relativo rischio.

Per esempio, un certificato a capitale protetto/garantito combina la redditività rispetto al sottostante (indice, azione o basket) consentendo all'investitore di partecipare all'andamento positivo dello stesso con la protezione (integrale o parziale) del capitale investito: apparentemente complessa, la costruzione del certificato è in realtà finalizzata a ridurre il rischio tipico dell'investimento diretto in azioni, fondi comuni di investimento azionari o in ETF.

Mito 2: La gamma dei prodotti strutturati è troppo ampia e ciò rende difficile orientarsi per l'investitore

L'offerta di prodotti strutturati presente sul mercato a volte sembra eccessiva e potrebbe disorientare gli investitori.

L'ampiezza della gamma d'offerta, data dalla combinazione di prodotti elementari, consente di rispondere alla varietà di obiettivi di investimento, in termini di redditività e orizzonte temporale, e di diversi profili di rischio degli investitori. Analogamente, l'ampia gamma d'offerta dell'industria automobilistica risponde alle diverse finalità d'uso, esigenze e preferenze.

Considerando nello specifico i certificati, essi a volte hanno nomi commerciali diversi, utilizzati dagli emittenti per distinguerli da quelli dei concorrenti, ma tutti possono essere ricondotti a un numero limitato di tipologie. Per aiutare gli investitori a orientarsi nell'ampia gamma dei certificati, ACEPI ha realizzato un'apposita mappa, consultabile sul sito www.acepi.it, che classifica i certificati in base al grado di protezione del capitale investito e li riconduce a un numero limitato di tipologie indicandone il comportamento a scadenza (payoff) attraverso una rappresentazione grafica e un confronto con l'andamento del sottostante.

Mito 3: I prodotti strutturati sono considerati poco trasparenti

I prodotti strutturati, collocati presso gli investitori retail, sono sottoposti al vaglio dell'autorità di vigilanza del mercato (Consob) che stabilisce quali requisiti debbano essere rispettati dagli emittenti e dagli stessi certificati, la quasi totalità dei quali è quotata su mercati regolamentati o su multilateral trading facilities (MTF).

Ciò che determina la trasparenza di un prodotto di investimento nei confronti dell'investitore è la definizione del funzionamento, dei costi e del valore che potrà assumere durante la vita e alla scadenza. In tal senso ogni certificato è accompagnato sin dall'emissione da una documentazione che riporta in modo chiaro e inequivocabile le principali componenti del prezzo, le determinanti del valore di mercato e il profilo di rimborso alla scadenza.

Inoltre gli emittenti offrono costantemente informazioni (schede prodotto, approfondimenti sul funzionamento, prezzi ecc.) agli investitori, sia in fase di emissione del prodotto che nel postcollocamento, attraverso siti web, email, numeri verdi, newsletter, incontri di formazione periodici.

Mito 4: I prodotti strutturati si caratterizzano per una insufficiente liquidità

Nella maggioranza dei casi, i prodotti strutturati, e i certificati in particolare, sono quotati su mercati regolamentati, o su MTF con prezzi visibili e confrontabili da parte di tutti gli investitori. Per la quotazione su un mercato è necessaria la presenza di un market maker o di un liquidity provider, che può essere lo stesso emittente o un'altra istituzione finanziaria, che si impegna a proporre in via continuativa, secondo le regole dettate dalle autorità del mercato dove il certificato è quotato, prezzi a cui gli investitori possono acquistare e vendere il prodotto.

Mito 5: I prodotti strutturati sono costosi

Abbiamo evidenziato in precedenza che i prodotti strutturati sono combinazioni di strumenti finanziari elementari: il costo complessivo è pertanto determinato dalle caratteristiche del prodotto (tipologia e payoff, protezione, scadenza ecc.) e dal prezzo di acquisto sul mercato da parte degli emittenti.

In fase di collocamento, il prezzo di un prodotto strutturato è dato dalla somma dei costi di acquisto delle singole componenti elementari in esso presenti e da ulteriori determinanti, quali:

- i costi che l'emittente sostiene per la strutturazione, la distribuzione e la quotazione del prodotto (costi legali, di marketing, di formazione, per la remunerazione della rete di vendita, del personale ecc.);
- la remunerazione dell'emittente.

Riprendendo il consueto parallelismo automobilistico, anche il prezzo finale di vendita di un'auto è dato dal costo di "strutturazione" dell'auto (pezzi che la compongono, ammortamenti, impianti ecc.), di marketing, di distribuzione, legali, nonché dal profitto della casa automobilistica che serve a remunerare il capitale di rischio degli azionisti.

Vi è inoltre un'ulteriore componente di costo implicito per l'investitore che acquista prodotti strutturati: essi non percepiscono i dividendi che l'attività sottostante potrebbe liquidare nel corso della vita dello strutturato. I dividendi sono utilizzati dagli emittenti per acquistare gli elementi base che conferiscono al prodotto strutturato le caratteristiche desiderate. Per esempio, in un certificato a capitale protetto con un'azione come sottostante, un investitore rinuncia ai dividendi che sono utilizzati dall'emittente per "acquistare" la protezione del capitale a scadenza. In un certificato di tipo bonus, invece, i dividendi non pagati sono utilizzati per consentire all'investitore una remunerazione anche in caso di moderato ribasso del mercato. La rinuncia ai dividendi deve essere intesa quindi non come una riduzione di redditività, bensì come il costo necessario per la strutturazione del prodotto finanziario.

Mito 6: I prodotti strutturati presentano un elevato rischio di credito

Dal punto di vista del rischio di credito i prodotti strutturati sono, nella gran parte dei casi (obbligazioni strutturate, certificati, ETC, ETN ecc.), titoli di debito assimilabili alle obbligazioni non subordinate, di conseguenza il rimborso del capitale investito è determinato dalla solidità dell'emittente.

In passato, l'andamento sostanzialmente favorevole dei mercati finanziari faceva sì che gli investitori non considerassero pienamente l'esistenza di un vero e proprio rischio di credito connesso all'acquisto di prodotti strutturati (così come nel caso di molti altri prodotti finanziari). Oggi il rischio emittente dei prodotti strutturati è esplicitato in maniera chiara ed evidente nella documentazione legale e di marketing che accompagna le emissioni; nella stessa documentazione gli emittenti evidenziano chiaramente il proprio rating, che esprime in modo sintetico la valutazione affidata da agenzie specializzate e riconosciute a livello internazionale della capacità di assolvere i propri impegni finanziari, compresi quelli relativi ai prodotti strutturati.

Nel caso specifico dei certificati, trattandosi di strumenti finanziari costituiti da una struttura opzionale sottostante definita "sintetica", che anche per quelli a capitale protetto si sostituisce alla più classica obbligazione, essi risentono in misura marginale, in ogni caso inferiore rispetto alle obbligazioni degli stessi emittenti, di eventuali variazioni peggiorative del rischio di credito dei relativi emittenti.

Mito 7: I prodotti strutturati non possono essere utilizzati in una logica di portafoglio

I prodotti strutturati rispondono a molteplici finalità di impiego, differenziate in relazione sia alle esigenze degli investitori che alle diverse dinamiche dei mercati finanziari, e possono essere utilizzati secondo logiche proprie dell'asset allocation tattica e strategica di portafoglio.

L'asset allocation strategica è il processo di costruzione di un portafoglio, il processo che porta alla selezione delle asset class da inserire in portafoglio. La scelta di quali strumenti includere in un portafoglio dipende dalle caratteristiche di rischio e rendimento desiderate dall'investitore, dal suo orizzonte temporale e dalle caratteristiche di rischio/rendimento degli strumenti finanziari. In generale, il principio guida che tutti i portafogli dovrebbero seguire è quello della diversificazione, secondo cui all'interno di un portafoglio dovrebbero essere presenti una pluralità di strumenti che rispondono in maniera diversa all'andamento generale dell'economia e dei mercati.

Nella realtà, molti portafogli diversificano non per tipologia di payoff ma di sottostante. Ciò significa che, pur essendoci più strumenti all'interno di un portafoglio, essi sono tutti caratterizzati dalla medesima visione relativamente all'andamento del mercato (in gergo finanziario si dice che hanno una "correlazione" reciproca elevata), ovvero che quest'ultimo e i prezzi salgono. In presenza di movimenti al ribasso dei mercati finanziari, un portafoglio composto

esclusivamente da prodotti selezionati in funzione della prospettiva di mercato rialzista non presenterebbe performance ottimali.

I prodotti strutturati offrono un'ampia gamma di payoff e consentono pertanto non soltanto di diversificare il portafoglio ma anche di beneficiare di scenari di mercato differenti. Esistono infatti prodotti strutturati che consentono di ottenere rendimenti positivi in caso di rialzo dei mercati, ma anche strutturati che offrono rendimenti positivi in caso di mercati orientati al ribasso, strutturati che premiano l'investitore in caso di stabilità o, al contrario, in presenza di un'elevata volatilità dei mercati.

L'asset allocation tattica è invece il processo che consente di ottimizzare la composizione di portafoglio (pur nel rispetto delle caratteristiche di rischio/rendimento definite in sede di asset allocation strategica) sulla base delle aspettative di breve periodo sui mercati e le economie. In questa prospettiva i prodotti strutturati consentono di cogliere interessanti opportunità di breve periodo in specifici contesti di mercato, contribuendo al miglioramento della redditività di portafoglio, beneficiando, rispetto alle azioni, di payoff particolari e di gradi di protezione che altri strumenti difficilmente sono in grado di offrire.

All'interno della più ampia categoria dei prodotti strutturati, l'efficienza fiscale propria dei certificati gioca a favore del loro utilizzo in un'ottica di gestione tattica di portafoglio, anche come strumenti alternativi o complementari ai più classici prodotti lineari o a gestione attiva.

2. I prodotti strutturati: mercati, tipologie, fiscalità

2.1 I mercati primario e secondario dei prodotti strutturati – a cura di Borsa Italiana

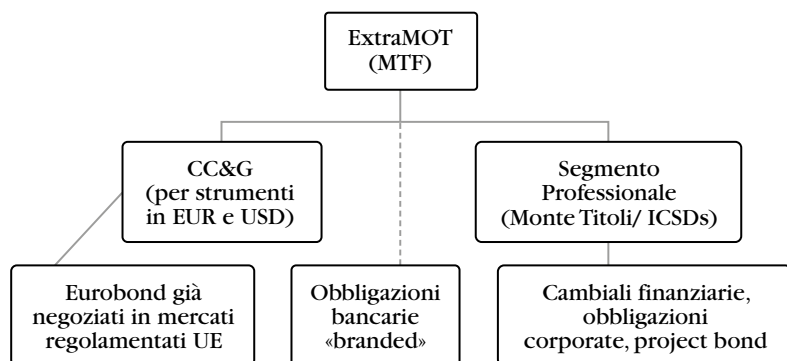
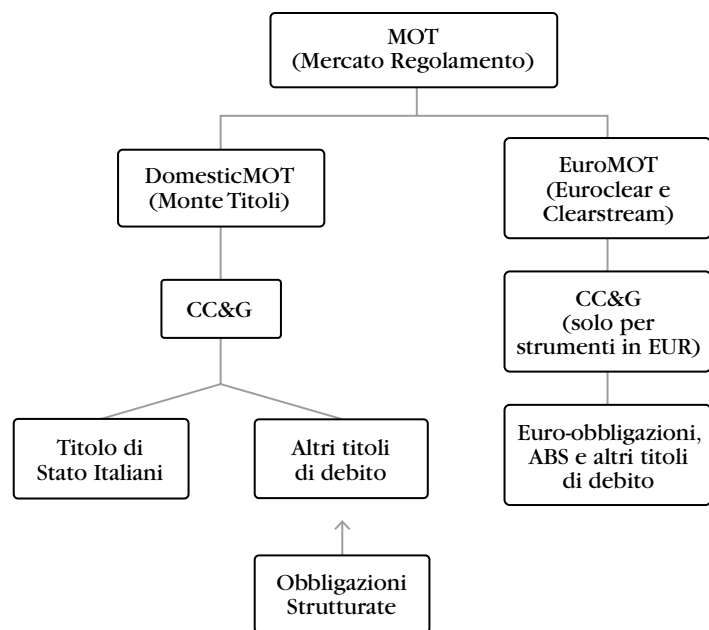
Borsa Italiana consente agli investitori retail di accedere a diverse tipologie di prodotti strutturati attraverso la propria offerta di mercati dedicati, che comprende i mercati dei prodotti a reddito fisso (MOT ed ExtraMOT), ETFplus e SeDeX.

2.1.1 Le obbligazioni strutturate

Borsa Italiana facilita l'accesso a un'ampia gamma di strumenti di debito attraverso due mercati rivolti sia a investitori istituzionali sia retail (*fig. 2.1*):

- MOT, l'unico mercato regolamentato italiano dedicato, con i suoi due segmenti DomesticMOT ed EuroMOT, alle negoziazioni di titoli di Stato italiani ed esteri, obbligazioni bancarie e corporate, titoli sovranazionali e ABS;
- ExtraMOT, il sistema multilaterale di negoziazione, disciplinato da Borsa Italiana, per la negoziazione di euro-obbligazioni corporate già quotate in altri mercati regolamentati dell'Unione europea e strumenti di debito emessi dalle PMI italiane.

Figura 2.1 – I mercati dei prodotti a reddito fisso di Borsa Italiana



Le obbligazioni strutturate sono classificate da Borsa Italiana, rispetto alla natura del parametro di riferimento, nelle seguenti categorie:

- finanziarie, nel caso in cui il parametro di riferimento è un'azione, un tasso di interesse, un indice azionario o obbligazionario;
- valutarie, qualora il parametro è legato al rapporto di cambio tra due monete o tra una moneta e un paniere di altre valute. Pur non rientrando nella categoria delle obbligazioni strutturate in senso stretto, gli strumenti di debito denominati in una valuta diversa dall'euro presentano degli elementi di rischio assimilabili a quelli strutturati di natura valutaria. Queste obbligazioni, nonostante siano generalmente a tasso fisso, corrispondono all'investitore flussi cedolari e prevedono il rimborso del capitale nella valuta di emissione, esponendo pertanto l'obbligazionista al rischio derivante dalle fluttuazioni del tasso di cambio;
- reali, nel caso in cui il parametro è legato alla variazione dei prezzi riferiti al più generale settore dell'economia produttiva o a uno o più mercati singolarmente considerati, di beni, merci o servizi.

Le obbligazioni strutturate quotate a fine 2014 risultavano 281 e rappresentavano circa il 18% degli strumenti quotati sui mercati gestiti da Borsa Italiana; di queste, la maggior parte era costituita dalle cosiddette obbligazioni "strutturate su tassi". Nel 2014 sono stati scambiati 6,2 miliardi di euro per 462.625 contratti.

2.1.2 Gli strumenti quotati su ETFplus

Gli ETF rappresentano una particolare tipologia di fondi d'investimento o SICAV caratterizzati da due elementi distintivi: essere negoziati in Borsa come un'azione e avere come unico obiettivo d'investimento quello di replicare l'indice al quale si riferiscono (benchmark) attraverso una gestione totalmente passiva.

Nati negli Stati Uniti nei primi anni Novanta, gli ETF sono entrati a far parte degli strumenti finanziari a disposizione degli investitori italiani a partire dal settembre 2002, quando vennero avviate le

negoziazioni dei primi fondi che replicavano la performance degli indici delle principali blue chip europee.

Con il trascorrere degli anni, gli strumenti quotati e le asset class sulle quali investire sono aumentati esponenzialmente: nel 2003 fu quotato il primo ETF sull'indice delle principali blue chip italiane mentre nel 2005 fu la volta del primo ETF sui mercati emergenti.

Nel 2007, furono lanciati sia i primi ETF strutturati - che replicano indici a leva (massimo 2), short o short con leva (massimo -2), particolarmente adatti sia per il trading intraday o di breve periodo che per strategie di copertura - che i primi exchange traded commodities (ETC), strumenti finanziari derivati cartolarizzati che replicano passivamente la performance di materie prime o di indici di materie prime. In quello stesso anno, il numero crescente di strumenti quotati convinse Borsa Italiana a creare un mercato interamente dedicato a questi strumenti: nacque così il mercato ETFplus.

Negli ultimi anni, al fine di rispondere a esigenze di investimento sempre più sofisticate, gli emittenti hanno quotato ETF su indici rappresentativi di strategie innovative quali indici fondamentali e quantitativi, le cui componenti sono selezionate e ponderate secondo criteri di analisi fondamentale (book value, vendite, cash flow, dividendi ecc.), indici tematici, composti da società operanti nei settori dell'acqua, energie rinnovabili, legname ecc., indici minimum variance, con lo scopo di selezionare i titoli in modo tale che la volatilità attesa del portafoglio sia minimizzata e sia garantito un livello minimo di diversificazione settoriale e indici con copertura del rischio cambio.

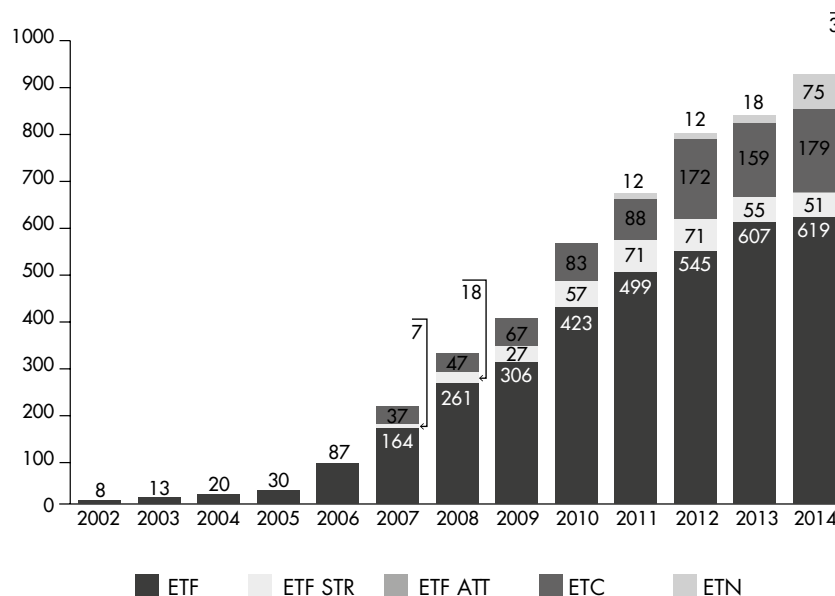
Nel 2011 furono ammessi alle negoziazioni anche i primi exchange traded notes (ETN), strumenti finanziari derivati cartolarizzati che replicano passivamente la performance di sottostanti o indici diversi dalle materie prime o di materie prime come, per esempio, indici di valute, azionari o obbligazionari.

Nel settembre del 2014, infine, sono stati quotati anche i primi ETF a gestione attiva, il cui obiettivo non è la replica di un indice di rife-

rimento ma quello di esporsi a una strategia di riferimento "attiva" sviluppata e operata da un gestore delegato. A partire dal 1° dicembre 2014 ai segmenti già esistenti si è aggiunto il segmento dedicato alle negoziazioni dei fondi aperti.

A fine 2014, 927 strumenti erano complessivamente quotati su ETFplus (di cui 673 ETF e 254 ETC/ETN).

Figura 2.2 - Evoluzione strumenti quotati su ETFplus



Il mercato ETFplus

ETFplus è il mercato di Borsa Italiana interamente dedicato alla negoziazione in tempo reale di ETF, ETC ed ETN: un'infrastruttura avanzata ed efficiente consente agli investitori un facile e trasparente accesso in tempo reale alla negoziazione di centinaia di strumenti finanziari.

Al fine di facilitare il risparmiatore nell'attività di selezione degli strumenti che più si adattano al proprio profilo di rischio/rendimento e alle proprie aspettative, sono previsti cinque segmenti (eventualmente divisi in classi) che presentano le stesse modalità di negoziazione:

- segmento ETF indicizzati suddiviso in classe 1 (ETF il cui indice di riferimento è obbligazionario) e classe 2 (ETF il cui indice di riferimento è azionario).
- segmento ETF strutturati, suddiviso in classe 1 (ETF strutturati senza effetto leva-short) e classe 2 (ETF strutturati con effetto leva long o t);
- segmento ETF a gestione attiva, suddiviso in classe 1 (obbligazionari), classe 2 (azionari) e classe 3 (strutturati);
- segmento strumenti finanziari derivati cartolarizzati (ETC/ETN), suddiviso in classe 1 (senza leva), classe 2 (con leva 2) e classe 3 (con leva maggiore di 2);
- segmento OICR aperti, in cui sono negoziate quote o azioni di OICR aperti diversi dagli ETF⁴.

Sul mercato ETFplus le negoziazioni si svolgono in due fasi:

- negoziazione continua: dalle 9.00 alle 17.25;
- asta di chiusura: dalle 17.25 alle 17.30, più un intervallo variabile di massimo un minuto determinato in maniera casuale dalla piattaforma.

I contratti vengono conclusi mediante l'abbinamento automatico delle proposte ordinate secondo criteri di priorità prezzo/tempo.

Al fine di garantire la massima liquidità per ciascun strumento quotato, sul mercato ETFplus è prevista obbligatoriamente la presenza di un operatore specialista che ne assicuri la liquidità impegnandosi al rispetto di specifici obblighi di quotazione. Questi ultimi riguardano:

⁴Questo segmento è caratterizzato da una modalità di negoziazione diversa dagli altri quattro segmenti.

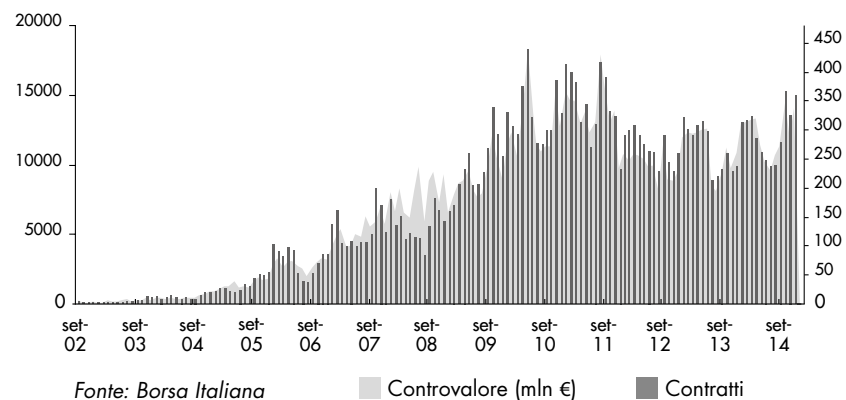
- l'obbligo di esposizione in via continuativa di prezzi di acquisto e di vendita;
- l'obbligo di esporre una quantità minima, definito in termini di numero di strumenti (EMS - exchange market size);
- l'obbligo di spread massimo.

A fine 2014, l'asset under management (AUM) degli ETF depositato in Monte Titoli ha raggiunto un nuovo record storico a 34,32 miliardi di euro con una crescita del 38,18% rispetto al 2013.

Durante il mese di dicembre gli ETF quotati sul mercato ETFplus hanno fatto registrare nuovi flussi netti per quasi 527 milioni di euro portando a 7,73 miliardi di euro il totale dei flussi netti del 2014 (nuovo record storico). Sempre in quell'anno, gli ETF quotati in Italia hanno raccolto oltre 2 miliardi di euro in più rispetto al 2013.

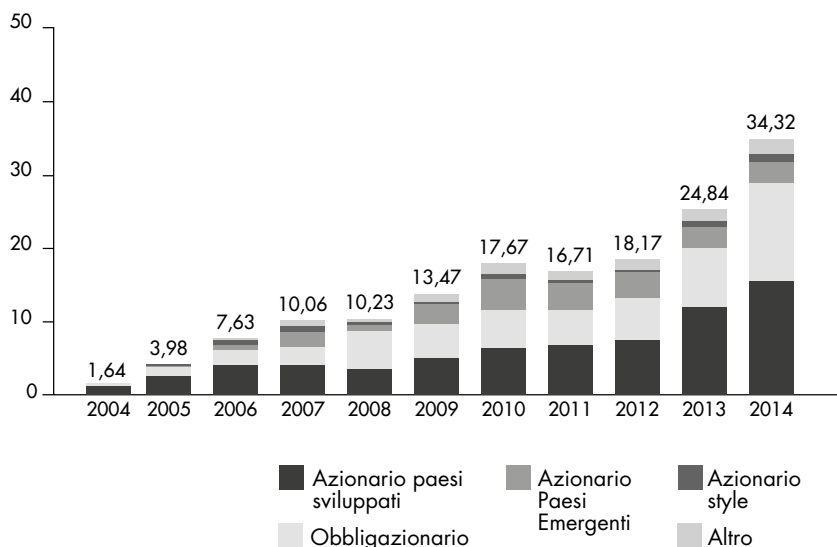
Nel corso del 2014 sono stati conclusi 3.071.687 contratti (+10,23% rispetto al 2013) per un controvalore di 73,71 miliardi di euro (+11%). Nel 2014 Borsa Italiana si è confermata la Borsa europea leader per contratti conclusi su piattaforma elettronica: guida questa graduato-

Figura 2.3 – Evoluzione degli scambi su ETFplus
(media giornaliera per relativo mese)



ria dal 2005. Inoltre, Borsa Italiana è diventata la seconda in Europa per controvalore scambiato su piattaforma elettronica.

Figura 2.4 – **Evoluzione AUM degli ETF in Italia**



2.1.3 I mercati primario e secondario dei securitised derivatives

Il mercato primario

Quando un emittente struttura l'emissione di un nuovo certificato, può decidere di quotarlo direttamente in Borsa (mercato secondario) oppure offrirlo alla clientela attraverso un collocamento (mercato primario), a cui solitamente segue la quotazione sul mercato di quotazione prescelto (SeDeX di Borsa Italiana o Cert-X di EuroTLX). Negli ultimi dieci anni il mercato si è progressivamente spostato dal primo al secondo modello e oggi l'attività di offerta precedente

all'emissione rappresenta una parte considerevole dell'attività degli emittenti dei certificati di investimento. Di conseguenza, il mercato primario dei certificati dal 2006⁵ a oggi si è caratterizzato per un forte trend espansivo che lo ha portato a stabilire nuovi record. Nel corso del 2014 sul mercato italiano sono stati collocati 429 certificati con una raccolta di 8,16 miliardi di euro (il miglior risultato di sempre), circa 4,5 volte il collocato del 2006.

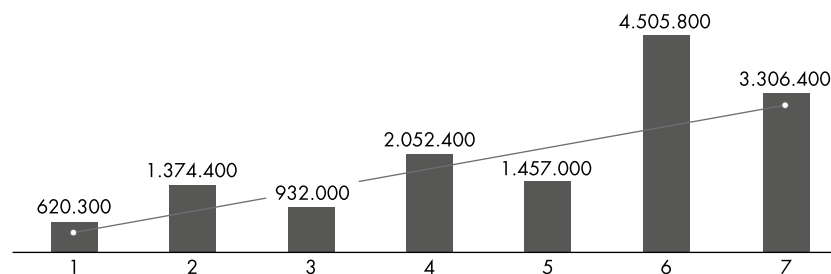
L'andamento molto positivo del mercato primario ha effetti benefici anche su quello secondario, in quanto la maggior parte degli strumenti collocati è destinata successivamente alla quotazione.

La distribuzione diretta su SeDeX

Sulla falsariga del collocamento dei "BTP Italia", che ha registrato un notevole successo, dal dicembre 2013 il mercato primario si è rafforzato con l'introduzione della distribuzione diretta dei certificati attraverso la piattaforma di mercato.

Questa nuova modalità distributiva consente alla banca emittente di collocare i certificati direttamente tramite la piattaforma di negoziazione di Borsa Italiana, garantendo così continuità tra il mercato

Figura 2.5 – **Offerte dirette sul SeDeX**



⁵Anno di inizio delle serie storiche a cura di ACEPI (Associazione italiana certificati e prodotti d'investimento).

“primario” (dell’offerta) e la successiva quotazione sul SeDeX. Questa nuova modalità di offerta e vendita dei certificati presenta notevoli vantaggi per gli investitori in termini di trasparenza e semplificazione delle modalità di adesione. Inoltre prevede costi minori per gli intermediari (che non pagano le commissioni di negoziazione), con una presumibile riduzione dei costi anche per l’utente finale. Nel corso del 2014 sono state effettuate sette operazioni di distribuzione diretta tramite il mercato (*fig. 2.5*).

Il mercato secondario - il mercato SeDeX di Borsa Italiana

SeDeX è il mercato regolamentato telematico di Borsa Italiana nel quale è possibile negoziare certificati e covered warrant, nel loro insieme denominati securitised derivatives (da cui il nome SeDeX, nato come acronimo di Securitised Derivatives Exchange).

SeDeX si articola in quattro segmenti, in modo da creare delle macroclassi omogenee nelle quali raggruppare le diverse tipologie di prodotti. I primi due sono quelli dedicati alla negoziazione di covered warrant plain vanilla e covered warrant strutturati/esotici. Gli altri due riguardano la negoziazione dei certificati, suddivisi tra leverage e investment certificate.

Nel dettaglio, i segmenti dei certificati sono ripartiti nelle seguenti classi:

Leverage certificate - Classe A: comprende i certificati con effetto leva variabile, in funzione del livello del sottostante. In caso di andamento sfavorevole del sottostante, è prevista l’estinzione anticipata dello strumento al raggiungimento della barriera di stop loss. Rientrano in questo segmento strumenti come i mini future e i turbo.

Leverage certificate - Classe B: è riservata ai certificati con effetto leva costante. Questi certificati replicano l’andamento della performance giornaliera di un indice moltiplicata per la leva fissa, al rialzo o al ribasso.

Investment certificate - Classe A: è riservata ai certificati che replicano linearmente l’andamento dell’attività sottostante non incorporando alcun effetto leva, come i benchmark o gli open end.

Investment certificate - Classe B: comprende tutte le altre tipologie di investment certificate, tra cui i bonus, i discount, i certificati a capitale protetto, gli express e gli outperformance. Accanto a queste tipologie di strumenti, ne esistono altre aventi una minore diffusione, strutturate dagli emittenti come una combinazione delle tipologie precedenti, finalizzate a soddisfare esigenze di investimento specifiche.

Le negoziazioni sul SeDeX sono aperte dalle 9.00 alle 17.25 in un’unica fase di negoziazione in continua, secondo un modello di mercato order-driven caratterizzato dalla presenza obbligatoria di un operatore specialista che si assume l’impegno di garantire la liquidità degli strumenti quotati.

Borsa Italiana richiede che gli specialisti si impegnino a quotare in via continuativa proposte sia in acquisto sia in vendita (tuttavia in alcuni casi motivati è presente lo specialista bid-only) per un quantitativo minimo (obbligo di quantità) e a prezzi che non si discostino tra loro in misura superiore a uno spread massimo (obbligo di spread, previsto solo per i prodotti standard).

Nel 2014 sono stati scambiati sul SeDeX una media giornaliera di 9.453 contratti per un controvalore di 97,9 milioni di euro, in forte crescita rispetto al 2013 rispettivamente del +44,5% per i contratti e del +51,3% per il controvalore. I volumi negli ultimi anni sono stati caratterizzati da una progressiva crescita, che ha riportato il mercato ai livelli del 2008, dopo la contrazione registrata in seguito alla crisi finanziaria.

A fine 2014 sul SeDeX erano quotati 4.172 strumenti, di cui 998 certificati, a loro volta ripartiti tra 112 leverage certificate di classe A, 60 certificati a leva fissa e 826 certificati di investimento (vedi *fig. 2.6*). In particolare, i certificati a leva fissa rappresentano i prodotti di maggiore successo, con una quota di mercato nel 2014 del 53,9%.

Figura 2.6 – Numero di strumenti quotati ripartiti per tipologia a fine 2014

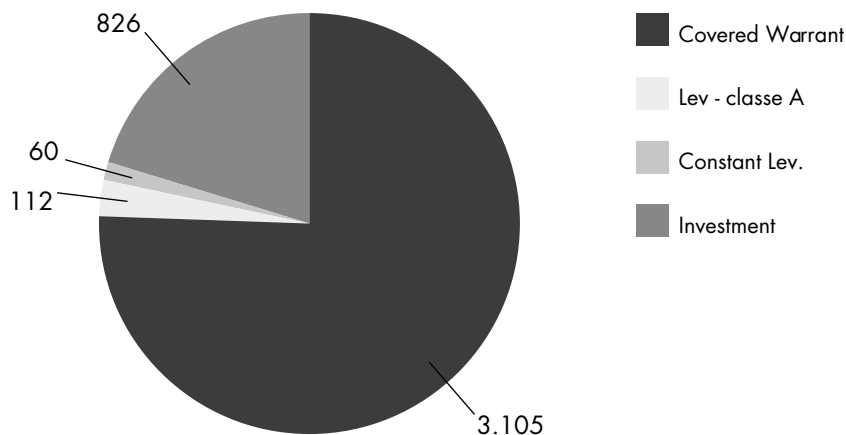
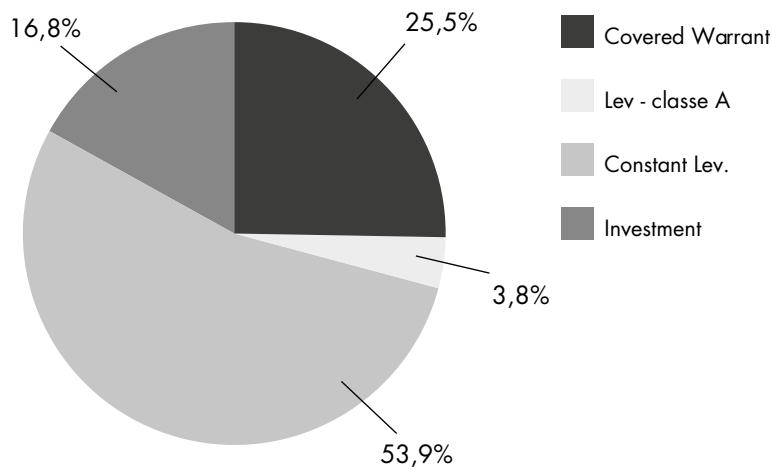


Figura 2.7 - Controvalore scambiato per tipologia di prodotto nel 2014



Un risultato sorprendente per una tipologia di prodotti introdotta sul mercato solo nel settembre 2012 ed esemplificativo della capacità del mercato di rinnovarsi costantemente grazie all'innovazione di prodotto (fig. 2.7).

2.2 Le obbligazioni strutturate - di Francesca Pampurini

Nel corso dell'ultimo trentennio l'evoluzione dei mercati finanziari e l'affermarsi della globalizzazione hanno profondamente mutato i bisogni e le aspettative degli investitori sia istituzionali che retail. Il sistema finanziario si è progressivamente arricchito con nuovi mercati e strumenti finanziari che, da un lato, hanno contribuito a soddisfare un maggior numero di fabbisogni, ma, dall'altro, hanno introdotto nuove forme di complessità nelle scelte di allocazione del risparmio. Le obbligazioni strutturate rappresentano una particolare categoria di strumenti finanziari innovativi che si sono ampiamente diffusi tra i risparmiatori retail italiani; questi strumenti nascono agli inizi degli anni Novanta su impulso dei grandi investitori istituzionali americani con l'obiettivo di individuare strumenti finanziari alternativi rispetto all'operatività diretta in strumenti derivati che non fossero soggetti alle limitazioni di natura regolamentare e prudenziale.

Dal punto di vista morfologico, un prodotto strutturato è uno strumento che presenta un profilo di cash flow che può essere replicato combinando tra loro due o più strumenti finanziari elementari, generalmente un'obbligazione e uno o più derivati. La componente obbligazionaria fa sì che il possessore abbia la certezza, alla scadenza, di ottenere il rimborso del valore nominale; per questo motivo le obbligazioni strutturate sono considerate strumenti a capitale garantito. Tale componente può essere costituita da uno zero coupon bond oppure da una normale obbligazione con cedole. Le componenti derivative influiscono sulla determinazione del valore delle cedole e/o del capitale rimborsato a scadenza, conferendo a queste obbli-

gazioni la caratteristica di strumenti a rendimento variabile. Normalmente queste componenti sono rappresentate da opzioni, spesso di tipo esotico, oppure da contratti swap. Nella maggior parte dei casi gli emittenti acquistano separatamente tali componenti sul mercato all'ingrosso per poi incorporarli in un singolo strumento finanziario che viene venduto agli investitori. La peculiarità delle obbligazioni strutturate, che ne ha determinato una così rapida diffusione presso il pubblico dei risparmiatori, consiste nel fatto che esse offrono tutti i vantaggi di uno strumento a capitale garantito, che assicura la restituzione a scadenza del capitale inizialmente investito e, in più, offrono la possibilità di scommettere sull'andamento dei mercati di riferimento incassando un premio in caso di evoluzione favorevole dei prezzi, limitando le perdite (ai soli interessi) in caso contrario. L'assenza di vincoli nella scelta delle componenti derivative fa sì che attualmente il mercato italiano delle obbligazioni strutturate risulti particolarmente frammentato e caratterizzato da un basso livello di standardizzazione a causa della presenza di strumenti assai diversi tra loro dal punto di vista morfologico.

Ciononostante, è possibile individuare alcune categorie di obbligazioni strutturate che presentano caratteristiche simili e che si distinguono per una maggiore diffusione tra il pubblico; tali strumenti possono essere classificati sulla base di due differenti criteri: *l'attività sottostante* oppure la *formula di indicizzazione*. Analogamente agli altri strumenti finanziari, l'attività sottostante di un'obbligazione strutturata può essere un tasso di interesse, un'attività finanziaria, valutaria o reale, il merito creditizio, un evento economico-finanziario, un indice di inflazione o altro ancora purché si tratti di qualcosa il cui valore possa essere agevolmente osservato dall'investitore. La formula di indicizzazione è invece riferita alla regola matematica scelta dall'emittente per il calcolo del payoff della componente derivativa. Con riferimento alla remunerazione delle obbligazioni strutturate emesse in Italia, si possono distinguere due diverse modalità di pagamento: un unico importo di liquidazione

finale, corrisposto all'atto del rimborso oppure una sequenza di cedole periodiche. Sul mercato italiano sono peraltro presenti prestiti strutturati di tipo misto che prevedono la liquidazione sia di un certo numero di cedole periodiche sia di un premio a scadenza. Nelle pagine seguenti verranno approfondite le caratteristiche morfologiche delle principali categorie di obbligazioni strutturate emesse in Italia.

2.2.1 Le caratteristiche finanziarie delle obbligazioni strutturate

Un'obbligazione strutturata è uno strumento finanziario a capitale garantito, il cui rendimento è collegato all'andamento di uno o più prodotti finanziari, valutari o reali e la cui durata si attesta mediamente sui 5 anni. Dal punto di vista morfologico essa è caratterizzata dalla combinazione di un'obbligazione (che spesso è di tipo zero coupon) con un contratto di opzione che viene implicitamente venduto dall'emittente al sottoscrittore. Pertanto, il prezzo al quale gli investitori acquistano tali obbligazioni strutturate sarà dato dalla somma del valore attuale dell'obbligazione e del premio dell'opzione. Le principali differenze esistenti tra i diversi titoli presenti sul mercato si riferiscono all'attività sottostante e al tipo di opzione scelta dall'emittente.

L'attività sottostante può essere rappresentata da un singolo strumento finanziario, da un paniere statico oppure dinamico, da una materia prima, un evento finanziario, una valuta oppure altro ancora. Attualmente la maggior parte delle obbligazioni strutturate presenti sul nostro mercato è riconducibile alle seguenti tre macrocategorie:

- *equity linked, index linked, fund linked, basket linked*; il sottostante è rappresentato da un singolo strumento finanziario quale, per esempio, un titolo azionario o un indice rappresentativo di un determinato mercato, oppure da più strumenti, come nel caso di un paniere composto da numerose attività; in tal caso la composizione del paniere può essere fissa per tutta la durata dell'obbliga-

zione strutturata oppure variabile sulla base di criteri oggettivi o di regole discrezionali dichiarate dall'emittente (si pensi al caso in cui il sottostante sia rappresentato da un fondo comune);

- *commodity linked, inflation linked, forex linked*; a queste categorie appartengono le obbligazioni strutturate il cui rendimento è legato al prezzo di una materia prima, di un tasso di cambio oppure di un indice rappresentativo della variazione del potere d'acquisto di una valuta;
- *credit risk linked, rating linked, event linked*; queste ultime categorie rappresentano soltanto una quota esigua dei prestiti strutturati collocati sul mercato italiano. Il sottostante della componente opzionale è rappresentato da un particolare evento riguardante la solvibilità di un'azienda.

Il secondo importante aspetto che caratterizza le obbligazioni strutturate e che permette di operare una classificazione degli strumenti presenti sul mercato attiene alla formula di indicizzazione, la regola matematica in base alla quale viene valorizzato il premio di liquidazione o le cedole variabili e che coincide in buona sostanza con il payoff dell'opzione incorporata nell'obbligazione strutturata. L'importo di liquidazione viene calcolato sulla base della seguente espressione:

$$C = VN \times \max[\bar{r}; qR]$$

dove VN rappresenta il valore nominale dell'obbligazione, \bar{r} l'eventuale rendimento minimo garantito che l'emittente corrisponde al possessore in presenza di una performance negativa dell'attività sottostante; q la percentuale di retrocessione - la quota di rendimento dell'attività sottostante che viene corrisposta al possessore (un elemento atto a potenziare oppure depotenziare l'effetto della componente variabile) -; infine R rappresenta la formula di calcolo del rendimento del sottostante. Tale formula può assumere diverse configurazioni in funzione del tipo di opzione incorporata nello strutturato. Di seguito verranno illustrate alcune tra le principali

tipologie di opzioni incorporate nelle obbligazioni strutturate collocate in Italia. La denominazione di ciascuna obbligazione strutturata spesso deriva proprio dal nome dell'opzione che viene implicitamente venduta dall'emittente al sottoscrittore.

Le obbligazioni strutturate di tipo plain vanilla rappresentano lo strumento più semplice dal punto di vista del calcolo del rendimento; nascono dalla combinazione di un'obbligazione con un'opzione call, pertanto la formula in base alla quale viene valorizzato il rendimento dell'attività sottostante per poi essere confrontato con il rendimento minimo garantito è la seguente:

$$R = \frac{p_t - p_o}{p_o}$$

dove p_o rappresenta il prezzo del sottostante al momento dell'emissione dell'obbligazione strutturata (ossia lo strike price dell'opzione), mentre p_t il prezzo finale del medesimo sottostante rilevato in corrispondenza della scadenza dell'obbligazione. Nonostante la semplicità che caratterizza il payoff di questi strumenti, essi non sono particolarmente diffusi sul mercato. Probabilmente la ragione è riconducibile al fatto che il rendimento percepito dal possessore dipende unicamente da due osservazioni puntuali del prezzo sottostante; se in una delle due giornate tale prezzo subisse una variazione anomala e improvvisa dovuta a un evento inatteso, l'impatto sulla cedola percepita dal possessore potrebbe essere particolarmente penalizzante. Per tale motivo gli emittenti hanno preferito, nel corso del tempo, costruire obbligazioni strutturate che prevedono la presenza di opzioni esotiche, di tipo path dependent, in cui il valore del payoff dipende dall'andamento del prezzo del sottostante durante l'intero periodo di vita dello strutturato, anziché da un unico valore finale.

La categoria dei prodotti strutturati più diffusa tra il pubblico è rappresentata dalle obbligazioni di tipo average. La denominazione deriva dal fatto che l'opzione che viene combinata con l'obbliga-

zione e implicitamente venduta al sottoscrittore è di tipo average. La caratteristica di questo derivato consiste nel fatto che il prezzo del sottostante viene osservato più volte durante il periodo di vita dell'obbligazione e lo strike price (il prezzo iniziale) viene confrontato con la media dei prezzi rilevati in ciascuna data di osservazione. La formula per il calcolo di R sarà pertanto la seguente:

$$R = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^N \frac{P_t - P_0}{P_0}$$

dove N rappresenta il numero di osservazioni del sottostante. La frequenza con cui vengono rilevati tali valori del sottostante è stabilita dall'emittente e indicata nel foglio informativo analitico (il documento descrittivo che accompagna ogni emissione, illustra le caratteristiche morfologiche del titolo e che dovrebbe essere consegnato al sottoscrittore). Nella prassi si osserva che gli emittenti hanno anche in questo caso seguito criteri assai differenziati: esistono emissioni in cui la frequenza di osservazione del sottostante è regolare (mensile, trimestrale ecc.), altre in cui è crescente (in questo caso l'intervallo temporale che trascorre tra un'osservazione e l'altra si riduce man mano che si avvicina la scadenza dell'obbligazione) e infine altre ancora in cui è decrescente (l'intervallo temporale tra due osservazioni successive aumenta). Ciò significa che due prodotti strutturati, in tutto e per tutto identici, che differiscono soltanto nella tempistica di osservazione del sottostante possono dar luogo a due payoff assai diversi; ciò contribuisce ad aumentare il grado di frammentazione di tale mercato.

Nel caso delle obbligazioni strutturate il cui sottostante è rappresentato da un paniere di attività finanziarie, gli emittenti fanno spesso ricorso ad altre tipologie di opzioni esotiche tra cui le opzioni rainbow, le best of e le worst of.

Le obbligazioni del primo tipo si caratterizzano per il fatto che il rendimento percepito dal possessore dipende dalla variazione di valore

di un intero paniere di strumenti finanziari a ciascuno dei quali viene assegnato uno specifico peso; il rendimento finale del paniere sarà pari alla media ponderata dei rendimenti delle attività che lo compongono. L'opzione incorporata nell'obbligazione strutturata è definita appunto rainbow e la formula di calcolo di R è la seguente:

$$R = \frac{1}{Z} \sum_{i=1}^Z w_i x_i$$

dove Z rappresenta il numero dei componenti del paniere, w_i il peso e x_i il rendimento di ciascun componente. Tale rendimento, a sua volta, potrà essere calcolato confrontando semplicemente il valore con lo strike price, oppure, più frequentemente, adottando il meccanismo della media e delle osservazioni periodiche già descritto in precedenza.

Una categoria molto simile alle rainbow è quella dei prodotti di tipo worst of (best of), per i quali la remunerazione percepita dal possessore è funzione del rendimento di quella singola attività presente nel paniere sottostante che ha avuto la performance peggiore (migliore). L'opzione sottostante è detta worst of (best of) e il valore di R, secondo la notazione già utilizzata in precedenza, risulta:

$$R = \min_i x_i$$

nel caso worst of, oppure

$$R = \max_i x_i$$

per i prodotti di tipo best of. Anche in questo caso il rendimento x_i della i -esima attività del paniere può essere valorizzato con il confronto puntuale oppure con il meccanismo della media.

In alcuni casi, peraltro poco frequenti, la composizione del paniere sottostante non è fissa per tutta la durata dell'obbligazione, ma può variare in funzione di alcune regole discrezionali stabilite dall'emittente.

tente che, in questi casi, adotta una logica gestionale molto simile a quella dei fondi comuni di investimento. Le obbligazioni strutturate di questo genere sono definite Altipianos e Himalaya.

Un'ulteriore categoria di obbligazioni strutturate è rappresentata dalla combinazione di un'obbligazione con un'opzione di tipo cliquet (detta anche ratchet). Analogamente a quelle presentate in precedenza, presuppone una molteplicità di osservazioni dell'attività sottostante, tuttavia si differenzia per l'assenza del meccanismo della media. In corrispondenza di ciascuna data di osservazione il prezzo del sottostante viene confrontato con il prezzo dell'osservazione immediatamente precedente (anziché con lo strike price iniziale) per ricavarne un rendimento periodale; la remunerazione percepita dal possessore sarà pari alla somma algebrica di tali rendimenti periodali secondo un criterio stabilito dall'emittente.

Nel caso dei prodotti di tipo cliquet il rendimento finale per l'investitore sarà pari alla somma dei soli rendimenti periodali positivi dell'attività sottostante. Pertanto:

$$R = \sum_{t=1}^N \max \left[0; \frac{p_t - p_{t-1}}{p_{t-1}} \right]$$

Le obbligazioni strutturate di tipo reverse cliquet sono identiche alle precedenti, con l'unica differenza che vengono considerati soltanto i rendimenti periodali negativi che vengono di volta in volta sottratti da un tasso fisso (\bar{X}) stabilito dall'emittente secondo la seguente formula:

$$R = \bar{X} - \sum_{t=1}^N \min \left[0; \frac{p_t - p_{t-1}}{p_{t-1}} \right]$$

Infine, le ultime tre categorie di prodotti strutturati descritte di seguito sono quelle in cui la componente obbligazionaria è associata a particolari opzioni esotiche che fanno sì che il rendimento

percepito dal possessore non sia proporzionale alla performance del sottostante, come nei casi precedenti, ma assuma un valore predeterminato dall'emittente, al verificarsi di determinati eventi inerenti al sottostante. Tra questi vi sono i prodotti di tipo digital, dal nome dell'opzione incorporata nell'obbligazione (nota anche con il nome di all or nothing) che garantiscono al possessore una remunerazione di ammontare fisso e predeterminato qualora il sottostante a scadenza presenti un valore pari o superiore allo strike price, mentre non pagano alcuna cedola nel caso opposto. Il rendimento R viene calcolato in base alla seguente formula:

$$R = \begin{cases} \hat{r} & \text{se } p_T > p_0 \\ 0 & \text{altrimenti} \end{cases}$$

Un'altra categoria di obbligazioni strutturate simili alle precedenti è quella di tipo barrier. L'opzione incorporata nel prodotto strutturato è sempre di tipo path dependent, presenta un payoff simile a un'opzione call di tipo plain vanilla o di tipo average, ma è soggetta a una condizione sospensiva: il verificarsi di tale condizione determina l'attivazione oppure l'estinzione dell'opzione barrier. Sono pertanto possibili quattro diverse opzioni barrier:

- *up and in*; l'opzione si attiva soltanto se in un qualsiasi istante durante la vita dell'obbligazione il prezzo del sottostante supera una determinata soglia;
- *up and out*; l'opzione sottostante è attiva sin dall'inizio, ma cessa di esistere se il prezzo del sottostante supera una determinata soglia;
- *down and in*; l'opzione si attiva quando il prezzo del sottostante diminuisce oltre una determinata soglia;
- *down and out*; l'opzione cessa di esistere qualora il prezzo del sottostante diminuisca oltre una determinata soglia.

Infine, un'ultima categoria di obbligazioni strutturate è caratterizzata dal meccanismo sticky, ossia dalla combinazione dell'obbligazione con una opzione di tipo lock coupon che fa sì che ogni cedola varia-

bile percepita dal possessore non possa assumere valore inferiore alla cedola precedente. Si tratta quindi di uno strumento che ha come obiettivo quello di limitare il rischio sopportato dall'investitore.

2.3 Gli ETP – di Marco Loiacono

Alla fine degli anni Ottanta una nuova categoria di prodotti ha fatto la sua comparsa sul panorama finanziario internazionale: gli exchange traded fund (ETF).⁶ Gli ETF sono fondi comuni di investimento o comparti di SICAV che si caratterizzano per il fatto di essere scambiati in Borsa con le medesime modalità con cui si negoziano i titoli azionari. Altra caratteristica fondamentale è che essi replicano l'andamento di un indice benchmark per ottenerne un rendimento assimilabile. Configurandosi come Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), dal punto di vista normativo gli ETF domiciliati nell'ambito della Comunità europea sono soggetti alla direttiva UCITS IV. Ne consegue che, al pari degli altri fondi, gli ETF devono rispettare precise regole in merito a separazione patrimoniale, diversificazione minima e tipologia di asset eleggibili per l'investimento (è fatto, per esempio, espresso divieto di investire in metalli preziosi).⁷ Inoltre è previsto che gli ETF non possano avere una leva superiore a 2. Alla luce del quadro normativo appena descritto non sorprende, dunque, che nel corso del tempo si siano affermate altre tipologie di strumenti finanziari, gli ETC (exchange traded commodity) e gli ETN (exchange traded note) che, da un lato, condividono con gli ETF importanti caratteristiche come la gestione passiva e la quotazione, dall'altro, però non sono fondi e pertanto godono di una maggiore flessibilità sia in merito alla scelta del sottostante da replicare sia riguardo al fattore di leva massimo applicabile (che può essere quindi superiore a 2). Gli ETC e gli ETN sono generalmente titoli di debito senza scadenza (perpetui), emessi da una società veicolo (SPV) o a fronte di un investimento

⁶ Il primo ETF è stato emesso negli Stati Uniti nel 1989.

⁷ Cfr. Direttiva 65/2009 CE, Capo VII, art. 50.

diretto nell'attività sottostante come, per esempio, il caso dell'oro e dell'argento, o di un investimento in contratti derivati. Come indicato nell'acronimo, gli ETC sono generalmente concepiti per prendere posizione sia long che short sulle materie prime, mentre gli ETN sono stati ideati per investire in tutte le altre asset class, come indici di volatilità e valute estere, con o senza leva finanziaria.

Soprattutto nell'ambito di ricerche e pubblicazioni si è posta l'esigenza di individuare un acronimo che potesse rappresentare l'intera famiglia dei replicanti comprendente quindi non solo gli ETF, ma anche gli ETC e gli ETN. Per questo motivo sono ormai diversi anni che gli operatori del settore hanno introdotto il termine ETP, exchange traded product, che più genericamente include tutti i prodotti finanziari che: 1) adottano una gestione passiva; 2) sono quotati in Borsa; 3) possono essere sottoscritti/rimborsati sul mercato primario al NAV (ETF) o a un prezzo assimilabile al NAV (ETC ed ETN). In merito al primo punto occorre sottolineare che, in base alle diverse tecniche di investimento utilizzate per replicare il sottostante, gli ETP possono essere ulteriormente suddivisi in due macrocategorie: prodotti a replica diretta, o fisica, e prodotti a replica indiretta, o sintetica. La prima metodologia si ha quando il patrimonio dell'ETP è investito direttamente in parte o in tutti i titoli costituenti l'indice benchmark di riferimento. Nel caso dei metalli preziosi, per esempio, gli ETC fisici acquistano i lingotti e li collocano presso una banca depositaria. La seconda tecnica, invece, è basata sulla stipula di contratti swap con primarie banche d'investimento. Per mitigare il rischio controparte che ne deriva sono previste varie forme di collateralizzazione.

Come detto, gli ETP sono quotati in Borsa, il cosiddetto mercato secondario. Allo stesso tempo però possono essere sottoscritti e rimborsati anche sul mercato primario, da parte di alcuni intermediari specializzati che prendono il nome di authorised participants. Quella appena descritta è una caratteristica fondamentale degli ETP, che li contraddistingue, per esempio, da altri derivati cartolarizzati, quali i certificate. L'esistenza di un mercato primario generalmente

favorisce lo sviluppo di un mercato secondario efficiente sia perché promuove la competizione tra più soggetti che agiscono in qualità di market maker ufficiali e liquidity provider, sia perché consente di effettuare arbitraggi in presenza di un disallineamento tra il prezzo di Borsa e il fair value dello strumento.

Gli ETF e gli ETC in Italia sono quotati in Borsa Italiana all'interno di un mercato che prende il nome di ETFplus.⁸ Gli ETN sono quotati su ETFplus quando l'emittente è un SPV e quindi il patrimonio è separato, mentre sono quotati su SeDeX, il mercato dei certificati, quando l'emittente è direttamente la banca.

A supporto della liquidità di ciascuno strumento, Borsa Italiana prevede la presenza di uno specialista (il market maker) che si impegna a fornire proposte in acquisto e in vendita per una quantità minima e a rispettare gli obblighi prestabiliti circa i massimali di bid/ask spread. Gli specialist possono essere supportati anche da altri operatori, chiamati liquidity provider, che, in via facoltativa, contribuiscono ad aumentare lo spessore del trading book. Il lotto minimo di negoziazione è di un solo ETP e i contratti conclusi hanno una garanzia di buon fine da parte della Cassa di compensazione e garanzia che si interpone tra le controparti, contribuendo a minimizzare il rischio di insolvenza.

2.3.1 Gli ETF strutturati e a gestione attiva

di Isabella Liso e Silvia Procacci

Con il termine ETF si intendono OICR (Organismi di investimento collettivo di risparmio) o, più comunemente, fondi comuni d'investimento o comparti di SICAV che hanno la peculiarità di essere scambiati in continuo in borse regolamentate come normali titoli azionari. Essi combinano i benefici di diversificazione e separazione patrimoniale, tipici dei fondi comuni, con l'elevata liquidità e la maggiore accessibilità, proprie dei titoli azionari.

Gli ETF sono strumenti a gestione passiva aventi un unico obiettivo

⁸ Per un'analisi dettagliata della segmentazione dell'ETFplus si veda il paragrafo 2.1.

d'investimento, disegnati per replicare fedelmente l'andamento dell'indice al quale si riferiscono. Ciò che contraddistingue gli investimenti passivi, rispetto ai più noti fondi di investimento attivi, è la scelta gestionale di non effettuare stock picking in base ad aspettative sul mercato, quanto piuttosto di fissare un benchmark di riferimento e rimanere il più aderenti possibile alla sua performance. Ciò fornisce agli ETF un notevole vantaggio competitivo in termini di commissioni di gestione, che risultano più contenute rispetto ai costi derivanti dalla gestione attiva tradizionale, oltre a non prevedere alcuna commissione di entrata o uscita a carico dell'investitore. Inoltre, a differenza di altre tipologie di strumenti, gli ETF offrono la possibilità di beneficiare di proventi periodici (come dividendi o interessi) attraverso la loro distribuzione diretta o, in altri casi, la capitalizzazione di tali flussi nel patrimonio dello stesso ETF.

Sul mercato italiano, gli ETF sono stati introdotti per la prima volta nel settembre 2002 e da allora hanno riscosso un successo sempre crescente sia tra gli investitori privati che tra quelli istituzionali. Tra le principali motivazioni alla base di tale successo vi è la possibilità di esporsi in tempo reale nei confronti di un mercato o di un settore in modo diversificato e mirato, senza incorrere negli elevati costi di transazione derivanti dall'investimento diretto nelle singole attività componenti i diversi indici. Inoltre essi consentono di raggiungere mercati altrimenti preclusi alla maggior parte degli investitori, per la presenza di barriere legali o costi eccessivi.

Come evidenziato in precedenza, sul mercato ETFplus di Borsa Italiana le negoziazioni vengono ripartite in cinque segmenti principali, tra i quali troviamo i segmenti ETF strutturati e a gestione attiva; Borsa Italiana definisce gli ETF strutturati come «fondi o SICAV negoziabili in tempo reale come delle azioni, che replicano indici strutturati ovvero indici rappresentativi di strategie quali leva o short, con o senza leva».⁹ A loro volta, gli ETF a gestione attiva

⁹ Cfr. *ETF Exchanged Traded Funds: prodotti semplici, strategie sofisticate*, Borsa Italiana, Milano, 2013, disponibile all'indirizzo http://www.borsaitaliana.it/etf/brochure-etf_pdf.html, p. 6.

hanno come obiettivo quello di esporsi a una strategia di investimento “attiva”, sviluppata e operata da un gestore delegato. Con gli ETF strutturati e a gestione attiva è possibile pertanto esporsi a strategie di investimento più sofisticate, per esempio sfruttando l’effetto leva o prendendo posizione (speculativa o protettiva) su possibili ribassi dei mercati finanziari. Non ci si limita dunque alla pura replica del sottostante, ma si simula piuttosto una gestione attiva e dinamica del portafoglio, ottenendo performance simili a quelle dei principali strumenti derivati. Il principale vantaggio di esporsi a tali payoff usando dei fondi, invece che strumenti derivati, è legato alla possibilità di sostenere un costo molto contenuto (TER), senza nessuna commissione di entrata o uscita dall’investimento. Gli ETF strutturati e a gestione attiva, inoltre, garantiscono agli investitori la separazione patrimoniale oltre che un’elevata accessibilità al prodotto, che prevede un investimento minimo molto ridotto a differenza dei principali strumenti derivati. La *tabella 2.1* illustra le principali tipologie di ETF strutturati e a gestione attiva negoziati sull’ETFplus di Borsa Italiana.

Tabella 2.1 – ETF strutturati e a gestione attiva negoziati sull’ETFplus

Gruppo	Prodotti
ETF leveraged/short	ETF leveraged
	ETF short
ETF con strategia mista	ETF short leveraged
ETF con strategie opzionali	ETF buy-write - covered call
	ETF protective put
ETF a gestione attiva	ETF con allocazione dinamica

Nell’ambito degli ETF strutturati si possono annoverare gli ETF a leva short o long, che replicano l’andamento di indici costruiti in modo tale da amplificare per un fattore prefissato, negativo o positivo, l’andamento di un benchmark. Con questa tipologia di ETF è possibile assumere un’esposizione più che proporzionale (o inversamente proporzionale) nei confronti di un mercato o di un settore attraverso una leva fissa che varia da prodotto a prodotto e che può essere ribilanciata giornalmente o mensilmente. Ogni strumento comporta dei vantaggi e degli svantaggi che vanno considerati dettagliatamente al fine di individuare la strategia più coerente con i propri obiettivi d’investimento.

Per esempio, una leva che viene azzerata e rifissata ogni giorno consente all’investitore di assumere un’esposizione prefissata (per esempio leva +/- 2) nel momento esatto in cui effettua l’investimento, ma non fornisce alcuna garanzia del fatto che, su periodi superiori a un giorno, la leva realizzata sia quella ottenuta a livello giornaliero (ovvero +/- 2). La divergenza è dovuta agli effetti generati dalla capitalizzazione composta dei rendimenti su base giornaliera, che non influisce nel caso in cui la leva venga rivista mensilmente. In questo secondo caso, infatti, è possibile concludere che a livello mensile la performance dell’ETF è esattamente pari al fattore moltiplicativo per la performance dell’indice sottostante. Tuttavia, rivedendo la leva mensilmente, non si ha alcuna garanzia del fatto che nel momento in cui viene effettuato l’investimento l’esposizione nei confronti del benchmark sia esattamente quella desiderata (leva +/- 2), a meno che ciò non avvenga esattamente il giorno del ribilanciamento.

Gli ETF short costituiscono un valido strumento di copertura di portafoglio, alternativo all’acquisto o alla vendita di strumenti derivati, nel caso in cui si vogliano prevenire gli effetti negativi legati a eventuali ribassi degli strumenti sottostanti. Attraverso la leva è inoltre possibile dimezzare i costi di copertura, acquistando un unico strumento che copre fino a due volte il ribasso dell’indice sottostante. Con l’utilizzo della leva lunga, invece, si può assumere

una posizione meramente speculativa nei confronti di un mercato, raddoppiandone i profitti proprio come avverrebbe con l'utilizzo degli strumenti derivati.

È importante notare che le metodologie di calcolo degli indici a leva e short, ai quali questi ETF sono riferiti, tengono conto anche dei costi di indebitamento e della remunerazione della liquidità. Per esempio, nel caso di un indice con esposizione short, il rendimento totale terrà conto, oltre all'inverso della performance del benchmark, anche dei ritorni percepiti sull'importo investito e sulla liquidità ottenuta tramite lo short-selling. Ciò significa che al rendimento dell'indice cambiato di segno verrà aggiunta una componente di interessi remunerata a un tasso pari a due volte il tasso overnight di riferimento, al netto dei costi derivanti dalla vendita allo scoperto. Di contro, nel caso di un indice long a leva, il tasso overnight verrà utilizzato per riflettere i costi dell'indebitamento e verrà dunque decurtato dal rendimento complessivo.

Un'altra tipologia diffusa di ETF strutturato è rappresentata dall'ETF protective put, utilizzato principalmente per proteggere il valore del portafoglio senza limitare i guadagni in caso di rialzi dell'indice di riferimento. L'ETF si costruisce adottando una posizione "lunga" nell'indice sottostante e acquistando un'opzione put sullo stesso indice, in genere out of the money e con vita residua breve, che viene sostituita, non appena ci si avvicina alla scadenza, da un'altra opzione put con caratteristiche analoghe. La struttura consente di proteggersi da ribassi del sottostante inferiori al livello dello strike della put out of the money e di partecipare, allo stesso tempo, al rialzo dell'indice, rinunciando alla parte di performance corrispondente al premio della put acquistata.

Accanto all'ETF protective put, vi sono ETF legati alla realizzazione di strategie utili per trarre beneficio dalle fasi di mercato caratterizzate da movimenti laterali, come la buy-write o la covered call. Il meccanismo è analogo al precedente, con un'esposizione lunga nel sottostante che viene però accompagnata da una vendita di un'op-

zione call con strike out of the money che ha come sottostante lo stesso indice. Il guadagno massimo è limitato, comportando una perdita dal punto di vista del costo/opportunità nel caso di ingenti rialzi, mentre la perdita potrebbe essere potenzialmente molto elevata nel caso di forti ribassi. La strategia è adatta per un mercato atteso stabile o leggermente crescente e non dovrebbe essere utilizzata se, invece, ci si attende un mercato orientato al ribasso.

Alle tipologie di ETF strutturati fin qui descritte, in tempi recenti, si è aggiunta anche la categoria degli ETF a gestione attiva. Tali prodotti, sebbene ancora presenti marginalmente sul mercato italiano, hanno da subito contribuito a modificare la chiave interpretativa del concetto di "gestione passiva". Gli ETF a gestione attiva comprendono una componente monetaria e un'esposizione (long o short) verso un indice. Al gestore è tuttavia consentito di variare nel tempo il cosiddetto moltiplicatore, che, nel contesto dei prodotti a gestione passiva, indica la quantità di indice sottostante controllata da ogni singola quota (per esempio, se l'indice sottostante quota 360 punti e il valore della quota è 3,6, il moltiplicatore vale 0,01). È evidente pertanto che la modifica di tale parametro introduce un elemento di discrezionalità, che tiene conto anche delle view del gestore sulle condizioni del mercato e che, pertanto, mira a generare extrarendimenti, un concetto tipico dei prodotti a gestione attiva.

È tuttavia opportuno evidenziare che il gestore non gode di discrezionalità assoluta sulle variazioni del moltiplicatore, poiché tale attività è possibile unicamente in date prefissate (per esempio, trimestralmente) e il nuovo moltiplicatore deve necessariamente essere compreso in un predefinito intervallo di valori.¹⁰

Il principale vantaggio dell'investimento in ETF strutturati e a gestione attiva è legato al fatto che essi consentono di combinare i benefici degli investimenti in ETF, e quindi di una gestione passiva con costi contenuti, con i benefici derivanti da una gestione più

¹⁰ Cfr. Braga M., "Gli Etf strutturati: opportunità e rischi per l'investitore", *Bancaria*, n. 3/2011.

dinamica che alloca le risorse del portafoglio in maniera trasparente. Come per gli ETF standard, anche quelli strutturati e a gestione attiva consentono di attenuare il rischio emittente, in quanto il loro patrimonio è separato da quello della società di gestione e delle società che ne curano la costituzione, l'amministrazione e il marketing. È opportuno, infine, sottolineare che gli ETF strutturati e a gestione attiva adottano la metodologia di replica sintetica e pertanto in sede di valutazione occorre tenere conto dell'esposizione dell'emittente nei confronti della controparte swap, che tuttavia, come prescrivono le direttive UCITS, non può superare il 10%.

2.3.2 ETC ed ETN – di Lorenzo Pirovano

Come abbiamo già avuto modo di evidenziare, gli ETF si caratterizzano per alcuni limiti oggettivi: a causa della loro natura di OICR, essi possono ammettere come attività sottostante unicamente indici adeguatamente diversificati e con grado di leva massimo pari a 2, come prescritto dalla normativa UCITS. Per ovviare a tali limitazioni, il mercato ha affiancato agli ETF altre due fattispecie di prodotti: ETC ed ETN. Questi ultimi, in quanto titoli di debito, risultano estremamente flessibili in termini di attività sottostanti ammissibili e consentono, pertanto, di accedere a un ventaglio più ampio di opportunità di investimento.

Gli ETC

Il mercato delle commodity è sempre stato poco accessibile agli investitori retail: ciò è principalmente dovuto alle problematiche connesse allo stoccaggio delle materie prime o agli elevati tagli minimi dei contratti derivati a queste relativi. Dal 2003¹¹ sono tuttavia comparsi i primi exchange traded commodity (ETC), prodotti finanziari quotati in Borsa che offrono a investitori retail e istituzionali la possibilità di operare in maniera semplice e diretta nel

¹¹ In Italia solo dall'aprile del 2007.

mercato delle commodity. Gli ETC consentono sia di assumere posizioni dirette nel sottostante sia di esporsi in maniera long o short all'andamento di indici di future su commodity senza fare ricorso all'acquisto di contratti derivati. Al pari degli ETF questi strumenti prevedono un lotto minimo di negoziazione pari a una sola quota e dei costi di gestione generalmente contenuti. Tali caratteristiche, unitamente alla quotazione in Borsa, li rendono particolarmente adatti al pubblico a cui sono rivolti.

Dal punto di vista giuridico, sono strumenti di debito emessi da una società veicolo (SPV) a fronte dell'investimento diretto in materie prime o in derivati aventi come sottostante queste ultime. Per SPV (special purpose vehicle) si intende un soggetto giuridico, creato da una società (detta sponsor). Esso ha, come oggetto sociale esclusivo, l'emissione di ETC e beneficia di un patrimonio totalmente separato rispetto a quello della società sponsor, non aggredibile cioè dagli eventuali creditori particolari di quest'ultima (cosiddetto attivo segregato). L'impiego di SPV consente di ridurre in maniera significativa il rischio emittente.

Sulla base della tecnica di investimento prescelta gli ETC sono classificabili in fisici e sintetici. Quando la società emittente (SPV) effettua un investimento diretto nel sottostante, l'ETC è definito physically-backed o fisico. In tal caso, la commodity di riferimento deve poter essere immagazzinabile e non facilmente deperibile. Inoltre, la materia prima deve essere ad alto valore intrinseco e deve rispettare gli standard internazionali di "good delivery". Queste ultime caratteristiche spiegano il motivo per cui metalli preziosi come l'oro, l'argento, il platino e il palladio siano particolarmente adatti a essere oggetto di investimento degli ETC fisici. Se tutte le precedenti condizioni sono soddisfatte, la commodity può essere conservata presso il caveau di una banca depositaria indicata dall'emittente. Questa struttura permette, da un lato, di replicare fedelmente l'andamento della materia prima oggetto di investimento e, dall'altro, di garantire i titoli emessi. Se, invece, l'investimento è effettuato in

contratti derivati su materie prime, come, per esempio, il grano o il gas naturale, l'ETC derivante da questa struttura è chiamato "sintetico". In questo caso l'investimento, a fronte dei titoli di debito emessi dalla SPV, è effettuato in contratti derivati, generalmente swap, aventi come controparte primarie banche d'investimento. Il rischio di controparte che ne deriva è mitigato dalla previsione di un collaterale posto a garanzia della solvibilità della controparte dello swap. Gli emittenti di ETC applicano diverse policy per la scelta delle attività finanziarie utilizzate come collaterale, che possono comprendere titoli azionari, obbligazionari e lingotti d'oro.

Come accade per gli ETF, gli ETC possono essere negoziati sia sul mercato primario che secondario. All'interno del mercato primario operano gli intermediari specializzati (authorized participants) che possono sottoscrivere o liquidare gli ETC physically-backed, rispettivamente, consegnando o ricevendo dall'emittente il quantitativo esatto di materia prima controllato da ogni contratto (c.d. "metal entitlement") oppure negoziando sulla base del prezzo di fixing giornaliero. Per gli ETC sintetici è prevista, invece, la possibilità di sottoscrivere e rimborsare sul mercato primario i titoli solo con regolamento in denaro al valore ufficiale giornaliero (assimilabile al net asset value dei fondi UCITS), il quale riflette il valore di chiusura dell'indice sottostante così come calcolato e diffuso dall'index sponsor. Il mercato secondario è accessibile a chiunque, permettendo la libera negoziazione dei titoli sulla base del loro controvalore e al prezzo determinato dalle migliori proposte presenti sul trading book. In Italia, gli ETC sono negoziati nel segmento degli strumenti finanziari derivati cartolarizzati di ETFplus di Borsa Italiana. A seconda che lo strumento incorpori o meno l'effetto leva, esso rientrerà in una delle tre classi all'interno del segmento dedicato.

Il maggior rischio connesso all'investimento in ETC è relativo all'andamento del mercato delle materie prime nel suo complesso e a quello della commodity sottostante lo specifico investimento. Variazioni sfavorevoli del prezzo di quest'ultima possono compor-

tare perdite, anche ingenti, per chi investe in ETC, tenuto conto che questi strumenti non prevedono generalmente alcuna forma di protezione del capitale investito.

Come già menzionato, gli ETC sintetici replicano la performance di indici di contratti future. In questi casi, è opportuno evidenziare gli effetti del cosiddetto contango, ossia la circostanza per la quale il prezzo del future in scadenza risulti inferiore a quello del derivato con scadenza più lontana nel tempo. La struttura a termine dei contratti future su materie prime è spesso in contango in quanto il prezzo del derivato incorpora il cost of carry, ossia il costo di stoccaggio più quello del finanziamento. Gli ETC non hanno scadenza e quindi sono legati all'andamento di indici che prevedono la sostituzione automatica del contratto future in modo tale da non arrivare alla consegna.¹² Quando la curva è in contango, la sostituzione genera un costo (roll-yield negativo) che, incorporato nel prezzo dell'ETC, può assumere un'importanza notevole e influenzare significativamente la performance del prodotto, soprattutto nel medio-lungo termine. Infine, gli investitori che negoziano gli ETC in euro devono considerare anche i rischi derivanti dalle oscillazioni del tasso di cambio tra il dollaro e l'euro. Ciò è dovuto al fatto che tutte le materie prime sono negoziate in USD nella rispettiva borsa di quotazione, come il Chicago Mercantile Exchange (CME) e il London Bullion Market. Per mitigare questo rischio, alcuni emittenti offrono una copertura valutaria che permette agli investitori di ricevere un rendimento pari a quello del sottostante negoziato in USD al netto dei costi di gestione e di hedging. Per gli ETF fisici la copertura è realizzata giornalmente aggiustando il metal entitlement per neutralizzare le oscillazioni del cambio, mentre per quelli sintetici si fa generalmente ricorso a contratti forward rinnovati con cadenza mensile.

¹² I contratti future prevedono una determinata scadenza, mentre l'ETC è concepito per rappresentare il rendimento derivante dalla detenzione ininterrotta dell'attività sottostante.

Come per gli ETF, un investitore in ETC non incorre in alcuna commissione di entrata/uscita o di performance. A ogni ETC è associata una commissione di gestione proporzionale alla durata dell'investimento. Inoltre, occorre considerare che tali strumenti sono soggetti a una commissione di negoziazione applicata dall'intermediario finanziario per l'attività svolta sui mercati regolamentati.

Gli ETN

Dal punto di vista giuridico non vi è alcuna differenza tra ETC ed ETN: si tratta infatti di titoli di debito perpetui senza cedola, generalmente emessi da una società veicolo. Più raramente l'emissione viene effettuata direttamente da una banca, e in tal caso chi investe in ETN non beneficia della separazione patrimoniale.

La differenza di lettera nell'acronimo, la N al posto della C, sta semplicemente a indicare che il sottostante generalmente non è una commodity. Gli ETN rappresentano, infatti, il naturale complemento all'insieme degli ETP. Tali strumenti possono essere legati a tassi di cambio, tassi di interesse o indici di volatilità, aprendo dunque nuove e interessanti opportunità per gli investitori, che possono impiegare gli ETN sia in un'ottica di investimento speculativo sia di copertura (hedging).

Tra le molteplici strategie rese possibili dagli ETN, ve ne sono alcune che meritano un'analisi più approfondita. Si pensi, per esempio, a un investitore che detiene metà del suo portafoglio in strumenti finanziari denominati in dollari e che desidera immunizzare la sua posizione da futuri deprezzamenti della moneta statunitense nei confronti dell'euro. Una possibile soluzione è quella di utilizzare contratti forward, mentre in alternativa potrebbe acquistare un ETN short USD long EUR. Sovente, questi ETN comprendono anche un certo grado di leva, che può essere utile all'investitore per ridurre il capitale impiegato per ottenere la copertura.

Oltre che per finalità di hedging, le valute possono essere utilizzate

anche per obiettivi di trading. Numerosi studi¹³ evidenziano le interessanti caratteristiche dei tassi di cambio, sia in termini di bassa correlazione con le altre asset class sia per quanto riguarda la loro bassa volatilità, peculiarità che rendono le valute una componente desiderabile all'interno del proprio portafoglio, poiché ne accrescono la diversificazione. Anche in questo caso, gli ETN possono rappresentare una valida ed efficiente soluzione di investimento.

La seconda tipologia di prodotti esaminata è costituita dagli ETN che replicano l'andamento di indici di contratti future sulla volatilità. Anche in questo caso, tali strumenti possono essere utilizzati sia per finalità speculative - se ci si aspetta un incremento nei valori dell'indice di volatilità - sia come strumenti per realizzare strategie di copertura, sfruttando per esempio la correlazione storica negativa rispetto al mercato azionario. Analogamente agli ETC legati a indici di future su commodity, anche gli ETN sulla volatilità presentano alcune criticità, soprattutto se utilizzati in un'ottica di copertura/investimento di medio-lungo periodo. La struttura a termine dei contratti derivati sulla volatilità è infatti tipicamente in contango, con conseguenze significative sul rendimento complessivo di questi strumenti, a causa degli elevati costi di sostituzione.

Le due strategie sopra descritte costituiscono soltanto alcuni esempi di utilizzo degli ETN. Lo spettro dei sottostanti ammissibili per questi prodotti è decisamente più ampio e comprende anche attività sottostanti già coperte dagli altri ETP, come per esempio gli indici azionari che, all'interno della cornice giuridica degli ETN possono essere offerti con leva pari o superiore a 3. A causa della loro rischiosità elevata, questi prodotti sono principalmente rivolti a investitori consapevoli, in possesso di adeguate conoscenze finanziarie e particolarmente propensi al rischio, poiché le perdite potenziali possono giungere sino all'intero capitale investito.

¹³ Cfr. Pojarliev M., Levich R., *A new look at currency investing*, Research Foundation CFA Institute, 2012.

In Italia, le negoziazioni che hanno a oggetto gli ETN avvengono in Borsa Italiana, sui mercati ETFplus e SeDeX, a seconda che la società emittente sia, rispettivamente, un SPV oppure una banca.

All'interno del mercato ETF plus, gli ETN sono negoziati nel settore ETCC del segmento ETC. Il regolamento per l'ammissione alle negoziazioni prevede che il soggetto emittente abbia come finalità unica l'emissione di tali strumenti finanziari. Inoltre, le attività acquistate con i proventi derivanti dalle sottoscrizioni devono costituire un patrimonio separato e non aggredibile da soggetti terzi diversi dai portatori dei titoli. Per soddisfare tali requisiti è di conseguenza indispensabile l'impiego di una SPV in qualità di società emittente. Il regolamento del mercato SeDeX prevede, invece, che l'emittente sia direttamente l'istituto bancario, il quale deve possedere un patrimonio di vigilanza pari o superiore a 25 milioni di euro e dimostrare che i sistemi di vigilanza prudenziale siano conformi alle disposizioni vigenti. Infine, come per tutti gli altri ETP negoziati in Borsa, la liquidità sui mercati ETFplus e SeDeX è garantita da specialisti e liquidity provider.

2.4 I certificati: la nuova frontiera dei prodotti strutturati – di Francesco De Santis

I certificati sono prodotti strutturati e precisamente derivati cartolarizzati, essendo combinazioni di strumenti derivati, tipicamente opzionari: rappresentano un ampio spettro di prodotti finanziari particolarmente efficienti, caratterizzati da una grande varietà di profili di rischio/rendimento e possono quindi prestarsi a numerose strategie d'investimento.

I certificati presentano una vasta gamma di sottostanti, che va dagli indici ai titoli azionari, dalle valute alle materie prime, fino ai tassi d'interesse. Sono emessi da un intermediario finanziario e pertanto espongono gli investitori non soltanto al rischio di mercato, legato all'andamento del sottostante di riferimento, ma anche a quello di credito, legato alla solvibilità dell'emittente.

Essendo titoli a gestione passiva non prevedono alcuna commissione di gestione.

Particolarmente diffusi in alcuni paesi europei quali per esempio Germania e Svizzera per le esigenze della clientela private, sono stati introdotti nel mercato italiano poco più di dieci anni fa, riscontrando un crescente successo presso gli investitori. Possono essere distinti in due macrocategorie: i certificati di investimento e quelli con leva. I primi sono strumenti nati per soddisfare le esigenze della clientela che intende ridurre la rischiosità del portafoglio o accrescerne il rendimento potenziale. Si dividono in due classi: classe A, in cui sono compresi gli strumenti a replica lineare senza leva, quali per esempio i benchmark, e classe B, che aggiungono alla replica della performance del sottostante anche una o più opzioni accessorie (protezione del capitale, premio fisso o condizionato, possibilità di scadenza anticipata ecc.).

I secondi permettono di assumere posizioni al rialzo o al ribasso sul sottostante e di beneficiare di una performance potenziale più elevata grazie alla presenza della leva, che amplifica le variazioni del sottostante.

Un cliente private può investire in certificati sul mercato primario mediante la sottoscrizione attraverso il proprio private banker/collocatore o direttamente sul mercato secondario. In Italia i certificati sono negoziati sul SeDeX di Borsa Italiana SpA e su Cert-X di EuroTLX SIM.

Importante elemento distintivo che caratterizza questi prodotti è la bassa soglia d'accesso; i certificati presentano un taglio minimo, in genere, pari a 100 o 1000 euro e un investitore può acquistarne anche una sola unità.

I principali punti di forza di questi strumenti finanziari possono riassumersi nei seguenti:

- *flessibilità*: la grande varietà di strutture finanziarie e di orizzonti temporali d'investimento (in genere da uno a cinque anni) consente agli investitori di selezionare il certificato che meglio

si adatta alle proprie esigenze di portafoglio. I certificati, inoltre, permettono di investire su un ampio ventaglio di sottostanti, sia domestici sia quotati sui mercati internazionali, altrimenti poco accessibili se non a costi particolarmente elevati;

- *semplicità e trasparenza*: i certificati sono caratterizzati da payoff semplici e accompagnati da un materiale informativo a supporto che ne facilita la comprensione. Sono inoltre strumenti finanziari quotati, emessi da un intermediario attraverso uno specifico prospetto di emissione, preventivamente approvato dalla Consob o da un'altra autorità nazionale;
- *liquidità*: sul mercato secondario l'emittente, o un soggetto a esso collegato, garantisce un'attività di market making in via continuativa, fornendo liquidità al titolo. Indipendentemente dalla tipologia di prodotto, i certificati possono essere acquistati o venduti in qualsiasi momento durante la giornata borsistica (dalle 9.00 alle 17.25), come un titolo azionario. La quotazione consente all'investitore di liquidare la propria posizione in qualsiasi momento, anche prima della scadenza naturale dello strumento;
- *efficienza fiscale*: un cliente private che ha minusvalenze pregresse maturate su altre asset class, quali azioni o obbligazioni, potrebbe recuperarle investendo in certificati. In Italia il trattamento fiscale di questi strumenti finanziari è semplice e più vantaggioso rispetto ad altri strumenti finanziari. Le plus/minusvalenze derivanti dall'investimento in certificati sono tassate con l'aliquota del 26% e sono considerate redditi diversi. Il credito d'imposta generato da un'eventuale minusvalenza può essere compensato entro il quarto anno successivo al suo realizzo. In seguito all'introduzione dell'imposta sulle transazioni finanziarie (la cosiddetta Tobin Tax), i certificati acquistati sul mercato secondario, aventi come sottostante un titolo azionario italiano sono soggetti a tale imposta, dovuta in maniera fissa e scaglionata in base al valore nozionale del contratto.

Come evidenziato in precedenza, la flessibilità di payoff rappresenta

uno dei principali punti di forza dell'investimento in certificati, che possono adattarsi a ogni contesto di mercato. L'ampia gamma di strutture finanziarie, attualmente disponibili in Italia, può essere ricondotta alle seguenti categorie, secondo la mappa ACEPI (Associazione italiana certificati e prodotti d'investimento):

- *strumenti a capitale protetto/garantito*: questi strumenti finanziari prevedono la protezione incondizionata (totale o parziale) del valore nominale del certificato a scadenza, indipendentemente dalla performance dell'attività sottostante. Appartengono a questa categoria, per esempio, gli equity protection, che prevedono un rimborso minimo pari al livello di protezione nel caso in cui il sottostante si trovi, a scadenza, a un livello inferiore rispetto a quello di protezione. Altrimenti, nel caso di rialzo del sottostante, essi consentono di partecipare alla relativa performance;
- *strumenti a capitale condizionatamente protetto*: sono i certificati più diffusi nei portafogli della clientela private. Essi beneficiano di una protezione parziale del capitale investito dal rischio di ribasso del sottostante, garantendo allo stesso tempo una partecipazione variabile al rialzo del sottostante. Questa tipologia di prodotti si caratterizza per un profilo di rischio complessivo inferiore rispetto all'investimento diretto nel sottostante, pur presentando una rischiosità maggiore rispetto ai certificati a capitale protetto/garantito, ciò in quanto offrono una garanzia parziale del capitale, condizionata al mancato raggiungimento di determinati livelli del sottostante, stabiliti all'emissione del titolo. Rientrano in questa categoria, per esempio, i bonus, i twin win, gli express, i cash collect ecc.

I bonus prevedono, a scadenza, il rimborso di un premio (bonus) o, se maggiore, di partecipare al rialzo del sottostante. La struttura finanziaria di questi certificati si caratterizza per la presenza di una barriera, la cui mancata violazione consente di incassare a scadenza il bonus; il monitoraggio della barriera può essere continuo (ogni giorno durante l'intera giornata di negoziazione o esclusi-

vamente sul prezzo di chiusura giornaliero) o discreto (esclusivamente a scadenza). I certificati con barriera continua sono più rischiosi e quindi, a parità di condizioni, consentono di ottenere bonus più elevati. I prodotti con barriera sono maggiormente influenzati dalla volatilità implicita del sottostante, che determina la probabilità del verificarsi dell'evento barriera durante la vita del certificato. La propensione al rischio dell'investitore e le aspettative sull'andamento del sottostante influenzeranno l'investitore sulla scelta della tipologia di barriera.

Oltre ai bonus sono molto diffusi anche gli *express*, che si caratterizzano per la possibilità di essere liquidati prima della loro naturale scadenza nel caso in cui si verifichi un evento predeterminato. Se, infatti, a date prefissate (che possono essere mensili, semestrali, annuali ecc.) il sottostante si colloca al di sopra di un determinato livello, il titolo scade anticipatamente con la liquidazione del capitale inizialmente investito maggiorato di un premio. A scadenza, se il sottostante quota al di sopra del valore iniziale, viene rimborsato il valore nominale più un premio. Altrimenti, è prevista la protezione del capitale investito, per ribassi del sottostante entro la barriera. In caso contrario, il certificato rimborsa l'importo nominale ridotto della performance negativa del sottostante. Alcune varianti di *express* possono prevedere anche premi fissi e incondizionati rispetto all'andamento del sottostante, così come un meccanismo di "memoria" sul rimborso dei premi, in modo da permettere all'investitore di recuperare quegli importi eventualmente non incassati alle scadenze precedenti;

- *strumenti a capitale non protetto*: questi strumenti non prevedono alcun livello di protezione, seppur condizionata, del capitale investito, garantendo una performance interamente legata ai movimenti del sottostante in modo più o meno proporzionale. Appartengono a questa categoria i benchmark, gli outperformance e i discount. Gli outperformance, per esempio, permettono, grazie a un fattore di partecipazione maggiore del 100%, di ottenere un'extra-

performance rispetto al rendimento del sottostante. Il rimborso, a scadenza, sarà pari a n -volte (dove n è il fattore di partecipazione) la performance del sottostante nel caso in cui esso sia superiore rispetto al valore iniziale. Nel caso opposto si è esposti in maniera lineare alla performance negativa del sottostante, con conseguente perdita in conto capitale;

- *strumenti a leva (leverage certificate)*: tali strumenti consentono di partecipare alle variazioni del sottostante in misura più che proporzionale al rialzo (long) o al ribasso (short), grazie al cosiddetto effetto leva e con un assorbimento di capitale inferiore. Tale categoria comprende, in primo luogo, i turbo e gli short, i mini future, certificati per i quali la leva finanziaria varia in funzione dell'andamento del sottostante rispetto allo strike. A partire dal 2012 sono stati collocati sul mercato italiano anche i certificati a leva fissa, che consentono di investire sui mercati finanziari con un livello di leva finanziaria che rimane fissa nel corso della giornata lavorativa. Questi certificati incorporano pertanto un meccanismo di revisione giornaliera della leva, per cui la replica del sottostante, moltiplicata per il coefficiente di leva, è assicurata soltanto durante ciascuna seduta di negoziazione e non per periodi superiori. I certificati con leva possono caratterizzarsi anche per la presenza del cosiddetto livello di stop loss, che rappresenta il livello del sottostante, definito in emissione, il cui raggiungimento, nel corso della vita del certificato, ne determina l'estinzione anticipata. Rispetto agli altri strumenti, che ben si adattano a strategie conservative, i certificati con leva sono funzionali a finalità di trading di brevissimo termine. Nella loro versione short possono essere utilizzati anche come strumenti di copertura di portafogli investiti in azioni, valute e tassi di interesse.

I turbo short, per esempio, permettono di investire al ribasso su un determinato sottostante, tipicamente un titolo o un indice azionario. Grazie alla presenza della leva, essi consentono di realizzare un sovrarendimento rispetto alla sua performance negativa.

La leva è dinamica e aumenta per valori del sottostante prossimi allo strike, mentre diminuisce nel caso contrario. L'investimento in questi prodotti è assimilabile a un investimento diretto nel sottostante, ove una parte dei fondi è finanziata dall'emittente del certificato. La massima perdita potenziale è pari all'intero capitale investito, e si verifica nel momento in cui il sottostante viola al rialzo lo strike, il cui monitoraggio avviene nel continuo durante l'intera giornata di negoziazione.

Il prezzo teorico di un turbo short è pari alla differenza tra lo strike e il livello spot del sottostante, divisi per la parità,¹⁴ mentre per i turbo long è l'opposto. I certificati con leva costituiscono una valida alternativa ad altri strumenti finanziari, quali i contratti future e le opzioni, poiché non comportano un investimento elevato, non prevedono il versamento di alcun margine di garanzia e non sono influenzati dalle variazioni della volatilità implicita dei sottostanti.

2.5 I fondi strutturati – di Samir Naït-Bachir

Esistono diverse tipologie di fondi strutturati, che soddisfano varie categorie di investitori, vincoli normativi o altri aspetti.

Dal punto di vista normativo, possono ascrivere essenzialmente a due gruppi:

- gli OICVM (disciplinati dalla direttiva europea OICVM IV);
- i FIA (disciplinati dalla direttiva europea AIFM).

In Europa, l'attuazione della direttiva OICVM ha posto le basi per favorire il collocamento di questi prodotti agli investitori retail. Pertanto i fondi strutturati possono essere collocati al pubblico, in questa forma, in tutto il continente europeo.

Sussistono tuttavia alcune differenze, in particolare, in merito ai limiti agli investimenti.

I fondi strutturati, sia OICVM che FIA, possono investire in azioni, obbligazioni, depositi, strumenti del mercato monetario, contratti

¹⁴ Per parità si intende il numero di turbo necessari ad acquistare un'unità del sottostante.

finanziari (derivati negoziati su mercati regolamentati oppure OTC) e cessioni temporanee di titoli. In aggiunta, i FIA hanno la possibilità di detenere in portafoglio warrant, certificati di risparmio e crediti. Questi fondi strutturati sono vincolati all'approvazione dell'autorità di vigilanza del paese in cui il fondo è domiciliato, nonché all'obbligo di depositare apposita notifica presso l'autorità di vigilanza dei paesi in cui viene distribuito.

I fondi strutturati rappresentano soluzioni di investimento coerenti sia con un approccio di gestione patrimoniale, sia con una gestione in fondi globale diversificata.

Questi prodotti consentono di realizzare una pluralità di strategie e di esposizioni, offrendo pertanto agli investitori allocazioni di portafoglio personalizzate, il più possibile coerenti con le loro esigenze finanziarie. Il punto di forza principale di questi prodotti è di assicurare le potenzialità di performance delle asset class rischiose all'interno di un quadro di investimento essenzialmente più conservativo: la protezione del capitale, infatti, può essere totale o parziale.

2.5.1 Le strategie gestionali

I fondi strutturati consentono di realizzare diverse strategie gestionali, tra le quali:

- “strategie direzionali”, aventi come obiettivo di trarre pieno profitto dal rialzo dei mercati;
- “strategie di rendimento”, in cui la strategia non è indicizzata all'andamento dei mercati, ma punta piuttosto a sfruttare un determinato contesto per massimizzare la redditività periodica, al realizzarsi di una o più condizioni;
- “strategie ibride”, che tendono a combinare le due precedenti tipologie.

Nella definizione della strategia ottimale entrano comunque in gioco altri fattori, in particolare:

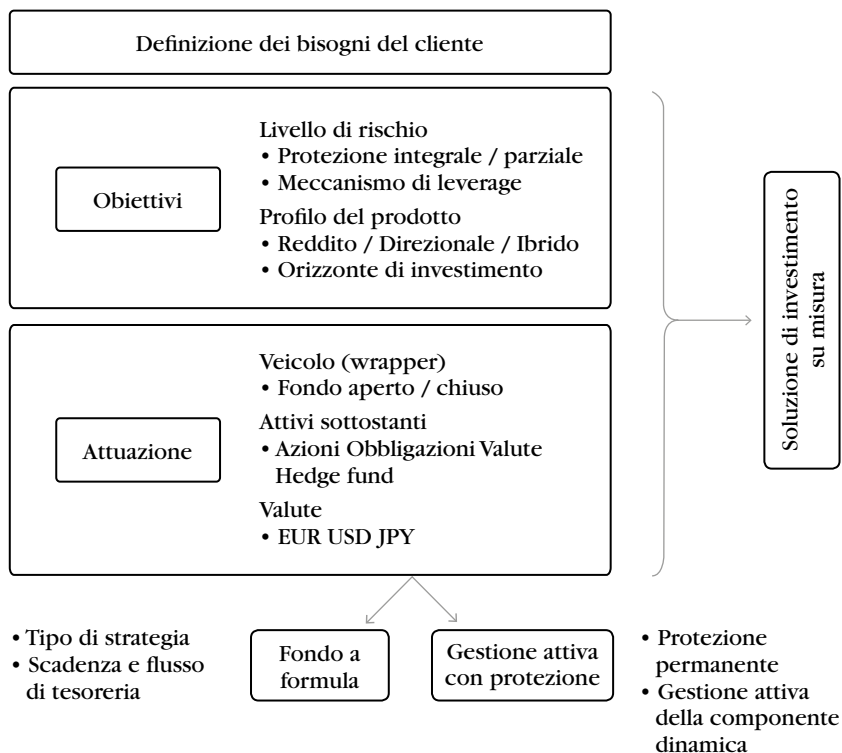
- la durata dell'investimento;
- i meccanismi di protezione previsti dalla strategia, come la pos-

sibile previsione di un livello “soglia” (per esempio le prestazioni sono considerate solo se positive, mentre vengono considerate pari a 0 se di segno negativo);

- combinazioni fra le diverse strategie, per esempio al fine di sfruttare non solo il rialzo ma anche il ribasso dei mercati.

I fondi strutturati si configurano pertanto come soluzioni di investimento che, per natura e per struttura, possono adattarsi ai diversi contesti di mercato. Grazie al loro approccio dinamico essi consentono di investire, seppur con meno rischi, non soltanto nelle asset

Figura 2.8 – **Processo di costruzione di un fondo strutturato**



class tradizionali ma anche in quelle non tradizionali, talvolta poco accessibili agli investitori retail.

Inoltre, potendo realizzare strategie complesse, i fondi strutturati sono sottoposti a un quadro regolamentare calibrato sulle peculiarità di tali prodotti, il cui obiettivo principale è rafforzare la chiarezza e la trasparenza delle informazioni relative alle strategie gestionali poste in essere.

2.5.2 Le principali tipologie

Due sono le tecniche gestionali che consentono di ottenere la protezione nelle diverse soluzioni di investimento:

- i fondi a formula (“gestione passiva”)
- i fondi CPPI, o tecnica di assicurazione del portafoglio (“gestione attiva protetta”).

La scelta dell’approccio gestionale e dei parametri della soluzione di investimento dipendono dall’analisi delle esigenze degli investitori in termini di obiettivi e di realizzazione degli stessi, come illustra la figura 2.8.

I fondi a formula

I fondi a formula realizzano strategie finanziarie che presentano caratteristiche prefissate al momento della costruzione dell’offerta. Questi fondi vengono strutturati prevedendo una particolare protezione del capitale investito in rapporto a una scadenza predefinita. La protezione può essere totale (pari al 100%, ovvero una vera e propria garanzia), parziale (per esempio del 90%), o condizionale (ovvero il capitale è garantito/protetto solo se una determinata condizione non si realizza, per esempio se un indice non scende al di sotto di un dato valore, espresso in percentuale).

L’obiettivo di questa tipologia di fondi è di generare, pur in un quadro meno rischioso, un’esposizione a classi di attivi rischiosi, attraverso una formula predefinita. Quest’ultima è incentrata su una strategia predeterminata, le cui caratteristiche sono definite

in base a un apposito contratto di swap concluso con banche d'affari.

La costruzione della strategia avviene attraverso strumenti derivati strutturati *ad hoc* su scadenze a medio e lungo termine.

Questi derivati sono di tipo OTC ("over the counter") e si distinguono dai derivati negoziati in mercati regolamentati con compensazione giornaliera e hanno generalmente una scadenza non superiore ai 2 anni.

Come si crea un fondo a formula? Per un investimento di € 100 e una scadenza pari a 6 anni, il fondo strutturato dovrà investire un determinato importo, al momento della sua creazione, in un'attività obbligazionaria, in modo tale che alla scadenza dei 6 anni l'investimento possa rimborsare per intero il capitale di € 100.

Partiamo dall'ipotesi che la somma da investire in obbligazioni per ottenere il rimborso dei € 100 iniziali alla scadenza dei 6 anni corrisponde a € 85. Sono pertanto disponibili € 15 per finanziare la nostra strategia finanziaria, generalmente realizzata attraverso la stipula di appositi contratti di opzione.

Se il premio dell'opzione che consente di partecipare in misura pari al 100% al rialzo di un indice azionario sull'orizzonte di investimento prefissato (6 anni) ha per esempio un costo di € 30, allora il fondo strutturato potrà proporre all'investitore un'offerta caratterizzata da una garanzia del capitale pari al 100%, più il 50% derivante dalla partecipazione al rialzo dell'indice azionario¹⁵.

Se l'investitore desidera una partecipazione più elevata alla performance dell'indice, allora il profilo di rendimento/rischio del fondo può essere adeguato di conseguenza. In questo modo, invece di offrire una garanzia del 100%, il fondo strutturato potrebbe proporre una protezione del 90%, consentendo così un aumento delle risorse destinate al finanziamento della strategia.

¹⁵ Risorse disponibili = 15/ premio della strategia = 30.

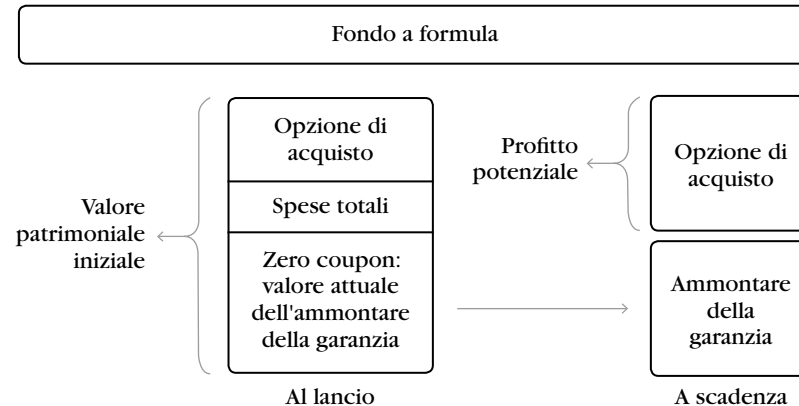
I fondi a gestione attiva protetta

Questo tipo di fondi si pone l'obiettivo di realizzare una protezione totale o parziale del capitale investito, su un orizzonte predefinito oppure senza scadenze, attraverso una gestione controllata della protezione.

Pur godendo di un capitale protetto, l'obiettivo del fondo è di partecipare al rialzo di uno o più mercati finanziari attraverso una gestione attiva dell'esposizione che comprende:

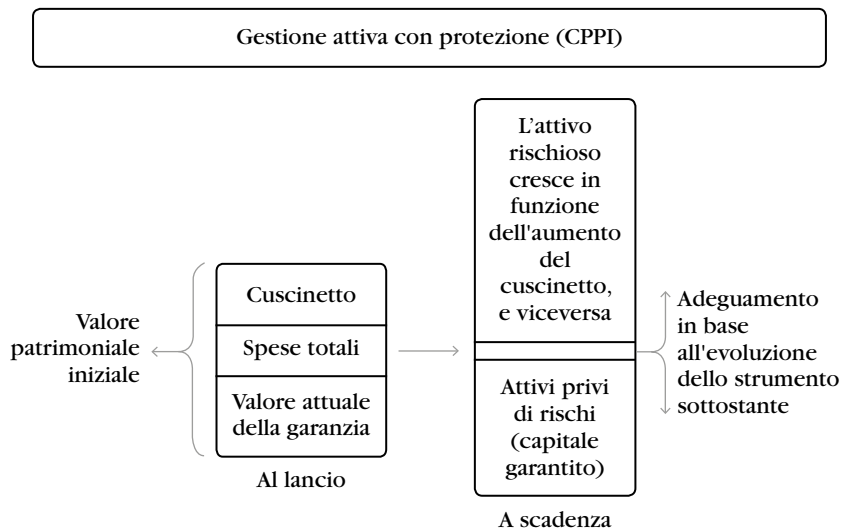
- una componente priva di rischio, investita in strumenti obbligazionari, il cui scopo è garantire la protezione;

Figura 2.9 – **Fondi a formula e fondi a gestione attiva protetta a confronto**



Caratteristiche fondi a formula:

- Fondi chiusi alla sottoscrizione;
- Applicazione di una formula matematica che consente di non essere condizionati dalle logiche proprie di una gestione discrezionale;
- Protezione e performance a scadenza conosciute sin dall'inizio.



Caratteristiche fondi a gestione attiva protetta:

- Fondi aperti o chiusi alla sottoscrizione;
- Gestione attiva che si adatta ai continui cambiamenti dei mercati;
- Protezione contro il rischio di perdita esplicita e determinata in rapporto alle esigenze del cliente.

- una componente dinamica, investita in attività più rischiose, attraverso titoli o fondi, per partecipare ai loro rialzi.

Se gli attivi della componente dinamica aumentano di valore, allora la quota assegnata a tale componente cresce; al contrario, se gli stessi attivi perdono di valore, la componente dinamica diminuisce, a vantaggio di quella priva di rischio.

La quota investita nella componente dinamica viene definita "cuscinetto" ("cushion"), perché continua ad aumentare e diminuire.

Al contrario dei fondi a formula che stabiliscono parametri economici fissi fin dal momento del loro lancio, questa tipologia di gestione, con

protezione del capitale, è di tipo "attivo". I cambiamenti nelle allocazioni fra le diverse componenti possono essere anche giornalieri. I fondi a formula sono generalmente molto apprezzati dalla clientela retail poiché offrono la protezione del capitale (totale o parziale) e la possibilità di beneficiare della performance potenziale degli attivi rischiosi sottostanti. È necessario tuttavia che gli investitori siano consapevoli che la loro partecipazione alla performance positiva degli attivi rischiosi non può che avvenire in misura limitata.

La strategia definisce le caratteristiche finanziarie del prodotto che dipendono da parametri fissati in un particolare momento e con un riferimento a un determinato orizzonte temporale. Ciò che gli investitori apprezzano è la possibilità di conoscere fin dall'inizio le caratteristiche della struttura finanziaria.

Il principale svantaggio di questa strategia sta nel fatto che non può essere modificata e non permette di cogliere le opportunità di mercato o di adattarsi a una situazione di crisi in quanto si tratta di una gestione passiva.

Per converso, i fondi a gestione attiva protetta non presentano questo problema, essendo in grado di adattarsi ai cambiamenti del mercato, poiché gestiti più attivamente. Questo tipo di prodotto si indirizza solitamente a una clientela più interessata a cogliere le opportunità di mercato e a beneficiare delle tendenze attese con l'obiettivo di proteggere il proprio capitale.

Al fine di assicurare tale protezione in fasi di mercato ribassiste, la componente investita in attivi privi di rischio viene aumentata e può arrivare fino alla totalità del portafoglio. In quest'ultimo caso, il prodotto non potrà più beneficiare del potenziale di performance offerto dagli attivi rischiosi e l'investitore non potrà cogliere eventuali riprese del mercato.

I fondi a gestione attiva protetta rappresentano quindi un buon compromesso tra protezione e gestione attiva e pertanto possono essere particolarmente interessanti sia per la clientela private che per gli investitori istituzionali.

2.6 La fiscalità dei prodotti strutturati – di Stefano Tellarini

I proventi derivanti dall'investimento in prodotti strutturati da parte di persone fisiche residenti in Italia, che non svolgono attività d'impresa, possono rientrare nella categoria dei redditi di capitale di cui all'art. 44, DPR 917/1986 oppure in quella dei redditi diversi di cui all'art. 67, DPR 917/1986.

Si qualificano come redditi di capitale gli interessi e gli altri proventi derivanti da obbligazioni, azioni, titoli similari e altri titoli e certificati di massa, nonché dalla partecipazione a organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR). I redditi diversi comprendono, invece, i proventi realizzati mediante la negoziazione degli stessi titoli e certificati nonché quelli che derivano da rapporti (cartolarizzati o meno) che non comportano un impiego di capitale – ossia la concessione temporanea alla controparte della disponibilità di un capitale – oppure che hanno carattere aleatorio, in quanto idonei a dar luogo a differenziali positivi e negativi in dipendenza di un evento incerto.¹⁶

A prescindere dalle aliquote d'imposta applicabili (generalmente ora uniformate per entrambe le fattispecie al 26%),¹⁷ tale distinzione assume una rilevanza significativa ai fini della determinazione della base imponibile. In particolare, i redditi diversi sono determinati al netto degli oneri inerenti alla loro produzione ed è consentita, a talune condizioni, la compensazione con le minusvalenze e i differenziali negativi realizzati nei quattro periodi d'imposta

¹⁶ Come sostenuto da autorevole dottrina deve attribuirsi una valenza assorbente alla fattispecie residuale indicata all'art. 44, comma 1, lett. h), DPR 917/1986, che definisce come redditi di capitale i proventi derivanti da rapporti aventi per oggetto l'impiego di capitale, esclusi quelli attraverso cui possono essere realizzati differenziali positivi e negativi in dipendenza di un evento incerto. Pertanto, un prodotto finanziario può originare redditi di capitale solo se incorpora un rapporto che comporta un impiego di capitale e non ha carattere aleatorio (Gallo F., "Mercati finanziari e fiscalità", *Rass. Trib.*, 1, 2013, p. 27; "Il reddito di capitale come frutto economico", *Il Fisco*, 20, 1998, p. 6520).

¹⁷ L'aliquota di tassazione dei redditi di natura finanziaria, originariamente fissata al 12,5%, è stata incrementata al 20% dal DL 13 agosto 2011, n. 138 con decorrenza dal 1° gennaio 2012 e, successivamente, al 26% dal DL 24 aprile 2014, n. 66 con decorrenza dal 1° luglio 2014.

precedenti (art. 68, DPR 917/1986), mentre i redditi di capitale sono in ogni caso assoggettati a imposizione per il loro ammontare lordo senza possibilità di compensazione con le minusvalenze e le perdite pregresse (art. 45, DPR 917/1986).

2.6.1 Le obbligazioni strutturate

Gli interessi e gli altri proventi delle obbligazioni costituiscono redditi di capitale (art. 44, comma 1, lett. b), DPR 917/1986) e sono soggetti a ritenuta alla fonte con aliquota del 26% applicata dall'emittente (art. 26, comma 1, DPR 600/1973) ovvero, al verificarsi di talune condizioni, a imposta sostitutiva con la medesima aliquota del 26% applicata dall'intermediario finanziario presso cui i titoli sono depositati sulla base della procedura definita dal DLGS 239/1996. I proventi derivanti dalla negoziazione delle obbligazioni, al netto dei redditi di capitale maturati ma non riscossi, costituiscono, invece, redditi diversi, soggetti a imposta sostitutiva del 26% che può trovare applicazione sulla base del regime della dichiarazione, del risparmio amministrato o del risparmio gestito (rispettivamente, artt. 5, 6 e 7, DLGS 461/1997).

Tale regime tributario si applica ai proventi derivanti da titoli che si qualificano come obbligazioni ai fini tributari. Ciò richiede che – a prescindere dalla loro denominazione formale e dalla loro qualificazione ai fini civilistici¹⁸ – essi contengano l'obbligazione incondizionata di pagare alla scadenza una somma non inferiore a quella in essi indicata e non attribuiscono al possessore alcun diritto di partecipazione diretta o indiretta o controllo sulla gestione dell'emittente o sull'affare in relazione al quale sono stati emessi (art. 44, comma 2, lett. c), DPR 917/1986).

I titoli e i certificati di massa per i quali il diritto al rimborso del capitale è condizionato dall'andamento economico dell'emittente

¹⁸ Circolare Agenzia delle Entrate 16 marzo 2005, n. 10/E (par. 6.4). Cir. Agenzia delle Entrate 18 gennaio 2006, n. 4/E.

o di uno specifico affare (o è subordinato alla soddisfazione di altri creditori) nonché i titoli convertibili obbligatoriamente o su opzione dell'emittente in un quantitativo fisso di strumenti finanziari si qualificano, invece, come titoli atipici di cui all'art. 5 del DL 512/1983. In seguito all'unificazione al 26% dell'aliquota impositiva sui redditi di natura finanziaria, tale differente qualificazione non ha effetti sostanziali per un investitore persona fisica fiscalmente residente in Italia, ma influisce sulle modalità di applicazione della ritenuta e sui relativi adempimenti da parte dell'emittente.

La mancata garanzia del rimborso del valore nominale può, inoltre, rilevare ai fini dell'applicazione dell'imposta sulle transazioni finanziarie (Tobin tax) introdotta con la Legge 228/2012. Detta imposta trova applicazione al trasferimento delle azioni in società aventi sede legale in Italia nonché dei titoli che permettono di acquistare o vendere prevalentemente tali titoli azionari o che comportano un regolamento in contanti determinato prevalentemente con riferimento agli stessi. È, tuttavia, prevista una esclusione per le operazioni su obbligazioni o titoli di debito che contengono l'obbligazione incondizionata di pagare alla scadenza una somma non inferiore a quella in essi indicata (art. 15, comma 1, lett. b), DM 21 febbraio 2013). I titoli strutturati aventi come sottostante azioni emesse da società italiane non sono comunque soggetti all'imposta se garantiscono il rimborso del loro valore nominale. Diversamente, l'imposta trova invece applicazione in misura fissa, determinata con riferimento alla tipologia di contratti derivati sottostanti e al valore degli stessi secondo la tabella 3 allegata alla Legge 228/2011.

Fuoriescono, del pari, dalla categoria delle obbligazioni ai fini tributari gli strumenti finanziari la cui remunerazione è interamente rappresentata da una partecipazione ai risultati economici della società emittente, di altra società del gruppo o dell'affare in relazione al quale sono stati emessi ed è indeducibile dal reddito imponibile dell'emittente stesso.¹⁹ In questo caso gli strumenti

finanziari, anche se prevedono la restituzione integrale dell'apporto,²⁰ rientrano nella nozione di strumenti finanziari simili alle azioni (art. 44, comma 1, lett. a), DPR 917/1986) e i relativi proventi sono assoggettati a imposizione sulla base delle regole previste per gli utili da partecipazione.²¹

Costituiscono un'eccezione alla predetta classificazione i titoli emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione disciplinate dalla Legge 130/1999 che - a prescindere dalle loro caratteristiche - sono in ogni caso soggetti al regime fiscale previsto dal DLGS 239/1996 per i titoli obbligazionari (art. 6, Legge 130/1999). Tale assimilazione opera anche con riferimento ai titoli emessi da veicoli non residenti nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione che presentano le medesime caratteristiche previste dalla normativa nazionale.²²

2.6.2 Gli OICR: ETF e fondi strutturati

L'art. 44, comma 1, lett. g), DPR 917/1986 include nella categoria dei redditi di capitale i proventi derivanti dalla partecipazione a OICR italiani o esteri, a prescindere dalla loro forma giuridica (in forma societaria o come patrimonio separato) o dalla eventuale

¹⁹Tale seconda condizione è certamente verificata nel caso di emittente residente ai sensi dell'art. 109, comma 9, lett. a), DPR 917/1986 che esclude la deducibilità della remunerazione dei titoli e strumenti finanziari per la quota di essa che comporta una partecipazione ai risultati economici, mentre la indeducibilità della remunerazione dal reddito imponibile dell'emittente non residente andrà verificata caso per caso sulla base delle normative estere di volta in volta applicabili.

²⁰Circolare Agenzia delle Entrate, 13 febbraio 2006, n. 6/E (par. 1.3).

²¹Ciò comporta, tra l'altro, la differenziazione del regime impositivo in funzione dell'entità della partecipazione (con tassazione alla fonte con aliquota del 26% in caso di partecipazioni "non qualificate" e inclusione nel reddito imponibile complessivo del 49,72% del provento in caso di partecipazioni qualificate), l'imponibilità integrale dei proventi derivanti da Stati o territori aventi un regime fiscale privilegiato, nonché l'applicabilità della presunzione di preventiva distribuzione degli utili rispetto al rimborso del capitale di cui all'art. 47, comma 1, DPR 917/1986. Il trasferimento degli strumenti partecipativi di cui all'art. 2346, comma 6 del Codice civile emessi da società residenti è, inoltre, soggetto all'imposta sulle transazioni finanziarie nella misura proporzionale dello 0,2%.

²²Circolare Agenzia delle Entrate 3 maggio 2011, n. 53/E.

negoziiazione delle quote o azioni in mercati regolamentati (come è il caso degli ETF).

Tali proventi sono soggetti a ritenuta alla fonte del 26% a titolo d'imposta, nel caso di OICR costituiti in Italia, in Stati dell'Unione europea o in Stati dello Spazio economico europeo che consentono un adeguato scambio di informazioni con l'Italia (Norvegia e Islanda) e che sono conformi alle direttive comunitarie o il cui gestore è soggetto a forme di vigilanza nello Stato in cui è istituito (art. 26-*quinquies*, DPR 600/1973 e art. 10-*ter*, L. 77/1983).

Diversamente, i proventi derivanti da OICR non comunitari oppure non vigilati sono soggetti a imposizione sulla base delle ordinarie aliquote progressive.

La base imponibile della ritenuta comprende non soltanto i proventi distribuiti in costanza di partecipazione all'OICR, ma anche quelli compresi nella differenza tra il valore di riscatto o cessione delle quote o azioni e il loro costo medio ponderato di sottoscrizione o acquisto. Anche i proventi realizzati mediante la negoziazione delle quote o azioni, quindi, qualificandosi come redditi di capitale, sono assoggettati a ritenuta al lordo degli eventuali oneri inerenti alla loro produzione e senza possibilità di compensazione con minusvalenze o differenziali negativi pregressi.

I proventi soggetti a ritenuta sono determinati al netto di una quota pari al 51,92% dei proventi riferibili ai titoli nei confronti dei quali continua a trovare applicazione l'aliquota di tassazione ridotta del 12,5%.²³ L'investimento "indiretto" in tali titoli mediante OICR consente quindi (a differenza di quanto avviene nel caso di investimento tramite obbligazioni o altri prodotti strutturati) di preservare il beneficio dell'applicazione di tale aliquota ridotta in luogo di quella ordinaria del 26%.

²³ L'aliquota del 12,5% rimane applicabile a talune tipologie di strumenti finanziari, tra cui la fattispecie più rilevante riguarda le obbligazioni emesse dallo Stato italiano nonché da Stati esteri che consentono un adeguato scambio di informazioni con l'Italia e i titoli a questi equiparati (art. 2, comma 7, DL 138/2011).

2.6.3 Gli strumenti derivati cartolarizzati: ETN, ETC e certificati di investimento

I proventi derivanti da prodotti finanziari emessi a fronte dell'investimento diretto in commodities, strumenti finanziari sottostanti o contratti derivati sui medesimi, come è il caso delle exchange traded commodities (ETC) o delle exchange traded notes (ETN), non ricadono nella definizione di redditi di capitale, in quanto non derivano dal mero godimento del capitale investito, ossia da un impiego statico di capitale, bensì da uno dinamico in cui il capitale è utilizzato come strumento per il conseguimento di un provento avente natura aleatoria. Come chiarito dall'Agenzia delle Entrate, essi si qualificano, quindi, come redditi diversi ai sensi dell'art. 67, comma 1, lett. *c-quater*, DPR 917/1986, che include in tale categoria reddituale i redditi realizzati mediante rapporti da cui deriva il diritto o l'obbligo di cedere o acquistare a termine strumenti finanziari ovvero di ricevere o effettuare a termine uno o più pagamenti collegati a tassi di interesse, quotazioni o valori di strumenti finanziari.²⁴

I proventi imponibili derivanti da ETC ed ETN sono quindi determinati in misura pari alla somma algebrica dei differenziali positivi o negativi realizzati, al netto degli oneri inerenti alla loro produzione, con possibilità di compensazione con minusvalenze e differenziali negativi realizzati nei quattro periodi d'imposta precedenti (art. 68, DLGS 461/1997). Tali proventi sono soggetti a imposta sostitutiva del 26% sulla base del regime della dichiarazione, del risparmio amministrato o del risparmio gestito (artt. 5, 6 e 7,

²⁴ Risoluzione Agenzia delle Entrate del 12 luglio 2010, n. 72/E. Per un commento a tale risoluzione Molinaro G., "Proventi da operazioni in valuta e da exchange traded commodities", *Corr. Trib.*, 35, 2010, p. 2915; Camilleri S., "Il trattamento fiscale degli ETC", *Boll. Trib.*, 2010, p. 1772; Mignarri E., "Caratteristiche e profili fiscali degli Exchange Traded Commodities (ETC)", *Il Fisco*, 14, 2009, p. 2203. Corasaniti G., Giannelli A., "Gli Investment Certificates e gli Exchange Traded Commodities", *Strumenti Finanziari e Fiscalità*, 2, 2011, p. 145; Circolare ABI, serie Tributaria, n. 14 del 13 luglio 2010.

DLGS 461/1997) a prescindere dall'aliquota applicabile in relazione agli investimenti sottostanti.

Pur in mancanza di un chiarimento espresso in tal senso da parte dell'amministrazione finanziaria, il medesimo regime tributario deve ritenersi applicabile anche ai certificati di investimento che costituiscono strumenti derivati cartolarizzati che replicano (con o senza effetto leva) l'andamento di attività finanziarie sottostanti. Anche in questo caso, infatti, il rapporto sottostante i certificati non rappresenta un impiego di capitale, ma piuttosto un rapporto che origina proventi caratterizzati da aleatorietà.²⁵

Come evidenziato in precedenza, se i certificati non garantiscono il rimborso del loro valore nominale e il sottostante è rappresentato in misura prevalente da azioni emesse da società con sede in Italia, il trasferimento degli stessi è soggetto all'imposta sulle transazioni finanziarie (Tobin Tax).

²⁵ Coerentemente, nella prassi sono assoggettati al regime tributario proprio dei redditi diversi, quali contratti derivati cartolarizzati, e non a quello dei titoli atipici i warrants cartolarizzati (cfr. Parere ABI, n. 599 del 26 maggio 2000).

3. I prodotti strutturati: quando e perché usarli?

Introduzione – di Mauro Camelia

Le analisi finora condotte hanno illustrato i mercati di riferimento, i profili fiscali e soprattutto le caratteristiche finanziarie delle principali tipologie di prodotti strutturati; la valutazione preliminare dei profili di rischio-rendimento atteso di questi strumenti finanziari riveste un ruolo centrale ai fini del successivo inquadramento dei prodotti strutturati all'interno del processo di asset allocation. Impiegati con continuità nella gestione di portafoglio, i prodotti strutturati consentono di perseguire, in primo luogo, finalità di natura strategica, favorendo il costante allineamento tra le caratteristiche soggettive e oggettive degli investitori e il profilo di rischio del portafoglio. In tale ambito, i prodotti strutturati offrono molteplici opportunità di diversificazione di portafoglio, in termini di accesso a una pluralità di mercati, attività sottostanti e strategie di investimento, e consentono un miglior controllo dei vincoli di rischio definiti in sede di asset allocation strategica, contribuendo a isolare le diverse tipologie di rischio tipiche delle asset class tradizionali e a limitare l'esposizione a quelle componenti di rischio giudicate assumibili pro tempore dall'investitore.

La straordinaria capacità di innovazione degli emittenti nella modellizzazione delle strutture finanziarie contribuisce inoltre ad ampliare continuamente la varietà dei profili di rischio-rendimento atteso dei prodotti strutturati; ciò pone le basi per un utilizzo efficiente di questi strumenti finanziari anche per il soddisfacimento di finalità tattiche nella gestione di portafoglio. In relazione a queste ultime, i prodotti strutturati possono soddisfare esigenze di protezione del

portafoglio, ottimizzazione fiscale, yield enhancement e recupero delle perdite pregresse.

Nei paragrafi seguenti, dopo aver esaminato le molteplici prospettive di impiego dei prodotti strutturati nel processo di asset allocation, sono illustrati alcuni casi pratici di utilizzo di questi strumenti finanziari. L'obiettivo di quest'ultima sezione è di evidenziare come i prodotti strutturati possano contribuire a ottimizzare il profilo di rischio - rendimento di portafoglio, al variare delle esigenze e delle aspettative degli investitori, delle condizioni attuali e delle view future sui mercati finanziari.

3.1 Quando e come utilizzare i prodotti strutturati nel processo di investimento – di Roberto Albano e Alberto Mancuso

I prodotti strutturati sono combinazioni di strumenti derivati (tipicamente opzioni plain vanilla ed esotiche) e asset class tradizionali (azioni, obbligazioni e altre attività), che consentono di creare soluzioni di investimento aventi uno specifico profilo di rischio/rendimento, personalizzabili in rapporto alle attese e ai bisogni della clientela private. Pur essendo composti da strumenti derivati, e pertanto considerati complessi, i prodotti strutturati presentano strutture finanziarie caratterizzate da payoff di facile comprensione, in grado di adattarsi flessibilmente alle diverse condizioni di mercato: si possono costruire prodotti con protezione totale o parziale del capitale; prodotti che assicurano un'elevata redditività in caso di rialzo del sottostante, altri in caso di ribasso e taluni ancora in uno scenario di mercati laterali; prodotti che hanno un orizzonte temporale di breve, come di medio e lungo termine, che possono avere una struttura di payoff legata solo alla scadenza o che prevedono la liquidazione di premi periodici.

I prodotti strutturati possono essere offerti agli investitori attraverso diverse soluzioni quali obbligazioni, polizze assicurative, ETF, ETC, ETN, fondi e certificati, in funzione delle diverse condizioni di mercato e preferenze della clientela private.

L'investimento in prodotti strutturati consente di riallocare i portafogli della clientela private in maniera efficiente e personalizzata, perseguendo obiettivi sia di carattere strategico sia tattico.

I primi possono sintetizzarsi nei seguenti:

- *diversificazione temporale*: riguarda il rapporto rischio/tempo. In generale, si ritiene che all'aumentare dell'orizzonte temporale dell'investimento si riduca il rischio di portafoglio. L'emotività può essere considerata il peggior nemico quando si investe, ma l'orizzonte temporale è il peggior nemico dell'emotività degli investitori. È essenziale pertanto definire correttamente l'orizzonte temporale dell'investimento: una sua esatta percezione consente agli investitori di superare le fasi di euforia e quelle di panico dei mercati finanziari;
- *esposizione ad asset class alternative*: la teoria di portafoglio (legata all'originario contributo teorico di Markowitz) si basa sul presupposto che la diversificazione per tipologie di asset class consenta di ridurre il rischio - a parità di rendimento atteso - per effetto della selezione di attività tra loro non perfettamente correlate. Uno dei principali vantaggi che caratterizza i prodotti strutturati è senza dubbio il fatto che essi consentono agli investitori di accedere a sottostanti altrimenti non acquistabili direttamente, quali valute, commodities, tassi di interesse, volatilità, rischio di credito e indici a essi connessi, nonché combinazioni di basket delle suddette attività. In altri casi gli investitori possono avere difficoltà di accesso ad asset class alternative, in quanto gli importi minimi sono generalmente molto elevati; attraverso i prodotti strutturati è possibile investire in una molteplicità di asset class con ammontari ridotti rispetto all'investimento diretto, quando possibile;
- *implementazione di strategie di ottimizzazione di portafoglio*: la molteplicità di payoff che consentono di realizzare e l'ampio ventaglio di sottostanti disponibili fanno sì che i prodotti strutturati rappresentino una valida alternativa alle asset class tradizionali

nella gestione di portafoglio, in una prospettiva di medio e lungo termine. Un investitore che volesse allocare una parte del proprio portafoglio sul mercato azionario americano potrebbe farlo attraverso un ETF strutturato, un fondo strutturato o un certificato di investimento. L'acquisto di un bonus sull'indice S&P 500 consente, per esempio, di assumere una posizione lunga sul mercato azionario americano, nonché di ricevere a scadenza un importo premio (il bonus) nel caso in cui l'indice S&P 500 non scenda al di sotto di un determinato livello prefissato, che prende il nome di barriera. Il raggiungimento della barriera è l'unico scenario in cui l'investitore subisce una perdita legata alla performance negativa dell'indice S&P 500. In taluni casi, nei cosiddetti bonus quanto, l'investitore è anche "immunizzato" dalle variazioni del tasso di cambio EUR/USD.

I prodotti strutturati consentono di soddisfare non soltanto obiettivi strategici ma anche una pluralità di esigenze tattiche nella gestione di portafoglio. In mercati volatili e caratterizzati da livelli particolarmente bassi dei tassi di interesse, quali quelli attuali, i prodotti strutturati si prestano a diverse modalità di utilizzo in un'ottica di breve termine: protezione di portafoglio, ottimizzazione fiscale, yield enhancement, recupero delle perdite pregresse e ottimizzazione del profilo di rischio/rendimento di portafoglio. Nelle pagine seguenti sono illustrati questi obiettivi tattici, con un focus particolare sulla finalità di ottimizzazione del profilo di rischio/rendimento di portafoglio.

Protezione di portafoglio

In tal caso, i prodotti strutturati consentono di partecipare al rialzo o al ribasso dell'attività sottostante, prevedendo il rimborso totale o parziale del capitale investito alla data di scadenza. Questi prodotti si indirizzano, in primo luogo, agli investitori che si caratterizzano per una bassa propensione al rischio e che intendono diversificare i propri portafogli (tipicamente obbligazionari), inserendovi com-

ponenti rischiose (azioni) con la protezione (totale o parziale) del capitale alla scadenza del prodotto strutturato. Allo stesso tempo, investitori con una propensione al rischio medio-alta possono acquistare questi prodotti finanziari in alternativa all'investimento diretto nel sottostante (rischioso), avendo la certezza della protezione del capitale alla data di scadenza.

Ottimizzazione fiscale

I proventi derivanti dall'investimento in ETC, ETN e certificati di investimento si configurano come redditi diversi e per questo offrono la possibilità di compensare le minusvalenze derivanti da altre tipologie di investimenti entro il quarto anno antecedente. Per questo motivo ETN, ETC e certificati di investimento sono considerati fiscalmente molto efficienti.

Yield enhancement

Le strategie di yield enhancement consistono nel miglioramento della redditività immediata di portafoglio, beneficiando di rendimenti superiori a quelli medi di mercato. Nel corso degli ultimi anni, il comparto dei certificati di investimento ha risposto a tale esigenza tattica nella gestione di portafoglio con una continua innovazione di prodotto: tra i certificati che offrono un "pick up" di rendimento rispetto ai tassi di mercato, vi sono soprattutto gli express e i cash collect (certificati a capitale condizionatamente protetto).

Recupero delle perdite pregresse

Negli anni compresi tra il 2010 e metà del 2013, i private banker si sono trovati di fronte a portafogli, investiti in prevalenza in azioni italiane, difficilmente gestibili a causa delle performance negative del mercato azionario. Da questi presupposti è nata la necessità di realizzare strategie gestionali in grado di favorire il recupero delle perdite accumulate nel corso degli anni in maniera il più possibile decorrelata rispetto all'andamento del mercato azionario italiano.

Nel settore dei certificati di investimento, la risposta in termini di innovazione finanziaria che consente di accelerare il processo di recupero delle perdite pregresse può essere rinvenuta nei cosiddetti *recovery bonus*; si tratta di certificati emessi a sconto rispetto al valore nominale (100 euro), per permettere agli investitori, anche dal punto di vista psicologico, di accettare la chiusura di posizioni in perdita in titoli azionari. Il vantaggio che offrono i *recovery bonus* rispetto all'investimento diretto in azioni è rappresentato dal fatto che le perdite possono essere recuperate (parzialmente o totalmente) anche in presenza di un mercato azionario moderatamente ribassista o laterale. Inoltre, anche considerando un possibile ribasso del mercato azionario, la perdita (potenziale) associata al *recovery bonus* è inferiore a quella del sottostante.

3.1.1 I prodotti strutturati e l'ottimizzazione del profilo di rischio/rendimento di portafoglio

di Alberto Mancuso

Per illustrare come i prodotti strutturati possano contribuire a ottimizzare il profilo di rischio/rendimento di portafoglio, consideriamone uno comprendente azioni per circa un terzo, obbligazioni per il 50% e la rimanente parte investita in attività liquide. Il contesto finanziario è caratterizzato, come quello attuale, da livelli storicamente bassi dei tassi di interesse; la view sui mercati azionari è moderatamente positiva, anche se l'instabilità dei mercati potrebbe lasciare spazio a movimenti laterali di breve periodo.

Poiché circa il 10% delle obbligazioni è in scadenza, si rende necessaria una revisione del portafoglio. I bassi tassi di interesse, da un lato, e il rischio di movimenti laterali dei mercati azionari, dall'altro, convincono l'investitore a ricercare investimenti con una più elevata redditività attesa, caratterizzati tuttavia da un più efficiente controllo del rischio rispetto all'investimento diretto in azioni.

In queste condizioni, una possibile alternativa è rappresentata dall'investimento in un prodotto strutturato, la cui scelta è legata

alla propensione al rischio dell'investitore oltre che ai suoi obiettivi in termini di crescita del capitale e conservazione del patrimonio. In questo contesto di mercato, si ipotizzano due diversi scenari:

- nel primo caso, l'investitore è maggiormente avverso al rischio, ma al tempo stesso mantiene una view positiva sui mercati azionari. Una scelta idonea potrebbe essere rappresentata dall'investimento in uno strumento (quale, per esempio, un *equity protection*) che garantisce la protezione (parziale o totale) del capitale a scadenza e liquida un premio in funzione della performance del sottostante e del livello di partecipazione;
- nel secondo caso, l'investitore ha una prospettiva più moderata sui mercati azionari e, contemporaneamente, è più propenso al rischio. In questo caso la scelta potrebbe ricadere su un prodotto (per esempio, un *bonus*) che liquida un premio anche in assenza di performance strettamente positive del sottostante.

Per valutare più efficacemente gli strumenti descritti e le possibilità che ha l'investitore per modificare il profilo di rischio/rendimento del proprio portafoglio, si illustrano nella *tabella 3.1* alcune strategie di investimento attraverso i seguenti certificati:

Tabella 3.1 – **Caratteristiche finanziarie certificati**

Equity protection	
Attività sottostante	Dj Euro Stoxx 50
Prezzo di emissione	100 EUR
Valore di riferimento iniziale	3.200 punti indice
Durata	3 anni
Protezione	100%
Partecipazione	100%

Bonus	
Attività sottostante	Dj Euro Stoxx 50
Prezzo di emissione	100 EUR
Valore di riferimento iniziale	3.200 punti indice
Durata	3 anni
Barriera	70% (2.240 punti indice)
Bonus:	20% (3.840 punti indice)

Si ipotizzano quattro diversi scenari a tre anni dall'investimento, da valutare in funzione degli obiettivi iniziali dell'investitore:

Scenario A: l'indice Dj Euro Stoxx 50 registra una performance del 25% nei tre anni considerati;

Scenario B: l'indice Dj Euro Stoxx 50 risulta sostanzialmente stabile con limitati movimenti laterali, evidenziando una perdita pari al 3%;

Scenario C: il mercato azionario dell'area euro, dopo aver evidenziato una perdita il primo anno del 35% (oltre il livello barriera) si colloca a fine periodo a 3.200 punti (livello iniziale);

Scenario D: l'indice Dj Euro Stoxx 50 registra una correzione di circa il 35%.

Analizziamo i rendimenti dei due certificati nei diversi scenari di mercato. A tal fine si considera, in primo luogo, il caso dell'investitore prudente che assume un'esposizione sull'azionario mantenendo la protezione del capitale attraverso un equity protection.

- Nello scenario A, l'investitore beneficia di un significativo miglioramento della performance del portafoglio. Il certificato consente all'investitore di trarre beneficio dal rialzo del mercato azionario, senza rinunciare alla protezione del capitale, qualora si fosse verificato un evento negativo;
- Nello scenario B, o in C e D, l'equity protection consente all'investitore di realizzare performance analoghe all'investimento

diretto nel mercato azionario ma solo nel caso di rendimenti positivi di quest'ultimo. Ciò significa che, in presenza di variazioni negative dell'indice azionario dell'area euro, l'acquisto dell'equity protection non genera perdite all'investitore. In questo scenario si può parlare di mancato guadagno potenziale connesso all'investimento in titoli obbligazionari comunque soggetto ai bassi livelli dei tassi di interesse oltre che al rischio dell'emittente.

Risulta interessante considerare i medesimi scenari anche nel caso di acquisto di un bonus.

- Nello scenario A, l'investitore beneficia pienamente del rialzo dell'indice Dj Euro Stoxx 50. In presenza di un rialzo dell'indice superiore al 20% (come nello scenario A), il certificato assicura all'investitore il medesimo rendimento dell'investimento diretto nell'indice azionario;
- Al prevalere dello scenario B, se la barriera non viene raggiunta durante la vita del certificato, il bonus consente all'investitore di ottenere un premio pari al 20%, anche in assenza di performance positive del sottostante;
- Infine, i vantaggi offerti dal bonus vengono meno se l'indice azionario subisce una significativa correzione oltre il livello barriera, durante la vita del certificato. Al realizzarsi di tale scenario, il certificato replica, a scadenza, la performance del sottostante. Nello

Tabella 3.2 – Performance dei certificati e del sottostante, nei quattro scenari ipotizzati

Scenario	Perf. Dj Euro Stoxx 50	Perf. equity protection	Perf. bonus certificates
A	+25%	+25%	+25%
B	-3.125%	0%	+20%
C	0%	0%	0%
D	-35%	0%	-35%

scenario C il raggiungimento della barriera causa il mancato pagamento del premio ma non produce nessuna perdita per l'investitore; nello scenario D, invece, l'investitore subisce una perdita pari al 35%, analoga a quella del sottostante.

Come si evince dalla tabella, gli equity protection offrono una performance positiva solo nel caso di rialzo del sottostante (scenario A), ma garantiscono il capitale in tutti gli altri scenari (B, C e D). I bonus, invece, assicurano rendimenti anche superiori rispetto al sottostante (scenario B) ma, a differenza degli equity protection, non garantiscono il rimborso del capitale a scadenza e, nello scenario più avverso, replicano esattamente la performance del sottostante (scenario D).

Gli esempi riportati nella *tabella 3.2* evidenziano chiaramente come i prodotti strutturati siano in grado di soddisfare le esigenze di diversi investitori con view di mercato differenti, nonché diversi profili di rischio.

3.2 L'asset class volatilità e la diversificazione di portafoglio – di Laetitia Bianchi

La recente crisi finanziaria ha messo in evidenza l'importanza della volatilità come asset class su cui investire per proteggere un portafoglio. La diversificazione, tradizionalmente considerata come una strategia di copertura di un portafoglio, non si è rivelata efficiente durante la crisi del 2008. Questo perché durante i crolli di mercato (e di elevata volatilità) la correlazione fra le diverse asset class è aumentata rendendo poco efficace la diversificazione.

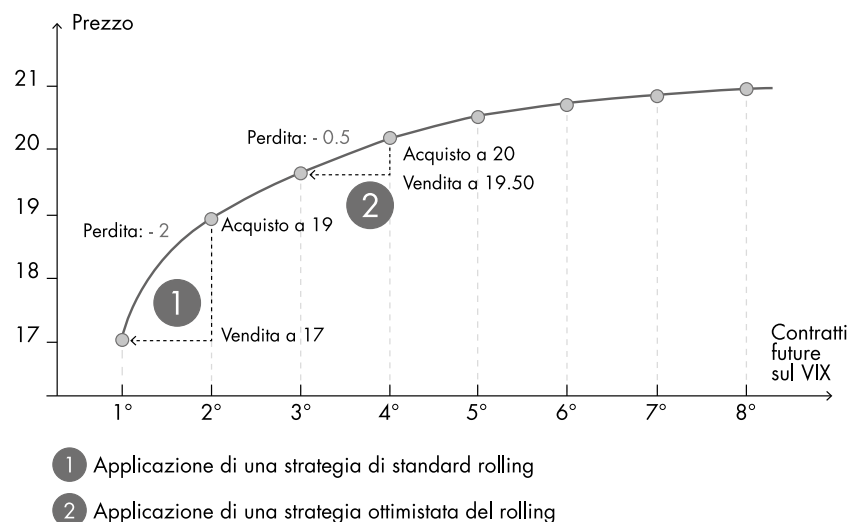
La volatilità, invece, presenta una correlazione negativa con il mercato azionario, in particolare in fasi ribassiste durante le quali essa può registrare significativi rialzi. La volatilità non è più considerata esclusivamente come un indicatore del rischio che misura la variabilità del mercato azionario, ma come una componente d'investimento importante nella gestione di un portafoglio.

Il Chicago Board Options Exchange Volatility Index (VIX) misura la volatilità implicita a breve-medio termine delle opzioni sull'indice S&P 500 e può essere considerato il benchmark di riferimento per la volatilità del mercato azionario.

Occorre tuttavia considerare che non è possibile investire direttamente nell'asset class volatilità, ma è necessario acquistare contratti future con sottostante l'indice VIX. Per poter mantenere un'esposizione sui future sul VIX, l'investitore deve acquistare un contratto future e successivamente rivenderlo prima della scadenza per poter investire a sua volta in nuovo contratto future (rolling della posizione). In base alla configurazione della curva dei prezzi dei future, il rolling può generare risultati significativamente diversi.

Quando la volatilità è bassa, la forma della curva del VIX è solitamente in contango (prezzo crescente nel tempo): il prezzo di un future a lungo termine è maggiore del prezzo di uno a breve sca-

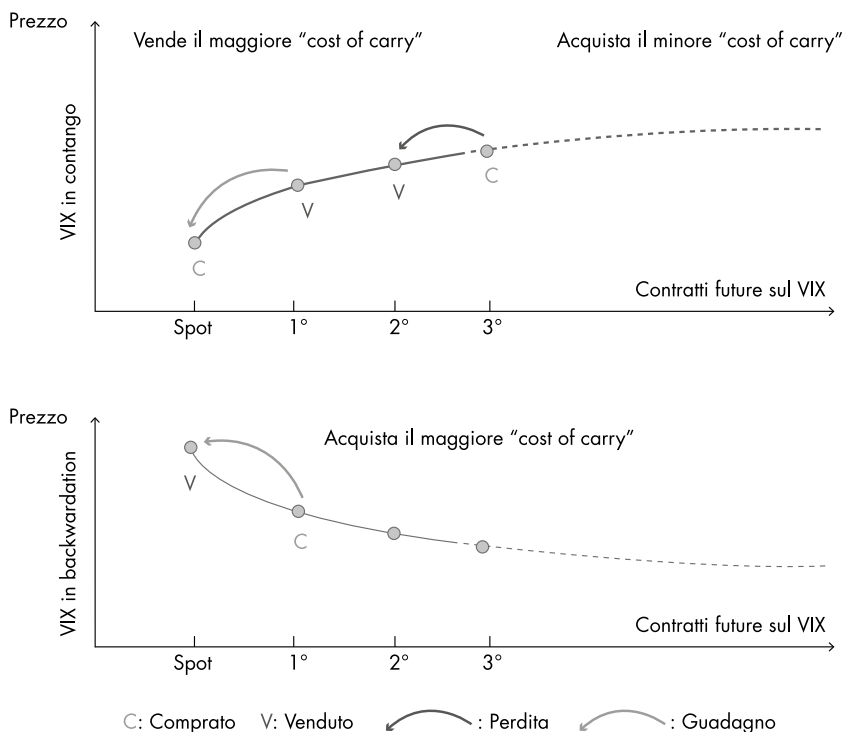
Figura 3.1 – Curva dei prezzi e rolling dei contratti future



denza. L'investitore che attua una strategia di standard rolling acquista il contratto più vicino al future venduto prendendo posizione nel tratto più ripido della curva, dove il cost of carry è maggiore, registrando pertanto una perdita, come mostra la *figura 3.1*.

Viceversa, quando il mercato è sottoposto a forti stress e la volatilità aumenta rapidamente, la forma della curva dei prezzi è detta in backwardation e il prezzo di un future a lungo termine è inferiore a quello vicino alla scadenza. In questo caso l'investitore realizza un rendimento positivo.

Figura 3.2 – Curva dei prezzi e rolling dei contratti nel SGI Vol Invest Dynamic Carry Index



Per ridurre il costo della copertura quando la curva è in contango, sono state recentemente sviluppate strategie sistematiche di rolling che permettono di ottimizzare l'acquisto e la vendita entrando in posizioni lunghe dove la curva dei future è più piatta e dove il cost of carry è, di conseguenza, minore, come illustra la *figura 3.1*.

L'indice proprietario SGI Vol Invest Dynamic Carry Index investe sui contratti future sul VIX tramite un meccanismo di rolling ottimizzato, al fine di ridurre il cost of carry; tale strategia dinamica permette di generare rendimenti positivi sia in fasi di mercato volatile che non volatile (*fig. 3.2*).

Quando la curva dei future del VIX è in contango, la strategia acquista il future con il minore cost of carry e vende quello con il maggiore cost of carry. Invece, quando la curva dei future del VIX è in backwardation, la strategia acquista sistematicamente il future con il maggior cost of carry e vende quello con il minor cost of carry.

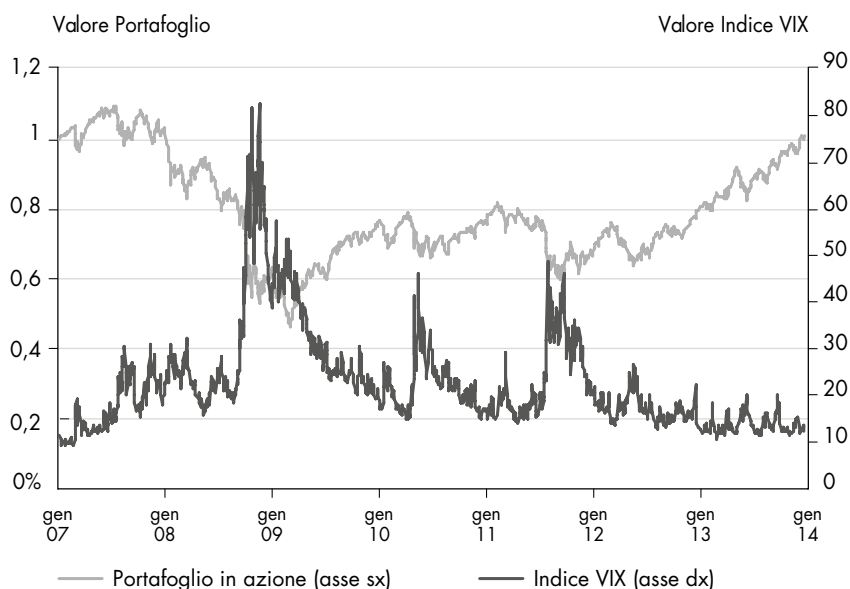
La strategia prende in considerazione i prezzi dei primi tre contratti future e applica una leva (fino a tre volte) sulla posizione corta in condizioni di mercato in contango o sulla posizione lunga in caso di mercato in backwardation; l'entità del moltiplicatore applicato varia in base alla scadenza dei contratti lungo la curva.

L'analisi seguente si basa su un portafoglio con un'allocazione classica di un investitore italiano. Il portafoglio è investito per il 40% in azioni (20% Euro Stoxx 50, 12% S&P 500 e 8% Nikkei 225) e il 60% in strumenti a reddito fisso (20% iBoxx Liquid Corporate, 20% iBoxx Liquid High Yield e 20% MTS Global). L'investitore si attende una fase rialzista del mercato sia azionario che obbligazionario sul breve-medio termine (circa due anni). Allo stesso tempo, non esclude eventuali ribassi del mercato azionario, considerata l'incertezza della situazione economica attuale.

L'investitore vuole mantenere una posizione lunga sul mercato azionario e obbligazionario, ma desidera implementare una strategia di copertura dinamica ed efficiente, in modo da limitare i rischi di ribasso complessivo del portafoglio.

La *figura 3.3* illustra l'andamento di un portafoglio investito completamente in azioni (50% Euro Stoxx 50, 30% S&P 500, e 20% Nikkei 225) rispetto all'indice VIX ed evidenzia l'esistenza di una correlazione negativa tra l'indice di volatilità e il portafoglio azionario. Di conseguenza, l'utilizzo della volatilità potrebbe rappresentare una valida strategia di copertura.

Figura 3.3 – Confronto portafoglio azionario e indice VIX (01/2007-01/2014)



Caso A

In un'ottica di protezione, durante le fasi di ribasso del mercato azionario viene inserito nel portafoglio iniziale un certificato, con un peso pari al 5%, che replica perfettamente l'andamento dell'indice di volatilità descritto in precedenza, assumendo pertanto una

posizione lunga su quest'ultima. La nuova allocazione del portafoglio prevede un 5% investito nel certificato (che è esposto all'indice SGI Vol Invest Dynamic Carry Index), un 38% investito in azioni (19% Euro Stoxx 50, 11,4% S&P 500 e 7,6% Nikkei 225) e un 57% investito in strumenti a reddito fisso (19% iBoxx Liquid Corporate, 19% iBoxx Liquid High Yield e 19% MTS Global).

Caso B

Si conferma l'asset allocation iniziale del portafoglio, senza pertanto considerare l'inserimento dell'asset class volatilità.

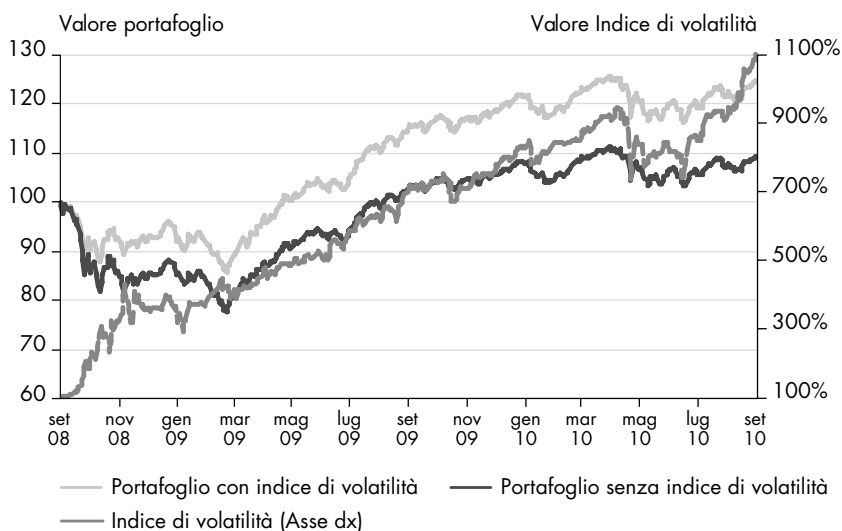
Nel primo scenario si ipotizza che la previsione dell'investitore risulti corretta dato che, su un orizzonte di due anni, il portafoglio ha registrato una performance positiva, anche se durante questo periodo si sono verificati numerosi e forti ribassi del mercato azionario. Storicamente, il periodo potrebbe corrispondere al biennio settembre 2008-settembre 2010, durante il quale si è assistito al crollo del mercato azionario. Durante questo periodo la performance complessiva del portafoglio è stata positiva (+9,41%), pur subendo una correzione di oltre il 22% nel periodo settembre 2008-inizio marzo 2009.

Come evidenziano la *tabella 3.3* e la *figura 3.4*, l'inserimento di un certificato legato a un indice di volatilità ha permesso di ottenere una performance notevolmente superiore al portafoglio iniziale, ciò in quanto i ribassi del mercato azionario sono stati attenuati (per esempio, -14,10% vs -22,26% nel periodo settembre 2008-marzo 2009). Complessivamente, su un orizzonte temporale di due anni (settembre 2008-settembre 2010), il rendimento su base annua presenta un valore più che doppio (11,80% vs 4,60%), mentre la volatilità diminuisce di un punto percentuale (11,42% vs 12,44%). Lo sharpe ratio, calcolato come rapporto tra il rendimento su base annua e la volatilità, supera la soglia dell'unità assestandosi a 1,03. Si assiste, inoltre, a una riduzione sostanziale del maximum drawdown calcolato sulla performance a un mese (-9,36% vs -14,73%).

Tabella 3.3 – Primo scenario: rendimento-rischio-efficienza dei portafogli a confronto

	Portafoglio con indice di volatilità	Portafoglio senza indice di volatilità
Tasso di rendimento annuo	11,80%	4,60%
Volatilità	11,42%	12,44%
Sharpe ratio	1,03	0,37
Maximum drawdown (rolling 1 mese)	-9,36%	-14,73%

Figura 3.4 – Primo scenario: evoluzione portafogli con/senza volatilità e indice SGI Vol Invest Dynamic Carry



L'inserimento dell'asset class volatilità nel portafoglio ha consentito di contenere i ribassi del mercato azionario, pur non penalizzando la performance complessiva durante le fasi di rialzo dello stesso mercato.

Nel secondo scenario si assume che la previsione dell'investitore non si realizzi, poiché non si verifica alcun ribasso sostanziale del mercato azionario. Questo scenario corrisponde al periodo marzo 2009-marzo 2011.

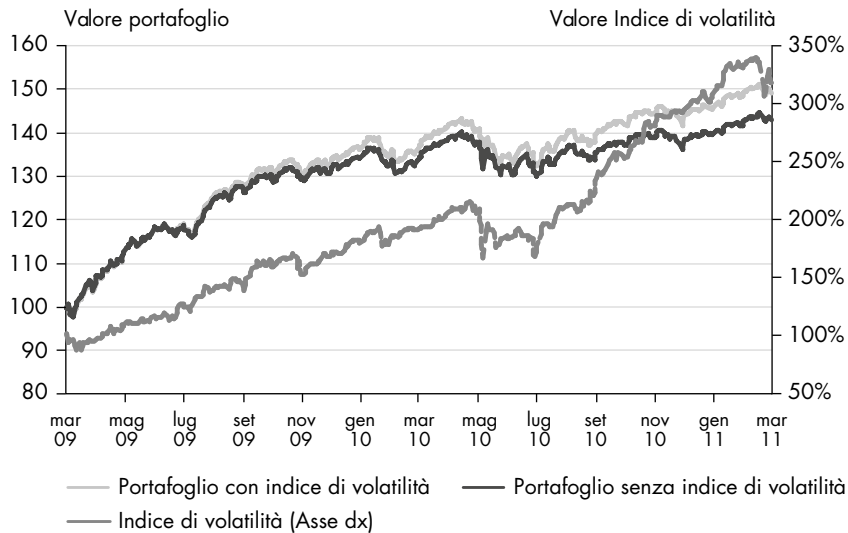
La *tabella 3.4* e la *figura 3.5* mostrano come, nonostante i mercati non abbiano registrato significativi ribassi, il portafoglio che include il certificato sulla volatilità segua sostanzialmente l'andamento del portafoglio iniziale e riesca pertanto a trarre beneficio dal rialzo dei mercati, migliorando la performance del portafoglio di riferimento. Ne consegue che il portafoglio con l'indice di volatilità genera un rendimento su base annua superiore (22,09% vs 19,49%) e, benché si riscontri una volatilità leggermente più elevata (8,77% vs 8,35%), lo sharpe ratio risulta comunque maggiore (2,52 vs 2,33).

Di conseguenza l'investitore, anche se non si sono verificati i previsti ribassi del mercato azionario, ha beneficiato ugualmente della crescita del portafoglio, registrando una performance migliore di quella corrispondente all'asset allocation iniziale.

Tabella 3.4 – Secondo scenario: rendimento-rischio-efficienza dei portafogli a confronto

	Portafoglio con indice di volatilità	Portafoglio senza indice di volatilità
Tasso di rendimento annuo	22,09%	19,49%
Volatilità	8,77%	8,35%
Sharpe ratio	2,52	2,33
Maximum drawdown (rolling 1 mese)	-6,63%	-6,26%

Figura 3.5 – Secondo scenario: evoluzione portafogli con/senza volatilità



3.3 Gli express e gli equity protection certificate e l'efficienza di portafoglio – di Alberto Mancuso

Il rischio di portafoglio si sostanzia in una nozione di rischio che considera non soltanto quello delle singole attività, ma anche l'interrelazione (correlazione) esistente tra i rendimenti di ciascuna coppia di asset class.

Si consideri, per esempio, un portafoglio che comprende due soli titoli rischiosi, A e B, aventi rendimento atteso rispettivamente \bar{R}_A e \bar{R}_B , varianze dei rendimenti σ_A^2 , σ_B^2 , ρ è il coefficiente di correlazione lineare tra i rispettivi rendimenti, ω è la frazione del portafoglio investita nel titolo A (di conseguenza $1 - \omega$ è la quota del portafoglio investita nel titolo B). Il rendimento del portafoglio può essere ottenuto con la seguente espressione:

$$\bar{R}_p = \omega \bar{R}_A + (1 - \omega) \bar{R}_B$$

La rischiosità del portafoglio, a sua volta, è data dalla varianza del suo rendimento atteso che, in questo esempio, sarà data da:

$$\sigma_p^2 = \omega^2 \sigma_A^2 + (1 - \omega)^2 \sigma_B^2 + 2\rho\omega(1 - \omega)\sigma_A\sigma_B$$

In estrema sintesi, è possibile affermare che il coefficiente di correlazione assume valori compresi tra -1 e +1, evidenziando pertanto la tendenza dei rendimenti di due attività finanziarie a muoversi congiuntamente. Un coefficiente di correlazione pari a +1 indica che i rendimenti di due titoli si muovono nella stessa direzione e con la medesima intensità (correlazione perfetta positiva) e ciò annulla completamente l'effetto della diversificazione di portafoglio (da interpretarsi come riduzione potenziale del rischio, dato il rendimento atteso). Un coefficiente di correlazione pari a -1 evidenzia che i rendimenti di due titoli seguono movimenti opposti e della medesima intensità (correlazione perfetta negativa), amplificando al massimo i benefici della diversificazione. La correlazione tra le attività finanziarie assume pertanto una rilevanza fondamentale per ottimizzare il profilo di rischio complessivo di portafoglio. Si consideri, a tal fine, un portafoglio semplificato composto da titoli obbligazionari e azioni; in particolare il portafoglio comprende un titolo di Stato²⁸, un ETF sull'indice Dj Euro Stoxx 50 e azioni Telecom Italia (vedi *tab. 3.5*).

Tabella 3.5 – Portafoglio di riferimento iniziale

Componenti	Pesi
BTP	50%
ETF - Dj Euro Stoxx 50	25%
Azione - Telecom Italia	25%

²⁸ Si tratta di un'obbligazione a 5 anni emessa dallo Stato Italiano, ISIN: IT0004656275

Nelle pagine seguenti sono riportati due esempi che evidenziano chiaramente come l'inserimento in un "portafoglio tradizionale" di prodotti strutturati possa contribuire a ottimizzare l'esposizione al rischio complessivo dello stesso, migliorandone l'efficienza.

Esempio 1: equity protection

A causa dell'elevata volatilità del mercato, l'investitore vorrebbe ridurre la rischiosità complessiva del portafoglio, mantenendone, allo stesso tempo, lo stesso stile di investimento, in quanto ha una view positiva sui mercati finanziari. Una possibile soluzione per venire incontro all'esigenza dell'investitore è data dalla sostituzione dell'azione Telecom Italia con un prodotto strutturato (certificato di investimento) che si caratterizza per un'elevata correlazione con il titolo Telecom Italia: si consideri, a tal fine, un equity protection sull'indice Euro Stoxx Telecommunication, indice che include le società del settore telecomunicazioni dell'area euro. Il certificato (le cui caratteristiche sono espone nella *tabella 3.6*) ha una durata di cinque anni e offre, a scadenza, la protezione del 95% del capitale iniziale.

Tabella 3.6 – Caratteristiche equity protection

Equity protection	
ISIN	IT0004561392
Sottostante	Eurostoxx Telecommunication
Data di emissione	2/2/2010
Data di scadenza	2/2/2015
Durata	5 anni
Protezione del capitale	95%
Partecipazione	150%
Livello di riferimento iniziale	386.92

Allo scopo di verificare come l'inserimento in portafoglio del prodotto strutturato, in sostituzione dell'azione Telecom Italia, possa contribuire a migliorarne l'efficienza, si considerano le performance storiche dei diversi strumenti finanziari presenti in portafoglio, relativamente al periodo gennaio 2011-settembre 2014. Nel periodo sotto osservazione il titolo di Stato ha liquidato una cedola annuale pari al 3,00% mentre l'azione Telecom Italia ha distribuito 0,121 euro di dividendi. Considerando, oltre alle componenti di reddito staccato, liquidate dalle attività finanziarie presenti in portafoglio, anche i valori iniziali (prezzi al 2 gennaio 2011) e finali (settembre 2014) si registrano le seguenti performance²⁹:

Tabella 3.7 – Performance degli strumenti finanziari presenti in portafoglio

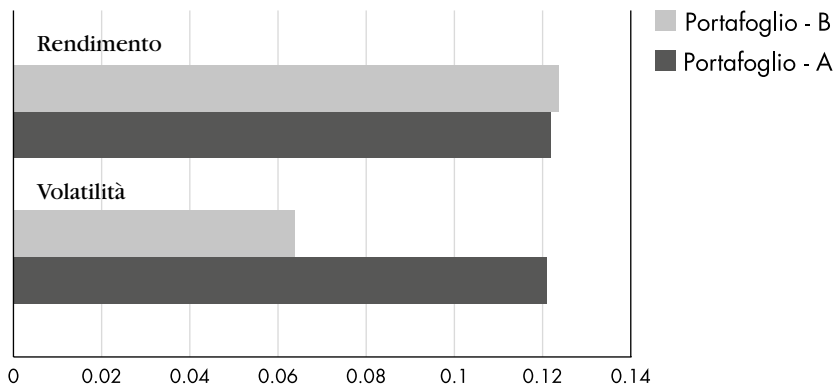
Componenti	Valore iniziale	Valore finale	Flussi intermedi	Performance
BTP	96,33	102,79	12	19,17%
ETF - Dj Euro Stoxx 50	28,45	30,81		8,31%
Telecom Italia	0,968	0,857	0,121	1,96%
Equity protection	92,57	95,34		2,99%

Come si sono comportati i due portafogli ipotizzati? Durante il periodo esaminato il portafoglio iniziale ha registrato una performance del 12,15% mentre il portafoglio comprendente l'equity protection in sostituzione del titolo Telecom Italia ha registrato una crescita del 12,41%. In questo caso, è importante analizzare non soltanto la performance realizzata (pressoché analoga), ma soprattutto

²⁹ Per semplicità, nei calcoli non sono stati considerati le commissioni di negoziazione e i proventi derivanti dal reinvestimento dei flussi di cassa intermedi.

la rischiosità del portafoglio. Nel periodo considerato, il portafoglio iniziale (A) ha evidenziato una volatilità su base annua pari al 12,11% mentre la volatilità del portafoglio in cui è stato inserito il certificato (B) è risultata pari al 6,44%. L'inserimento in portafoglio del prodotto strutturato ha contribuito pertanto a ridurre significativamente la rischiosità complessiva.

Figura 3.6 – Rendimento e rischio dei portafogli A e B



In questo caso, e più in generale per la valutazione degli investimenti finanziari, è fondamentale utilizzare degli indicatori in grado di sintetizzare l'efficienza complessiva degli stessi, in termini di rapporto tra rischio e rendimento. Nel nostro esempio, per confrontare i due portafogli abbiamo utilizzato lo sharpe ratio (SR), ottenuto attraverso la seguente espressione:

$$SR = \frac{r_p - r_f}{\sigma_p}$$

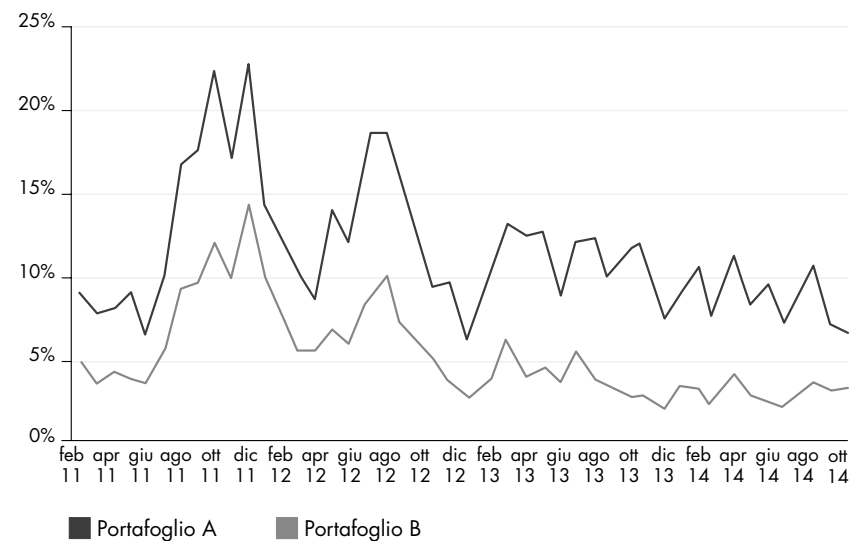
dove r_p è il rendimento del portafoglio, σ_p la deviazione standard (volatilità) del portafoglio, r_f il tasso d'interesse privo di rischio.

Assumendo un tasso risk free pari allo 0,3% (attuale tasso di riferimento per i BOT annuali), e ricordando che il rendimento annualizzato dei portafogli A e B è rispettivamente del 2,91% e del 2,97%, avremo:

- sharpe ratio portafoglio A: 0,14;
- sharpe ratio portafoglio B: 0,28.

Il secondo risulta pertanto più efficiente rispetto al portafoglio A. *Come si spiega questo risultato?* Ciò è dovuto all'effetto volatilità: l'inserimento in portafoglio dell'equity protection ha ridotto il rischio (misurato con la deviazione standard) del secondo portafoglio (B). Per comprendere meglio questo aspetto può essere utile analizzare l'evoluzione della volatilità del portafoglio nel periodo considerato e non soltanto il livello puntuale della rischiosità riferita all'intero periodo. La figura 3.7 illustra i livelli mensili della volatilità dei due por-

Figura 3.7 – Volatilità mensile dei portafogli A e B



tafogli, ottenuta come media mobile a 30 giorni (dati annualizzati). Il grafico evidenzia chiaramente come l'investimento nel prodotto strutturato abbia prodotto una riduzione costante e significativa del livello di volatilità del portafoglio. La volatilità media (annualizzata) del portafoglio iniziale (A), ottenuta considerando le osservazioni mensili, è risultata pari all'11,54%, un livello più che doppio rispetto alla rischiosità del portafoglio (B) in cui è stato inserito il prodotto strutturato in sostituzione del titolo Telecom Italia (5,7%).

Esempio 2: express

Si consideri un secondo esempio, in cui partendo dal medesimo portafoglio iniziale, si sostituisce l'ETF con un'altra tipologia di prodotto strutturato. L'investitore, che ha una view moderatamente rialzista sui mercati azionari dell'area euro, potrebbe inserire in portafoglio un certificato di tipo express; tale certificato permette di ottenere un premio predefinito qualora il sottostante raggiunga, in corrispondenza di determinate date di osservazione, un livello superiore a quello iniziale. Al verificarsi di questo evento il certificato si estingue anticipatamente rispetto alla scadenza naturale. In tal caso, si ipotizza che l'importo liquidato sia reinvestito in un prodotto strutturato avente le medesime caratteristiche di quello iniziale.

Il periodo preso in considerazione va da novembre 2011 a ottobre 2014; il certificato selezionato per il primo anno è un express avente come sottostante il medesimo indice di riferimento dell'ETF. Nel 2012 il livello dell'indice Dj Euro Stoxx 50 è superiore rispetto a quello iniziale, di conseguenza il certificato si estingue anticipatamente, liquidando un premio pari al 9%. L'evento estinzione anticipata si verifica anche al secondo e al terzo anno: i due express, sottoscritti nel 2012 e nel 2013, hanno remunerato l'investitore con premi rispettivamente pari all'8,85% nel 2013 e al 6,60% nel 2014³⁰.

³⁰ Una volta che il certificato si estingue anticipatamente, si ipotizza il roll-over della posizione. I prodotti considerati nell'analisi presentano la medesima struttura finanziaria e lo stesso sottostante, ISIN IT0004760150, IT0004849268, IT0004956493.

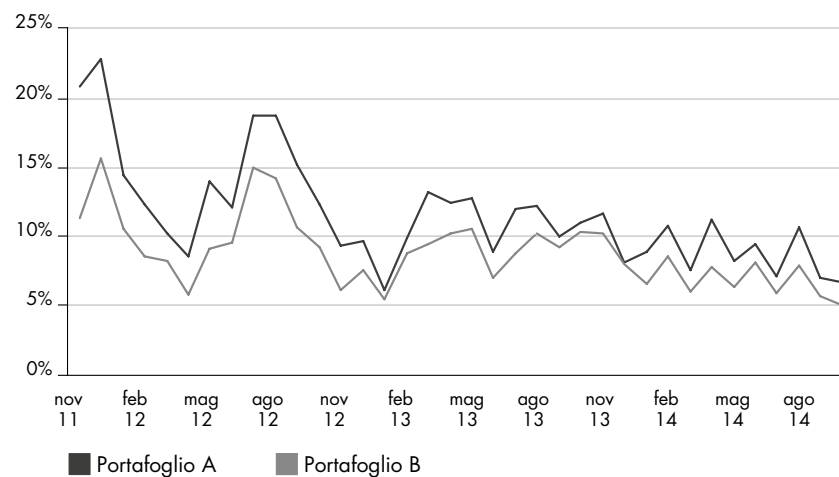
Nella *tabella 3.8* sono poste a confronto le caratteristiche del portafoglio iniziale e di quello che prevede l'investimento negli express.

Tabella 3.8 – Rendimento e rischio del portafoglio iniziale (A) e del portafoglio con gli express (B)

	Portafoglio A	Portafoglio B
Rendimento annuo	6,67%	7,51%
Volatilità (annua)	12,11%	9,63%

In questo caso, rispetto all'esempio precedente, la riduzione della rischiosità di portafoglio (*fig. 3.8*) è minore in quanto è stato selezionato un prodotto strutturato (a capitale condizionatamente protetto e non a capitale garantito, come nel caso dell'equity protection) che risente maggiormente della volatilità dell'attività sottostante.

Figura 3.8 – Volatilità mensile dei portafogli A e B



La possibilità di ricevere un premio anche in assenza di performance positive del sottostante, unitamente all'estinzione anticipata del certificato e al roll-over della posizione, ha contribuito al miglioramento dell'efficienza complessiva del portafoglio. In questo secondo esempio, l'indice di Sharpe del portafoglio B, in cui è stato sostituito l'ETF con gli express, è pari a 0,65, mentre il portafoglio iniziale (A) ha evidenziato un valore di 0,45.

3.4 I bonus certificate e le strategie di yield enhancement – di Alessio Guerriero

Come è stato evidenziato nelle pagine precedenti, i prodotti strutturati possono essere utilizzati dalla clientela private per soddisfare esigenze sia di natura strategica sia tattica nella gestione di portafoglio. La molteplicità delle strutture finanziarie che possono essere realizzate consente di ottimizzare il profilo di rischio/rendimento di portafoglio sia nelle fasi di più elevata sia in quelle di bassa volatilità dei mercati finanziari, offrendo soluzioni di investimento personalizzate e più efficienti rispetto all'investimento diretto nelle singole attività finanziarie.

Nelle fasi di maggiore instabilità dei mercati finanziari, come quelle osservate negli anni 2009 e 2011, l'obiettivo prioritario degli investitori è la protezione del capitale, anche se le quotazioni estremamente sacrificate, in specie dei titoli azionari, possono favorire l'investimento in quei prodotti strutturati in grado di generare rendimenti positivi in diversi scenari di mercato, offrendo allo stesso tempo un'adeguata protezione del capitale. Il riferimento è ai certificati di tipo bonus; la combinazione redditività attesa/protezione del capitale di questi prodotti finanziari è particolarmente interessante nelle fasi di maggiore volatilità dei mercati in quanto il costo relativamente contenuto delle opzioni esotiche presenti nella struttura finanziaria consente di posizionare la cosiddetta barriera a livelli prudenziali (con conseguente maggiore protezione del capitale investito in caso di ribasso del sottostante). Allo stesso tempo, i bonus consentono all'investitore

di ottenere un importo premio (bonus) qualora il livello barriera non venga raggiunto, oltre a beneficiare dell'apprezzamento del sottostante al di sopra del livello bonus.

Al fine di valutare concretamente come i bonus possano essere utilizzati per ottimizzare la redditività di portafoglio, consideriamo un investitore le cui view sui principali mercati e relative asset class, nel quarto trimestre del 2011, sono sintetizzate in *tabella 3.9*.

Tabella 3.9 – View di mercato

Asset class/view	Sottopesare	Neutrale	Sovrappesare
Liquidità e obbligazionario	Obblig. governativi ed emergenti	Obblig. investment grade	Liquidità
Azionario	Asia	Emergenti, UK	Europa, USA

Il portafoglio di riferimento iniziale è, a sua volta, illustrato nella *tabella 3.10*.

Tabella 3.10 – Portafoglio iniziale

Asset class	Tipologia	%
Liquidità	Fondi di mercato monetario area euro	10
Obbligazionario	Fondi globali investment grade	20
Azionario	Fondi globali	30
	Azioni USA	10
	Azioni Intesa Sanpaolo	30

Considerando l'elevata volatilità e l'insufficiente dividend yield degli ultimi anni, l'investitore decide di rivedere il suo investimento diretto sul titolo Intesa Sanpaolo a favore di un certificato di tipo

bonus, denominato fast bonus, che si caratterizza per una struttura finanziaria particolarmente innovativa (illustrata in *tabella 3.11*), che combina le caratteristiche proprie dei bonus con quelle tipiche degli express. Il fast bonus consente all'investitore di mantenere la posizione lunga sull'azione Intesa Sanpaolo, assicurando allo stesso tempo un elevato rendimento prospettico e una più che adeguata protezione condizionata a scadenza del capitale investito.

Tabella 3.11 – Fast bonus su Intesa Sanpaolo

	Caratteristiche
Emittente	Barclays Bank PLC
ISIN	XS0548334407
Sottostante	Intesa Sanpaolo S.p.A.
Data di emissione	31 ottobre 2011
Data di scadenza	30 ottobre 2015
Strike (livello di riferimento iniziale)	1,291 EUR
Barriera	50% livello iniziale (0,6455 EUR) discreta/europea
Date di valutazione intermedie/finale	24 ottobre 2012 24 ottobre 2013 24 ottobre 2014 23 ottobre 2015
Premi intermedi/finale	16% (24 ottobre 2012) 32% (24 ottobre 2013) 48% (24 ottobre 2014) Max (64%; 100% performance Intesa Sanpaolo) (23 ottobre 2015)

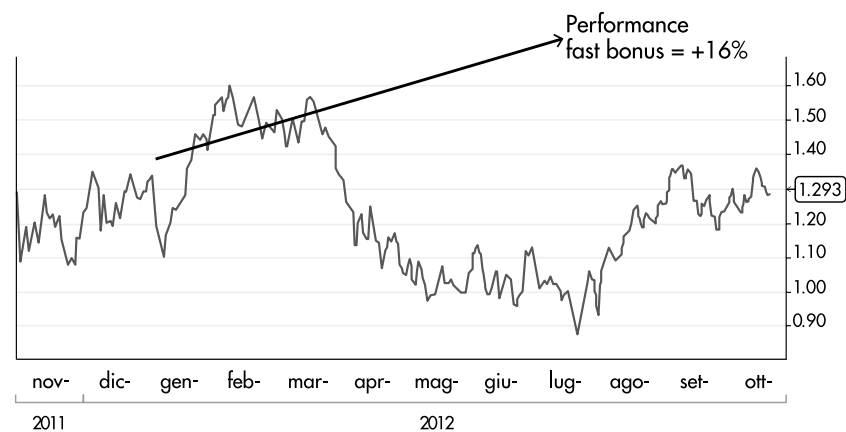
Il fast bonus si caratterizza per un meccanismo di rimborso anticipato annuale (autocallability), in base al quale se il prezzo di riferimento del titolo Intesa Sanpaolo, a una data di valutazione interme-

dia, è maggiore o uguale al prezzo di riferimento iniziale (1,291), il certificato scade anticipatamente, rimborsando il 100% del capitale investito più un premio del 16% (con effetto memoria del rendimento per gli anni successivi al primo). A scadenza (opzione best of), l'investitore riceve il 100% del capitale investito più il maggior valore tra il 64% e il 100% della performance del sottostante se il

Tabella 3.12 – Performance portafoglio e singole asset class (ottobre 2011-ottobre 2012)

	Portafoglio + fast bonus	Portafoglio + Intesa Sanpaolo	Intesa Sanpaolo	Fast bonus
Performance 10/11-10/2012	12%	7%	0,23%	16%

Figura 3.9 – Intesa Sanpaolo (ottobre 2011-ottobre 2012)



titolo Intesa Sanpaolo non ha registrato una performance peggiore del 50% rispetto al suo valore iniziale (barriera discreta/europea collocata a 0,6455 euro).

L'investitore che a fine ottobre 2011 ha sostituito l'investimento diretto nel titolo Intesa Sanpaolo con il fast bonus ha realizzato, trascorso un anno (prezzo di riferimento di Intesa Sanpaolo al 24 ottobre 2012 pari a 1,293 euro), una redditività complessiva di portafoglio e per singole asset class sintetizzata in *tabella 3.12*.

L'analisi fin qui condotta ha evidenziato chiaramente come un prodotto strutturato (nel caso in esame un certificato di tipo fast bonus) inserito in un portafoglio finanziario (tenuto conto del profilo di rischio MIFID dell'investitore) possa consentire di ottenere una overperformance rispetto al mercato (con gli ulteriori, eventuali, benefici fiscali corrispondenti), offrendo al tempo stesso delle garanzie aggiuntive rispetto all'investimento diretto nel sottostante (protezione condizionata del capitale investito).

3.5 I leverage certificate e le strategie di copertura

di Francesco De Santis

I prodotti strutturati, oltre a essere utilizzati all'interno dei portafogli per strategie d'investimento di medio-lungo periodo, possono essere utilizzati per soddisfare finalità di copertura in una prospettiva di breve termine, specialmente nella forma di leverage certificate.

Questi ultimi sono strumenti quotati su un mercato regolamentato che consentono di assumere posizioni a leva, al rialzo o al ribasso, su un vasto numero di asset class, dagli indici alle azioni, fino alle materie prime e ai tassi di cambio.

La presenza della leva amplifica le variazioni del sottostante, garantendo all'investitore una performance maggiore rispetto all'investimento diretto nello stesso sottostante e limitandone l'assorbimento di capitale. Tra tutti i leverage certificate disponibili sul mercato italiano, i mini future sono quelli che meglio si adattano a strategie di copertura.

Prima di presentare alcuni casi pratici, occorre ricordarne le caratteristiche principali:

- *strike*: il livello di riferimento del sottostante e rappresenta la quota dello stesso finanziata dall'emittente;
- *leva finanziaria*: il moltiplicatore di performance dinamico implicito nel mini future. Più è elevata la quota di capitale finanziata dall'emittente, maggiore è l'effetto leva ma, di conseguenza, anche la rischiosità del prodotto;
- *stop loss*: rappresenta il livello di riferimento del sottostante che, se violato, comporta l'estinzione anticipata del titolo. Lo stop loss si colloca a un livello superiore rispetto allo strike per un mini future long, inferiore per gli short. Se toccato è previsto il potenziale rimborso residuale (se positivo) o nullo del certificato.

Questi prodotti prevedono inoltre un meccanismo di ridefinizione dello strike e dello stop loss che giornalmente aumentano, nel caso dei long, e diminuiscono, nel caso degli short in base a un tasso d'interesse, pari al tasso risk free maggiorato di uno spread definito dall'emittente. Ciò può essere inteso come il costo sostenuto dall'investitore per assumere una posizione superiore a quanto effettivamente investito.

Per comprenderne il funzionamento di questi certificati, ipotizziamo di acquistare un mini future short su Enel con i seguenti valori di partenza:

- valore attuale del sottostante: € 3,768;
- strike: € 4,696;
- stop loss (barriera): € 4,367;
- parità: 1;
- leva: 4.06x.

Il prezzo del certificato in $t = 0$ (come illustra la *figura 3.10*) è dato dal valore dello strike diminuito del livello corrente del sottostante, il tutto diviso per la parità:

$$\frac{(\text{Strike-Valore attuale del sottostante})}{\text{Parità}} = \frac{(4,696 - 3,768)}{1} = 0,928 \text{ €}$$

Ipotizziamo di mantenere la posizione in portafoglio per 15 giorni e che, al termine di questo periodo, Enel registri una perdita del 7,11%, raggiungendo 3,5 euro in $t = 1$.

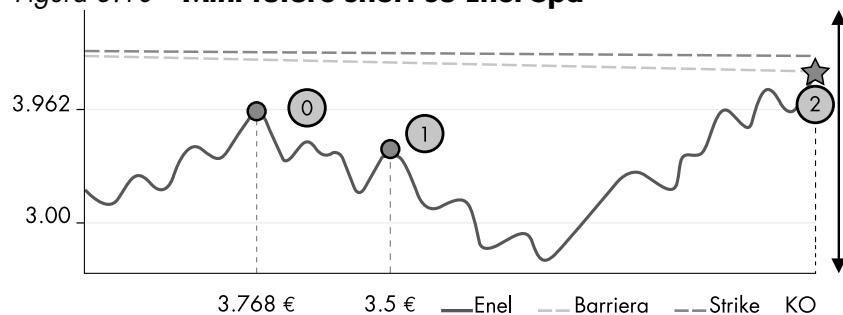
Il prezzo del mini future diventa:

$$\frac{(\text{Strike-Valore attuale del sottostante})}{\text{Parità}} = \frac{(4,689 - 3,5)}{1} = 1,189 \text{ €}$$

Il nuovo prezzo del mini future dipende, oltre che dall'andamento del sottostante, anche dal nuovo strike, modificatosi in base a un costo di finanziamento annuo pari all'Euribor 1m + spread (3,5%). Il certificato registra quindi una performance pari a +28,13%, pari a circa 4 volte quella del titolo. Inoltre, il nuovo livello di prezzo del sottostante determina anche una variazione della leva, che tende a ridursi data la discesa dei valori azionari di Enel.

Per completezza, si noti che in caso di evento barriera (per esempio, in $t = 2$) il certificato scade anticipatamente (con immediato delisting dal mercato) garantendo comunque all'investitore di incassare un importo residuale.

Figura 3.10 – Mini future short su Enel Spa



Applicazione

Consideriamo un investitore che ha in portafoglio 50.000 euro di azioni FCA (4398 azioni), che quota 11,37 euro, che intenda coprirne il 100% del valore attraverso un mini future short sullo stesso sottostante.

L'ammontare di mini future da acquistare sarà pari esattamente al numero di azioni in portafoglio (4398), con un esborso limitato rispetto a una strategia short 1:1 sul titolo.

La *tabella 3.13* illustra la stessa strategia implementata su mini future con strike differenti. Ovviamente l'utilizzo di strumenti con leve più elevate garantisce un minore esborso monetario ma, al contempo, un maggior rischio di stop loss.

Tabella 3.13 – Copertura su FCA (prezzo iniziale FCA = € 11,37)³¹

Valore posizione sull'azione €	Strike	Stop loss	Distanza stop loss	Leva	Numero mini	Prezzo mini €	Valore totale portafoglio €
50.000	13,00	12,09	6,33%	7	4.398	1,63	57.168
	14,00	13,02	14,51%	4	4.398	2,63	61.566
	15,00	13,95	22,69%	3	4.398	3,63	65.963

Nelle *tabelle 3.14* e *3.15* vengono presentati due scenari diversi (titolo in ribasso e in rialzo del 5%) dopo 3 mesi di mantenimento delle posizioni.

Nel primo caso, con FCA in calo del 5%, la perdita di valore della posizione azionaria è completamente immunizzata dalla presenza

³¹ Il valore totale del portafoglio si ottiene sommando il valore della posizione azionaria con l'investimento nei mini future. Ad esempio, considerando uno strike pari a 13 euro, l'investimento in mini future è pari a $1,63 \times 4.398 = 7.168,74$ euro.

dei mini future in portafoglio. La differenza rispetto al valore totale del portafoglio iniziale corrisponde al costo della copertura, collegato alla rideterminazione dei livelli di strike.

Tabella 3.14 – Copertura su FCA – Scenario 1 – FCA -5% = 10,80 €

Valore posizione sull'azione €	Current strike	Stop loss	Distanza stop loss	Leva	Numero mini	Prezzo mini €	Valore totale portafoglio €
47.500	12,89	11,98	10,97%	5	4.398	2,09	56.676
	13,88	12,91	19,50%	4	4.398	3,08	61.035
	14,87	13,83	28,04%	3	4.398	4,07	65.395

Nel caso opposto, invece, i profitti sul titolo sono bilanciati dalle perdite sui mini future short.

Tabella 3.15 – Copertura su FCA – Scenario 2 – FCA +5% = 11,94 €

Valore posizione sull'azione €	Current strike	Stop loss	Distanza stop loss	Leva	Numero mini	Prezzo mini €	Valore totale portafoglio €
52.500	12,89	11,98	0,38%	13	4.398	0,95	56.669
	13,88	12,91	8,11%	6	4.398	1,94	61.028
	14,87	13,83	15,83%	4	4.398	2,93	65.388

È opportuno evidenziare che le plus/minusvalenze su mini future sono redditi diversi, tassati con l'aliquota del 26%. Il credito di imposta generato da eventuali minusvalenze può essere utilizzato dal

cliente per compensare plusvalenze entro il quarto anno successivo al suo realizzo.

Rispetto ad altri strumenti finanziari disponibili sul mercato, i mini future hanno il vantaggio di essere strumenti liquidi e con soglie d'ingresso decisamente basse, risultando pertanto accessibili sia alla clientela istituzionale sia a quella retail. Essendo, inoltre, il pricing influenzato unicamente dall'andamento lineare del sottostante e non da altre componenti quali, per esempio, la volatilità implicita o il fattore tempo, le strategie di copertura non vanno ribilanciate periodicamente, rendendo la gestione di tali posizioni relativamente più semplice.

Non va nemmeno sottovalutata l'ampia gamma di sottostanti dei mini future, che li differenzia rispetto agli strumenti "concorrenti" nell'ambito di strategie di copertura.

Queste ultime sono generalmente implementate utilizzando i derivati negoziati in mercati regolamentati, quali i contratti future e di opzione. Nell'operatività in contratti future sono presenti barriere all'ingresso non trascurabili che rendono questo mercato poco accessibile specialmente agli investitori privati. Il lotto minimo negoziabile su alcuni contratti future su indici azionari o titoli governativi ammonta a diverse migliaia di euro e ciò limita potenzialmente le operazioni di piccolo taglio. Inoltre questi strumenti prevedono un meccanismo di marginazione e l'eventuale perdita può risultare superiore al capitale investito, al contrario dei mini future, grazie alla presenza del meccanismo di stop loss.

Le opzioni, invece, presentano un pricing legato non linearmente al sottostante e influenzato da livelli di volatilità implicita e fattore tempo, tanto maggiori quanto più è lontana la scadenza dello strumento derivato

Infine gli ETF: in base alla normativa UCITS, essi prevedono una leva massima pari a 2, il che riduce lo spettro delle possibili strategie che possono essere realizzate solo con un notevole impiego di capitale. Nel caso degli ETF a leva, occorre considerare anche il cosid-

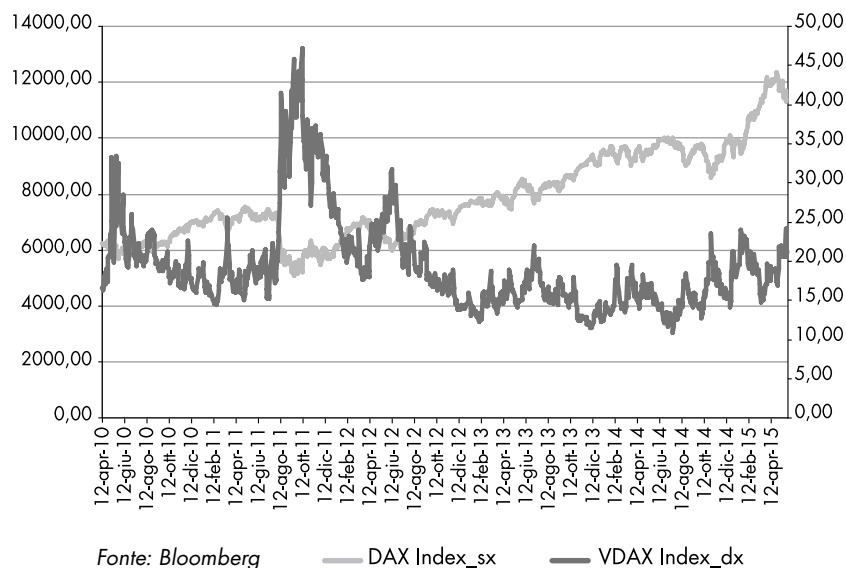
detto “compounding effect” determinato dalla leva fissa giornaliera, effetto tanto più accentuato quanto maggiore è la volatilità implicita.

3.6 I reverse bonus certificate e il controllo del rischio di portafoglio – di Gianfranco Venuti e Davide Fossati

L'attuale congiuntura macroeconomica, caratterizzata dalla iperattività delle banche centrali, ha generato un'anomala correlazione tra le principali classi di attività. In sostanza, la diversificazione, tradizionalmente considerata come una strategia di distribuzione del rischio, non si rivela adeguata per compensare i rischi di portafoglio. La volatilità, invece, per la sua decorrelazione con il mercato - in particolare durante le fasi ribassiste - viene sempre più spesso utilizzata come componente d'investimento per attenuare la variabilità complessiva dei portafogli. In pratica, la volatilità è passata dall'essere considerata esclusivamente come un puro e semplice indicatore di rischio a una vera e propria asset class.

Utilizzare l'asset class volatilità per decorrelare la dinamica di un portafoglio rispetto all'andamento dei mercati finanziari significa investire direttamente in prodotti derivati. Questi strumenti permettono di assumere, per un periodo discrezionale, una posizione di segno opposto (contrarian) rispetto al portafoglio senza modificarlo nella sua composizione. I future con sottostanti indici azionari sono un esempio per spiegare praticamente cosa significa assumere una posizione contrarian rispetto al portafoglio. La *figura 3.11* illustra l'andamento di un portafoglio teorico investito completamente in azioni della Borsa tedesca (100% indice DAX) rispetto al corrispondente indice di volatilità (DAX volatility index). La figura evidenzia, in modo intuitivo, l'esistenza di una correlazione negativa tra il portafoglio azionario e la volatilità implicita nelle opzioni che hanno come sottostante l'indice DAX (nel periodo 27/01/2013-27/01/2015 il coefficiente di correlazione tra l'indice DAX e il DAX volatility index è risultato pari a -0,80).

Figura 3.11 – Dax vs VDax



Ipotizziamo che l'investitore voglia conservare l'esposizione lunga del portafoglio ma desideri, allo stesso tempo, implementare una strategia che gli consenta di limitare i rischi in caso di ribasso del mercato azionario tedesco. In altre parole, l'intento è quello di mantenere la direzionalità sul mercato azionario, ma con rischio controllato. Per realizzare tale obiettivo, l'investitore ha a disposizione diverse opportunità. Per esempio, potrebbe investire direttamente sull'indice della volatilità implicita dell'indice DAX (DAX volatility index o VDAX); in alternativa potrebbe assumere una posizione corta sul contratto future con sottostante il medesimo indice. La posizione contrarian consente di decorrelare il portafoglio rispetto all'andamento del mercato senza dover necessariamente liquidare i titoli.

Un fattore chiave che influenza la gestione del rischio del portafoglio è la scelta del contratto future da utilizzare per la copertura. La decisione può articolarsi in due parti:

- selezione del sottostante di riferimento del contratto future;
- selezione della data di consegna o chiusura della posizione.

Se l'attività da coprire coincide con quella sottostante il contratto future, la prima scelta è semplice. Nel nostro esempio, l'intero portafoglio è investito in titoli azionari inclusi nell'indice DAX. Per coprirlo, la scelta ottimale è quella di vendere il contratto future con sottostante l'indice tedesco. In altri casi invece, per esempio se il portafoglio fosse composto da titoli quotati su mercati diversi, è necessario condurre attente analisi per determinare quale tra i future disponibili sia più correlato con il portafoglio da coprire.

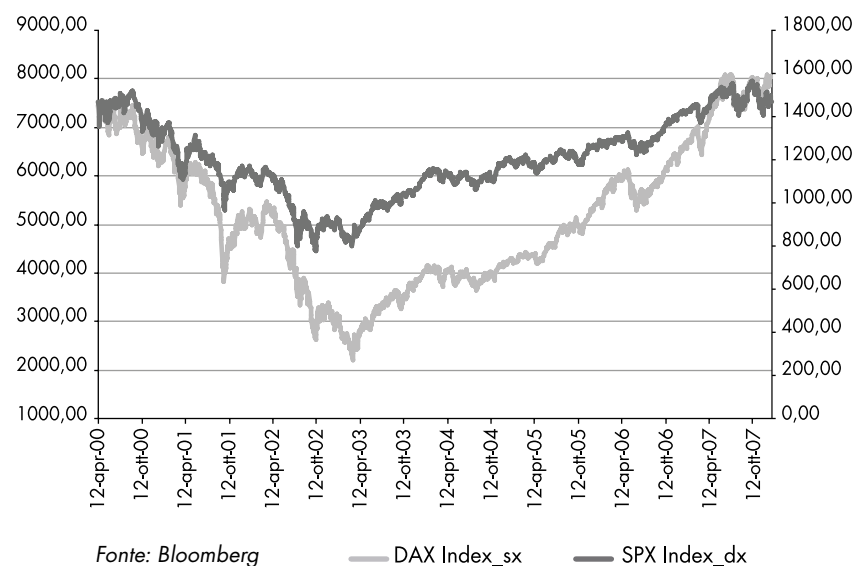
La scelta della data di consegna è influenzata da diversi fattori, comprendenti: la variabilità dei prezzi durante il mese di consegna; il cost of carry in relazione alla configurazione della curva future.

L'analisi fin qui condotta ha inteso evidenziare come, a fronte dell'esigenza dell'investitore di decorrelare il portafoglio rispetto ai mercati di riferimento dello stesso senza alterarne la composizione, i prodotti finanziari tradizionali o "long only", non sono in grado di gestire la volatilità. O, meglio, non consentono di beneficiare della decorrelazione esistente tra volatilità e mercati. Per offrire ai clienti private strumenti d'investimento semplici e funzionali per affrontare condizioni di mercato incerte, la Banca Popolare di Milano progetta (in collaborazione con partner esterni) certificati di investimento appositamente studiati per decorrelare il portafoglio dai mercati di riferimento, senza perdere le opportunità di posizionamenti tattici rialzisti. I certificati di investimento hanno la peculiarità di sintetizzare, in un unico veicolo, esposizioni rialziste e ribassiste ponderando posizioni lunghe-corte mediante opzioni su indici, valute, materie prime, mercati di nicchia.

Il processo d'investimento top-down, implementato per individuare veicoli d'investimento adatti ad interpretare le mutevoli fasi dei mercati finanziari, accorda alla banca il vantaggio di offrire ai clienti prodotti d'investimento attuali ed efficienti in termini di controllo del rischio e del rendimento.

Nello specifico, nel 2007 i mercati azionari stavano testando i massimi storici relativi. La *figura 3.12* mostra l'andamento dell'indice S&P500 e del DAX fino ai massimi di fine 2007.

Figura 3.12 – Andamento degli indici S&P 500 e DAX fino ai massimi di fine 2007



Le valutazioni dei mercati apparivano estremamente stressate. Inoltre, i portafogli degli investitori presentavano, nella componente azionaria, un'elevata esposizione al listino tedesco. L'esigenza di tutelare i patrimoni investiti dai clienti senza dover liquidare le posizioni strategiche ha indotto la banca a ideare un certificato di investimento in grado di coprire le posizioni azionarie. Il 3 ottobre 2007, Banca Popolare di Milano, in collaborazione con Deutsche Bank in qualità di calculation/paying agent & market making, ha offerto alla clientela private un certificato di investimento che consentiva di

decorrelare i propri portafogli dall'andamento del mercato azionario tedesco.

Il certificato in esame era un reverse bonus con sottostante l'indice DAX. Questo tipo di certificato offre all'investitore la possibilità di trarre beneficio dal ribasso del sottostante e ottenere, allo stesso tempo, un premio (componente bonus) in caso di un suo moderato rialzo. Attraverso la strutturazione del certificato, la banca è stata in grado di offrire ai clienti un'adeguata protezione all'esposizione netta alla Borsa tedesca senza rinunciare al pick up sull'indice. In altre parole, il cliente assumeva una posizione ribassista sul DAX ma senza l'onere - qualora l'opzione alla data stabilita fosse risultata in the money - di consegnare i titoli sottostanti a un prezzo prefissato. Le caratteristiche essenziali del certificato sono riassunte di seguito:

Tabella 3.16 – **Caratteristiche del certificato**

	Caratteristiche
Codice ISIN	DE000DB1F9Y1
Indice di riferimento	Indice DAX
Bonus	127 EUR
Livello di riferimento iniziale (strike)	7.511,97
Livello barriera	150% di 7.511,97 (11.267,96)
Multiplo	100 / 7.511,97 (0,013312)
Prezzo di emissione	100 EUR
Data emissione	19 novembre 2007
Data di scadenza/valutazione finale	19 novembre 2010

Il payoff alla scadenza prevedeva sostanzialmente due possibili scenari:

Scenario 1: ribasso dell'indice DAX

Qualora non si fosse mai verificato durante il periodo di osserva-

zione un evento barriera - ossia il livello del sottostante non fosse uguale o superiore al livello barriera (11.267,96) - il reverse bonus avrebbe liquidato un ammontare bonus pari a 127 euro;

Scenario 2: rialzo indice DAX

Qualora il livello del sottostante fosse stato pari o superiore al livello barriera durante il periodo di osservazione - e quindi si fosse verificato l'evento barriera - il reverse bonus avrebbe liquidato un importo inversamente proporzionale alla performance dell'indice DAX, per cui l'investitore avrebbe subito una perdita se alla data di scadenza l'indice tedesco si fosse collocato al di sopra del livello di riferimento iniziale (7.511,97).

Con il supporto dell'indice DAX (*fig. 3.13*) vediamo cosa è avvenuto in pratica.

Figura 3.13 – **Indice DAX (2007-2010)**



Fonte: Bloomberg — DAX Index

Nel periodo di osservazione, che parte da un livello di riferimento iniziale pari a 7.511,97, l'indice DAX ha perso l'11,37%. Per un investitore long only, la perdita sul portafoglio esposto al 100% alla Borsa tedesca sarebbe stata significativa. Analizziamo invece il caso di un investitore che avesse deciso di proteggere il 50% del portafoglio inserendo il reverse bonus. Il deprezzamento del sottostante ci riporta al primo scenario. Ipotizziamo un portafoglio con un'esposizione di 100.000 euro all'indice DAX. Assumendo un investimento pari a 50.000 euro nel reverse bonus, il payout del certificato, alla data di scadenza, sarebbe stato pari a 13.500 euro.

Pertanto, a fronte di una perdita potenziale di 11.370 euro sul portafoglio (100.000-11,37%), il payout generato dal certificato è di 13.500 euro. La *tabella 3.17* riassume l'effetto complessivo dell'investimento nel reverse bonus rispetto a tre diversi livelli di copertura del portafoglio.

Tabella 3.17 – Effetto complessivo del reverse bonus rispetto a tre diversi livelli di copertura del portafoglio

Strategia long only 100%		
-11.370,00		
Strategia reverse bonus 50%	Strategia long only 50%	Δ
13.500,00	-5.685,00	7.815,00
Strategia reverse bonus 25%	Strategia long only 75%	Δ
6.750,00	-8.527,50	-1.777,50

Il beneficio dell'investimento va considerato non solo in termini di copertura ottimale del portafoglio ma anche e soprattutto sotto il profilo del rapporto rischio/rendimento complessivo. Infatti, se l'indice DAX si fosse apprezzato nel periodo considerato, l'investitore

non avrebbe perso il pick up della sua esposizione netta lunga sino al raggiungimento del livello barriera.

Selezionare strumenti d'investimento che sono espressione del quadro congiunturale di mercato e soprattutto dei bisogni del cliente consente di muoversi verso un'offerta commerciale evoluta e alla portata di un numero di clienti sempre più ampio.

Tabella 3.18 – Portafoglio iniziale

Codice ISIN	Denominazione	Valuta	Quantità nominale	Quota %
IT0000966017	COMIT 97/27 Z.C.	EUR	110.000,00	3,26%
IT0003128367	ENEL SPA	EUR	223.732,00	6,63%
IT0003153415	SNAM SPA	EUR	63.500,00	1,88%
IT0004620305	CCTEU 10/15.12.2015	EUR	220.000,00	6,52%
IT0004639420	BCO POPOLARE 177A SR	EUR	250.000,00	7,41%
IT0004863608	BTP IT OT16 EUR	EUR	935.000,00	27,71%
IT0004969199	BTP IT NV17 EUR CUM	EUR	200.000,00	5,93%
XS0215093534	FINMECC 4,875 EUR 25	EUR	600.000,00	17,78%
XS0255820804	MPASCHI 4,875%06-16	EUR	50.000,00	1,48%
XS0298336487	MEDIOBANCA 15DIG.IND	EUR	500.000,00	14,82%
XS0735543653	BCA IMI TM 12-17 82A	EUR	50.000,00	1,48%
XS0894522795	BERS TRY 5.25% 13-17	TRY	500.000,00	5,11%
				100,00%

3.7 I certificati di investimento e l'ottimizzazione del VaR di portafoglio – di Alberto Amiotti

A fronte di una politica monetaria della Banca centrale europea improntata a una crescente espansività, la volatilità dei mercati finanziari è aumentata, nel corso del 2014, in modo significativo.

Nell'attuale scenario di tassi eccezionalmente bassi, la ricerca di una maggiore redditività induce gli investitori ad avvicinarsi ai mercati azionari, privilegiando tuttavia, in un contesto di accresciuta incertezza, investimenti in grado di offrire una protezione totale o parziale del capitale investito.

Al fine di valutare l'impatto dell'utilizzo dei prodotti strutturati nel processo di investimento, siamo partiti dal portafoglio di un cliente private, valutato in data 1° ottobre 2014, caratterizzato dalla presenza di azioni italiane per una quota pari all'8,51% e da obbligazioni governative, bancarie e corporate per la parte residua (*tab. 3.18*).

Per quantificare il livello di rischio del portafoglio, è stato calcolato il VaR (value at risk), inteso come massima perdita potenziale giornaliera del portafoglio con un intervallo di confidenza pari al 99%. Il VaR del portafoglio iniziale risulta pari al 7,88%.

Tabella 3.19 – **Caratteristiche finanziarie certificati**

	Equity protection digitale	Express	Cash collect
Emittente	Banca Aletti	Banca Aletti	Banca Aletti
Isin	IT0004919160	IT0005003881	IT0005027252
Sottostante	Ftse Mib	Ftse Mib	Ftse Mib
Scadenza	18/05/18	10/04/18	21/06/19
Strike	17.419,14	21.848,69	21.388,38
Barriera	-	60% livello iniziale (13.109,21)	60% livello iniziale (12.833,03)
Premi intermedi/finale	cedola annuale 3,70%	cedola annuale 8,25%	cedola annuale 4,90%

Prima ipotesi

La quota complessivamente investita in azioni, pari all'8,51%, è stata sostituita con certificati di investimento, ricalcolando il VaR di portafoglio a seguito dell'inserimento di tali prodotti strutturati.

I tre certificati selezionati (le cui caratteristiche sono sintetizzate nella *tabella 3.19*) hanno caratteristiche diverse in termini di payoff, protezione del capitale e profilo di rischio: si tratta di un equity protection digitale, un express e un cash collect, tutti con sottostante l'indice FTSE Mib, l'indice azionario di cui fanno parte le azioni sostituite.

L'equity protection digitale prevede il pagamento di premi annuali pari al 3,70% se il sottostante supera il valore iniziale rilevato alla data di emissione e la protezione integrale del capitale a scadenza.

L'express liquida premi annuali pari all'8,25% se il sottostante, alle date di rilevazione prefissate, supera il valore iniziale e, nel caso in cui si verifichi tale condizione, rimborsa contestualmente il valore nominale del certificato. A scadenza, opera una barriera pari al 60% del valore iniziale, al di sopra della quale è comunque previsto il pagamento del capitale investito maggiorato di un "premio plus" pari all'8,25%.

Al di sotto del livello di barriera, il certificato paga invece la performance del sottostante, esponendo quindi l'investitore allo stesso rischio che avrebbe investendo direttamente nel sottostante.

Infine, il cash collect liquida premi annuali pari al 4,90% se il sottostante si colloca al di sopra del 60% del valore iniziale. A scadenza opera una barriera pari al 60% del livello iniziale del sottostante: se il FTSE Mib si posiziona al di sopra di tale livello, il certificato rimborsa il valore nominale maggiorato del premio previsto. Al di sotto di tale livello il certificato paga invece la performance del sottostante, esponendo anche in questo caso l'investitore allo stesso rischio dell'investimento diretto nel sottostante.

In sostituzione della quota investita in azioni (8,51%), abbiamo ipotizzato di inserire ognuno dei tre certificati nel portafoglio, oppure

l'equity protection digitale e il cash collect insieme, ciascuno per il 4,255%, e di ricalcolare il VaR di portafoglio.

Come risulta dalla *tabella 3.20*, in tutte le quattro ipotesi si registra una sensibile diminuzione del VaR di portafoglio.

Tabella 3.20 – VaR del portafoglio iniziale e con certificati (prima ipotesi)

	VaR di portafoglio
Portafoglio iniziale	7,88%
Portafoglio iniziale - azioni (8,51%) + express (8,51%)	6,91%
Portafoglio iniziale - azioni (8,51%) + cash collect (8,51%)	6,80%
Portafoglio iniziale - azioni (8,51%) + eq. protection digitale (8,51%)	6,45%
Portafoglio iniziale - azioni (8,51%) + eq. protection digitale (4,255%) + cash collect (4,255%)	6,41%

I risultati ottenuti confermano che un prodotto strutturato come i “certificati” può rappresentare una valida alternativa per investire in attività rischiose, ottenendo, rispetto all’investimento diretto, benefici in termini di protezione del capitale e premi periodici.

In particolare, nelle fasi di incertezza circa le prospettive dei mercati azionari, risultano particolarmente efficaci quegli strumenti che liquidano premi interessanti anche quando il sottostante è cresciuto di poco rispetto al valore iniziale (equity protection digitale ed express) o è diminuito entro limiti prestabiliti (cash collect).

L’investitore è infatti sensibile alla possibilità di incassare premi periodici anche nelle fasi di stabilità o di contenuta discesa dei mercati.

I certificati che prevedono la clausola di rimborso anticipato (auto-

callability), consentono infine di ottenere rendimenti interessanti in un periodo relativamente breve.

Seconda ipotesi

Nel portafoglio iniziale i certificati sono stati inseriti, secondo le stesse ipotesi fatte in precedenza, per una quota pari al 15%, riducendo contestualmente, oltre alla componente azionaria (-8,51%), il BTP Italia ottobre 2016 (Codice ISIN IT0004863608), che passa quindi dal 27,71% al 21,225 (-6,49%).

Anche in questo caso, in tutte le ipotesi effettuate, il VaR si riduce rispetto a quello del portafoglio di base (come evidenzia la *tabella 3.21*), pur avendo aumentato al 15% la quota investita in prodotti strutturati (rispetto al precedente 8,51% investito in azioni).

Tabella 3.21 – VaR del portafoglio iniziale e con certificati (seconda ipotesi)

	VaR di portafoglio
Portafoglio iniziale	7,88%
Portafoglio iniziale - azioni (8,51%) Btp (6,49%) + express (15%)	7,51%
Portafoglio iniziale - azioni (8,51%) Btp (6,49%) + cash collect (15%)	7,30%
Portafoglio iniziale - azioni (8,51%) Btp (6,49%) + eq. protection digitale (15%)	6,45%
Portafoglio iniziale - azioni (8,51%) Btp (6,49%) + eq. protection digitale (7,5%) + cash collect (7,5%)	6,62%

Nel portafoglio iniziale, prevalentemente obbligazionario, l’integrale sostituzione della quota azionaria e la contestuale riduzione di quella obbligazionaria a favore dei certificati comportano quindi, per effetto dell’accresciuta diversificazione, una riduzione della

massima perdita potenziale giornaliera cui è esposto il cliente e, di conseguenza, del suo livello di rischio complessivo.

L'inserimento di prodotti strutturati, anche per una quota significativamente superiore a quella inizialmente investita in azioni, non comporta quindi un aumento del livello di rischio complessivo, ma rende più efficiente la composizione del portafoglio, riducendone il VaR.

3.8. I certificati di investimento e il recupero delle perdite di portafoglio – di Roberto Albano

Per effetto delle profonde correzioni che hanno registrato i principali mercati azionari a seguito dello scoppio della crisi finanziaria negli Stati Uniti nel 2007, è piuttosto frequente trovarsi di fronte a portafogli che evidenziano, allo stato attuale, consistenti perdite potenziali (minusvalenze) nella componente azionaria.

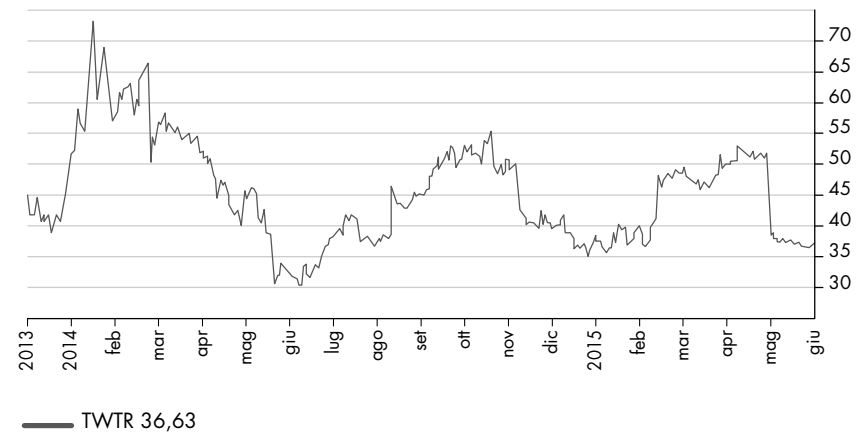
Le domande ricorrenti che sorgono in tali situazioni sono: *come andranno i mercati nei prossimi mesi? Cosa posso fare per il mio portafoglio per migliorarne il profilo di rischio-rendimento?*

Da questi presupposti nasce la necessità di realizzare strategie di investimento che permettano di recuperare le perdite in maniera il più possibile non correlata con l'andamento dei mercati. Esistono strumenti che consentono di ottenere dei rendimenti anche in assenza di un rialzo del mercato di riferimento attraverso la cosiddetta "strategia bonus". Questa è la logica sottostante che ha favorito la diffusione di alcuni certificati di tipo bonus o bonus cap: il premio (bonus) che viene pagato se il sottostante non scende oltre una soglia predeterminata (livello barriera) è stato l'elemento determinante che ha portato alla creazione di questa tipologia di prodotti. Infatti si è ritenuto che, in base agli investimenti presenti nei portafogli della clientela, tale caratteristica potesse essere utilizzata in quella fase di mercato proprio per consentire un recupero delle perdite, decorrelando l'investimento il più possibile dall'andamento del sottostante.

Un esempio può far comprendere l'utilizzo di questa tipologia di

bonus. Consideriamo, a tal proposito, l'azione Twitter: sin dalla sua quotazione il titolo Twitter (*fig. 3.14*) si è caratterizzato per un'elevata volatilità. Dopo una crescita veloce nei primi mesi successivi alla sua quotazione, Twitter ha subito una significativa correzione (fino al 50%) nell'ultimo anno e mezzo.

Figura 3.14 – Twitter



Ipotizziamo, ad esempio, di aver acquistato l'azione Twitter a 52 USD. Rispetto ai livelli attuali (37 USD a inizio giugno 2015) saremmo in perdita e avremmo bisogno di un rialzo del 40% circa del titolo per recuperare il prezzo di acquisto. Per semplicità assumiamo che il tasso di cambio EUR/USD non produca effetti sul valore complessivo dell'investimento. Sul mercato dei certificati di investimento è possibile investire in un bonus cap, legato all'azione Twitter (le cui caratteristiche sono sintetizzate in *tabella 3.22*), che consente di incassare 160 euro spendendone 113 (ai prezzi di inizio giugno) se il titolo da qui alla data di scadenza (18/11/2016) non si collocherà mai al di sotto del livello barriera pari a 26,488 USD (barriera continua). Spo-

stando quindi l'investimento dall'azione Twitter al bonus cap sullo stesso titolo, vi è la possibilità di recuperare il 40% circa se il titolo Twitter si mantiene vicino agli attuali livelli o non perda più del 28%.

Tabella 3.22 - Caratteristiche finanziarie bonus cap su Twitter

	Bonus cap
Emittente	Unicredit Bank AG
ISIN	DE000HV8BEH3
Sottostante	Twitter
Scadenza	18/11/2016
Strike	37,84 USD
Barriera (continua)	26,488 USD
Cap (prezzo)	60,54 USD
Bonus (%)	160
Cap (%)	160
Rischio cambio	No

L'investimento in un Bonus Cap con queste caratteristiche consentirebbe di realizzare un rendimento del 40% in numerosi scenari, a differenza di quanto accadrebbe continuando a mantenere la posizione nel titolo Twitter. In quest'ultimo caso si potrebbero recuperare le perdite pregresse solo in presenza di un rialzo consistente dell'azione. Nel caso del bonus cap le perdite potrebbero essere recuperate anche in presenza di un mercato ribassista o laterale. Ovviamente acquistando il bonus cap su Twitter l'investitore rinunciava al dividendo pagato dal sottostante. Vale la pena anche ricordare che, in caso di rialzi di Twitter superiori al 40%, l'investitore verrebbe penalizzato rispetto alla detenzione dell'azione poiché il massimo rendimento ottenibile dal certificato è pari al 40% (corrispondente a un prezzo di Twitter pari a 60,54 USD). In compenso, l'asimmetria del payoff del certificato consentirebbe di

raggiungere l'obiettivo prefissato (recuperare le perdite) con una maggior velocità e una più elevata probabilità.

La *tabella 3.22* evidenzia i possibili payoff a scadenza connessi all'investimento nel bonus cap o nel titolo Twitter, considerando diversi scenari di mercato; ad esempio, se a scadenza il titolo Twitter quota 29,6 USD (registrando una perdita di circa il 20% rispetto ai livelli di prezzo di inizio giugno 2015) e durante la vita del certificato non si è verificato l'evento barriera, l'investimento nel certificato assicurerebbe un rendimento del 40% rispetto a una perdita del 20% che si subirebbe mantenendo in portafoglio l'azione Twitter.

Tabella 3.22 – Payoff a scadenza bonus cap vs azione Twitter in diversi scenari di mercato

	Scenari a scadenza													
Var % Prezzo Twitter	-50%	-40%	-30%	-20%	-10%	-5%	0%	5%	10%	20%	30%	40%	50%	60%
Prezzo Twitter (USD)	18,5	22,2	25,9	29,6	33,3	35,15	37	38,85	40,7	44,4	48,1	51,8	55,5	59,2
Pagamento a scadenza del certificato	48,89006	58,66808	68,44609	160	160	160	160	160	160	160	160	160	160	160
	48,89%	58,67%	68,45%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
Rendimento in caso di sostituzione azione con certificato (in caso di non evento barriera)	-57%	-48%	-39%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
Rendimento in caso di sostituzione azione con certificato (in caso di evento barriera)	-57%	-48%	-39%	-22%	-12%	-7%	-2%	3%	8%	17%	27%	37%	47%	56%
Rendimento in caso di non sostituzione azione con certificato	-50%	-40%	-30%	-20%	-10%	-5%	0%	5%	10%	20%	30%	40%	50%	60%

Nota: non si considerano gli eventuali pagamenti di dividendi del titolo Twitter

Questo è solo un esempio di come i Bonus possono essere utilizzati: sul mercato sono disponibili certificati di investimento su diversi sottostanti, con una pluralità di scadenze e livelli di barriera differenziati in funzione delle molteplici esigenze di “recupero delle perdite” della clientela. Al contempo si possono richiedere agli emittenti prodotti ad hoc qualora vi fossero delle lacune dal lato dell’offerta: i certificati si caratterizzano infatti per un elevato livello di personalizzazioni e costi ridotti.

3.9 La gestione integrata di un portafoglio di certificati di investimento – di Riccardo Frascà

L'utilizzo dei prodotti strutturati nell'attività di advisory è finalizzata a individuare delle soluzioni di investimento che possano contribuire a rendere più efficiente il rapporto rischio/rendimento di portafoglio.

Molto spesso, però, i certificati vengono analizzati e acquistati singolarmente, con il risultato che il portafoglio risulta spesso una sommatoria destrutturata di strategie.

Nelle pagine seguenti valuteremo come si possono combinare diversi certificati secondo una logica di portafoglio, ottenendo come risultato una strategia coordinata.

L'obiettivo che intendiamo perseguire è di definire una strategia di investimento sul mercato azionario europeo. A tal fine valuteremo la combinazione di tre certificati con strategie assolutamente diverse ovvero long, short e laterale. La strategia viene implementata a inizio 2012: a tale data selezioniamo tre certificati con diverse strategie ma accomunati da sottostante (l'indice Dj Euro Stoxx 50) e durata (4 anni).

Analizziamo nel dettaglio i tre prodotti individuati:

Figura 3.15 – Investitori con aspettative rialziste
PROTECT OUTPERFORMANCE CON CAP

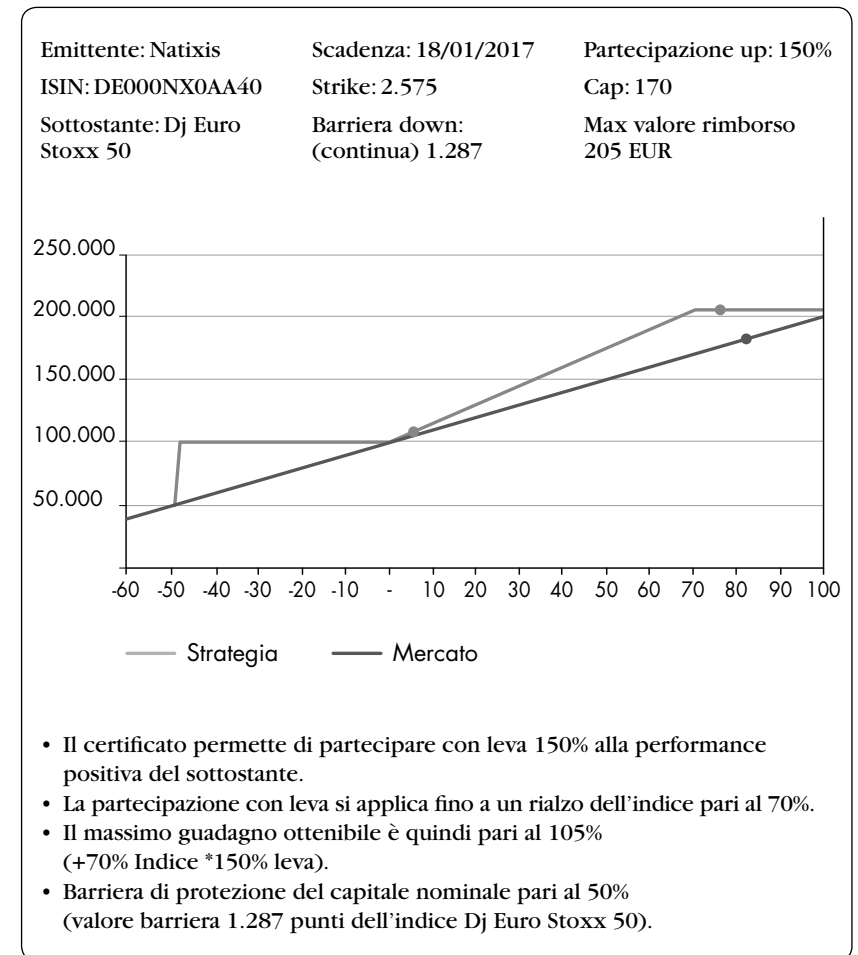


Figura 3.16 – Investitori con aspettative laterali
RECOVERY BONUS CAP

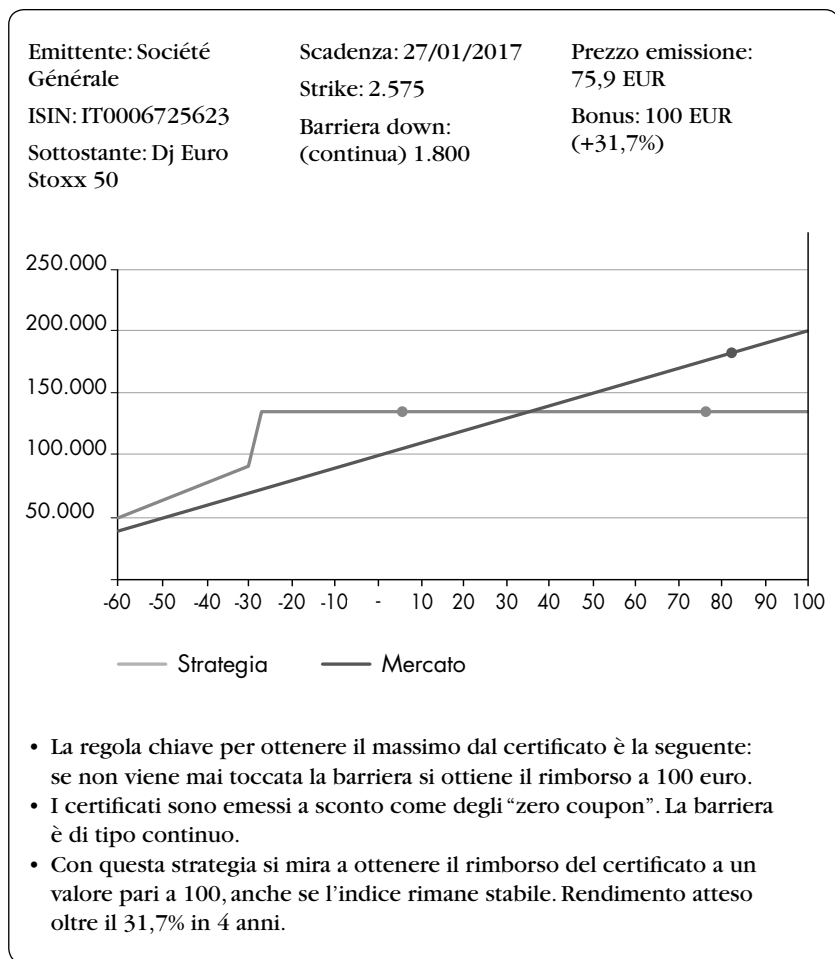
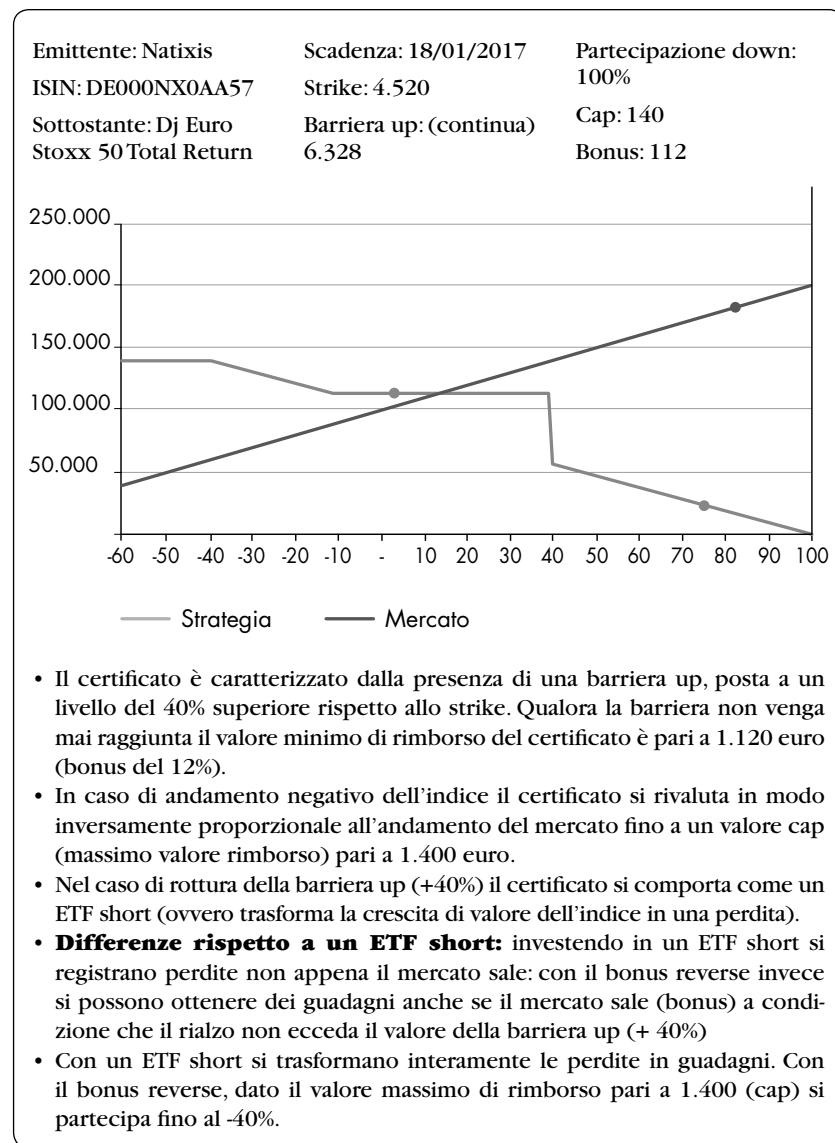


Figura 3.17 – Investitori con aspettative ribassiste o che intendono proteggere il portafoglio – **REVERSE BONUS CAP**



Analizziamo le performance del portafoglio che combina i tre certificati, considerando come data di riferimento iniziale il 18 dicembre 2012. La strategia outperformance risulta ottimale in presenza di un rialzo dei mercati azionari dell'area euro.

Se tuttavia il mercato non registra alcuna variazione non si ottengono risultati dalla strategia outperformance; in tal caso il valore aggiunto della strategia combinata emerge dall'investimento nei bonus.

Se il mercato subisce una significativa correzione, le protezioni possono annullarsi e in entrambi i casi ci si può ritrovare legati linearmente all'andamento del mercato azionario. Consideriamo pertanto una strategia combinata, ipotizzando di investire 100.000 euro nei tre certificati, come descritto dalla *tabella 3.24*.

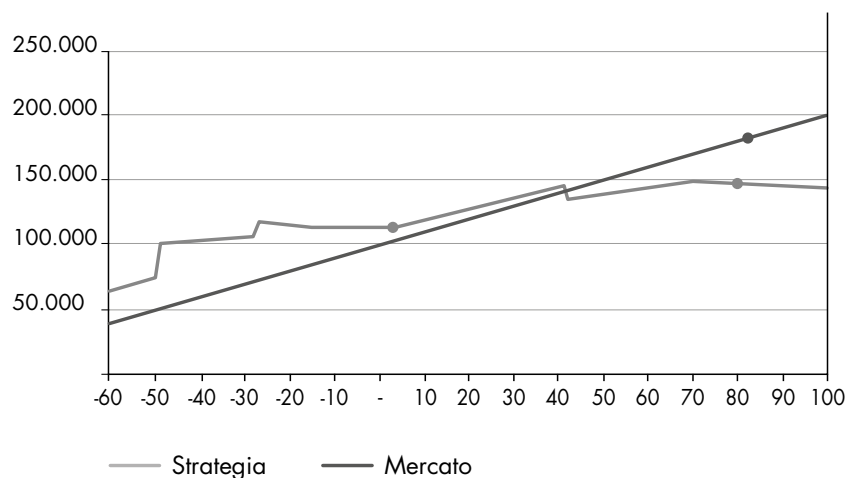
Tabella 3.24 – Esempio di portafoglio investito nei tre certificati

Strategia	Peso %	Importo (€)	Prezzo certificato (€)	Certificati acquistati
Reverse	20	20.000	1.000	20
Outperformance	50	50.000	1.000	50
Bonus	30	30.000	75,9	395
TOTALE		100.000		

Il *grafico 3.18* e la tabella sottostante consentono di valutare le performance ottenute investendo direttamente in uno strumento (per esempio un ETF long) che replica l'indice Dj Euro Stoxx 50 (mercato) e nella strategia che combina i tre certificati, assumendo diversi scenari a scadenza dello stesso indice azionario.

Nell'analisi delle performance si assume che le barriere non siano state violate all'interno degli intervalli predefiniti. Ciò significa che con una barriera posta a 60 si ipotizza che a 70 la barriera non sia stata raggiunta, di conseguenza il payoff non risulta compromesso, mentre a 50 la barriera è inevitabilmente violata.

Figura 3.18 – Performance indice Dj Euro Stoxx 50 (mercato) e portafoglio investito in certificati (strategia)



Mercato	-50%	-40%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%
Mercato	50.000	60.000	70.000	80.000	90.000	100.000	110.000	120.000	130.000	140.000	150.000	160.000
Strategia	72.750	101.700	115.500	113.500	111.900	111.900	119.400	126.900	134.400	131.500	137.000	142.500
Performance	-27%	2%	16%	14%	12%	12%	19%	27%	34%	32%	37%	43%

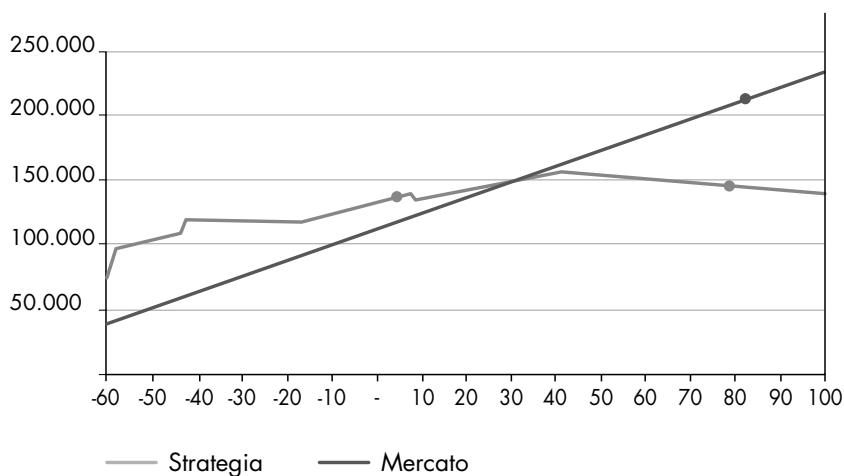
Nota: valori in Euro

Tabella 3.25 – Valorizzazione del portafoglio ai prezzi del 22 dicembre 2014

Strategia	Quantità	Prezzo (€)	Importo (€)
Outperformance	50	1.250	62.500
Bonus	395	93	36.735
Reverse	20	785	15.700
TOTALE			114.935

Il payoff della strategia si è notevolmente modificato (vedi *fig. 3.19* e *tab. 3.26*); il portafoglio composto dai tre certificati è in grado di far fronte a un'eventuale fase di ribasso dei mercati in condizioni relativamente migliori rispetto ai potenziali guadagni che potrebbe realizzare in presenza di un rialzo degli stessi.

Figura 3.19 – Payoff investimento diretto e strategia in certificati (dicembre 2014)



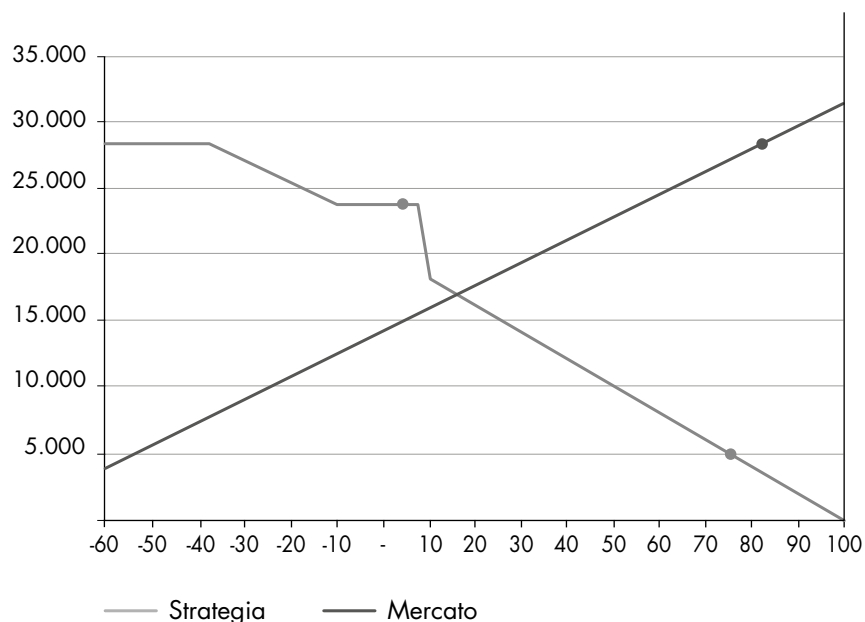
Mercato	-50%	-40%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	40%
Mercato	57.468	68.961	80.455	91.948	103.442	114.935	126.429	137.922	149.416	160.909
Strategia	102.467	117.500	115.500	113.500	120.521	129.813	134.704	141.995	149.286	154.000
Performance	-11%	2%	0%	-1%	5%	13%	17%	24%	30%	34%

Nota: valori in Euro

Nell'analisi del portafoglio investito in certificati è necessario approfondire la situazione delle componenti bonus dello stesso.

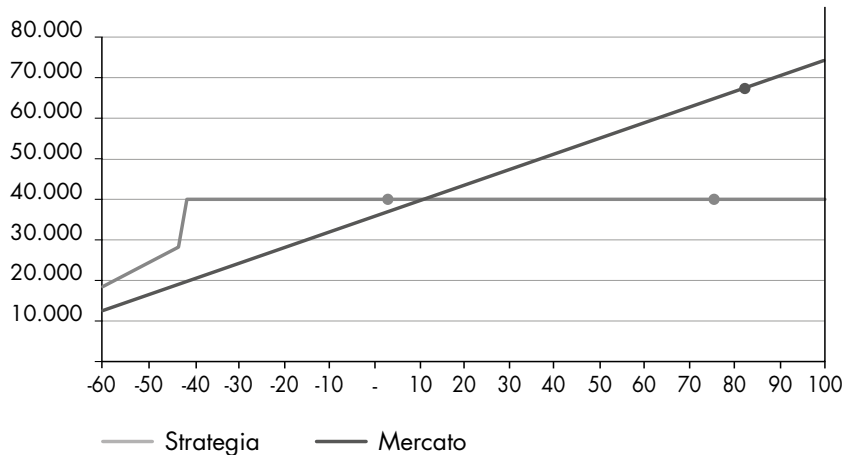
Per quanto riguarda l'investimento nel reverse bonus, nel periodo considerato ci si è molto avvicinati alla barriera up; il certificato ha un potenziale di rendimento molto elevato solo se quest'ultima non viene raggiunta, anche se il rischio in esame è piuttosto elevato.

Figura 3.26 – Payoff reverse bonus (dicembre 2014)



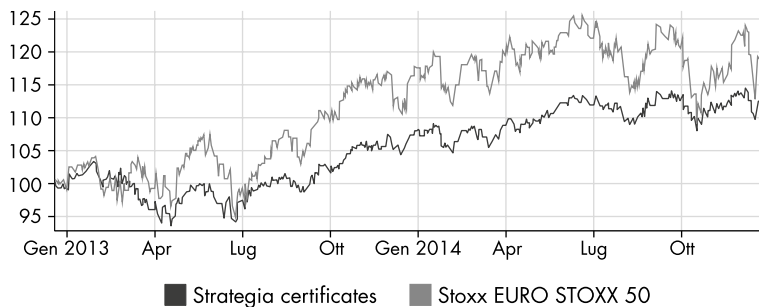
Riguardo all'investimento nel recovery bonus, la barriera down si è progressivamente allontanata nel periodo preso in considerazione; il certificato si caratterizza per un potenziale di rendimento residuo (rappresentato dal raggiungimento del livello bonus a 100 euro) piuttosto limitato anche se estremamente probabile da realizzare.

Figura 3.20 – Payoff recovery bonus (dicembre 2014)



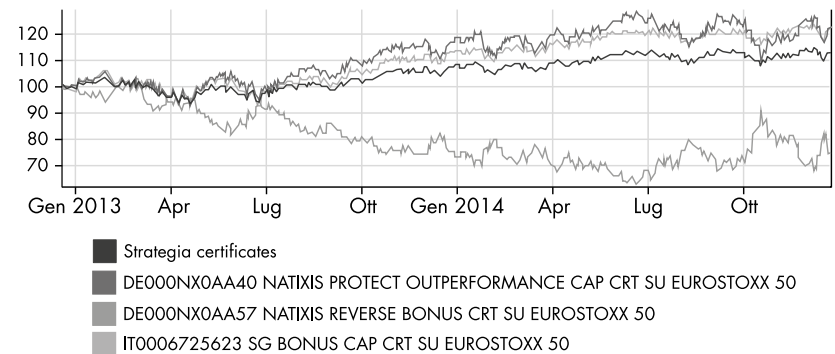
In tali condizioni, si dovrebbe procedere al ribilanciamento del portafoglio, anche se non è opportuno, alle attuali condizioni di mercato, sovrappesando i due bonus nel portafoglio complessivo. In conclusione, la strategia combinata ha permesso di ottenere una performance complessiva di circa il 15% a fronte di una performance pari al 22,48% dell'indice di riferimento.

Figura 3.21 – Dj Euro Stoxx 50 e strategia in certificati a confronto



A loro volta i singoli certificati hanno realizzato le performance illustrate nella figura 3.22:

Figura 3.22 – Performance certificati vs strategia in certificati



Outperformance: (+25,0%)
 Recovery bonus: (+22,5%)
 Reverse bonus: (-21,5%)

L'analisi fin qui condotta dimostra la validità ex post della strategia combinata in certificati ed evidenzia, allo stesso tempo, gli elevati rischi di dispersione dei rendimenti connessi all'investimento nei singoli certificati. La conferma del valore aggiunto offerto dalla strategia in certificati emerge anche dall'analisi della rischiosità; la strategia in certificati ha evidenziato infatti una volatilità e un maximum drawdown rispettivamente pari al 9,82% e al -9,36% a fronte di corrispondenti valori dell'indice Dj Euro Stoxx 50 pari al 16,45% e al -13,27% (vedi tabella 3.26).

Tabella 3.26 – Certificati, strategia combinata e indice Dj Euro Stoxx 50 a confronto

Periodo da 18.12.2012 a 22.12.2014 Strumento	Volatilità %	Max DrawDown %
Strategia certificates	9,823	-9,368
(DE000NX0AA40) NATIXIS PROTECT OUPERFORMANCE CAP CRT SU EUROSTOXX 50 18.01.2013	16,843	-13,592
(DE000NX0AA57) NATIXIS REVERSE BONUS SU EUROSTOXX 50 18.01.2017	27,011	-38,625
(IT0006725623) SG BONUS CAP CRT SU EUROSTOXX 50 27.01.2017	13,606	-12,166
(.STOXX50E) Stoxx EURO STOXX 50	16,458	-13,278

4. I prodotti strutturati nel private banking: il processo commerciale

Introduzione – di Mauro Camelia

L'innovazione tecnologica ha contribuito e contribuisce sempre di più ad alimentare quello che viene definito il processo di “commoditizzazione” dei beni e dei servizi, evoluzione che coinvolge un numero crescente di settori e di industrie. Il termine “commoditizzazione” definisce una situazione in cui i beni e i servizi prodotti e offerti da due o più industrie dello stesso settore sono indistinguibili agli occhi dei consumatori, non richiedendo alcuna differenziazione nelle politiche di offerta, se non nella componente prezzo. Tale sviluppo, accentuando la concorrenza tra i diversi attori dell'industria, pone le basi per una contrazione dei prezzi di vendita finali e, conseguentemente, dei margini industriali. La tendenza alla “commoditizzazione” si osserva anche nel settore finanziario, in cui i prodotti e i servizi “innovativi” offerti da un intermediario sono facilmente imitabili e replicabili, in tempi ridotti, anche dagli altri concorrenti, risultando pertanto indifferenziati in termini di benefici marginali percepiti dalle famiglie e dalle imprese. La “commoditizzazione finanziaria” può tuttavia riguardare soltanto quei prodotti e servizi caratterizzati da un'elevata standardizzazione e relativa semplicità, la cui diffusione non richiede pertanto alcun tipo di “ascolto” delle esigenze della clientela. La distribuzione dei prodotti strutturati nel private banking non può tuttavia rispondere a logiche e modelli standardizzati: lo impediscono sia determinanti di mercato che normative. Relativamente alle prime, si pensi alla continua evoluzione e sofisticazione delle esigenze della clientela

e alla conseguente richiesta di una crescente personalizzazione dei prodotti e dei servizi offerti dagli intermediari operanti nel private banking. Per quanto riguarda le determinanti normative, come è stato più volte sottolineato di recente dall'ESMA e dalla CONSOB, i prodotti strutturati si caratterizzano per profili di innovazione e di complessità tali da risultare "in via naturale" resilienti al processo di "commoditizzazione finanziaria". Come evidenziato dalla Comunicazione CONSOB del dicembre 2014, n. 0097996, riguardante la distribuzione di prodotti finanziari complessi alla clientela retail, "sia nella fase di disegno di un prodotto finanziario sia nella fase di commercializzazione, è richiesto agli intermediari di tenere in piena considerazione i bisogni, le caratteristiche socio-economiche e la tolleranza al rischio dei propri clienti". La necessità di "ascolto e di rispetto" dei bisogni della clientela private e la compliance al quadro normativo di riferimento impongono agli intermediari l'adozione di processi commerciali, caratterizzati da fattori distintivi, non facilmente imitabili, che consentano l'acquisizione di un adeguato vantaggio competitivo nella distribuzione dei prodotti strutturati³². Nella consapevolezza della rilevanza strategica che la definizione di un rigoroso processo commerciale, nel cui ambito si inseriscono anche le attività di formazione e di comunicazione, assume nella valorizzazione della relazione con la clientela private, le pagine seguenti sono focalizzate sull'illustrazione degli approcci commerciali adottati da quattro banche (BNL-BNP Paribas, Banca Popolare di Milano, Deutsche Bank e Intesa Sanpaolo Private Banking) nella distribuzione dei prodotti strutturati alla clientela private e da una società di consulenza indipendente con forte esperienza in questo settore. L'analisi ha inteso evidenziare la sequenza logica, i ruoli e le responsabilità delle diverse unità organizzative coinvolte nei diversi processi commerciali che, per quanto differenziati, concorrono, per dirla con Fossati e Venuti, "a creare un'esperienza di investimento unica per la clientela".

³²"Dalla strutturazione di un adeguato approccio commerciale possono scaturire significativi vantaggi differenzianti, a patto che vengano presidiati attentamente una serie di fattori abilitanti". Così sul punto Delia - Russel T., Di Mascio A., Marketing e Private Banking. L'evoluzione delle strategie commerciali nel Wealth Management, ed. Egea, 2006, p. 39 e ss.

4.1. Il processo commerciale di BNL-BNP Paribas Private Banking – di Antonio Antropoli e Manuela Maccia

Il risparmio amministrato rappresenta una componente significativa delle attività finanziarie dei clienti bancari sia retail che private.

Nel private banking di BNL-BNP Paribas nel corso degli anni è stato portato avanti un importante lavoro nella direzione della diversificazione dei portafogli della clientela sia attraverso strumenti tipici del risparmio gestito ma anche con l'utilizzo di prodotti strutturati e certificati che oggi rappresentano un'asset class alternativa alle obbligazioni e alle azioni.

Il contesto di mercato degli ultimi anni d'altronde conferma la necessità di poter contare su asset class cosiddette "asimmetriche", ovvero in grado di fornire soglie di protezione interessanti e rendimenti superiori alle attività prive di rischio.

L'offerta di prodotti strutturati e certificati si basa su alcuni elementi essenziali, quali:

- un'attenta valutazione delle scelte di investimento della clientela, effettuata attraverso un'analisi dei portafogli azionari e obbligazionari;
- lo sviluppo di idee di investimento coerenti con il contesto di mercato, delineato da un processo periodico di revisione dei macrotrend economici e di settore;
- l'offerta di soluzioni di investimento e strutture finanziarie, sviluppate con l'obiettivo di coniugare protezione, performance e turnover del portafogli.

Il processo commerciale, coordinato dall'Unità prodotti e advisory del private banking, si articola in sei fasi distinte, che coinvolgono diversi attori interni ed esterni a BNL private banking.

Le fasi del processo sono le seguenti:

- analisi delle view di mercato;
- analisi del portafoglio della clientela;
- ideazione del prodotto;

- valutazione dell'interesse commerciale e della congruità di prezzo;
- collocamento e supporto commerciale;
- mercato secondario e monitoraggio.

Analisi delle view di mercato

Questa fase ha l'obiettivo di assicurare che i temi di investimento e le offerte di prodotti strutturati veicolate da BNL alla clientela siano sempre coerenti con il contesto di mercato, le aspettative e le "view" del Gruppo BNP Paribas.

Al fine di assicurare sempre la massima "obiettività" nelle valutazioni e l'assenza di conflitti di interesse, in questa fase l'Unità prodotti e advisory del private banking riceve periodicamente i report più importanti realizzati dal gruppo BNP Paribas e li confronta con analoghi report forniti da società esterne al gruppo e specializzate in analisi di mercato. Oggetto della valutazione sono:

- le aspettative sulle variabili macroeconomiche e sulle politiche monetarie e fiscali dei paesi industrializzati ed emergenti;
- gli scenari attesi di evoluzione dei principali mercati azionari internazionali;
- le analisi delle prospettive offerte da temi di investimento di particolare attualità (per esempio, large vs small cap, trend di lungo periodo, view su specifici settori o indicatori macroeconomici);
- l'individuazione della lista dei cosiddetti top pick di titoli azionari.

Questa fase si conclude con la predisposizione di un documento inviato alla fabbrica prodotto, sulla base del quale saranno sviluppate le idee di investimento.

Analisi del portafoglio della clientela

L'obiettivo di tale fase è di monitorare costantemente l'evoluzione del portafoglio della clientela sia a livello di mercato di appartenenza che all'interno dello stesso, tenuto conto della diversa propensione al rischio.

Le principali evidenze che emergono da tale fase sono le seguenti:

- 1) la concentrazione dei portafogli su specifici emittenti, sia nel comparto azionario che obbligazionario;
- 2) la concentrazione dei portafogli sul mercato domestico, in particolare sul mercato azionario, rispetto a una diversificazione geografica;
- 3) l'esposizione verso i settori e i paesi raccomandati dalla fase di analisi del contesto di mercato.

Ideazione del prodotto

A seguito delle fasi precedenti l'Unità prodotti e advisory del private banking coinvolge la fabbrica prodotto, fornendo alla stessa un documento di sintesi che include le view di mercato e le esigenze che si intendono soddisfare nell'ambito della pianificazione commerciale mensile oppure richiede soluzioni di investimento di medio e lungo periodo atte a soddisfare determinate esigenze emerse.

La fabbrica prodotto provvede a:

- identificare le strutture finanziarie che meglio rispondono in termini di redditività attesa al contesto di mercato e alla strategia definita dalla Unità prodotti e advisory del private banking;
- fornire soluzioni in grado di ottimizzare il profilo di rischio individuato nell'analisi dei portafogli della clientela;
- individuare alternative di investimento rispetto all'attuale composizione del portafoglio complessivo dei clienti;
- definire livelli di pricing in grado di ottimizzare i parametri di mercato in termini di volatilità, dividendi, correlazioni, tassi d'interesse, al fine di creare valore per la clientela;
- individuare i sottostanti per i quali è preferibile realizzare strutture di tipo income rispetto a strutture di tipo growth.³³

In tale contesto la fabbrica prodotto e l'Unità prodotti e advisory

³³ Per esempio i prodotti che prevedono la liquidazione di premi periodici sono generalmente preferiti nel caso di titoli la cui view è "hold", mentre sui titoli che si caratterizzano per un potenziale upside elevato si preferisce utilizzare strutture finanziarie focalizzate su crescita e performance.

del private banking intrattengono un rapporto continuativo il cui obiettivo è massimizzare la creazione di valore per la clientela.

L'output finale di tale processo è la predisposizione di un documento di proposte da parte della Unità prodotti e advisory del private banking da sottoporre all'attenzione dei ruoli di coordinamento della rete commerciale.

Nel caso in cui l'output del processo commerciale dovesse essere un nuovo prodotto, quest'ultimo viene sottoposto all'approvazione del Comitato prodotti della banca, organo competente a validare la distribuzione dello stesso. La valutazione, oltre a tener conto degli aspetti di natura commerciale e di compliance alla normativa interna ed esterna e di quelli reputazionali, considera gli elementi di natura amministrativa del prodotto: fiscalità, modalità di rimborso del capitale, modalità di liquidazione degli eventi relativi ai prodotti sui conti della clientela, valutando la capacità dei sistemi della banca di gestire tutte le possibili situazioni.

Valutazione dell'interesse commerciale e della congruità di prezzo

Questa fase ha l'obiettivo di valutare le potenzialità di collocamento dei prodotti e il grado di interesse della rete private per le diverse alternative selezionate.

A seguito del processo di ideazione del prodotto viene predisposto un documento di sintesi contenente diverse proposte di investimento, ognuna corredata dalla view espressa dal gruppo e dei punti di forza e delle eventuali criticità delle strutture finanziarie.

I responsabili commerciali, con il supporto dell'Unità prodotti e advisory del private banking, verificano le linee guida della politica commerciale e il potenziale di vendita dei prodotti tenuto conto dei seguenti fattori:

- target di clientela;
- profili di "adeguatezza" dei prodotti, ai fini del servizio di consulenza;
- campagne commerciali; finestre di collocamento;

- volumi target in base alle analisi condotte in sede di studio della composizione del portafoglio della clientela.

In questa fase è prevista la possibilità di effettuare focus group sulla rete volti a valutare specifiche caratteristiche e argomentazioni di vendita. Al termine di questa fase l'Unità prodotti e advisory del private banking riceve dai responsabili commerciali delle strutture coinvolte la conferma sulle soluzioni di investimento selezionate ovvero una richiesta di revisione parziale o totale delle stesse.

Tale fase termina con la selezione dei prodotti che si intende offrire alla clientela e la definizione degli obiettivi di volumi attesi.

Ogni proposta selezionata è oggetto di valutazione indipendente del fair value di vendita dei prodotti da parte delle strutture centrali dell'international private banking di gruppo.

Collocamento e supporto commerciale

A seguito della conclusione delle fasi finora descritte ha inizio la fase di collocamento dei prodotti selezionati. Attività propedeutiche all'avvio di tale attività sono:

- la predisposizione della documentazione legale;
- la predisposizione del materiale di marketing in coordinamento con le funzioni legali e compliance. In tale ambito rileva sempre la chiarezza e la semplicità della brochure, prodotto di cui il cliente può prendere visione nel sito dedicato ai certificati: www.prodottidiborsa.com;
- la documentazione commerciale utilizzata a fini interni, in cui sono riepilogati i vantaggi e gli svantaggi della soluzione di investimento in collocamento, il target di clientela e le argomentazioni a supporto della vendita del prodotto;
- la richiesta e l'assegnazione del cosiddetto indicatore sintetico di rischio (ISR) del prodotto. L'ISR è un indicatore numerico dinamico che stima la rischiosità dello strumento finanziario e concorre, insieme agli altri parametri descritti nell'investment policy adottata dalla banca, alla valutazione dell'adeguatezza dell'operazione

rispetto al profilo di investimento del cliente. L'ISR di portafoglio è un indicatore numerico dinamico applicabile all'intero portafoglio di strumenti finanziari ed è pari alla media degli ISR degli strumenti finanziari, che compongono il portafoglio stesso, ponderati per le quantità detenute. A ogni profilo di investimento è associato un valore di ISR massimo di portafoglio. Qualora il prodotto in collocamento presenti un ISR più elevato di quello massimo associato al profilo di investimento del cliente, la sottoscrizione potrebbe comunque essere adeguata se il contributo dell'ISR di prodotto all'ISR di portafoglio non determina, per quest'ultimo, il superamento dell'ISR massimo sostenibile associato al profilo di investimento del cliente. Per esempio, se il cliente è un investitore "prudente" e l'ISR massimo associato al profilo di investimento è 3,5, l'utente potrà sottoscrivere un certificato con ISR anche maggiore, purché l'ISR di portafoglio a seguito della sottoscrizione risulti minore o uguale a 3,5.

Mercato secondario e monitoraggio

L'adozione di un modello integrato che, sulla base delle analisi dei portafogli e delle view di mercato, consente di definire soluzioni di investimento da offrire con cadenza mensile alla clientela private, richiede un'attività di post vendita e mercato secondario efficiente sui prodotti distribuiti.

I certificati collocati sono pertanto oggetto di quotazione su EuroTLX o SeDeX a cura della fabbrica prodotto entro novanta giorni dalla data di emissione. In attesa dell'ammissione a quotazione la fabbrica prodotto fornisce proposte di negoziazione in acquisto (e, ove possibile, in vendita) del certificato su richiesta dell'investitore a condizioni di prezzo significative.

L'attività di cui sopra è condizione necessaria ma non sufficiente di per sé a garantire trasparenza e monitoraggio dei prodotti distribuiti, pertanto il processo commerciale prevede altre importanti attività, quali:

- il supporto post vendita, riguardante le informazioni del prodotto

rese disponibili al cliente attraverso un'apposita pagina nel sito www.prodottidiborsa.com, dove è possibile ricavare: il prezzo di esercizio del certificate (strike), il livello barriera, il prezzo di mercato secondario, l'andamento del sottostante e del certificato, la documentazione legale e di marketing;

- l'invio, con cadenza settimanale, da parte della fabbrica prodotto all'Unità prodotti e advisory del private banking del cosiddetto "visore certificates", documento a uso interno dove sono riepilogate le principali informazioni relative ai prodotti e all'ammontare in circolazione, in particolare: L'IRR di prodotto, la distanza da strike e barriera di protezione, la probabilità degli eventi caratteristici del singolo certificato, un commento sul sottostante e sulla performance del certificato;
- la redazione, da parte dell'Unità prodotti e advisory del private banking, di un documento di sintesi inviato ai responsabili commerciali a supporto di iniziative commerciali e di aggiornamento dei private banker sull'universo dei certificati in essere con relativa analisi della performance di tale asset class nell'ambito del portafoglio di investimento della clientela.

Questa fase, ancorché conclusiva nella descrizione del processo commerciale, rappresenta la base di partenza di un processo altamente industrializzato nella costruzione di soluzioni di investimento efficienti per il mercato del private banking in BNL-BNP Paribas in Italia.

4.2 Il processo commerciale di Banca Popolare di

Milano – di *Gianfranco Venuti e Davide Fossati*

Elemento essenziale e fondante di un processo commerciale è realizzare un prodotto, processo o servizio che abbia come fine ultimo il dare risposta alle esigenze della clientela. La domanda sostanziale a cui dare risposta dovrebbe essere: *perché investire? (Non come abitualmente pensiamo: dove e come investire?)* La risposta – ancorché assemblata con elementi comuni – sarà univoca per ogni cliente private. Come i grandi chef, così un buon consulente supportato da

un'adeguata struttura deve poter scegliere i migliori componenti del mercato per creare un'esperienza di investimento unica per il proprio cliente. La riflessione sulle passate e attuali condizioni macroeconomiche ci ha portato a riconsiderare funzione e obiettivi del processo commerciale in un'ottica innovativa: agnostico rispetto alle fluttuazioni dei mercati e focalizzata sulle aspettative di prestazione del servizio da parte del cliente. Nello specifico, gli investitori appaiono attualmente più sensibili a risultati inadeguati rispetto a un personale obiettivo di appagamento piuttosto che alla variabilità assoluta dei prezzi.

Nel corso degli ultimi anni, il nostro processo commerciale è stato affinato per evolvere verso un modello di consulenza chiaro e selettivo, in grado di generare un quantum di valore che per il cliente rappresenta il personale livello di soddisfazione in relazione al proprio profilo di esperienza e conoscenza dei mercati finanziari.

Queste considerazioni ci hanno guidato nel definire un processo commerciale funzionale all'ideazione e allo sviluppo di nuovi strumenti finanziari tra cui i certificati di investimento, strumenti adatti a soddisfare le esigenze di una clientela informata e sempre più incline a ricercare accessi a sottostanti non convenzionali e tematiche esclusive ma che assumono valenza solo se considerati come componenti pienamente integrate nel portafoglio complessivo.

Nelle pagine seguenti illustriamo l'architettura di processo che è alla base della nostra idea di servizio private correlato all'offerta di prodotti innovativi adeguati al cliente.

L'architettura del processo commerciale è stata definita con l'obiettivo di superare il concetto di prodotto per consentire alla clientela di definire in modo chiaro il proprio quantum di valore (livello di soddisfazione personale) e alla banca di valutare le potenzialità di sviluppo delle proprie proposte d'investimento, coerentemente con regole certe e non discrezionali. In altre parole, l'offerta commerciale - come per esempio quella legata ai certificati di investimento - viene valutata sia in relazione agli obiettivi specifici del

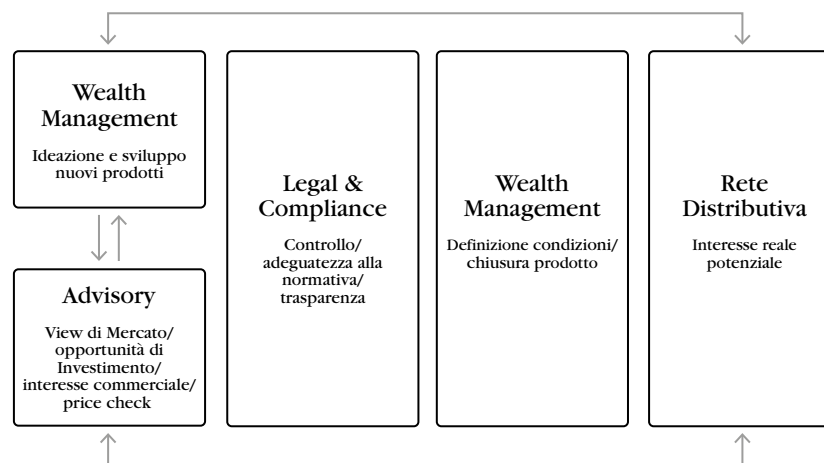
cliente (finalità dell'investimento, orizzonte temporale, propensione al rischio, rendimento atteso rispetto a specifiche asset class, esperienza e conoscenza dei mercati) che a quelli propri dello strumento finanziario (tra cui aderenza rispetto al ciclo economico, pricing, accesso a sottostanti decorrelati).

Le prerogative descritte sono perseguite attraverso un modello di processo commerciale aperto. La collaborazione con i principali operatori di mercato è essenziale per definire soluzioni best in class di volta in volta disponibili. Il processo viene completato da un rigoroso monitoraggio interno che assicura l'adeguatezza e la centralità del cliente rispetto all'offerta commerciale.

L'architettura del processo commerciale, in accordo con le recenti evoluzioni normative, intende favorire e garantire:

- la possibilità di offrire alla clientela le migliori opportunità d'investimento disponibili sul mercato in un'ottica di portafoglio e non di prodotto (advisory desk);

Figura 4.1 – Le diverse fasi che compongono l'architettura del processo commerciale



- l'adozione di regole certe e non discrezionali nella selezione degli investimenti (MIFID compliant);
- richiesta alle fabbriche prodotto di soluzioni di investimento con caratteristiche specifiche e definite a monte (advisory desk);
- tempi rapidi nella disponibilità dell'offerta (market timing).

L'architettura del processo commerciale prevede inoltre:

- la valutazione in house del pricing proposto dalle controparti di mercato;
- l'analisi del profilo di rischio dei diversi prodotti di investimento;
- il coordinamento tra le funzioni commerciali della banca secondo un'ottica integrata, curata dal servizio di advisory.

Di seguito vengono analizzate le attività svolte dalle diverse funzioni coinvolte nel processo commerciale.

Nel proprio ambito di competenza la funzione di advisory presiede e svolge le seguenti attività:

- *analisi (e produzione) delle view di mercato*, con l'intento di assicurare che le offerte di prodotti veicolate dalla banca siano sempre coerenti con il contesto di mercato, le aspettative e le "view" del gruppo;
- *valutazione delle diverse opportunità di investimento*, attività che prevede di raccogliere ed effettuare una prima valutazione delle idee di investimento da proporre alla clientela;
- *valutazione dell'interesse commerciale*, attività finalizzata a valutare le potenzialità di sviluppo delle proposte d'investimento e il grado di interesse per le reti e le banche del gruppo;
- *price check*, attività funzionale ad assicurare una preventiva valutazione del fair value dei prodotti.

L'ideazione e lo sviluppo di nuove soluzioni d'investimento prevedono due differenti processi a seconda che si tratti di prodotti di risparmio amministrato o gestito.

Prodotti di risparmio amministrato

Il processo commerciale si articola nelle seguenti fasi:

- richiesta alle fabbriche di prodotti con specifiche caratteristiche;
- valutazione del pricing proposto dalle controparti di mercato;
- valutazione quali-quantitativa del rischio degli strumenti finanziari.

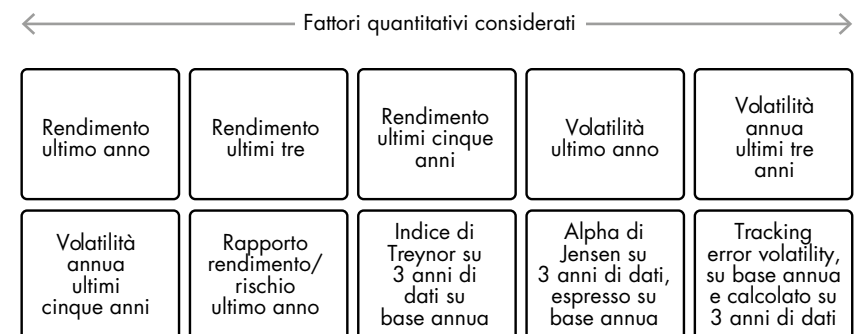
Perimetro di prodotti:

- obbligazioni plain vanilla branded e di terzi collocate da BPM e dalle altre banche commerciali del gruppo;
- obbligazioni strutturate branded e di terzi collocate da BPM e dalle altre banche del gruppo;
- investment certificates (inclusi i prodotti di copertura);
- polizze unit e index linked;
- eventuali altri prodotti di investimento con componente derivativa.

Prodotti di risparmio gestito

Il modello premia fondi e le SICAV in grado di generare excess return con un efficace e continuo controllo del rischio. Questo permette di assumere posizioni particolarmente dinamiche in termini

Figura 4.2 – **Fattori quantitativi**



di asset allocation, mantenendo un profilo di rischio/rendimento migliorativo rispetto al mercato di riferimento. In altre parole, la linea teorica seguita mira a minimizzare la pressione sui rendimenti dovuta a scelte d'investimento inadeguate in relazione al mercato di riferimento scelto dall'investitore.

- per ciascuno dei parametri individuati i fondi/SICAV vengono ordinati dal migliore al peggiore (classifica);
- per ogni classifica a ogni fondo/SICAV verrà attribuito un valore corrispondente alla posizione (per esempio il primo in classifica ha valore 1, il secondo 2, e così via);
- la somma dei valori attribuiti su ogni classifica si traduce in un risultato complessivo con i fondi/SICAV ordinati dal migliore (punteggio più basso) al peggiore (punteggio più alto);
- l'universo così classificato viene diviso in quartili. I fondi/SICAV presenti nel primo quartile costituiscono la short list su cui effettuare la valutazione qualitativa.

Fattori qualitativi

La valutazione qualitativa è frutto della combinazione dell'analisi delle variabili macroeconomiche, delle scelte strategiche e di una stretta collaborazione con le case d'investimento in distribuzione. Nel proprio ambito di competenza la funzione di wealth management presiede e svolge le seguenti attività:

- *ideazione e sviluppo nuovi prodotti*, attività finalizzata a progettare strumenti d'investimento che siano espressione della congiuntura di mercato e delle esigenze specifiche del cliente. In questa fase, l'interazione costante con la funzione di advisory permette lo sviluppo di prodotti innovativi, adeguati a interpretare le differenti condizioni di mercato;
- *selezione delle condizioni definitive*, che prevede la selezione delle migliori offerte in termini di pricing;
- *definizione condizioni di chiusura del prodotto*, attività funzionale al lancio dei nuovi prodotti.

La funzione di legal e compliance presiede e svolge le seguenti attività:

- controllo del rispetto dei processi interni (compliance);
- adeguatezza normativa (legal);
- trasparenza contrattualistica e prospetti informative.

La rete distributiva è coinvolta nel processo commerciale con l'intento di comprendere ed elaborare con un certo anticipo le richieste della clientela e valutare l'appetibilità dell'offerta commerciale. Il processo commerciale è di tipo top-down.

Al fine di raccordare la generazione di valore per la clientela con le politiche commerciali della banca, l'architettura prevede un'articolazione che pone in primo piano quattro elementi chiave:

- le condizioni di mercato;
- i bisogni del cliente;
- il posizionamento della concorrenza;
- l'offerta commerciale della banca.

La combinazione tra i quattro elementi consente di individuare prodotti di investimento che sono l'espressione delle diverse dinamiche di mercato, delle politiche commerciali della banca e dei bisogni della clientela. L'approccio top-down permette di governare in modo integrato le fasi successive del percorso evitando sovrapposizioni nell'offerta, individuando il segmento di mercato idoneo (primario/secondario), ideando e sviluppando il prodotto adeguato per la clientela.

Il processo commerciale è strutturato in modo da coinvolgere le funzioni preposte all'ideazione/controllo dei prodotti in modo integrato. In particolare, l'attività di ideazione e sviluppo di nuovi prodotti di investimento è coordinata dalla funzione wealth management in collaborazione con la funzione di advisory. Il processo garantisce in ogni momento il rispetto delle tempistiche e degli impegni assunti dalle differenti funzioni implicate nel processo.

Il perimetro di riferimento del processo commerciale riguarda l'intera offerta della banca.

4.3 Il processo commerciale di Deutsche Bank

di Valeria Trombetti

Secondo l'impostazione di Deutsche Bank, i prodotti finanziari strutturati, siano essi nella forma di note, SPV o certificati, devono evitare un'eccessiva complessità e caratterizzarsi per la ricerca di profili reddituali alternativi ai prodotti cosiddetti "plain vanilla" (termine qui da intendersi nella sua accezione generica e allargata alle diverse asset class). Questo soprattutto nell'attuale contesto di mercato, caratterizzato da bassi tassi di interesse, al fine di non esasperare la ricerca di "rendimento a tutti i costi".

Da ciò deriva che anche i prodotti strutturati, quando caratterizzati da una chiara esposizione dei rischi associati nonché costruiti con un razionale e adeguato profilo di rendimento, possano seguire un processo commerciale simile agli altri prodotti di investimento, in quanto non è l'aggettivo "strutturato" motivo di differenziazione rimanendo predominante la qualifica di prodotto finanziario "tout court". In Deutsche Bank, il processo commerciale che coinvolge il mondo dei prodotti strutturati si articola nelle seguenti fasi:

- ideazione dei prodotti;
- validazione dei prodotti;
- collocamento;
- rendicontazione e monitoraggio;
- mercato secondario.

Ideazione dei prodotti

L'ufficio product management investments & insurances (PMI&I) individua le strutture che possono esprimere al meglio la visione strategica di medio-lungo periodo della banca, nel rispetto delle linee guida per il controllo dei rischi istruite a livello globale da Deutsche Bank private business clients (PBC) international.

L'individuazione preventiva della clientela target a cui rivolgersi permette di procedere nella scelta della tipologia di prodotto, in

coerenza con i modelli di asset allocation e i diversi profili di rischio della clientela.

Ai fini della concreta strutturazione dei prodotti, l'ufficio PMI&I ne individua le caratteristiche finanziarie (sottostante, durata ecc.), operando in base a un'architettura aperta e interfacciandosi con controparti interne ed esterne al gruppo fino a determinare il pricing, chiedendo una valutazione a un advisor indipendente per un più equo confronto.

Una volta individuate le possibili strutture finanziarie, i prodotti vengono presentati al Comitato prodotti PBC, cui spetta la responsabilità unica e indipendente di assumere ogni decisione sull'opportunità di procedere o meno.

Validazione dei prodotti

La successiva fase di validazione dei prodotti prevede un confronto con le reti di vendita al fine di meglio soddisfare le esigenze dei clienti nel rispetto dei profili di rischio e della visione di mercato. La struttura di sales management coinvolge le aree territoriali che a loro volta coinvolgono le strutture regionali al fine di ricevere feedback capillari e diretti sul concreto interesse da parte dei clienti finali sui prodotti presentati.

Durante questa fase si realizza un vero e proprio "fine tuning", che può prevedere una revisione delle condizioni di struttura e, quindi, un ritorno alla prima fase di ideazione. Una volta selezionati i prodotti e stimata la raccolta netta potenziale che ne può derivare, inizia la procedura formale di autorizzazione, NPA (new process approval), che richiede l'approvazione delle varie funzioni a livello globale (business, legale, compliance, risk management) con la definizione di tutta la documentazione ufficiale relativa al collocamento (prospetto, condizioni definitive, modulo di sottoscrizione, scheda prodotto). Inoltre, per la realizzazione di prodotti caratterizzati da significative innovazioni, le funzioni di supporto che partecipano al NPA vengono coinvolte fin dalle prime fasi di studio di fattibilità.

Collocamento

Tutti i prodotti strutturati vengono collocati esclusivamente in regime di consulenza. Per ciascun cliente viene effettuata una valutazione di adeguatezza che permette di formulare una proposta di vendita nel rispetto di diverse soglie e parametri (per esempio CVaR di portafoglio, diversificazione tra le diverse asset class, holding period, rischio di credito di portafoglio, ecc). Il regime di consulenza prevede, inoltre, che il cliente interessato debba avere una conoscenza specifica dei prodotti obbligazionari strutturati e/o dei certificati di investimento.

L'Ufficio PMI&I cura la pubblicazione della documentazione approvata in fase di NPA all'interno dell'intranet aziendale corredandola di una presentazione commerciale che riassume le principali caratteristiche tecniche, il target di clientela MIFID a cui offrire il prodotto e il periodo di collocamento che normalmente va da un minimo di 4 settimane a un massimo di 8. Tale presentazione è a uso esclusivo interno.

Ulteriore materiale di marketing destinato al cliente finale può essere predisposto, in particolare, per i certificati di investimento.

Rendicontazione e monitoraggio

L'andamento dei prodotti è continuamente monitorato sia in funzione dell'attività di consulenza dei gestori che della corretta trasparenza nei confronti dei clienti.

A tal proposito è utile distinguere la rendicontazione specificamente dedicata ai clienti da quella a supporto dell'attività commerciale dei consulenti.

I clienti hanno la possibilità di monitorare l'andamento dei prodotti presenti all'interno del proprio portafoglio attraverso la rendicontazione obbligatoria a loro inviata mensilmente o trimestralmente, oppure "on demand" tramite una reportistica dedicata stampabile direttamente dal gestore e consegnabile al cliente oppure, per coloro che hanno aderito al servizio, consul-

tando il proprio portafoglio on line tramite l'internet banking di Deutsche Bank.

Inoltre è disponibile presso tutti gli sportelli e on line una rivista, dedicata specificatamente a tutti i prodotti strutturati presenti sul mercato, il cui abbonamento per i clienti di Deutsche Bank è gratuito. I gestori hanno a disposizione, oltre alla visualizzazione delle posizioni dei propri clienti, strumenti informatici interni di facile accesso per monitorare i sottostanti dei prodotti collocati e le altre caratteristiche.

Mercato secondario

I prodotti collocati da Deutsche Bank sono quotati su EuroTLX e/o Borsa Italiana.

La quotazione è a cura della società prodotto in qualità di market maker e liquidity provider; ciò al fine di assicurare agli investitori condizioni ottimali di negoziazione. Inoltre, per i clienti di Deutsche Bank, le negoziazioni sul mercato secondario dei prodotti emessi sono esentate da commissioni di intermediazione.

4.4 Il processo commerciale di Intesa Sanpaolo Private Banking – di Roberto Ciasca

«Muovere l'amministrato è come muovere la piramide di Cheope: in Intesa Sanpaolo Private Banking (ISPB) lo cerchiamo di fare con diversi strumenti, tra i quali i certificati di investimento»

(Roberto Ciasca - responsabile Ufficio risparmio amministrato e finanza innovativa, ISPB).

In questi anni Intesa Sanpaolo Private Banking ha sviluppato un processo che insieme ai prodotti e ai servizi offerti le ha permesso di raggiungere una posizione di leadership sul mercato. Di seguito sono illustrate le diverse fasi, attività e unità organizzative che concorrono a definire il processo commerciale dei certificati di investimento.

I prodotti e i servizi finanziari presentano spesso caratteristiche

standard e conosciute riconducibili a quelle tipiche delle commodity. La conquista di una specifica identità e il conseguimento di un vantaggio competitivo in un settore, quale è quello dei prodotti strutturati caratterizzato da un'elevata replicabilità, sono legati all'attuazione di un efficiente processo commerciale che, coinvolgendo diverse unità organizzative e società prodotto, consenta di migliorare continuamente l'offerta complessiva di prodotti e servizi evoluti a fasce di clienti sofisticati e segmentati.

La definizione di marketing data dall'American Marketing Association sintetizza in maniera adeguata anche il processo commerciale dei certificati di investimento, come avviene in Intesa Sanpaolo Private Banking, individuando le seguenti attività:

- ideazione del prodotto;
- validazione del prodotto;
- collocamento;
- rendicontazione e monitoraggio;
- il mercato secondario.

Ideazione del prodotto

Unità organizzative coinvolte: investment center, comitato indirizzo investimenti, società prodotto e rete commerciale.

La definizione dei criteri di indirizzo nell'individuazione di una specifica struttura finanziaria e nella selezione del sottostante su cui investire è a cura dell'investment center. L'obiettivo primario di questa unità organizzativa è la creazione di valore (in termini di performance), da realizzarsi attraverso la selezione dei sottostanti, sia in una prospettiva di breve termine (approccio tattico) che in una visione di medio e lungo termine, con l'intento di ottimizzare, in termini di profilo di rischio/rendimento, l'esposizione, dei portafogli della clientela alle diverse asset class (azioni, obbligazioni, liquidità, tassi di cambio, commodity, real estate ecc.).

Le condizioni di mercato correnti e prospettive - definite in coordinamento con le linee guida del comitato investimenti, che con

cadenza trimestrale fornisce gli indirizzi strategici sulle principali asset class e le esigenze specifiche della rete commerciale - sono i driver principali che l'investment center utilizza nella selezione dei sottostanti e dei payoff dei certificati di investimento.

In questa fase, la fabbrica prodotto svolge un ruolo proattivo, che si sostanzia nel:

- valutare la realizzabilità delle soluzioni finanziarie preventivamente selezionate dall'investment center. La fabbrica prodotto verifica la compatibilità delle condizioni di mercato (costo degli strumenti derivati) rispetto all'idea di investimento individuata dall'investment center;
- ottimizzare le richieste dell'investment center, supportandolo attraverso l'individuazione della struttura finanziaria che per strategia, condizioni di mercato correnti e attese può soddisfare in modo ottimale le esigenze di creazione di valore per la clientela;
- identificare possibili sottostanti che meglio rispondono alle esigenze di investimento con focus su semplicità, liquidità, trasparenza ed efficienza;
- suggerire proattivamente all'investment center alcune possibili idee e strutture finanziarie in grado di generare potenzialmente overperformance dato il contesto di mercato (condizione essenziale per la costruzione di una buona soluzione finanziaria);
- analizzare in modo continuativo e opportunistico il mercato ricercando possibili pricing favorevoli su specifici strumenti derivati e sottostanti che possono rappresentare pertanto interessanti soluzioni di investimento nel breve termine.

Validazione del prodotto

Unità organizzative coinvolte: comitato prodotti, top management, marketing, investment center, compliance, legale e risk management.

Il comitato prodotti ha un ruolo essenziale all'interno del processo commerciale, in quanto:

- esamina le soluzioni finanziarie identificate in fase di ideazione

del prodotto e seleziona, dato il contesto di mercato, lo strumento ritenuto più appropriato per la distribuzione presso la clientela;

- approva il collocamento del prodotto.

Un ruolo altrettanto rilevante, nel processo di validazione dei prodotti di investimento, è svolto dal marketing, che agisce sia prima che dopo la convocazione del comitato prodotti, garantendo la corretta traduzione delle linee strategiche in iniziative commerciali e di promozione. A tal fine, il marketing attiva un mix di leve operative, differenziate in relazione ai prodotti e ai segmenti di clientela, coordinandosi con la rete commerciale. In particolare, supporta proattivamente la rete, promuovendo le iniziative commerciali, definendone il target, le modalità operative di attuazione e presidiando il monitoraggio dei relativi risultati.

Propedeutiche al collocamento sono inoltre le seguenti fasi:

- predisposizione e validazione della documentazione legale e commerciale a supporto del collocamento, comprendente la scheda di adesione, la circolare, la presentazione commerciale e la scheda prodotto;
- stesura della documentazione tecnica relativa al prodotto a cura del risk management, che consiste nella redazione di un documento di carattere statistico-econometrico, in cui si riassume sia la probabilità che il rendimento atteso del certificato risulti superiore al rendimento del BTP avente la medesima scadenza sia il profilo di rischio (espresso in termini di VaR) utilizzato per la verifica di adeguatezza all'interno dei singoli portafogli;
- “compliance clearing” da parte della funzione compliance che valida la correttezza dell'intero processo e definisce il livello di complessità del prodotto.

Collocamento

Unità organizzative coinvolte: investment center, risk management, compliance, marketing e rete commerciale.

Conclusi i passaggi precedentemente descritti, l'investment center

effettua un'ultima verifica relativa al corretto inserimento nelle procedure interne della documentazione legale e tecnica a corredo del prodotto finanziario. Inizia, a questo punto, la vera e propria fase di collocamento, che ha una durata pari a circa 3-4 settimane. Durante questa fase l'investment center, in collaborazione con la compliance e il risk management, effettua un controllo continuo sulle posizioni dei clienti che intendono sottoscrivere certificati, con l'obiettivo di monitorare i rischi di mercato, di concentrazione e di complessità dei portafogli di investimento, segnalando alla rete commerciale l'eventuale insorgenza di anomalie nei singoli portafogli.

Al termine del periodo di collocamento, esperiti i passaggi previsti, i certificati sono quotati sul SeDeX di Borsa Italiana e/o su EuroTLX.

Rendicontazione e monitoraggio

Unità organizzative coinvolte: investment center e risk management.

L'investment center è responsabile della definizione delle strategie di investimento sul risparmio amministrato, attività che viene svolta sia attraverso le conference call quotidiane con la rete commerciale che con la predisposizione di report settimanali che offrono un monitoraggio sull'intero stock di risparmio amministrato presente all'interno dei portafogli. A supporto dell'investment center, il risk management produce una reportistica interna sulle dinamiche e le performance dei prodotti e dei clienti. L'analisi è svolta sia a livello di metaportafoglio, ovvero di aggregato di asset mix dei portafogli dei singoli clienti, che per singolo portafoglio e ha l'obiettivo di verificare la presenza di situazioni anomale in termini di concentrazione di strumenti e/o sottostanti.

Il mercato secondario

I clienti operano sul mercato secondario, prevalentemente in regime di risparmio amministrato. La liquidità sul mercato secondario dei certificati è assicurata dalla società prodotto che ha adottato specifiche policy a supporto di tutta l'operatività. Tali policy

definiscono diversi aspetti dell'operatività tra cui: pricing sul mercato secondario, commissioni massime applicabili, complessità del prodotto, liquidità del sottostante, processi di controllo ecc. Relativamente al mercato secondario la società prodotto opera su tutti gli strumenti finanziari emessi in qualità di market maker/liquidity provider, garantendo importi adeguati, al fine di assicurare ai clienti la possibilità di acquistare e vendere in maniera efficiente.

4.5 Il processo commerciale nell'attività di brokeraggio di First Solution – di Federico Costalonga

L'attività di advisory fa sì che il processo commerciale nell'attività di brokeraggio si configuri come risposta alla ricerca di specifici prodotti da utilizzare nei portafogli della clientela private. A differenza dei processi distributivi, nell'attività di brokeraggio abbinata alla consulenza non vi è l'esigenza di dare una risposta di prodotto alla rete commerciale, bensì di soddisfare una specifica richiesta proveniente dagli investitori.

Le principali motivazioni alla base dell'affidamento all'attività di brokeraggio della ricerca di nuovi prodotti finanziari sono:

- *Realizzare prodotti che, in termini di combinazione rischio/rendimento, risultino in linea con il profilo di rischio del cliente e con le specifiche condizioni di mercato, e che non sempre sono già disponibili sul mercato secondario.*

È possibile, infatti, che gli strumenti selezionati dall'advisor siano già quotati sul mercato secondario, ma non abbiano le caratteristiche di idoneità quanto a rapporto tra rischio e rendimento (per esempio certificati il cui sottostante è prossimo alla barriera), per scadenza (non in linea con l'orizzonte temporale della strategia) o anche di adeguatezza del profilo finanziario per la clientela;

- *Supportare lo sviluppo di nuove strutture finanziarie attraverso prodotti ad hoc.*

Può accadere infatti che l'advisor, di concerto con il cliente, desideri sviluppare nuove idee di prodotto, a volte non ancora

presenti sul mercato, riguardanti differenti tipologie di sottostanti (azioni, credito, tassi, valute e materie prime) e/o forme di payoff a scadenza, al fine di realizzare delle strategie ben precise (sfruttamento di trend ben definiti di mercato, recupero di perdite, incasso di premi periodici, coperture di portafoglio, strategie combinate ecc.);

- *Diversificare tra diversi emittenti.*

È possibile che nei portafogli sotto consulenza siano presenti già strumenti finanziari (certificati, obbligazioni, azioni) dei medesimi emittenti. È pertanto buona norma procedere anche a una diversificazione di strumenti finanziari tra più emittenti con l'obiettivo di ridurre il rischio di concentrazione complessivo del portafoglio;

- *Ricerca la migliore combinazione tra prezzo e servizio offerto.* L'assenso all'emissione di un prodotto passa attraverso la fase di valutazione e di comparazione delle diverse proposte ricevute. In questa valutazione si richiede non solo un "best price", ma anche un'elevata qualità del servizio, con particolare attenzione al supporto della liquidità da parte del market maker e della conseguente liquidabilità degli strumenti sul mercato secondario.

Lo studio e la realizzazione di ciascun prodotto si sviluppano attraverso le seguenti fasi:

- *Individuazione del sottostante.*

La prima fase riguarda l'individuazione del sottostante del prodotto, di cui vengono verificate la liquidabilità e la presenza di un mercato ampio ed efficiente in cui sono negoziati gli strumenti derivati utilizzati per la costruzione del prodotto.

In questa fase viene inoltre posta particolare attenzione anche alla verifica della qualità del sottostante, attraverso analisi e approfondimenti da parte dell'ufficio studi, volti, in particolare, ad accertare la solidità economica e finanziaria, le prospettive future delle società e del settore di appartenenza e la convenienza del prezzo di acquisto, in relazione alle strategie adottate;

- *Ricerca della strategia più idonea, in relazione all'obiettivo da perseguire.*

In questa fase viene svolta un'analisi delle strutture finanziarie già presenti sul mercato, al fine di individuare quelle eventualmente più idonee al caso in esame.

Qualora non venisse riscontrata alcuna struttura idonea si procede a definirne una nuova ad hoc;

- *Identificazione della categoria di prodotti più conforme alla strategia.*

Alcuni prodotti, in astratto molto interessanti, sono realizzabili soltanto in specifiche condizioni di mercato.

Per esempio, in presenza di bassi tassi di interesse e di volatilità contenuta risulta molto difficile realizzare prodotti a capitale protetto/garantito al 100%, se non accettando il compromesso di durate molto lunghe.

Si rende necessario pertanto ricorrere a strategie alternative, implementabili combinando specifici strumenti finanziari al fine di realizzare delle coperture indirette del portafoglio;

- *Ricerca della struttura finanziaria più efficace ed efficiente e del prezzo più concorrenziale.*

In questa fase vengono esaminate le proposte ricevute dai diversi emittenti, che vengono analizzate con particolare riguardo alla convenienza dell'operazione rispetto ad altre forme di investimento e alla competitività tra i vari emittenti. Ogni proposta, prima di essere validata, viene sottoposta ad analisi quantitative volte a misurarne la sostenibilità attraverso back test, calcolo del fair value e ipotesi di scenario, prevedendo l'utilizzo di modelli proprietari di analisi e valutazione;

- *Definizione delle condizioni di market making.*

La fase successiva a quella del collocamento (secondo una logica propria del private placement) dello strumento finanziario consiste nella quotazione dello stesso sul mercato secondario nel più breve tempo possibile. È necessario pertanto stabilire a priori con

gli emittenti, nella fase di definizione delle condizioni generali, anche il supporto alla liquidità che dovrà essere offerto allo strumento finanziario una volta che lo stesso viene quotato sul mercato secondario. Tale accordo stabilisce l'impegno dell'emittente nel garantire quantità congrue in denaro e in lettera (salvo esaurimento della quantità emessa) e lo spread massimo che potrà essere applicato;

- *Eventuale realizzazione di approfondimenti tecnici e predisposizione di materiale formativo.*

Su richiesta dei committenti può essere predisposto anche del materiale formativo e/o divulgativo, al fine di esemplificare il funzionamento dello strumento finanziario o di evidenziarne le caratteristiche peculiari in modo da consentire una piena comprensione delle strategie per le quali il prodotto finanziario viene ritenuto idoneo. Qualora fosse prevista la presenza di gestori di relazione (private banker, team di advisory), possono essere svolte delle specifiche sessioni formative.

4.6 Formazione e comunicazione – di Lorenzo Giavenni

Come è stato evidenziato diffusamente nel volume, i prodotti strutturati sono strumenti di investimento che soddisfano una pluralità di esigenze della clientela private, dalla protezione del portafoglio alla costruzione di payoff rischio/rendimento personalizzati, alla diversificazione e ottimizzazione finanziaria. Al tempo stesso, i prodotti strutturati si caratterizzano tuttavia per un livello di complessità maggiore rispetto ai più tradizionali veicoli di investimento. La complessità si palesa sia a livello di costruzione del prodotto che nella valutazione della redditività attesa dell'investimento, durante la vita e alla data di scadenza dello stesso. Un corretto processo di formazione e comunicazione dovrebbe pertanto preparare la rete distributiva e la clientela a valutare con particolare attenzione le opportunità offerte dai prodotti strutturati, nell'ambito di una giusta comprensione della complessità e dei rischi a essi associati.

4.6.1 La formazione dei private banker

I private banker, quali professionisti della consulenza in materia di investimenti, devono possedere una solida preparazione sui concetti di base della strutturazione. La preparazione di base è estremamente utile per comprendere le molteplici e nuove forme di prodotti strutturati che il mercato continuamente offre e che sono di norma riconducibili a tipologie standard. Tra i concetti più importanti menzioniamo la valutazione delle opzioni, la leva finanziaria, la distribuzione simmetrica o asimmetrica dei rendimenti, i fattori di rischio (tassi di interesse, volatilità, rischio di credito ecc.) che influenzano il prezzo di mercato dei prodotti strutturati. Di solito questa esigenza formativa è soddisfatta attraverso percorsi di training programmati dagli intermediari, piuttosto che in occasione del collocamento di singoli prodotti.

Una volta acquisita una buona preparazione di base, il private banker è in grado di apprezzare e comunicare al cliente in cosa consiste l'opportunità di investimento, ovvero evidenziare l'originalità del payoff strutturato e perché sia adatto all'inserimento in portafoglio. Per esempio, un portafoglio molto esposto al mercato azionario attraverso titoli scarsamente liquidabili può beneficiare di un certificato a leva short a breve scadenza se lo scenario di mercato atteso è quello di una brusca correzione dalla quale si vuole essere parzialmente coperti. Viceversa, il cliente che vuole beneficiare (seppur parzialmente) dei rialzi dei mercati azionari emergenti, temendone però la volatilità, potrà puntare su un fondo strutturato a capitale protetto con protezione parziale del valore massimo raggiunto. In sostanza, si tratta di far comprendere al cliente quando e perché il prodotto strutturato possa migliorare il profilo rischio/rendimento del portafoglio complessivamente detenuto. Questi aspetti sono tuttavia riferiti al singolo prodotto e pertanto necessitano di una formazione *ad hoc* di prodotto.

Per quanto riguarda gli aspetti di maggiore complessità, spesso legati a filo doppio all'utilizzo dei derivati (nella maggior parte

dei casi negoziati OTC), è importante che il private banker comprenda e tenga conto nella composizione del portafoglio del cliente le caratteristiche che rendono lo strutturato diverso dal prodotto tradizionale, verificando che esse siano sostenibili dal portafoglio complessivo e adeguate al profilo del cliente. Le caratteristiche più significative sono relative alla non linearità dei rendimenti rispetto al mercato, all'andamento mark to market che può differire sensibilmente rispetto al payoff finale, alla sensibilità a variabili poco evidenti come la volatilità, il time value, il merito di credito dell'emittente il certificato ecc. Sull'utilizzo di derivati OTC è quanto mai opportuno sottolineare come l'operatività negli ultimi anni sia stata progressivamente regolamentata e di norma protetta da forme di collateralizzazione dei rischi di controparte rigide e automatizzate.

4.6.2 La comunicazione

La comunicazione è solitamente diretta al cliente finale e può - nella maggior parte dei casi dovrebbe - essere mediata dal private banker. La comunicazione deve essere orientata a far sì che la complessità del prodotto non prenda il sopravvento sulla chiarezza, ovvero non confonda l'interlocutore.

Anzitutto, non è opportuno soffermarsi troppo nell'analisi dei sottostanti di un prodotto strutturato, per esempio l'algoritmo di protezione del capitale piuttosto che le componenti derivative in esso presenti, mentre l'obiettivo primario dovrebbe essere quello di informare correttamente il cliente sul profilo di rischio/rendimento atteso dello strumento, la vera originalità dello strutturato. Inoltre, le simulazioni storiche o probabilistiche che vogliono illustrare al cliente i possibili risultati dell'investimento devono prendere in considerazione parametri di riferimento corretti, per esempio riguardo la percentuale attesa di partecipazione ai mercati: non ha senso confrontare un prodotto strutturato che avrà un'esposizione azionaria realisticamente attesa intorno al 50% con indici dei mercati azionari. Un portafoglio bilanciato potrebbe essere un

parametro di riferimento più adatto. Il private banker più evoluto può riuscire poi a far cogliere al proprio cliente la vera essenza dei prodotti strutturati, quella di avere sì dei costi impliciti aggiuntivi, ma a fronte di un servizio d'investimento "chiavi in mano", caratterizzato cioè da una combinazione rischio/rendimento personalizzata. Il cliente può anche apprezzare come tale servizio offra dei vantaggi anche in chiave comportamentale: se la tentazione di "vendere ai minimi" può essere forte su un portafoglio composto da più strumenti, tutti facilmente liquidabili, essa è attenuata nel prodotto strutturato che persegue la protezione del capitale a una precisa scadenza temporale.

Infine, vi sono aspetti che difficilmente possono trovare spazio in modo adeguato e semplice nel materiale promozionale e pertanto il private banker dovrebbe gestirli e affrontarli in prima persona, in modo da offrire un buon servizio di consulenza al cliente: si tratta, per esempio, degli aspetti legati alla liquidabilità e al comportamento dello strutturato prima della sua scadenza naturale. Le perdite inattese, in caso di anticipata liquidazione dello strumento, rappresentano uno dei tipici aspetti sottovalutati che possono sorprendere non favorevolmente il cliente.

4.7 I prodotti strutturati e il processo commerciale nel private banking: un'analisi comparata dei diversi modelli – di Mauro Camelia

Nei paragrafi precedenti sono stati illustrati i processi commerciali adottati da quattro banche e da una società di consulenza indipendente nella distribuzione di prodotti strutturati alla clientela private.

Facendo salve le diverse denominazioni adottate con riferimento alle unità organizzative coinvolte, l'elemento che contraddistingue i processi commerciali degli intermediari operanti nel Private Banking è senz'altro il ruolo svolto dalla fabbrica prodotto.

Posto che in tutti e quattro i casi la scelta è quella di un'architettura

aperta, ciò non si traduce necessariamente in una "open architecture" propriamente detta.

Le quattro banche incentrano i propri processi commerciali su un modello integrato basato sull'analisi dei portafogli della clientela, sulle view di mercato e sulle strategie commerciali degli intermediari medesimi. In altri termini per arrivare all'ideazione del prodotto, l'intermediario analizza, da un lato, lo scenario macroeconomico e la possibile evoluzione delle principali variabili finanziarie e reali (tassi di interesse, tassi di cambio, mercati azionari, mercati delle materie prime, mercato immobiliare, ecc.) e, dall'altro, l'evoluzione dei portafogli della clientela, in termini di asset class e profili di rischio; ciò al fine di assicurare che le possibili soluzioni di investimento tengano conto del contesto economico-finanziario e al contempo contribuiscano a ottimizzare l'esposizione dei portafogli della clientela alle diverse asset class, in una prospettiva di medio e lungo (asset allocation strategica) e di più breve termine (asset allocation tattica).

Conclusa questa fase comune, il processo commerciale dei quattro intermediari presenta interessanti elementi di differenziazione: per l'ideazione del prodotto la Banca Popolare di Milano, pur possedendo una fabbrica prodotto all'interno del gruppo (Banca Akros), ha deciso strategicamente di rivolgersi all'esterno. Alle fabbriche prodotte esterne viene inviato un documento di sintesi da cui emergono le view di mercato e le esigenze da soddisfare. Nel caso della Banca Popolare di Milano si configura pertanto un'architettura aperta in senso stretto.

Negli altri tre casi le logiche proprie dell'architettura aperta possono subire alcune sfumature, tant'è che, come nel caso di BNL-BNP Paribas e di Intesa Sanpaolo Private Banking, emergono elementi maggiormente riconducibili a una architettura quasi chiusa. In una posizione intermedia, sostanzialmente ricollegabile all'impostazione propria dell'architettura aperta, si colloca invece Deutsche Bank che nella fase di ideazione del prodotto, ad esempio, "si inter-

faccia con controparti interne ed esterne al gruppo fino a determinarne il pricing, chiedendo una valutazione a un advisor indipendente per un più equo confronto”.

Sia in BNL-BNP Paribas che in Intesa Sanpaolo Private Banking la fase dedicata all'ideazione del prodotto si caratterizza per uno stretto coordinamento tra l'intermediario e la fabbrica prodotto di gruppo. In particolare, Intesa Sanpaolo Private Banking seleziona al proprio interno i possibili sottostanti e i relativi payoff, mentre la fabbrica prodotto del gruppo (Banca IMI) svolge un ruolo proattivo, apportando il proprio know how alla definizione delle soluzioni di investimento ottimali, in grado di generare valore per la clientela private.

La scelta di BNL-BNP Paribas e di Intesa Sanpaolo Private Banking di rivolgersi in via prevalente/esclusiva alle fabbriche prodotto interne trova spiegazione nel fatto che queste ultime forniscono una migliore qualità nella fase di origination dell'output, negli importi da collocare e nel supporto assicurato sul mercato secondario, sia in termini di pricing che di quantità negoziate, risultando queste ultime opportunamente proporzionate agli importi collocati sul mercato primario. Ciò significa che si tratta non di policy aziendali quanto piuttosto di valutazioni effettuate *ex ante*, nella convinzione che la condivisione di identici valori nella mission aziendale da parte delle unità organizzative interne della banca, cui spetta la selezione delle specifiche strutture finanziarie, della rete commerciale e della fabbrica prodotto, possa contribuire a minimizzare il cosiddetto rischio reputazionale.

Come è stato affermato con una efficace similitudine “come un grande chef, così un buon consulente supportato da una adeguata struttura deve poter scegliere i migliori componenti del mercato per creare un'esperienza unica per il proprio cliente”. Ma se una componente essenziale del processo commerciale è al proprio interno non si deve rifiutarla a priori per assecondare una logica asettica e poco razionale che prevede l'adozione stringente del modello dell'architettura aperta.

Nel rispetto di quanto stabilito dalla normativa in materia, le altre fasi in cui si articola il processo commerciale (validazione, collocamento, monitoraggio e mercato secondario) prevedono il coinvolgimento delle funzioni marketing, legale, compliance e risk management. Una volta predisposta e validata la documentazione legale e commerciale, nonché la documentazione tecnica a cura del risk management, spetta al marketing interfacciarsi con la rete commerciale.

Nel caso della società di consulenza indipendente, First Solution, l'attività di advisory comporta che il processo commerciale risulti meno complesso e quindi più snello, ma non per questo meno rigoroso nella sua impostazione. Come per gli altri intermediari, il processo commerciale nell'attività di brokeraggio è finalizzato alla ricerca di specifiche soluzioni di investimento per la propria clientela. In questo caso, non essendoci una rete commerciale propriamente intesa, si tratta di soddisfare le richieste provenienti dagli investitori anche, e forse principalmente, in un'ottica di costruzione di soluzioni finanziarie “tailor made” per i singoli clienti.

Questa impostazione comporta che il processo commerciale nell'attività di brokeraggio, abbinata alla consulenza, differisca da quello degli altri intermediari soprattutto nella fase dedicata all'ideazione del prodotto. Nel caso dell'attività di brokeraggio, la società ricerca la migliore soluzione di investimento in termini di pricing e di servizi accessori offerti (ad esempio, supporto della liquidità da parte dell'emittente sul mercato secondario). Nella fase di validazione del prodotto vengono altresì esaminate le diverse proposte ricevute dalle fabbriche prodotto riguardo alla convenienza dei singoli strumenti finanziari rispetto ad altre tipologie di investimento e alla competitività tra i diversi emittenti; le soluzioni di investimento vengono analizzate effettuando anche analisi quantitative con propri modelli di analisi e di valutazione, al fine di verificarne l'efficienza complessiva in termini di combinazione rischio/rendimento.

5. I prodotti strutturati nel private banking: l'innovazione di prodotto

5.1 Le obbligazioni in valute emergenti – di Laetitia Bianchi

In un contesto caratterizzato da tassi d'interesse ai minimi storici, da bassi rendimenti dei principali titoli di Stato e obbligazioni societarie europee e dal deprezzamento dell'euro, gli investitori incontrano crescenti difficoltà, nella gestione di un portafoglio obbligazionario, nell'individuare soluzioni d'investimento in grado di generare rendimenti attraenti, evitando l'assunzione di un elevato rischio emittente. Per gli investitori che desiderano assumere un'esposizione ai mercati emergenti attraverso un investimento in valute e, in particolare, al potenziale apprezzamento delle valute di questi paesi rispetto all'euro, una nuova tipologia di prodotto ha fatto la sua comparsa in questi ultimi mesi, sul mercato retail italiano: le obbligazioni denominate in valute emergenti, che offrono rendimenti più elevati rispetto a quelli delle obbligazioni dell'eurozona o degli Stati Uniti, in quanto i tassi di interesse sono di solito più alti di quelli delle economie sviluppate.

Le obbligazioni vengono emesse in una specifica valuta emergente (per esempio real brasiliano, rupia indonesiana ecc.), ma quella di negoziazione e di regolamento è l'euro. Considerando che la maggior parte degli investitori italiani non possiede un conto in valuta emergente, per evitare di essere penalizzati da commissioni elevate applicate sul tasso di cambio le obbligazioni liquidano le cedole e prevedono il rimborso a scadenza direttamente in euro, convertendo gli importi in valuta emergente al tasso di cambio rilevato tre giorni prima della data di pagamento, senza applicare alcuna com-

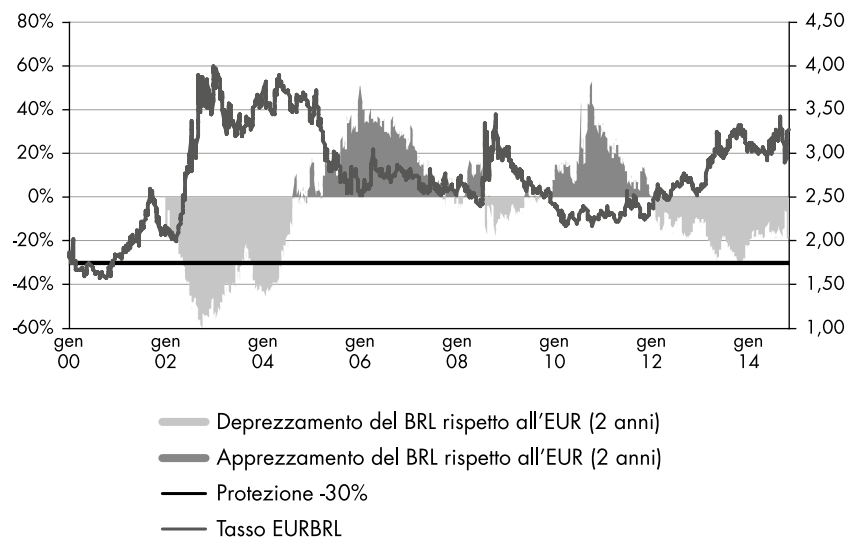
missione. Con riferimento al mercato secondario, le obbligazioni sono generalmente quotate sul MOT o sull'EuroTLX. La valuta di negoziazione nella quale sono effettuate le operazioni di acquisto e vendita è la valuta emergente; tali operazioni sono regolate in euro. Il rendimento dell'investimento dipende dal prezzo di acquisto delle obbligazioni nonché, in caso di disinvestimento prima della data di scadenza, dal relativo prezzo di vendita.

Periodicamente l'investitore incassa cedole fisse denominate in valuta emergente, liquidate in euro, e a scadenza il 100% del valore nominale in valuta emergente, importo liquidato anch'esso in euro. Convertendo la valuta emergente in euro, l'investitore riceve un importo superiore o inferiore a quello previsto nella valuta emergente per effetto delle variazioni del tasso di cambio. Di conseguenza, l'investitore è esposto al rischio di cambio tra l'euro e la valuta emergente. In particolare, un apprezzamento dell'euro rispetto alla valuta di emissione avrà un impatto negativo sul rendimento delle obbligazioni, viceversa un deprezzamento dell'euro rispetto alla valuta di emissione produrrà un impatto positivo sulla redditività dell'investimento.

Inoltre, in alcuni di questi strumenti finanziari è contenuta un'innovazione volta a mitigare il rischio di perdite significative del capitale a scadenza, ovvero l'inserimento di una protezione in euro alla scadenza delle obbligazioni. La novità di questo strumento consiste nel fatto che queste obbligazioni consentono agli investitori di esporsi all'andamento dei mercati emergenti ma con la consapevolezza della perdita massima in cui potranno incorrere a scadenza. Nelle obbligazioni in valute emergenti plain vanilla l'investitore è teoricamente esposto a perdite elevate o anche dell'intero capitale investito: ciò avviene nel caso in cui la valuta emergente si deprezza nei confronti dell'euro a tal punto che l'importo di liquidazione a scadenza è pari a zero. Attraverso le obbligazioni in valute emergenti con protezione in euro, questo rischio è minimizzato. Queste obbligazioni danno il diritto al rimborso a scadenza pari al 100% del valore nominale in

valuta emergente che, grazie alla protezione, avrà un controvalore minimo in euro pari al livello di protezione (per esempio, 50% o 70%) moltiplicato per il valore nominale denominato nella valuta emergente, convertito in euro al tasso di cambio di riferimento osservato alla data di valutazione iniziale. Generalmente, rendimenti elevati richiedono l'esposizione a valute emergenti particolarmente volatili quali la lira turca, il real brasiliano o il rublo russo, e ciò potrebbe produrre perdite significative a causa di eventuali forti deprezzamenti di tali valute nei confronti dell'euro. Storicamente, sostanziali deprezzamenti (oltre il 30% nell'arco di due anni) delle valute emergenti nei confronti dell'euro si sono verificati più volte e in queste situazioni la protezione in euro si sarebbe rivelata estremamente utile, come illustra la *figura 5.1* relativamente al tasso di cambio del real brasiliano rispetto all'euro (EURBRL).

Figura 5.1 – Deprezzamento/apprezzamento a due anni del real brasiliano rispetto all'euro



Entrambe le tipologie di obbligazioni sono disponibili in valute per le quali è determinato il fixing dalla Banca centrale europea, per esempio il real brasiliano, la rupia indonesiana, il rand sudafricano, il peso messicano, la lira turca o il rublo russo. È proprio il tasso di cambio derivante dal fixing della BCE che è utilizzato per determinare il tasso da applicare per convertire i flussi di cassa di tali obbligazioni. In alcuni casi, il tasso di cambio viene determinato come prodotto del fixing EUR/USD e USD/valuta emergente.

Tabella 5.1 – Caratteristiche obbligazione 7% in real brasiliano con 70% protezione in euro

	Caratteristiche
ISIN	XS1144002620
Emittente	SG Issuer
Garante	Société Générale (rating Standard & Poor's A, Moody's A2 e Fitch A)
Valore nominale	3.000 BRL
Data di emissione	16/02/2015
Data di scadenza	16/02/2017
Tasso di cambio euro/real brasiliano alla data di valutazione iniziale (16/02/2015)	3,2390
Valuta di emissione	Real brasiliano (BRL)
Valuta di regolamento	Euro (EUR)

Meccanismo:

- L'obbligazione liquida ogni anno una cedola lorda fissa pari al 7% del valore nominale (210 BRL) pagata in euro;
- Scenari per il rimborso a scadenza:
 - se $3,2390 / \text{EURBRL}_F \geq 70\% \rightarrow 3.000 \text{ BRL} \times 100\%$ (Controvalore)

in euro: $3.000 \text{ BRL} \times 100\% / \text{EURBRL}_E$);
 - se $3,2390 / \text{EURBRL}_F < 70\% \rightarrow 3.000 \text{ BRL} \times 70\% \times \text{EURBRL}_F / 3,2390$
(Controvalore in euro: $3.000 \text{ BRL} \times 70\% / 3,2390 = 648,35 \text{ EUR}$);

Tabella 5.2 – Scenari di rendimento relativi all’investimento nell’obbligazione di cui alla tabella 5.1

	Emissione	Anno 1	Anno 2
Scenario favorevole			
EURBRL alla data di valutazione	3,2390	2,9752	2,8843
Cedola lorda (in BRL)		210	210
Cedola lorda (in EUR)		70,58	72,81
Rimborso a scadenza (in BRL)			3.000
Rimborso a scadenza (in EUR)			1.040,11
Rendimento annuo lordo			13,47%
Scenario intermedio			
EURBRL alla data di valutazione	3,2390	3,4896	3,6781
Cedola lorda (in BRL)		210	210
Cedola lorda (in EUR)		60,18	57,09
Rimborso a scadenza (in BRL)			3.000
Rimborso a scadenza (in EUR)			815,64
Rendimento annuo lordo			0,37%
Scenario negativo			
EURBRL alla data di valutazione	3,2390	3,9612	4,8237
Cedola lorda (in BRL)		210	210
Cedola lorda (in EUR)		53,01	43,54
Rimborso a scadenza (in BRL)			3.127,44
Rimborso a scadenza (in EUR)			648,35
Rendimento annuo lordo			-10,65%

Ovvero, ogni obbligazione rimborserà a scadenza un importo minimo pari a 648,35 euro;

Dove:

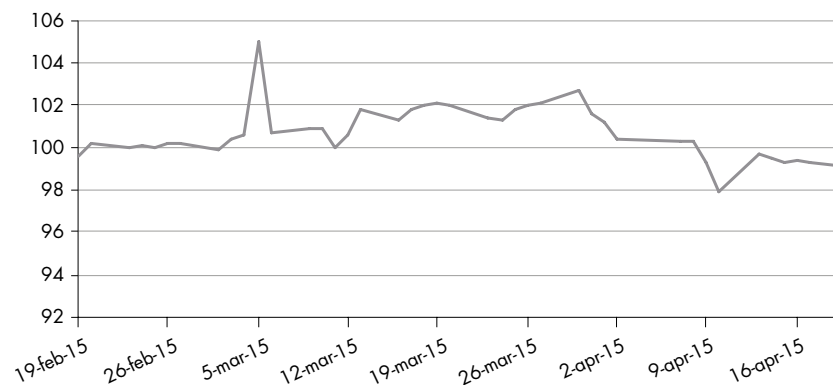
EURBRL_F rappresenta il tasso di cambio euro/real brasiliano alla data di valutazione finale (13/02/2017)

Le obbligazioni espongono l’investitore al rischio di credito di Société Générale.

L’investimento nelle obbligazioni richiede una buona conoscenza del loro funzionamento. Per una descrizione esaustiva del prodotto si rinvia al base prospectus, ai supplementi e ai final terms.

Nella *tabella 5.2* si illustrano, a puro titolo esemplificativo, alcuni scenari di rendimento relativi all’investimento nell’obbligazione illustrata nella *tabella 5.1*. Si ipotizza per esempio un prezzo di acquisto pari al 100% del valore nominale per calcolare il rendimento annuo. I dati lordi si intendono al lordo dell’effetto fiscale.

Figura 5.2 – Prezzo obbligazione 7% in real brasiliano con 70% protezione in euro



Fonte: Bloomberg al 20/04/2015

Non si garantisce la precisione, la completezza né la pertinenza delle informazioni tratte da fonti esterne, nonostante tali informazioni siano tratte da fonti ritenute ragionevolmente affidabili.

5.2 Gli E-cerTiFicate – di Luca Comunian

E-cerTiFicate è un innovativo prodotto d'investimento che nasce dalla collaborazione di tre principali attori del mercato italiano: BNL, BNP Paribas e iShares. Il principale obiettivo alla base del prodotto è offrire all'investitore una soluzione che unisca l'allocation dinamica di un portafoglio ampiamente diversificato, rappresentato da un paniere di ETF, alla protezione del capitale investito, attraverso uno strumento di risparmio amministrato.

Il sottostante dell'E-cerTiFicate è un basket dinamico composto al suo interno da due componenti: un'attività rischiosa e una difensiva. L'attività rischiosa, che fornisce l'esposizione a un'asset allocation dinamica in grado di cogliere i potenziali rialzi dei mercati, è rappresentata da un indice appositamente costruito da BNP Paribas e composto da un paniere di 20 ETF di iShares. L'allocation in ETF non è statica bensì viene rivista con cadenza mensile secondo un algoritmo elaborato da BNP Paribas che considera altresì la ricerca di mercato di iShares/Blackrock.

L'utilizzo di ETF nel prodotto consente all'investitore di raggiungere con un unico investimento un'ampia diversificazione settoriale, geografica e di macroasset class (dall'obbligazionario governativo US ed euro, passando dalle obbligazioni societarie investment grade e high yield fino ad arrivare all'azionario dei paesi sviluppati ed emergenti). Per percepire il livello di diversificazione di E-cerTiFicate basti pensare che, acquistando una singola unità di prodotto (taglio minimo 1 certificato), del valore nominale di 100 euro, l'investitore espone il suo portafoglio all'andamento di 6.553 titoli, 13 settori e 79 paesi.

Infine, altra caratteristica distintiva del certificato è il controllo dinamico della volatilità di cui il paniere (asset rischioso) è dotato, che permette di mantenere un livello di rischio prefissato.

L'attività difensiva comprende l'investimento al tasso EONIA, che rappresenta l'attività priva di rischio e che assicura il rendimento del certificato in condizioni di mercato sfavorevoli.

E-cerTiFicate, grazie alla strategia TIPP (time invariant portfolio protection) che gestisce l'esposizione all'attività rischiosa e difensiva sulla base delle performance della componente rischiosa, è in grado di offrire all'investitore l'esposizione a una pluralità di mercati (azionari e obbligazionari) e al tempo stesso una protezione giornaliera dell'80% del valore più elevato mai raggiunto dal basket dinamico.

L'indicizzazione di tipo TIPP, inoltre, è particolarmente adatta a investimenti con protezione perché non dipende dai tassi di interesse e permette di raggiungere livelli di partecipazione elevati alla componente rischiosa. In particolare, l'esposizione all'attività rischiosa viene rivista giornalmente in modo da aumentarla quando questa è in rialzo, riducendo contemporaneamente l'esposizione all'attività difensiva; viceversa, quando la componente rischiosa registra una variazione negativa, l'esposizione alla componente difensiva viene aumentata. L'esposizione alla componente rischiosa non può tuttavia essere superiore al 100% (ciò significa che il certificato non presenta alcun effetto leva).

Quanto alla protezione, se per esempio il valore più elevato del basket dinamico è pari a 126, la protezione diventa pari al 100,80% del valore nominale ($126 \times 80\% = 100,80\%$). Questo meccanismo consente agli investitori di consolidare il livello massimo di protezione raggiunto grazie alle performance positive del basket dinamico nel corso del tempo. Nel caso invece di performance anche fortemente negative di quest'ultimo, l'E-cerTiFicate protegge l'80% del valore nominale e può comportare dunque una perdita parziale di quest'ultimo non superiore al 20%.

Esempio

Valore del basket dinamico = 126%

Livello di Protezione = $80\% \times 126\% = 100,8\%$

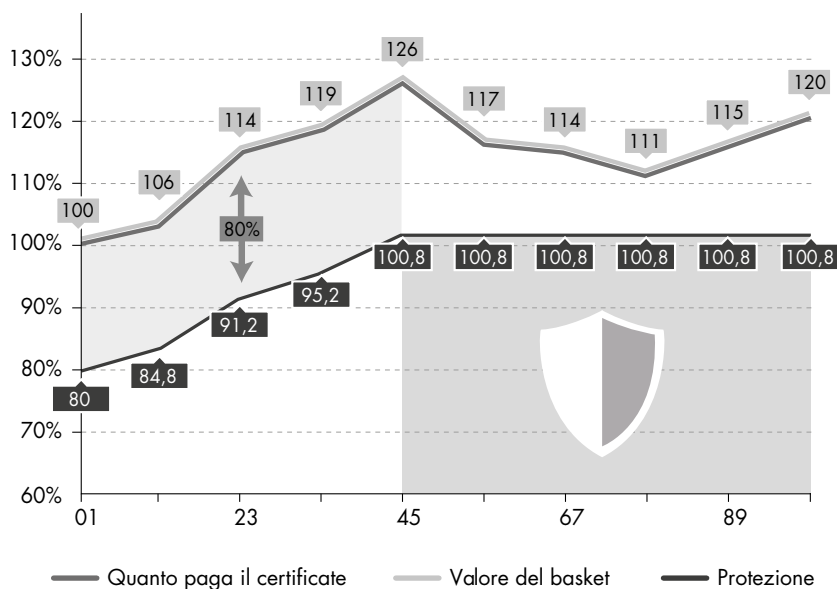
Moltiplicatore = 5

Distanza (valore del basket - livello di protezione) = $126\% - 100,8\% = 25,2\%$
 Esposizione all'asset rischiosa = $5 \times 25,2\% = 126\% \rightarrow 100\%$

La *figura 5.3* e la *tabella 5.3* illustrano l'ipotetica evoluzione del basket dinamico nel corso del tempo, il corrispondente livello di protezione e il valore di liquidazione del certificato. Per esempio, se il livello di protezione raggiunge (in $t = 4$) il 100,80% del valore nominale del certificato (corrispondente a un valore del basket dinamico pari a 126), una successiva riduzione del valore del basket dinamico (che si osserva tra $t = 5$ e $t = 9$) non produrrebbe alcun effetto sul livello di protezione, come evidenzia la figura.

Figura 5.3 – Le componenti di E-cerTiFicate

Tabella 5.3 – I valori di liquidazione di E-cerTiFicate



Un'altra importante caratteristica di E-cerTiFicate è la possibilità di

Esempio										
Valore del basket dinamico	100	106	114	119	126	117	114	111	115	120
Livello di protezione	80	84,8	91,2	95,2	100,8	100,8	100,8	100,8	100,8	100,8
Quanto paga il certificate	100	106	114	119	126	117	114	111	115	120

scadere anticipatamente. Questa caratteristica è stata appositamente prevista al fine di evitare scenari in cui il prodotto non è più in grado di investire una percentuale rilevante nell'asset rischioso. Questa situazione, in particolare, si realizza quando il valore del basket nel corso della vita del prodotto si avvicina al livello di protezione. Per questo motivo, l'esposizione all'asset rischioso si annulla se la distanza tra il valore del basket dinamico e il valore della protezione scende al di sotto del 2%. In tal caso il certificato scade anticipatamente dopo un mese.

Alla luce delle caratteristiche finora evidenziate, E-cerTiFicate si configura come un prodotto unico nel panorama finanziario italiano, che si indirizza a quegli investitori che desiderano diversificare il proprio portafoglio sfruttando le migliori opportunità dei mercati finanziari, proteggendo, al tempo stesso, il capitale nelle fasi di maggiore instabilità, superando i tradizionali limiti esistenti tra fondi e titoli, tra risparmio gestito e risparmio amministrato.

5.3 Target volatility model: prodotti strutturati con strategie dinamiche – di Alberto Mancuso

Una recente innovazione in materia di prodotti strutturati è data dal meccanismo di controllo dinamico della volatilità. Il principio alla base di questi modelli è quello di regolare sistematicamente l'esposizione a un'asset class rischiosa, al fine di assicurare un

prefissato livello di volatilità. Il prodotto strutturato così costruito si caratterizza per un livello di volatilità costante per tutta la sua vita; per ottenere questo risultato viene periodicamente rivista la quantità di capitale allocato nell'attività rischiosa. Per questo motivo, in ogni target volatility model è presente un basket che comprende due componenti:

- una componente rischiosa, rappresentata da azioni, indici azionari o altre asset class volatili;
- una componente non rischiosa, caratterizzata dall'assenza di volatilità (risk free asset). L'attività priva di rischio comprende solitamente depositi non remunerati e depositi del mercato monetario, remunerati, per esempio, al tasso EONIA. Questi strumenti sono selezionati sulla base dei forward e del livello di Vega dell'opzione (che misura la sensibilità del prezzo dell'opzione rispetto al livello di volatilità) che ha come sottostante il target volatility basket.

I pesi di queste due componenti sono stabiliti attraverso una regola deterministica studiata appositamente per ottenere un basket il cui livello di volatilità sia il più vicino possibile al target obiettivo. Occorre ricordare, infatti, che la volatilità *ex post* di questo strumento può differire leggermente dal target obiettivo per diversi motivi: il ribilanciamento avviene sempre su base storica e non è istantaneo, ma può verificarsi solo al superamento di soglie specifiche per ridurre i costi di transazione.

Il payoff a scadenza è dato dal rendimento ponderato tra le due attività a seconda dei livelli di volatilità realizzata nel corso della vita di prodotto; la frequenza di ribilanciamento è generalmente giornaliera ma prevede, al tempo stesso, delle bande di tolleranza. Tra due periodi di ribilanciamento la performance è calcolata come segue:

$$TVB_t = TVB_{t-1} \cdot \left[\omega_{t-1} \cdot \frac{RC_t}{RC_{t-1}} + (1 - \omega_{t-1}) \cdot \frac{SC_t}{SC_{t-1}} \right]$$

Dove TVB_t è il valore del target volatility basket al tempo t ; RC_t il valore della componente rischiosa al tempo t ; SC_t il valore della componente risk free al tempo t e ω_{t-1} il peso della componente rischiosa al tempo $t-1$.

Un prodotto con queste caratteristiche è personalizzabile a seconda delle esigenze dell'investitore: si può per esempio realizzare un prodotto strutturato che offra la possibilità all'investitore di avere a scadenza il 100% della protezione del capitale inizialmente investito. Allo stesso modo si può definire *ex ante* un ben definito livello di volatilità che deve avere il prodotto strutturato: questo, a sua volta può essere "modulabile", variandolo con il passare del tempo (per esempio 4% per il primo anno, 6% per il secondo ecc.).

L'obiettivo di mantenere un livello di volatilità costante è duplice:

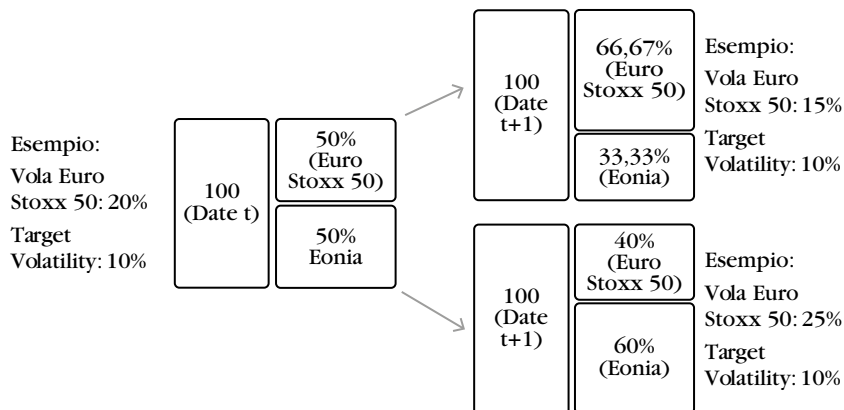
- in primo luogo occorre considerare che le correzioni più significative del mercato sono precedute solitamente da un aumento della volatilità. Limitando tale esposizione, l'effetto dato dalla correlazione rispetto alle dinamiche di mercato risulta notevolmente attenuato;
- in secondo luogo l'evidenza empirica mostra che i rendimenti delle asset class tendono a essere relativamente più elevati nelle fasi di bassa volatilità. Storicamente, le fasi di rialzo dei mercati sono caratterizzate da prolungati periodi di volatilità sotto la media. In questo scenario gli investitori potrebbero massimizzare la loro esposizione alle attività maggiormente rischiose in quanto il profilo di rischio/rendimento è il più favorevole.

Tali motivi, unitamente al vantaggio di conoscere *ex ante* la volatilità del prodotto in cui si sta investendo, hanno contribuito allo sviluppo e alla crescente popolarità di questi nuovi prodotti.

Per analizzarne meglio il funzionamento, si consideri il seguente esempio (illustrato nella *figura 5.4*). Il prodotto preso in considerazione è un fondo strutturato con meccanismo target volatility sull'indice Dj Euro Stoxx 50 e il livello di volatilità prefissato per l'intera vita del prodotto è pari al 10%.

Alla data iniziale, la componente rischiosa, rappresentata dall'indice azionario dell'area euro, presenta un livello di volatilità del 20%: il suo peso nella struttura sarà, quindi, pari al 50%. La componente priva di rischio è rappresentata, invece, da depositi a breve termine remunerati al tasso EONIA.

Figura 5.4 – Fondo strutturato con meccanismo target volatility sull'indice Dj Euro Stoxx 50



Come si evince dalla figura i pesi assegnati alle due asset class variano a seconda del livello di volatilità dell'indice azionario. Qualora il valore della volatilità diminuisca è necessario incrementare l'esposizione verso l'asset class rischiosa: in t+1 la volatilità dell'indice si riduce al 15%, di conseguenza il suo peso aumenta proporzionalmente.

Un'ulteriore evoluzione di tale modello è rappresentata da un prodotto strutturato che include il medesimo meccanismo - target volatility - ma, questa volta, su un sottostante rappresentato da un prodotto del risparmio gestito (fondo, SICAV). Generalmente le opzioni, relative al target volatility basket, hanno dei sottostanti statici, fissati per l'intera vita delle stesse opzioni. Ma se la tipologia del sottostante

cambia, il nuovo sottostante ha una volatilità implicita e forward differenti dal precedente e ciò richiede di effettuare dei ribilanciamenti. Queste difficoltà vengono risolte grazie all'utilizzo di un modello con meccanismo di target volatility. Il ribilanciamento continuo tra la componente rischiosa e quella priva di rischio mantiene il livello di volatilità del basket costante mentre l'utilizzo di sottostanti total return (ovvero che prevedono il reinvestimento dei dividendi), combinati con la componente non rischiosa del portafoglio, elimina l'incertezza circa i forward. Questa struttura finanziaria permette di costruire prodotti strutturati su sottostanti gestiti, ampliando la gamma di possibili sottostanti oltre i più tradizionali indici e titoli azionari.

5.4 Gli ETF su indici di credito – di Mauro Giangrande e Marco Loiacono

Sin dalla loro introduzione, gli ETF hanno rappresentato una via d'accesso economica e trasparente a mercati e strategie di investimento, essendo percepiti dagli investitori come strumenti semplici e fortemente collegati ad asset class tradizionali. Negli ultimi anni hanno registrato un forte processo innovativo volto a facilitare l'accesso da parte degli investitori retail anche a mercati e prodotti storicamente riservati agli operatori istituzionali, pur mantenendo salde le caratteristiche che hanno sancito il loro successo. Un mercato da sempre poco accessibile è stato per esempio quello dei derivati creditizi, che sono negoziati al di fuori dei circuiti regolamentati. Dal 2007, l'introduzione sul mercato europeo di ETF che replicano l'andamento dei principali indici del mercato del credito, come gli iTraxx e i CDX ha rappresentato un cambiamento importante. Il mercato dei derivati sul credito è rappresentato in larga parte dai credit default swap (CDS).¹

¹ I credit default swap hanno come sottostante il merito creditizio di un soggetto detto reference entity. In ogni contratto sono presenti due controparti che scambiano flussi di cassa sulla base di un nozionale prefissato: il protection buyer paga un premio periodico al protection seller che in cambio si fa garante della solvibilità della reference entity qualora si verifichi un trigger event (insolvenza, inadempienza nei pagamenti o ristrutturazione del debito).

Questi ultimi, insieme ai più tradizionali corporate bond, rappresentano la via d'accesso al mercato del credito: in linea teorica, il premio ricevuto da chi vende protezione dal rischio di insolvenza in un CDS su una determinata reference entity è equivalente allo spread sui corporate bond emessi dalla medesima società. Tuttavia, ciò non si verifica sempre nella realtà: il premio osservato sui credit default swap è di regola minore rispetto allo spread dei corrispondenti corporate bond. I primi, infatti, sono strumenti generalmente più liquidi, grazie ad alcune loro caratteristiche: il nozionale sottostante non viene scambiato (transazione unfunded); possono essere regolati in contanti (cash settlement) e dunque possono essere emessi in quantità arbitrariamente elevate. Quest'ultima peculiarità facilita la liquidazione dell'investimento, poiché è sufficiente assumere una posizione speculare di pari ammontare. Oltre alla loro maggiore liquidità, i credit default swap, a differenza dei corporate bond, non incorporano il rischio di tasso, permettendo dunque un'esposizione pura al rischio di credito.

Per assumere posizioni nel mercato dei derivati sul credito è possibile investire in ETF che replicano le performance di panieri di CDS, come per esempio gli indici iTraxx. Quest'ultimi sono costituiti da contratti a 5 anni appartenenti alla serie più recente e controllati semestralmente, il 20 marzo e il 20 settembre di ogni anno. La composizione dell'indice viene rivista a ogni data di aggiornamento o, in alternativa, quando una o più componenti sono interessate da eventi di credito. Gli indici su cui vengono strutturati gli ETF sul mercato del credito europeo più importanti sono l'iTraxx Europe e l'iTraxx Crossover. Il primo comprende i 125 single-name CDS più liquidi, selezionati tra quelli riferiti a società europee alle quali è stato attribuito un rating investment grade, ovvero pari o superiore a BBB- (o equivalenti). L'iTraxx Crossover è costituito, invece, da 50 contratti CDS aventi reference entity europee alle quali è stato attribuito un giudizio speculative grade, ovvero inferiore a BBB- (o equivalenti). Gli ETF replicanti gli indici

iTraxx possono essere alternativamente long o short e, a loro volta, semplici o a leva.

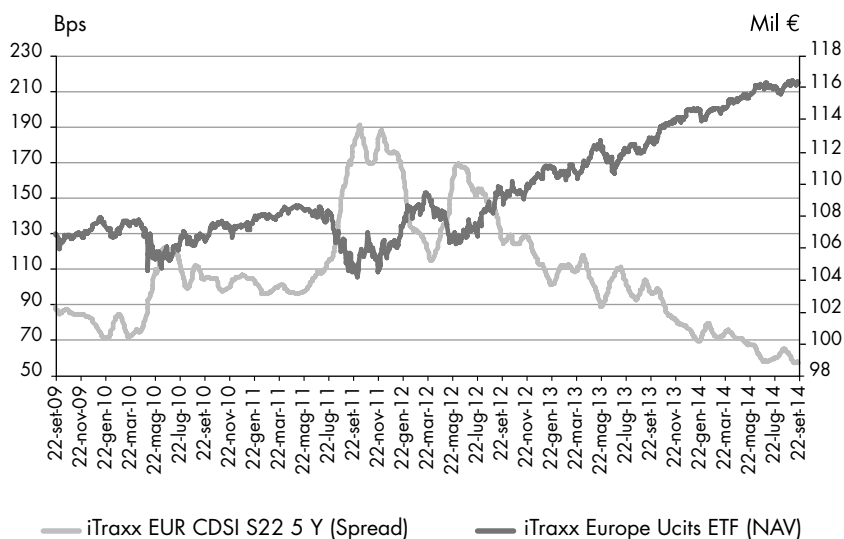
Tabella 5.4 – ETF su indici di credito quotati sull'ETFplus di Borsa Italiana

Nome	ISIN	Tipologia	TER	Indice benchmark	Valuta
db x-trackers II iTraxx® Crossover UCITS ETF	LU0290359032	Long	0,24% p.a.	iTraxx® Crossover 5-Year TR Index	EUR
db x-trackers II iTraxx® Crossover 2x Daily UCITS ETF	LU0613541407	Long Leva (2x)	0,34% p.a.	iTraxx® Crossover 5-year 2x Daily TR Index	EUR
db x-trackers II iTraxx® Crossover Short Daily UCITS ETF	LU0321462870	Short	0,24% p.a.	iTraxx® Crossover 5-Year Short TR Index	EUR
db x-trackers II iTraxx® Crossover 2x Short Daily UCITS ETF	LU0613541662	Short Leva (2x)	0,34% p.a.	iTraxx® Crossover 5-year 2x Short Daily TR Index	EUR
db x-trackers II iTraxx® Europe UCITS ETF	LU0290358653	Long	0,18% p.a.	iTRAXX® Europe 5-Year TR Index	EUR
db x-trackers II iTraxx® Europe 2x Daily UCITS ETF	LU0613541316	Long Leva (2x)	0,28% p.a.	iTraxx® Europe 5-year 2x Daily TR Index	EUR
db x-trackers II iTraxx® Europe Short Daily UCITS ETF	LU0321462102	Short	0,18% p.a.	iTraxx® Europe 5-Year Short TR Index	EUR
db x-trackers II iTraxx® Europe 2x Short Daily UCITS ETF	LU0613541589	Short Leva (2x)	0,28% p.a.	iTraxx® Europe 5-year 2x Short Daily TR Index	EUR

Gli ETF long sono strutturati in modo da replicare la posizione di un venditore di protezione che abbia ceduto credit default swap: il rendimento atteso di tali ETF è circa pari al livello attuale degli spread sui CDS al netto dei costi di gestione. Per esempio, in data 28/04/2014 lo spread sull'iTraxx Europe 5y quotava circa 72 punti base (0,72%), mentre l'iTraxx Crossover 5y quotava circa 283,375 punti base (2,83%). Inoltre, come accade per i prezzi e i tassi di interesse delle obbligazioni, il NAV degli ETF long è collegato inversamente ai premi

dei contratti CDS di riferimento: se gli spread si ampliano nel tempo, il valore di mercato dell'ETF diminuisce, e viceversa.

Figura 5.5 – Indice iTraxx Europe ed ETF sull'iTraxx Europe a confronto

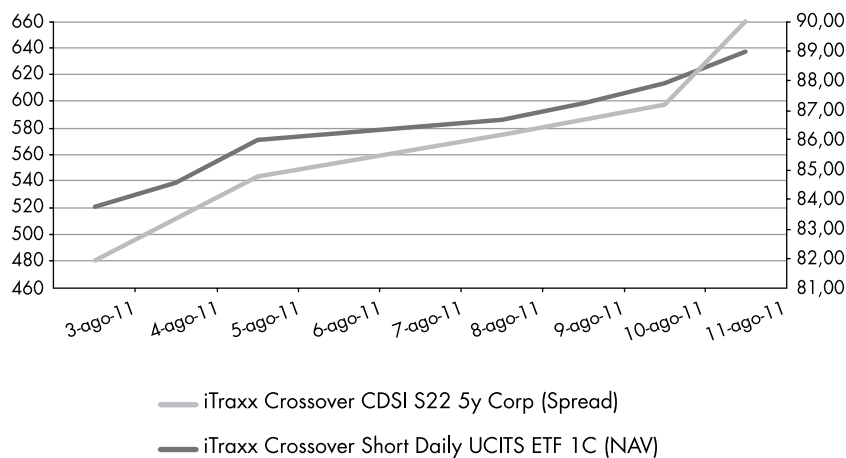


Gli ETF long sono disponibili anche nella versione leveraged,² ma soddisfano più una finalità speculativa che di investimento; tali strumenti consentono infatti di duplicare l'esposizione ai guadagni nel caso di trend favorevole del sottostante, ma allo stesso tempo duplicano l'esposizione dell'investitore al rischio.

² Nella versione leveraged degli ETF, i rendimenti sono moltiplicati per il fattore di leva giornaliero. La prassi di utilizzare tale ribilanciamento quotidiano permette, da un lato, all'investitore di conoscere ogni giorno il delta della posizione e, dall'altro, di evitare che l'ETF possa azzerarsi nei periodi in cui i mercati sono particolarmente sfavorevoli. A causa del ribilanciamento giornaliero, il NAV dell'ETF e gli spread dell'indice di riferimento tenderanno a divergere. Questo fenomeno, che prende il nome di compounding effect, è dovuto alla capitalizzazione dei rendimenti con frequenza quotidiana ed è tanto più accentuato quanto più è elevata la volatilità.

Gli ETF short, invece, replicano la posizione dell'acquirente di protezione che abbia investito in CDS; tali ETF possono essere efficacemente utilizzati per coprire posizioni in obbligazioni già detenute in portafoglio. In particolare, gli ETF short rappresentano un'ottima soluzione di hedging dal rischio di credito soprattutto in periodi di stress del mercato, nei quali l'assenza di liquidità e l'aumento improvviso della volatilità possono determinare un forte deterioramento della qualità dei prezzi. Si consideri, per esempio, il periodo compreso tra il 03/08/2011 e l'11/08/2011, settimana in cui gli spread dell'iTraxx Crossover sono aumentati sensibilmente passando da 480,4 (4,8%) a 652,48 (6,52%) punti base. Un movimento improvviso che avrebbe potuto generare una perdita in conto capitale di quasi il 7% a un ipotetico investitore che avesse detenuto in portafoglio corporate bond high yield europei con una duration media di 4 anni. Lo stesso investitore avrebbe potuto coprirsi dall'aumento degli spread acquistando l'iTraxx Crossover Short Daily UCITS ETF. Un parametro fondamentale per calcolare l'ammontare di ETF da acquistare è la credit duration (DV01), che misura la sensibilità del prezzo dell'ETF al variare degli spread. Alla data del 3 agosto 2011 il DV01 era pari a 3,7. Gli spread, come detto, si solo allargati in una sola settimana di circa 172 punti base. Moltiplicando 1,72% per la credit duration è possibile ricostruire la performance dell'ETF short iTraxx il cui NAV è passato da € 83,681 Mil a € 88,959 Mil, cui corrisponde un incremento del 6,3% (3,7 volte 172 punti base). Ritornando all'esempio precedente, per effettuare una copertura perfetta l'investitore avrebbe dovuto acquistare un ammontare di ETF pari a 1,08 volte il nozionale delle obbligazioni detenute in portafoglio (duration media del portafoglio di obbligazioni/DV01). La strategia così descritta comporta quindi un consistente impegno di liquidità. Motivo per cui nel corso degli anni sono stati sviluppati anche gli ETF short leveraged i quali, pur mantenendo lo stesso grado di copertura del sottostante, permettono di acquistare protezione sfruttando un effetto leva pari a 2. L'impiego di liquidità risulta quindi dimezzato.

Figura 5.6 – Indice iTraxx Crossover ed ETF Short sull'iTraxx Crossover a confronto



Riassumendo, gli ETF consentono di assumere posizioni su un basket diversificato di CDS, possibilità un tempo preclusa a chi non poteva utilizzare i derivati. Gli ETF long costituiscono un'interessante alternativa all'investimento diretto in obbligazioni, soprattutto in un contesto di mercato caratterizzato dal prevalere di attese di rialzo dei tassi di interesse. Allo stesso tempo, gli ETF short consentono di coprirsi da eventuali aumenti degli spread di credito. Come tutte le strategie di hedging, la copertura ha un costo che, nel caso degli ETF, è pari al livello degli spread; ne consegue che questi strumenti sono generalmente utilizzati nel brevissimo termine.

5.5 Cross asset rainbow con “target volatility”

di Alessio Guerriero

Gli anni che hanno seguito lo scoppio della crisi dei mutui subprime negli Stati Uniti si sono caratterizzati per due importanti sviluppi sui mercati finanziari:

- in primo luogo, le correlazioni tra le diverse asset class sono aumentate significativamente. La crisi finanziaria ha favorito il consolidarsi di un vero e proprio processo di polarizzazione, per effetto del quale si è registrato un elevato grado di sincronizzazione, positiva e negativa, nei movimenti delle diverse asset class. In questo contesto gli investitori si sono ritrovati con portafogli inizialmente considerati ben diversificati che, in realtà, con l'accresciuta correlazione tra mercati, non erano più tali. Tali condizioni hanno posto le basi per la ricerca, lo sviluppo e l'implementazione di nuovi approcci al processo di asset allocation;
- l'aumento della correlazione tra asset class si è realizzato in un contesto di accresciuta volatilità dei mercati finanziari.

Nel nuovo scenario finanziario, caratterizzato da maggiore instabilità e più elevata correlazione tra mercati, gli investitori, in specie la clientela private, ricercano sempre di più allocazioni del capitale in grado di conciliare esigenze di diversificazione di portafoglio e di controllo del rischio. Nel corso di questi ultimi anni, in particolare, è cresciuta la consapevolezza, da parte degli investitori, che vi sia uno stretto legame tra asset allocation e rischio assunto. Una efficiente asset allocation, in relazione agli obiettivi da raggiungere in una prospettiva di medio e lungo termine, rappresenta la base di partenza per una corretta convivenza con un adeguato livello di rischio. Al tempo stesso è evidente che la mancata coerenza tra rischio e rendimento può causare una situazione di pericolo per gli investitori che possono non essere consapevoli o della impossibilità di realizzare un determinato obiettivo con quell'asset allocation o di essere sottoposti a un livello di rischio eccessivo per il raggiungimento dello stesso obiettivo.

In tali condizioni, la selezione di un'asset allocation ottimale richiede di risolvere tre problemi di base: stabilire la modalità più efficiente con cui allocare un determinato ammontare di ricchezza tra le diverse asset class, scegliere un efficace sistema per revisionare il portafoglio e definire una metodologia che consenta il costante controllo del rischio del portafoglio inizialmente selezionato.

La risposta alle prime due domande può essere rinvenuta nei prodotti strutturati di tipo cross asset rainbow; essi prevedono, in primo luogo, di attribuire il peso alle diverse asset class sulla base delle performance osservate nel periodo antecedente l'emissione. Il portafoglio iniziale viene periodicamente rivisto, assegnando il peso maggiore alle asset class che hanno registrato la performance migliore.

Tale approccio consente di:

- overperformare un portafoglio equiponderato tra le diverse asset class;
- assicurare all'investitore di assegnare i pesi maggiori alle asset class che nel corso del tempo hanno registrato le migliori performance.

La *tabella 5.5* illustra la diversa logica sottostante la composizione di un portafoglio di tipo "cross asset rainbow" rispetto a un portafoglio "equiponderato".

Tabella 5.5 – Basket "cross asset rainbow" vs basket "equiponderato"

Basket "cross asset rainbow"			Basket "equiponderato"		
Sottostante	Performance	Peso	Sottostante	Performance	Peso
Azioni	40%	50%	Azioni	40%	33%
Obbligazioni	10%	30%	Obbligazioni	10%	33%
Commodity	-20%	20%	Commodity	-20%	33%
Performance	19%		Performance	10%	

Il controllo della rischiosità di portafoglio può essere realizzato attraverso una specifica variante del prodotto strutturato di tipo cross asset rainbow, che si caratterizza per la definizione di un ben definito livello di volatilità ("target volatility") per ciascuna asset class. Ricorrendo a quest'ultimo meccanismo, l'allocatione delle risorse finanziarie tra le diverse asset class viene ulteriormente rivisto attraverso la variabile "volatilità".

Come evidenzia la *tabella 5.6*, i prodotti strutturati di tipo cross asset rainbow con target volatility prevedono la fissazione di uno specifico obiettivo di volatilità per ciascuna asset class, da confrontare successivamente con l'effettivo valore della volatilità realizzata. Così facendo si ha la possibilità di aumentare l'esposizione alle asset class per le quali si verifica una riduzione della volatilità rispetto al target predefinito (rapporto volatilità > 1 nella tabella); la minore volatilità rispetto al target solitamente si accompagna a una evoluzione positiva del mercato di riferimento del sottostante ("mercato bullish"). Allo stesso tempo, viene ridotta l'esposizione a quelle asset class che evidenziano un aumento della volatilità rispetto al target (rapporto volatilità < 1 nella tabella), in previsione di una possibile correzione del mercato di riferimento di tali asset class ("mercato bearish").

Tabella 5.6 – Basket "cross asset rainbow target volatility"

Sottostante	Performance	Peso associato	Volatilità target (1)	Volatilità realizzata (2)	Rapporto volatilità (1/2)	Peso rettificato
Azioni	40%	50%	10%	7%	1,43	72%
Obbligazioni	10%	30%	10%	15%	0,67	20%
Commodity	-20%	20%	10%	25%	0,40	8%
Performance	29%	Nota: peso rettificato = peso associato x rapporto volatilità				

L'esempio di prodotto strutturato di tipo cross asset rainbow con target volatility ha inteso evidenziare come l'innovazione finanziaria sia in grado di offrire soluzioni di investimento efficienti, in grado di adattarsi costantemente all'evoluzione delle dinamiche dei mercati finanziari e dei bisogni degli investitori. Nel caso esaminato, l'introduzione di un meccanismo di revisione dinamica dell'asset allocation è in grado di assicurare un importante contributo per il miglioramento del rendimento complessivo di portafoglio, garantendo allo stesso tempo un costante controllo del profilo di rischio dello stesso.

Autori

Roberto Albano

Roberto si occupa di strutturazione e distribuzione di soluzioni di investimento per clientela istituzionale italiana con particolare focus su private banking, asset managers, family office e banche commerciali.

In AIPB (Associazione Italiana Private Banking) è coinvolto nell'attività di formazione dei private bankers. È membro delle commissioni marketing e comunicazione di ACEPI (Associazione Italiana dei Prodotti di Investimento); è membro della Commissione di Consulenza dell'Assiom Forex e da poco è divenuto membro dell'Academy dell'Associazione Italiana Family Office (AIFO).

Alberto Amiotti

Si è occupato di mercato primario e secondario di bond e di Interest Rate Derivatives presso l'Area Finanza di Banca Popolare di Novara. Ha successivamente ricoperto il ruolo di Sales di prodotti strutturati a clientela istituzionale presso Banca Aletti, con un focus particolare sul processo di origination e di assistenza post vendita di certificates. Ha maturato diverse esperienze di docenza in corsi di formazione destinati a gestori, aventi ad oggetto le strategie di investimento e di vendita di prodotti strutturati.

Antonio Antropoli

Si laurea in Scienze Economiche Bancarie presso l'Università degli studi di Siena nel 1999 a cui segue un Corso post-laurea in "Gestione Finanziaria e mercati" presso la LUISS Management di Roma. Dal Dicembre del 2000 fino al 2004 opera in KPMG nell'Area Financial Services.

A partire dal 2005 in BNL ricopre i seguenti ruoli:

- Servizio Recupero Crediti - Pianificazione e Controllo e Responsabile Comparto Real Estate;
- Divisione Retail e Private - Responsabile Raccolta Amministrato e Prodotti Strutturati;
- Divisione Retail e Private - Mercato Private: Responsabile Offerta Prodotti di Investimento per "Grandi Patrimoni" e "Key Client" di BNL dall'Aprile 2014. In particolare: definizione dell'offerta dei prodotti di investimento (Risparmio Amministrato, Risparmio Gestito, Bancassicurazione), analisi offerta del Wealth Management di BNP Paribas al fine di replicarla in Italia verificandone gli impatti di Compliance, Legale ed Information Technology, benchmarking di economics di prodotto in Italia e sviluppo dell'offerta tailor-made.

Laetitia Bianchi

Si laurea nel 2007 presso la Grande Ecole de Commerce edhec ed entra in Société Générale nel 2008 all'interno del team marketing Equity Derivatives Structured Products. Nel 2010 diventa responsabile del team Marketing Cross Asset Solutions Italia. In precedenza ha lavorato presso JP Morgan in FX & Commodities.

Mauro Camelia

È Professore aggregato di Tecnica di Borsa e di Organizzazione degli Intermediari Finanziari presso il Dipartimento di Studi Aziendali e Giuridici (DISAG) dell'Università di Siena. Dal 1995 svolge anche attività di consulenza, per conto di primarie aziende bancarie, nei seguenti settori: a) analisi macroeconomiche; b) analisi finanziarie; c) definizione di strategie di gestione di portafogli finanziari; d) sviluppo e realizzazione di strumenti finanziari innovativi. È autore di pubblicazioni scientifiche in ambito finanziario su tematiche relative allo studio dell'Economia degli Intermediari Finanziari. Dal 2013 è componente effettivo del Collegio Sindacale di Iccrea Banca Impresa e di BCC Factoring.

Roberto Ciasca

Consegue la laurea in Scienze Economiche e Bancarie presso l'Università degli Studi di Siena a cui segue la specializzazione presso l'Istituto Adriano Olivetti.

Inizia il suo percorso professionale all'Ufficio gestioni patrimoniali di Banca Popolare di Ancona prima e di Banca delle Marche poi, occupandosi di allocazione di portafogli di SICAV.

Nel 2001 entra in Intesa Asset Management SGR in qualità di gestore di portafogli di clienti private.

Nel 2003 passa alla divisione Private del gruppo Intesa iniziando ad occuparsi di consulenza su amministrato. Attualmente ricopre il ruolo di Responsabile Risparmio Amministrato e Finanza Innovativa in Intesa Sanpaolo Private Banking.

Federico Costalonga

Opera in ambito finanziario dal 1988, focalizza la sua esperienza sulla capacità di individuare le esigenze del cliente, pianificarne correttamente le risorse e definirne con chiarezza gli obiettivi di carattere finanziario.

Formatore in corsi di Finanza Comportamentale dal 2010, con particolare attenzione all'approccio al rischio in chiave psicologica.

Si specializza poi nell'attività di analisi e ricerca riguardante portafogli di investimento, strumenti e prodotti finanziari in genere, in particolare a supporto di professionisti del settore.

Socio fondatore di FS First Solutions Ltd - Londra dal 2012, ricopre la carica di direttore operativo con ruolo di analisi, studio, progettazione e realizzazione di prodotti strutturati rivolti a clientela professionale.

Angelo Deiana

Presidente di ANPIB (Associazione Nazionale Private & Investment Bankers) e CONFASSOCIAZIONI (Confederazione Associazioni Professionali), è considerato uno dei maggiori esperti di econo-

mia della conoscenza e dei servizi professionali in Italia. Manager di primari gruppi bancari nazionali, docente universitario, è autore di numerose pubblicazioni in campo economico/finanziario, fra le sue ultime opere, "La rivoluzione perfetta", Mind Edizioni (2014), "Il capitalismo intellettuale, Sperling & Kupfer (2007), "Il futuro delle associazioni professionali" (2010), "Come fare soldi nei periodi di crisi" (2012), "Il private Insurance in pratica", "Associazioni Professionali 2.0" (2013), tutti pubblicati con il Gruppo 24 Ore.

Francesco De Santis

Nasce a Casarano (LE) il 27 settembre 1987. Dopo aver conseguito laurea in Economia delle istituzioni e dei mercati finanziari presso l'Università Luigi Bocconi di Milano, inizia la sua carriera professionale in Deutsche Bank nel 2010. Dal 2011 in BNP Paribas, si occupa di Retail&Private Distribution all'interno della divisione Global Markets, con un focus sulla vendita a clienti retail e istituzionali di Certificate e prodotti strutturati direttamente quotati in Borsa.

Davide Fossati

Dopo aver maturato una lunga esperienza come Portfolio Manager in Bipiemme Gestioni (divenuta poi Anima Sgr), approda in Banca Popolare di Milano nel dicembre 2011 con l'incarico di Senior Advisor della struttura di Private Banking e Wealth Management. Nello specifico, all'interno del team di Consulenza e Active Advisory ricopre la funzione di Market Strategist.

Riccardo Frascà

È laureato in Università Cattolica del Sacro Cuore nel 1994 in Economia e Finanza.

Dal '94 al 2002 lavora come prima come private banker e poi come Responsabile allo sviluppo e marketing di Prime Consult / Banca Generali. Dal 2002 al 2007 opera in UBI Banca Private Investment con focus specifico sui prodotti strutturati. Nel 2007 diventa Vice Pre-

sidente della Bank Sal Oppenheim jr & Cie a Zurigo, occupandosi di prodotti strutturati distribuiti e/o quotati nel mercato italiano.

In seguito, dal 2010 al 2012, opera presso la Macquarie Bank Capital di Zurigo in qualità di Senior Sales Manager. Dal 2012 è socio fondatore di FS First Solution a Londra, dove ricopre la carica di Amministratore Delegato.

Lorenzo Giavenni

È responsabile Pianificazione Commerciale, Sviluppo Prodotti e Marketing di ARCA SGR dal 2012. Dopo la laurea in Economia Politica ha iniziato a lavorare nel trading di reddito fisso in Bank of America nel 1993 a Milano, proseguendo poi a Londra in Barclays Capital. In seguito è stato Manager di Bain&Co. per il settore Financial Institutions. Dal 2005 si occupa di ideazione e distribuzione di prodotti finanziari Retail e Private, prima in Banca Fideuram poi in Epsilon SGR.

Isabella Liso

Attualmente responsabile del Team Passive Manufacturing Italy per Deutsche Asset & Wealth Management, entra in Deutsche Bank nel 2007 come Sales & Structuring per X-markets Italia, team che si occupa della strutturazione, emissione e quotazione di certificati e prodotti strutturati per la clientela retail e istituzionale in Italia. In precedenza ha lavorato per Banca Fideuram come buyer di prodotti strutturati, ed in Centrobanca come Corporate Derivatives Sales. Ha conseguito le lauree in Economia delle Istituzioni e dei Mercati Finanziari nel 2002 e in Diritto dell'Impresa nel 2011 presso l'Università degli Studi di Siena.

Marco Loiacono

Dopo la laurea specialistica in Economia e Management delle Istituzioni e dei Mercati Finanziari presso l'Università Bocconi di Milano inizia la propria carriera presso l'ufficio di Milano di Deutsche Bank

AG in qualità di intern nella divisione dedicata ai prodotti derivati strutturati e agli ETP. Dopo pochi mesi inizia a lavorare presso l'ufficio di Londra di Nomura Plc, all'interno del desk responsabile della strutturazione e del collocamento di Medium Term Notes.

Manuela Maccia

Si laurea in Economia Politica presso l'Università Bocconi di Milano, oltre ad essere un CFA Charterholder dal 2008, e nel 1998 entra in BNP Paribas Asset Management, per poi passare nel 1999 al team di Ricerca Economica in sala obbligazionaria a Paribas Londra sul team economico del G11. Dall'ottobre 2000 ha affiancato, a Parigi, il CIO di Parvest come responsabile della Strategia d'Investimento per i clienti istituzionali, prima di entrare a far parte, nel 2002, del team di Ricerca Economica e Strategia di BNP Paribas AM.

Nel 2004 si trasferisce in BNP Paribas Asset Management SGR a Milano in qualità di Responsabile degli Investimenti. In seguito all'acquisizione di BNL, a fine 2007, fa parte della Direzione Investimenti della SGR di BNP Paribas AM in qualità di Senior Strategist. Dall'agosto del 2009 diventa Responsabile dell'Advisory Desk di BNL-BNP Paribas Private Banking di Roma. Dal 2010 è responsabile del team Offerta & Advisory e dal 2014 è responsabile di tutti i Prodotti e Servizi di investimento di BNL-BNP Paribas Private Banking, che comprendono l'Advisory, l'offerta finanziaria e le Gestioni Patrimoniali Individuali.

Alberto Mancuso

Nasce a S. Agata di Militello (Me) nel 1973. È responsabile dell'Unità Sales & Distribution di Banca IMI all'interno della divisione Global Markets di Banca IMI. L'Unità Sales & Distribution sviluppa, dirige e presidia l'azione commerciale con la clientela Financial Institution e Corporate, in Italia e all'estero, con le reti distributive del Gruppo ed in collaborazione con le competenti funzioni della Divisione CIB e delle altre Divisioni di Intesa Sanpaolo. Dal 2013 ricopre il ruolo di

Consigliere nel Board di Epsilon SGR, società di Asset Management Quantitativa di Eurizon Capital. Precedentemente, ha ricoperto il ruolo di Responsabile della Distribuzione dei Prodotti Strutturati presso Caboto e Abaxbank. È laureato in legge presso l'Università degli Studi di Milano.

Samir Naït-Bachir

Ha conseguito una laurea in Scienze gestionali ed una specializzazione in Scienze bancarie e finanziarie e gestione del rischio.

Ha iniziato la carriera come assistente trader presso la Société Générale CIB nel 1994 sul desk derivati azionari poi presso Paribas Capital Markets nel 1995 per il desk derivati obbligazionari. Nel 1996, raggiunge il team di gestione monetaria presso Indosuez Asset Management. Dal 1997 al 2005, diviene strutturatore e gestore nel team dedicato ai prodotti strutturati di CAAM (ora Amundi Asset Management), Dal 2005 al 2007, ha lavorato presso CASAM come strutturatore e gestore per l'Europa del sud e Medio Oriente. Nel 2007, è entrato a far parte di Natixis Asset Management come responsabile dei Prodotti Strutturati e Gestione CPPI. Nel gennaio 2010, ha assunto la responsabilità dell'Area Structured Products and Shareholder Funds.

Francesca Pampurini

È ricercatore di Economia degli intermediari finanziari presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore e titolare dei corsi di Risk management, Finanza aziendale, Business finance. Si è laureata in Scienze bancarie finanziarie e assicurative e ha conseguito il Dottorato in Mercati e intermediari finanziari presso l'Università Cattolica. È stata ricercatore all'Università di Macerata. È autore di varie pubblicazioni sugli strumenti strutturati e sull'efficienza degli intermediari finanziari.

Lorenzo Pirovano

È attualmente in forza al team Listed Products presso Société

Générale, dove si occupa principalmente di certificati e covered warrant per il mercato italiano. Precedentemente, ha lavorato presso Deutsche Asset & Wealth Management, a supporto del team Passive Asset Management per quanto riguarda ETF, ETC e certificati. Ha studiato Economia e Finanza presso l'Università degli Studi di Milano - Bicocca.

Silvia Procacci

24 anni, laurea Triennale in Ingegneria matematica al Politecnico di Milano e laurea Specialistica in Economia e Management delle Istituzioni e dei Mercati Finanziari all'università Luigi Bocconi, ha lavorato nel team Passive Asset Management di Deutsche Bank a Milano nel corso del 2014 e, da Gennaio 2015, lavora nell'Equity Derivatives Group - Sales and Structuring per J.P.Morgan Chase Bank a Londra, dove si occupa della vendita e strutturazione di strumenti derivati su equity.

Stefano Tellarini

Socio dello studio Ludovici & Partners, ha maturato un'esperienza pluriennale con primari studi legali nel fornire consulenza in ambito tributario, con particolare riferimento alla fiscalità finanziaria ed immobiliare nazionale ed internazionale. Laureato con lode in economia e commercio presso l'Università Bocconi ed iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti, partecipa come relatore a corsi di specializzazione post-universitari ed è autore di vari contributi in materia.

Gianfranco Venuti

È il responsabile della Funzione Private Banking e Wealth Management dalla quale dipende la rete dei private bankers presente sul territorio. Approda nel Gruppo Banca Popolare di Milano nel marzo del 2004 proveniente da Banca Generali dove ha contribuito alla start-up della Banca del Leone ricoprendo il ruolo di Direttore

dell'Area Finanza e Crediti. Precedentemente è stato Direttore Finanziario in una Banca Regionale (ora del gruppo Intesa-San Paolo) dopo aver maturato esperienze nei vari settori della finanza.

Bruno Zanaboni

Dopo la laurea in Economia, matura esperienze operative, organizzative e gestionali nell'area finanza di alcuni intermediari finanziari (tra cui IBI, Banco Ambrosiano, Banco Lariano, Banca Popolare Commercio e Industria e Deutsche Bank). Come consulente bancario realizza numerosi progetti di ristrutturazione del Servizio Titoli e di marketing finanziario. Dal 1983 si occupa anche di docenza e di progettazione di corsi di formazione. Ha pubblicato una serie di paper sui Quaderni AIAE, di cui è socio dal 1983. È coautore di numerose pubblicazioni e articoli in tema di private banking. In AIPB è Segretario Generale Permanente.

Giovanna Zanotti

È laureata in Discipline Economiche e Sociali e ha conseguito il Phd in Economia Aziendale e Management presso l'Università Bocconi. È Professore Associato di Economia degli Intermediari Finanziari presso l'Università degli Studi di Bergamo dove è responsabile del corso di Laurea Specialistica in Management Finance and International Business e titolare dei corsi di Risk Management with Derivatives e di Economia del Mercato Mobiliare. È SDA Bocconi Professor in Banking and Insurance e coordinatore del corso Structured Products: Risks, Rewards and valuation. Da luglio 2012 è Segretario Generale di ACEPI.

Bibliografia

AA.VV., *ETF Exchange Traded Funds: prodotti semplici, strategie sofisticate*, Borsa Italiana, Milano, 2013

AA.VV., *Un approccio quantitativo risk-based per la trasparenza dei prodotti d'investimento non equity*, in Quaderni di Finanza, CONSOB, n. 63/2009

ACEPI, EUSIPA, *White & Case, Prima analisi della comunicazione CONSOB sulla distribuzione di prodotti complessi alla clientela retail*, Milano, 29 gennaio 2015

Bluemke A., *How to invest in structured products: a guide to investor and asset managers*, John Wiley & Sons, Oxford, 2009

Braga M., *Gli ETF strutturati: opportunità e rischi per l'investitore*, in Bancaria, n. 3/2011

Camelia M. (a cura di), *I certificati di investimento. Mercati, strutture finanziarie e strategie gestionali*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2009

Cherubini U., Della Lunga G., *Structured finance*, John Wiley & Sons, Oxford, 2007

Chionsini G., Trifilidis M., *Educazione finanziaria: l'utilità di una strategia unitaria*, in Banche e Banchieri, n. 5/2010

Chorafas D.N., *Wealth Management. Private Banking, investment decisions and structured products*, Elsevier Finance, Oxford, 2007

CONSOB, *Comunicazione sulla distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti retail*, n. 0097996 del 22 dicembre 2014

Corasaniti G., Giannelli A., *Gli Investment Certificates e gli Exchange Traded Commodities*, in Strumenti Finanziari e Fiscalità, n. 2/2011

D'Agostino G., Minena M., *Il mercato primario delle obbligazioni bancarie strutturate. Alcune considerazioni sui profili di correttezza del comportamento degli intermediari*, in Quaderni di Finanza, CONSOB, n. 39/2000

Das S. R., Statman M., *Options and structured products in behavioral portfolios*, in Journal of Economic Dynamics and Control, n. 1/2013

Delia-Russell T., Di Mascio A., *Marketing e Private Banking. L'evoluzione delle strategie commerciali nel Wealth Management*, Egea, Milano 2006

Deng G., Li G., Liu S., Mallet J., McCann C., *Structured products in the aftermath of Lehman Brothers*, Working Papers Securities Litigation & Consulting Group, 2009

Di Franco M., Polimeni F., Proietti M., *Opzioni e titoli strutturati*, Il Sole 24 Ore, Milano 2002

Filigrana M., *Le obbligazioni bancarie strutturate nel mercato italiano principali tipologie e problematiche di valutazione e di rischio*, in Alea Tech Reports, n. 9/2000

Gallo F., *Il reddito di capitale come frutto economico*, in Il Fisco n. 20/1998

Gallo, F., *Mercati finanziari e fiscalità*, in Rassegna Tributaria, n. 1/2013

Hull J. C., *Opzioni, futures e altri derivati*, Pearson, Torino, 2015

Hutter B., Ruthemann P., Tolle S., Wohlwend H., *I prodotti strutturati nella gestione patrimoniale*, Egea, Milano, 2006

KPMG (a cura di), *Guida ai prodotti strutturati*, Bancaria Editrice - Edibank, Roma, 2002

Iudica F (a cura di), *Manuale del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2012

Longo M., Siciliano G., *La quotazione e l'offerta al pubblico di obbligazioni strutturate*, in Quaderni di Finanza, CONSOB, n. 35/1999

Mangia M., *Covered warrant e certificates. Una guida pratica ai securitised derivatives*, Franco Angeli, Milano 2006

Mignarri E., *Caratteristiche e profili fiscali degli Exchange Traded Commodities (ETC)*, in Il Fisco, n. 14/2009

Musile Tanzi P (a cura di), *Manuale del Private Banker*, Egea, Milano, 2013

Pampurini F., *Il mercato italiano delle obbligazioni bancarie strutturate: le principali innovazioni dal lato dell'offerta*, in Bancaria, n. 4/2003

Pampurini F., *Le obbligazioni strutturate*, Isedi, Torino, 2010

Pojarliev M., Levich R., *A new look at currency investing*, Research Foundation CFA Institute, 2012

Wystup U., *FX Options and Structured Products*, John Wiley & Sons, Oxford, 2006

