



Dipartimento di *Economia e Finanza*
Cattedra di *Teoria e Gestione del Portafoglio*

CERTIFICATI D'INVESTIMENTO:
Strutturazione e Applicazione nella Gestione di
Portafoglio

RELATORE:

Prof. Nicola Borri

CANDIDATO:

Alessio Pompili

Matr. 750731

CO-RELATORE:

Prof. Alberto Cybo Ottone

Indice

INTRODUZIONE	7
1. CERTIFICATI D'INVESTIMENTO	8
1.1 Prodotti Strutturati:	8
1.1.1 Categorie.....	10
1.1.1.1 Obbligazioni strutturate	10
1.1.1.2 Warrant strutturati.....	13
1.1.1.3 Fondi strutturati	14
1.1.1.4 ETF strutturati.....	16
1.1.1.5 Certificati d'Investimento.....	17
1.1.2 Funzionamento	17
1.1.3 Tolleranza al rischio e situazioni di mercato	18
1.2 Storia e sviluppo:	19
1.2.1 Germania	21
1.2.2 Svizzera	22
1.2.3 Francia	22
1.2.4 Stati Uniti.....	22
1.2.5 Asia.....	22
1.2.6 Focus sul mercato italiano	22
1.3 Dall'ideazione al collocamento:	25
1.3.1 Analisi delle view di mercato	25
1.3.2 Analisi del portafoglio della clientela.....	26
1.3.3 Ideazione del prodotto	26
1.3.4 Asta e Valutazione del prodotto	26
1.3.5 Collocamento.....	27
1.3.6 Monitoraggio e mercato secondario	27
1.4 Mercato:.....	27
1.4.1 Tipi di Mercato: primario e secondario	27
1.4.1.1 Requisiti per la quotazione	28
1.4.1.2 Funzionamento del mercato.....	30
1.4.1.3 Controparti coinvolte	30
1.4.1.4 SeDeX.....	31
1.4.1.5 Cert-X.....	32
1.5 Trattamento fiscale agevolato:.....	33
1.6 L'importanza delle date:	34
1.6.1 Tappe fondamentali	34
1.6.1.1 Date di Collocamento	34
1.6.1.2 Strike Date	34
1.6.1.3 Data di Emissione e Regolamento	34

1.6.1.4	Date di osservazioni intermedie e di valutazione finale	35
1.6.1.5	Date di pagamento e scadenza.....	35
1.6.1.6	Record Date, Cum Date ed Ex-Date.....	35
1.7	Vantaggi e Rischi:	36
1.7.1	Vantaggi.....	36
1.7.1.1	Flessibilità.....	36
1.7.1.2	Varietà	36
1.7.1.3	Flusso Cedolare	37
1.7.1.4	Efficienza fiscale	37
1.7.1.5	Strategie applicabili	37
1.7.1.6	Rendimenti asimmetrici.....	37
1.7.2	Rischi.....	37
1.7.2.1	Rischio emittente	37
1.7.2.2	Rischio di mercato	37
1.7.2.3	Rischio liquidità.....	38
1.7.2.4	Rischio cambio	38
2.	STRUTTURAZIONE.....	39
2.1	Componente opzionaria:.....	39
2.1.1	Opzioni Plain Vanilla	40
2.1.2	Opzioni Esotiche.....	42
2.1.2.1	Low Exercise Price Options	43
2.1.2.2	Opzioni Barriera	43
2.1.2.3	Opzioni Airbag	44
2.1.2.4	Opzioni Digital	45
2.1.2.5	Opzioni Memory.....	46
2.1.2.6	Opzioni Asiatiche	46
2.1.2.7	Opzioni Lookback	47
2.1.2.8	Opzioni Multi-Asset	47
2.1.2.9	Opzioni Parisian	48
2.1.2.10	Opzioni Quanto.....	49
2.1.2.11	Opzioni Chooser	49
2.1.2.12	Opzioni Cliquet e Ladder.....	49
2.1.2.13	Opzioni Compound.....	50
2.1.2.14	Opzioni Spread e Outperformance	50
2.1.2.15	Opzioni Range	50
2.1.2.16	Opzioni Callable e Autocallable	50
2.1.2.17	Opzioni Step Up and Step Down.....	51
2.1.3	Moneyness	52
2.1.4	Greche.....	52
2.1.4.1	Delta.....	52
2.1.4.2	Gamma.....	53
2.1.4.3	Vega.....	54

2.1.4.4	Theta	54
2.1.4.5	Rho.....	55
2.1.4.6	Epsilon.....	56
2.1.4.7	Omega.....	56
2.2	Componente obbligazionaria:	56
2.3	Variabili che impattano sulla strutturazione e sulla quotazione:	57
2.3.1	Strike Price	58
2.3.2	Spot Price.....	58
2.3.3	Tasso d'interesse privo di rischio	59
2.3.4	Volatilità	60
2.3.5	Valuta.....	61
2.3.6	Vita residua.....	61
2.3.7	Tasso di dividendo atteso.....	62
2.3.8	Liquidità delle opzioni sottostanti.....	62
2.3.9	Correlazioni	62
2.3.10	Eventi straordinari	63
2.4	Focus sulla Volatilità	63
3.	TIPOLOGIE	66
3.1	Capitale Protetto:	67
3.1.1	Equity Protection senza Cap.....	68
3.1.1.1	Strutturazione.....	69
3.1.2	Equity Protection Cap.....	70
3.1.2.1	Strutturazione.....	71
3.1.3	Equity Protection Knock-Out	72
3.1.3.1	Strutturazione.....	72
3.1.4	Digital Equity Protection Cap.....	74
3.1.4.1	Strutturazione.....	74
3.2	Yield Enhancement:	75
3.2.1	Discount.....	76
3.2.1.1	Strutturazione.....	76
3.2.2	Barrier Discount	78
3.2.2.1	Strutturazione.....	78
3.2.3	Reverse Convertible.....	79
3.2.3.1	Strutturazione.....	80
3.2.4	Barrier Reverse Convertible	81
3.2.4.1	Strutturazione.....	81
3.2.5	Outperformance Cap.....	82
3.2.5.1	Strutturazione.....	82
3.2.6	Bonus Cap.....	83
3.2.6.1	Strutturazione.....	83
3.2.7	Express.....	84
3.3	Capitale Non Protetto:	85

3.3.1	Tracker.....	86
3.3.1.1	Strutturazione.....	86
3.3.2	Outperformance.....	87
3.3.2.1	Strutturazione.....	87
3.3.3	Bonus.....	88
3.3.3.1	Strutturazione.....	89
3.3.4	Outperformance Bonus.....	90
3.3.4.1	Strutturazione.....	90
3.3.5	Twin Win.....	91
3.3.5.1	Strutturazione.....	91
3.4	A leva:.....	93
3.4.1	Warrant.....	93
3.4.2	Warrant con Spread.....	94
3.4.2.1	Strutturazione.....	95
3.4.3	Warrant Knock-Out.....	96
3.4.3.1	Strutturazione.....	96
3.4.4	Warrant Knock-Out Open End.....	97
3.4.5	Mini Future.....	98
3.4.6	Leva Fissa.....	98
3.4.6.1	Compounding Effect.....	98
4.	PRICING.....	100
4.1	Modelli Binomiali:.....	100
4.2	Black and Scholes:.....	101
4.3	Metodo di Monte Carlo:.....	103
4.4	Fair Value:.....	105
4.5	Scomposizione di Prodotto.....	106
4.5.1	Scomposizione Equity Protection.....	106
5.	OTTIMIZZAZIONE DI PORTAFOGLIO.....	108
5.1	Gestione di Portafoglio:.....	108
5.1.1	Misure di Performance.....	109
5.1.1.1	Media Semplice.....	110
5.1.1.2	Deviazione Standard.....	110
5.1.1.3	Varianza.....	110
5.1.1.4	Downside risk.....	111
5.1.1.5	Probabilità di Shortfall.....	111
5.1.1.6	Sharpe Ratio.....	111
5.1.1.7	Sortino ratio.....	112
5.1.2	Frontiera efficiente.....	112
5.1.3	Capital Allocation Line.....	113
5.2	Ottimizzazione tramite i Certificati d'Investimento:.....	115
5.3	Strategie con i Certificati d'Investimento:.....	117
5.3.1	Portafoglio Difensivo.....	118

5.3.2	Portafoglio Moderato.....	121
5.3.3	Portafoglio Aggressivo.....	123
5.3.4	Portafoglio Compensazione Minusvalenze.....	126
5.3.5	Portafoglio Speculativo.....	128
5.3.6	Confronto Portafogli.....	129
	CONCLUSIONI.....	131
	BIBLIOGRAFIA.....	132
	SITOGRAFIA.....	134

INTRODUZIONE

Nell'era moderna della finanza, la complessità e la diversificazione degli strumenti finanziari hanno raggiunto livelli senza precedenti. La necessità di strumenti che possano adattarsi alle mutevoli condizioni di mercato e soddisfare le esigenze specifiche degli investitori ha portato alla nascita e alla popolarità dei prodotti strutturati. La tesi esplora in profondità questi strumenti finanziari, fornendo una panoramica dettagliata della loro storia, della strutturazione, del funzionamento e dell'applicazione pratica in una gestione ottimale di portafoglio.

Il mondo dei prodotti strutturati è vasto e variegato e non esiste una definizione univoca di questi prodotti nel panorama finanziario. Tuttavia, sono generalmente riconosciuti come combinazioni di strumenti finanziari tradizionali, come obbligazioni o azioni, con derivati, che permettono di creare profili di rischio/rendimento sintetici. Questa sintesi offre la flessibilità di costruire soluzioni su misura per gli investitori, rispondendo a specifiche esigenze o scenari di mercato. Che si tratti di capitalizzare su movimenti di mercato rialzisti, ribassisti o laterali, i prodotti strutturati offrono una gamma di opportunità che supera di gran lunga quella dei tradizionali strumenti di investimento.

Ma cosa rende i prodotti strutturati così speciali? In primo luogo, la loro capacità di offrire payoff personalizzati. Questi strumenti, attraverso una sapiente combinazione di derivati e strumenti finanziari base, permettono di raggiungere rendimenti che prima erano appannaggio esclusivo degli investitori istituzionali. In un mondo in cui la personalizzazione e la specializzazione diventano sempre più la norma, questa caratteristica li rende particolarmente attraenti. Tuttavia, come ogni strumento finanziario, anche i prodotti strutturati presentano rischi. La loro complessità intrinseca può rendere difficile per gli investitori comprendere appieno le potenziali ricompense e i rischi associati. Pertanto, una comprensione approfondita diventa essenziale per chiunque desideri navigare in questo segmento del mercato finanziario.

In un mondo finanziario in costante evoluzione, avere una comprensione solida e dettagliata di strumenti come i prodotti strutturati è più importante che mai e permette di gestire al meglio la propria asset allocation in base al proprio profilo di rischio.

1. CERTIFICATI D'INVESTIMENTO

1.1 Prodotti Strutturati:

In ambito finanziario non esiste una definizione univoca di prodotti strutturati, ma, in genere, sono presenti una variegata gamma di strumenti finanziari riconducibili a delle operazioni di strutturazione volte a costruire in maniera sintetica il profilo di rischio/rendimento dello strumento. I prodotti strutturati sono definiti da Borsa Italiana come:

“Strumenti finanziari caratterizzati dalla combinazione di un titolo plain vanilla e uno o più contratti derivati¹.”

Sono prodotti innovativi e flessibili che permettono di creare strategie d'investimento più complesse e spesso più efficienti rispetto all'acquisto degli strumenti immobiliari più classici, e che permettono di creare particolari scenari di payoff. Questi strumenti permettono di rispondere a diversi obiettivi di investimento e possono generare performance positive in diversi contesti di mercato (rialzista, ribassista e laterale). I prodotti strutturati vanno a sintetizzare un asset allocation più complessa permettendo anche all'investitore retail di realizzare dei payoff particolari che prima erano raggiungibili solo dagli investitori istituzionali. Generalmente vengono considerati prodotti strutturati gli strumenti il cui profilo rischio-rendimento è dato dalla combinazione delle caratteristiche di più strumenti finanziari, anche con diversi profili di rischio. In un singolo prodotto strutturato si ha un'esposizione a più strumenti finanziari; quindi, acquistando un singolo prodotto si ha la stessa esposizione che si avrebbe comprando i singoli strumenti finanziari sottostanti. Alla categoria dei prodotti strutturati appartengono le obbligazioni strutturate, i warrant strutturati, i fondi strutturati, gli ETF strutturati e i Certificati d'Investimento.

Nella concezione comune ai prodotti strutturati viene data un'accezione negativa, soprattutto a seguito della crisi dei mutui sub prime. Essendo considerati strumenti complessi vengono ritenuti rischiosi a priori, ma ci sono prodotti strutturati adatti ai diversi profili di rischio; di conseguenza non è corretto dire che essendo strumenti complessi sono rischiosi. La complessità non va fatta coincidere con la rischiosità. L'accezione “complesso” sta a indicare la combinazione di più strumenti finanziari (tra cui derivati). Sono strumenti flessibili e adattabili alle esigenze di tutti gli investitori, sia in termini di propensione al rischio e che in termini di rendimento. L'ampia gamma di strumenti offerti al mercato è volta a rispondere a tutte le possibili esigenze degli investitori e non a disorientarli. Per facilitare la comprensione e rendere più trasparenti questi strumenti vengono redatti diversi documenti che spiegano in maniera semplice il funzionamento del prodotto (KID) e che ne illustrano nel dettaglio tutte le componenti (Final Terms). Inoltre, la Consob vigila su questi strumenti qualora vengano quotati sul mercato. Un'altra criticità presente nell'immaginario è che siano prodotti illiquidi, ma qualora questi strumenti siano quotati su mercati regolamentati gli emittenti sono obbligati a fare da market maker fornendo un prezzo d'acquisto e di vendita secondo le regole dettate dalla Consob. Come tutti i prodotti finanziari questi strumenti hanno dei costi che sono dati principalmente dai costi di strutturazione e

¹ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/prodotti-strutturati.html>

distribuzione. Questi sono sempre indicati nella documentazione. Ci sono poi dei costi impliciti che l'investitore potrebbe non vedere come il bid/ask spread, solitamente dell'1%, qualora si dovesse comprare lo strumento sul mercato secondario ma anche il fatto che acquistando il prodotto strutturato piuttosto che il sottostante si rinuncia alla percezione del dividendo, qualora presente. Per quanto riguarda i dividendi va però specificato che spesso vengono utilizzate le attese sul dividendo costruire una struttura più efficiente in termini di strutturazione.

I prodotti strutturati sono soggetti alla regolamentazione della Consob. Tramite la Comunicazione n. 0097996 del 2014² la Consob definisce alcune regole per la distribuzione dei prodotti complessi alla clientela retail. Viene quindi responsabilizzata tutta la filiera a partire dall'ideazione del prodotto. Quando viene strutturato il prodotto si deve conoscere a chi può essere consigliato e a chi no. Non tutti i prodotti sono complessi sono adatti alla clientela retail, di conseguenza i prodotti vengono distinti a seconda della loro complessità. Già dalla fase di ideazione è necessario tenere in considerazione i bisogni, le caratteristiche socio-economiche e la tolleranza al rischio del cliente finale. Successivamente nella fase di distribuzione vengono poste le necessarie cautele affinché questi prodotti vengano acquistati solamente da investitori consapevoli dei rischi e che, dopo un'accurata valutazione e profilazione, siano considerati adatti a comprarli. La comunicazione della Consob fa poi riferimento al fatto che tra emittente e collocatore non sussistano conflitti d'interesse che vanno a pregiudicare l'investitore finale, poi che vengano mappati e censiti tutti i costi del prodotto e che sussistano limiti di concentrazione all'interno dei portafogli della clientela.

La Consob regola il comportamento degli emittenti di strumenti finanziari tramite il Regolamento Consob n. 11971/1999 (Emittenti)³. Questo regolamento vincola gli emittenti in termini di offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita di prodotti finanziari, di negoziazione nel mercato regolamentato e di obblighi di trasparenza. In precedenza definiva anche covered warrant e certificates, ma gli articoli di riferimento sono stati abrogati. Attualmente i certificates sono definiti dal Regolamento (UE) n. 600/2014, Regolamento MIFIR (Markets in Financial Instruments Regulation).

Gli strumenti finanziari strutturati quali definiti all'articolo 2, paragrafo 1, punto 28), del regolamento MIFIR⁴ sono definiti come:

“«titoli concepiti per cartolarizzare e trasferire il rischio di credito associato a un pool di attività finanziarie, che garantiscono al titolare pagamenti regolari che dipendono dal flusso di cassa delle attività sottostanti.»

In particolare, i Certificati d'Investimento sono definiti, all'articolo 2, paragrafo 1, punto 27), come:

“titoli negoziabili sul mercato dei capitali e che, in caso di rimborso dell'investimento da parte dell'emittente, hanno rango superiore alle azioni ma inferiore alle obbligazioni non garantite e altri strumenti analoghi.”

²https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/regolamentazione_bancaria_finanziaria/compendio_tuif/c0097996.pdf

³ https://www.consob.it/documents/1912911/1950567/reg_consob_1999_11971.pdf

⁴ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0600&from=EN>.

Il regolamento si pone dei requisiti di trasparenza per i gestori del mercato e le imprese di investimento che gestiscono una sede di negoziazione. Secondo tali requisiti, queste entità devono rendere pubblici una serie di informazioni relative alla negoziazione di vari tipi di strumenti finanziari, tra cui azioni, Certificati di deposito, fondi indicizzati quotati e Certificati. Le informazioni da divulgare includono i prezzi correnti di acquisto e di vendita e la profondità degli interessi di negoziazione a tali prezzi. Queste informazioni devono essere rese disponibili al pubblico in modo continuo durante il normale orario di contrattazione.

1.1.1 Categorie

1.1.1.1 *Obbligazioni strutturate*

Le obbligazioni strutturate rientrano tra i prodotti strutturati a capitale garantito, il cui rendimento deriva da uno o più strumenti finanziari (valutari o reali). La durata può variare ma in genere va da 3 a 5 anni. La strutturazione viene fatta tramite la combinazione di un'obbligazione (solitamente ZCB⁵) con un contratto opzionale, implicitamente venduto dall'emittente al sottoscrittore. Il valore dell'obbligazione strutturata è dato dalla somma del valore del premio dell'opzione più il valore attuale dello ZCB. Le varie tipologie di obbligazioni strutturate si differenziano appunto dal tipo di obbligazione e dal tipo di opzione usate per la strutturazione del prodotto. Possono essere usati singoli strumenti finanziari, materie prime, tassi, panieri statici o dinamici, eventi e valute. A seconda di quale di questi viene utilizzato esistono obbligazioni equity linked, index linked, basket linked, commodity linked, inflation linked, credit linked, ed event linked.

La formula d'indicizzazione è una formula matematica che permette di valorizzare il premio di liquidazione o delle cedole variabili che sostanzialmente coincidono con il payoff dell'opzione utilizzata nella strutturazione dell'obbligazione. La formula per calcolare l'importo di liquidazione, C , è la seguente:

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

[Formula 1.1]

con VN il valore nominale, \bar{r} l'eventuale rendimento minimo garantito in caso di performance negativa, q la percentuale di retrocessione⁶ e R il rendimento del sottostante. R dipende dal tipo di opzione utilizzata nella strutturazione, che va quindi a variare l'importo di liquidazione C . Quindi esistono diverse formule per il calcolo di R a seconda se l'opzione sottostante è Plain Vanilla (1), Average (2), Rainbow (3), Worst of (4), Best of (5), Cliquet (6), Reverse Cliquet (7), Digital (8), Barrier (9) e Sticky (10).

Le obbligazioni Plain Vanilla sono le più semplici e sono strutturate con un'obbligazione più l'opzione call. Si hanno solamente 2 osservazioni di prezzo, in $t=0$ e a scadenza; quindi, se queste valutazioni coincidessero con un particolare evento negativo, anomalo e improvviso il rendimento della cedola sarebbe particolarmente impattato. Questo rischio non ha permesso un grande sviluppo sul mercato e gli emittenti hanno preferito strutturare obbligazioni con opzioni esotiche di tipo path dependent in cui il valore del payoff non dipende solamente dal valore che si ha scadenza ma dal prezzo del sottostante durante tutta la vita del prodotto.

⁵ Zero Coupon Bond, Titolo obbligazionario privo di cedole, il cui rendimento è determinato dalla differenza tra il prezzo di emissione (o di acquisto) e il valore di rimborso. <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/obbligazione-zero-coupon.html>

⁶ Quota di rendimento dell'attività sottostante che viene corrisposta al possessore. È un elemento atto a potenziare o depotenziare l'effetto della componente variabile.

$$\text{Plain Vanilla (1) } R = \frac{p_t - p_0}{p_0}$$

[Formula 1.2]

con p_0 il prezzo d'emissione e p_t il prezzo in t .

L'obbligazione Average risolve il problema di avere un'unica valutazione della cedola a scadenza presente nelle obbligazioni Plain Vanilla. Il prezzo del sottostante viene osservato più volte durante la vita del prodotto e lo strike price viene confrontato con la media dei prezzi rilevanti nelle date d'osservazione. Queste date vengono stabilite durante la creazione del prodotto e indicate nella documentazione. È libertà dell'emittente scegliere come determinare tali date. Esse possono essere regolari (su base mensile, trimestrale, annuale, etc.) oppure crescenti o decrescenti. Naturalmente una frequenza maggiore riduce il rischio che in una singola data di rilevazione avvenga un evento particolarmente negativo impatti in modo sostanziale il rendimento cedolare.

$$\text{Average (2) } R = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^N \frac{p_t - p_0}{p_0}$$

[Formula 1.3]

con N il numero di osservazioni del sottostante e p_t il prezzo in t .

Le obbligazioni con opzioni esotiche di tipo Rainbow, Worst of e Best of sono particolarmente utilizzate quando si hanno dei panieri di attività finanziarie. In alcuni casi particolari e poco frequenti la composizione del paniere non è fissa ma può variare con regole discrezionali decise dall'emittente. Queste obbligazioni possono essere del tipo Altipianos e Himalaya.

Le obbligazioni Rainbow sono caratterizzate dal fatto che il rendimento percepito dipende dalla variazione di valore del paniere attribuendo un peso specifico ad ogni attività sottostante; di conseguenza il rendimento finale è dato dalla media ponderate di tali attività. Come con le obbligazioni precedenti il rendimento potrà essere confrontato con il valore dello strike price oppure facendo la media delle osservazioni periodiche.

$$\text{Rainbow (3) } R = \frac{1}{Z} \sum_{t=1}^Z w_t x_t$$

[Formula 1.4]

con Z il numero di componenti del paniere, w_t , il peso e x_t il rendimento di ciascuna componente.

Le obbligazioni Worst of sono caratterizzate dal fatto che il rendimento percepito dipende dal rendimento della singola peggiore attività del paniere. Come con le obbligazioni precedenti il rendimento potrà essere confrontato con il valore dello strike price oppure facendo la media delle osservazioni periodiche.

$$\text{Worst of (4) } R = \min[x_t]$$

[Formula 1.5]

con x_t il rendimento di ciascuna componente.

Le obbligazioni Rainbow sono caratterizzate dal fatto che il rendimento percepito dipende dal rendimento della singola migliore attività del paniere. Come con le obbligazioni precedenti il rendimento potrà essere confrontato con il valore dello strike price oppure facendo la media delle osservazioni periodiche.

$$\text{Best of (5) } R = \max[x_i]$$

[Formula 1.6]

con x_i il rendimento di ciascuna componente.

Le obbligazioni Cliquet (cremagliera) sono strutturate con un'obbligazione più l'opzione Cliquet (Ratchet), che è definibile come un portafoglio di opzioni, call o put, i cui prezzi di esercizio vengono determinati in base a certe regole. Sono simili alle obbligazioni precedenti per la molteplicità di osservazioni dell'attività sottostante, ma si differenziano per l'assenza del meccanismo della media. Ad ogni osservazione il prezzo corrente è confrontato con il prezzo all'osservazione precedente, e non con lo strike iniziale, per ricavarne un rendimento periodale. La remunerazione finale è data dalla somma dei rendimenti periodali positivi.

$$\text{Cliquet (6) } R = \sum_{t=1}^N \max\left[0; \frac{p_t - p_{t-1}}{p_{t-1}}\right]$$

[Formula 1.7]

con p_t il prezzo in t e p_{t-1} il prezzo in $t-1$.

Le obbligazioni Reverse Cliquet sono strutturate con un'obbligazione più l'opzione Reverse (Ratchet). Funzionano in modo diametralmente opposto alle obbligazioni Cliquet. La remunerazione finale è data dalla differenza tra il tasso fisso stabilito e la somma dei rendimenti periodali negativi.

$$\text{Reverse Cliquet (7) } R = \bar{X} - \sum_{t=1}^N \min\left[0; \frac{p_t - p_{t-1}}{p_{t-1}}\right]$$

[Formula 1.8]

con p_t il prezzo in t , p_{t-1} il prezzo in $t-1$ e \bar{X} il tasso fisso.

Infine, esistono obbligazioni con una componente opzionaria che permettono che il rendimento percepito dal possessore non sia proporzionale alla performance del sottostante ma che vanno ad assumere un valore predeterminato nel caso in cui si verificano determinati eventi.

Le obbligazioni Digital sono strutturate con un'obbligazione più l'opzione Digital (cash or nothing⁷) che pagano un ammontare fisso nel caso in cui il sottostante a scadenza di pari a un determinato livello; altrimenti non pagano nulla. Come si può vedere dalla Figura 1.1 l'opzione digital ha un rendimento binario.

$$\text{Digital (8) } R = \begin{cases} \hat{r} & \text{se } p_T > p_0 \\ 0 & \text{altrimenti} \end{cases}$$

[Formula 1.9]

con p_0 il prezzo d'emissione e p_T il prezzo a scadenza.

⁷ Le opzioni Digital sono chiamate anche Cash or Nothing perché, a differenza delle opzioni classiche, non pagano la differenza tra il prezzo di esercizio e il prezzo di mercato dell'asset sottostante. Ci sono quindi solo 2 possibili esiti o pagano l'intero premio o niente.

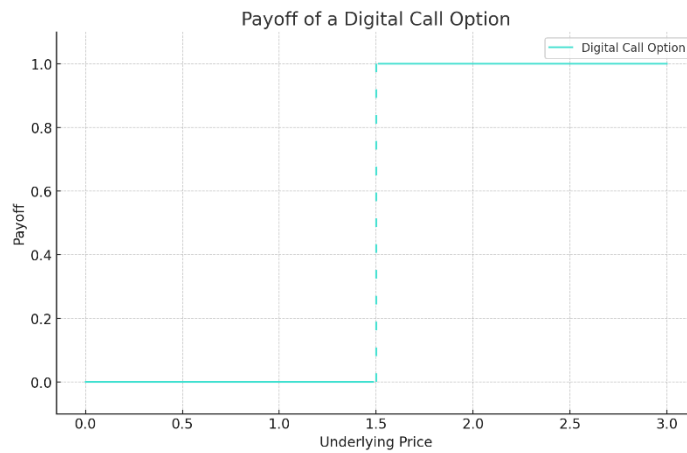


Figura 1.1 Payoff di un'Opzione Digital

Le obbligazioni di tipo Barrier sono strutturate con un'obbligazione più l'opzione di tipo path dependent. Il payoff è simile alle opzioni di tipo Plain Vanilla o Average ma in più presenta una condizione sospensiva. Il verificarsi di tale condizione determina l'attivazione o l'estinzione dell'opzione. Ci sono 4 tipi di opzioni Barrier:

1. Up and In: l'opzione si attiva se il prezzo del sottostante supera una determinata soglia in qualsiasi istante della vita dell'obbligazione.
2. Up and Out: l'opzione si attiva sin dall'inizio ma cessa di esistere se il prezzo del sottostante supera una determinata soglia in qualsiasi istante della vita dell'obbligazione.
3. Down and In: l'opzione si attiva se il prezzo del sottostante scende al di sotto di una determinata soglia in qualsiasi istante della vita dell'obbligazione.
4. Down and Out: l'opzione si attiva sin dall'inizio ma cessa di esistere se il prezzo del sottostante scende al di sotto di una determinata soglia in qualsiasi istante della vita dell'obbligazione.

Le obbligazioni di tipo Sticky sono strutturate con un'obbligazione più l'opzione di tipo lock coupon. In questo caso l'opzione fa in modo che la parte variabile non possa mai essere inferiore alla cedola pagata precedentemente, andando a limitare i rischi per l'investitore.

1.1.1.2 Warrant strutturati

I Warrant sono degli strumenti finanziari derivati che, nel caso di warrant call, attribuiscono il diritto di acquistare, e nel caso di warrant put, il diritto di vendere l'attività sottostante a (o entro) una determinata scadenza ad un prezzo prefissato. Sono strumenti simili alle opzioni e spesso sono utilizzati insieme alle obbligazioni (Obbligazioni Cum Warrant) per rendere più interessanti per i possibili investitori. Anche in questo caso il warrant non è vincolato all'obbligazione e può essere negoziato separatamente. La differenza principale con le opzioni è che il warrant è un titolo, e non un contratto, ma anche che non ha un sistema di margini. I warrant classici hanno come attività sottostante le azioni, mentre i covered warrant plain vanilla possono avere diverse attività come sottostanti, quali indici, valute, panieri e obbligazioni. I warrant hanno durata di 4-5 anni.

I covered warrant strutturati si distinguono dai covered warrant plain vanilla, per la loro complessità aggiuntiva. Questa complessità deriva dall'incorporazione di una miscela di più opzioni call e/o put, o di opzioni esotiche. Le opzioni esotiche sono strumenti finanziari derivati che presentano caratteristiche uniche,

che si differenziano da quelle delle opzioni ordinarie. Queste caratteristiche speciali rendono i covered warrant strutturati più complessi rispetto ai loro omologhi plain vanilla. Possono essere strutturati con opzioni Digital o Rainbow.

1.1.1.3 Fondi strutturati

I fondi comuni d'investimento sono definiti dalla Consob come:

“I fondi comuni sono strumenti di investimento, gestiti dalle società di gestione del risparmio (sgr) che riuniscono le somme di più risparmiatori e le investono, come un unico patrimonio, in attività finanziarie (azioni, obbligazioni, titoli di stato, ecc.) o, per alcuni di essi, in immobili, rispettando regole volte a ridurre i rischi. Sono suddivisi in tante parti unitarie, dette quote, che vengono sottoscritte dai risparmiatori e garantiscono uguali diritti⁸.”

La stessa attività di investimento può essere intrapresa non solo attraverso la forma tradizionale di un fondo comune gestito da una società di gestione del risparmio (SGR), ma anche attraverso le società di investimento a capitale variabile (SICAV) o a capitale fisso (SICAF). Teoricamente, la differenza tra queste forme è significativa. Il fondo comune rappresenta un patrimonio separato, costituito dai contributi dei sottoscrittori e gestito dalla SGR. Al contrario, le SICAV e le SICAF sono società nelle quali i sottoscrittori diventano azionisti, acquisendo tutti i diritti associati, come il diritto di voto. Tuttavia, in pratica, i fondi comuni, le SICAV e le SICAF svolgono attività molto simili.

I vantaggi di questi strumenti includono la gestione del patrimonio da parte di professionisti, la diversificazione degli investimenti, la protezione del fondo come patrimonio giuridicamente separato dal patrimonio della società di gestione (proteggendolo dai creditori della società di gestione), una serie di controlli sia pubblici (da parte della Consob e della Banca d'Italia) che privati, e la disponibilità di informazioni per guidare la scelta e il monitoraggio dell'investimento. Tuttavia, non vi è alcuna garanzia di rendimento o di conservazione del capitale, dato che il valore delle attività del fondo può variare a seconda delle condizioni del mercato.

Esistono vari tipi di fondi. Tra i più importanti ci sono i fondi aperti, che permettono la sottoscrizione o il rimborso delle quote in qualsiasi momento e investono normalmente in attività finanziarie quotate, e i fondi chiusi, che consentono la sottoscrizione delle quote solo durante il periodo di offerta e il rimborso delle quote generalmente solo alla scadenza del fondo. Questi ultimi sono solitamente riservati a investimenti meno liquidi e di lungo periodo. I fondi "armonizzati" sono fondi aperti molto diffusi, costituiti nei paesi dell'Unione europea, che investono prevalentemente in titoli quotati. Sono chiamati "armonizzati" perché seguono regole e criteri comuni volti a proteggere gli interessi dei risparmiatori, limitando e suddividendo i rischi assunti dai fondi.

Per scegliere il fondo giusto, è importante leggere il KIID (Key Investor Information Document), che fornisce informazioni chiave come la finalità e la politica di investimento, il profilo di rischio-rendimento, i costi e i rendimenti passati. Tuttavia, una volta fatto l'investimento, è importante monitorarlo nel tempo. Il valore della quota, le modifiche importanti del fondo e i documenti contabili del fondo sono tutte informazioni a

⁸ <https://www.consob.it/web/investor-education/i-fondi-comuni>

disposizione del risparmiatore per aiutarlo a fare ciò. Il rapporto di partecipazione al fondo comune di investimento è disciplinato dal regolamento del fondo che va a definire le caratteristiche del fondo (cioè la politica di investimento e profili di rischio), e ne disciplina il funzionamento definendo, altresì, il ruolo della SGR ed i rapporti intercorrenti con i partecipanti al fondo; è redatto nel rispetto dei criteri di chiarezza, sintesi, coerenza e completezza. Il regolamento dei fondi retail è soggetto ad autorizzazione della Banca d'Italia. Il regolamento dei fondi riservati può prevedere classi di quote che attribuiscono ai partecipanti/quotisti distinti diritti amministrativi e patrimoniali.

Esistono quindi diverse tipologie di fondi per soddisfare i vari profili degli investitori. Dal punto di vista normativo esistono 2 gruppi di fondi:

1. OICVM (Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari): Sono OICR di tipo aperto previsti dalla direttiva UCITS. Devono rispettare requisiti specifici e la periodicità di rimborso deve essere almeno quindicinale. Possono assumere forma contrattuale (fondi comuni di investimento) o forma societaria, come la SICAV. La direttiva ha posto le basi per il collocamento di questi fondi presso la clientela retail.
2. FIA (Fondi di Investimento Alternativi): Sono OICR che non rientrano nella direttiva UCITS ma nella AIFMD. Possono essere aperti o chiusi, e hanno forma contrattuale (fondi comuni di investimento) o statutaria (SICAV-SICAF). Esistono FIA Italiani Aperti, Chiusi, Immobiliari e Riservati. I FIA sono generalmente destinati ad investitori professionali e istituzionali, poiché comportano un livello di rischio più elevato rispetto agli OICVM.

L'obiettivo delle Direttive UCITS è uniformare le condizioni di concorrenza tra OICVM in ambito comunitario e contemporaneamente garantire una tutela quanto più efficace e uniforme agli investitori. A tal fine è stato introdotto il «passaporto europeo» che garantisce la libertà di commercializzazione degli OICVM autorizzati in uno stato membro anche negli Stati membri dell'UE, soltanto previa notifica alle autorità di controllo competenti dei paesi interessati alla distribuzione e, quindi, senza il vincolo di un'ulteriore autorizzazione. La direttiva UCITS stabilisce le norme armonizzate per la gestione e la commercializzazione degli OICR a livello europeo.

L'obiettivo della AIFMD è creare un mercato unico per la commercializzazione dei FIA a investitori professionali, sulla scia di quanto precedentemente realizzato per i fondi armonizzati. A tal fine è stato introdotto un regime armonizzato di «passaporto europeo» per i gestori, molto simile a quello previsto dalla direttiva UCITS. Le nuove regole introdotte riguardano essenzialmente l'autorizzazione, il funzionamento e la trasparenza dei gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA), che gestiscono e commercializzano all'interno dell'Unione i FIA. La direttiva AIFMD impone requisiti più stringenti per la gestione e la commercializzazione dei FIA, compresa la registrazione e l'autorizzazione dei gestori di fondi alternativi e la supervisione da parte delle autorità di regolamentazione.

I fondi strutturati OICVM e FIA possono investire in azioni, obbligazioni, depositi, strumenti monetari e contratti finanziari. I FIA in aggiunta possono negoziare warrant, certificate di risparmio e crediti. I fondi strutturati sono adatti a chi intende investire con un approccio di gestione patrimoniale. I vantaggi di questi

strumenti risiedono nel fatto che permettono di realizzare diverse strategie ed esposizioni offrendo allocazioni di portafoglio personalizzate. I fondi strutturati consentono di realizzare strategie direzionali (al rialzo o al ribasso), strategie di rendimento o strategie ibride. Queste caratteristiche gli permettono di adattarsi a diversi contesti di mercato.

1.1.1.4 ETF strutturati

Gli ETF sono dei fondi comuni d'investimento a gestione passiva che sono negoziati su borsa italiana con le stesse modalità utilizzate per i titoli azionari. Replicano l'andamento di un benchmark di riferimento cercando di non discostarsi dal suo rendimento. Sono OICR che seguono la direttiva UCITS, di conseguenza hanno la separazione patrimoniale, una diversificazione minima e hanno vincoli nella scelta degli asset che possono utilizzare. Gli ETF quotati hanno un valore di riferimento, NAV (Net Asset Value), che indica il valore del fondo. Il più grande vantaggio di questi strumenti rispetto a quelli a gestione attiva sono le basse commissioni dovute al fatto di non fare stock picking o ribilanciamenti frequenti, oltre al fatto di non avere commissioni di entrata o di uscita. In media hanno un TER annuo (Total Expense Ratio) dello 0,2%. Sono quotati sul mercato ETF Plus.

Borsa Italiana definisce gli ETF strutturati come:

“Gli ETF strutturati sono degli OICR cioè dei fondi o delle Sicav negoziabili in tempo reale come delle azioni gestiti con tecniche volte a perseguire rendimenti che non sono solo in funzione dell'andamento del mercato a cui fanno riferimento, ma che possono essere volte: 1. a partecipare in maniera più che proporzionale all'andamento di un indice (ETF a leva); 2. a partecipare inversamente ai movimenti del mercato di riferimento (ETF short con o senza leva).”

Esistono diverse tipologie di ETF strutturati. Il primo gruppo è quello degli ETF a leva long/short che permette di amplificare i guadagni e le perdite del benchmark di riferimento. Si assume un'esposizione più che proporzionale al mercato. Sono strumenti adatti sia a fini speculativi sia a fini di copertura. Il problema principale è che la leva viene ridefinita ogni giorno quindi se si decide di investire in questi strumenti con un orizzonte temporale maggiore di 1 giorno si è esposti all'effetto Compounding. Questo effetto può determinare, sia in positivo che in negativo, una leva che si discosta da quella definita ex ante del prodotto. Questo avviene perché la leva è calcolata sulla chiusura del giorno precedente e non sul prezzo d'acquisto. Si ha quindi una divergenza dovuta agli effetti generati dalla capitalizzazione composta dei rendimenti su base giornaliera. Un'altra tipologia di ETF strutturato è l'ETF protective put che permette di coprirsi dalle perdite senza rinunciare ai guadagni. Questo viene strutturato acquistando una posizione lunga sull'indice di riferimento e acquistando una posizione put out of the money (OTM). Questa strategia permette proteggersi da ribassi inferiori allo strike dell'opzione put OTM restando però esposti al rialzo. In questo caso si rinuncia alla performance data dal premio della put acquistata. Nel caso in cui si volesse essere esposti alla lateralità del mercato esistono ETF buy-wide e covered call. In questo caso sono strutturati con un'esposizione lunga dell'indice e con la vendita di un'opzione call con strike OTM. Il guadagno massimo è limitato e permette di

⁹ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/etf-strutturato.html>.

sovraperformare un mercato stabile. Nel caso di forti rialzi si ha un costo opportunità, mentre si hanno perdite nel caso di forti ribassi.

Questi strumenti permettono di creare strategie più sofisticate sia in termini di rendimento che di copertura. In questo caso si ha una gestione più dinamica del portafoglio. I vantaggi rispetto ad operare direttamente con strumenti derivati sono legati a costi contenuti del TER e ad una maggiore praticità di questi strumenti. Questi strumenti hanno inoltre la separazione patrimoniale. Gli ETF strutturati permettono quindi di godere dei vantaggi caratteristici degli ETF passivi e dei vantaggi di una gestione più dinamica.

1.1.1.5 Certificati d'Investimento

I Certificati d'Investimento sono definiti da ACEPI (Associazione Italiana Certificati e Prodotti di Investimento) come:

Gli investment certificate sono derivati cartolarizzati, ovvero una combinazione di contratti finanziari incorporati in un titolo, negoziabile come un titolo azionario. Questi prodotti sono emessi da istituzioni finanziarie che si assumono l'obbligo dei pagamenti dei flussi dovuti, coerentemente con quanto contenuto nell'apposito prospetto informativo¹⁰.

I Certificati sono strumenti finanziari che si caratterizzano per un'ampia varietà di profili di rischio/rendimento e che consentono di realizzare soluzioni finanziarie in linea con le più disparate esigenze d'investimento. I Certificati d'Investimento possono avere i sottostanti più disparati, da titoli azionari a valute, passando per basket e indici fino ad arrivare a materie prime e tassi d'interesse. La strategia viene determinata prima del collocamento e non viene cambiata. Essendo quindi a gestione passiva non hanno tutti i costi tipici degli strumenti a gestione attiva. Essendo emessi da intermediari finanziari espongono l'investitore al rischio di credito, oltre che al rischio di mercato.

I Certificati d'Investimento presentano dei tagli minimi generalmente di 100 o 1000 EUR per pezzo rendendo più difficoltoso l'accesso per un determinato tipo di clientela. I Certificati d'Investimento sono strumenti molto flessibili che spaziano tra una vasta gamma di strutture e di orizzonti temporali per andare incontro a tutte le possibili esigenze degli investitori. Sono strumenti trasparenti in cui tutte le informazioni, compresi i possibili payoff, sono contenute nei documenti d'offerta. I market maker offrono liquidità a questi strumenti sul mercato secondario (SeDeX o Cert-X) generalmente con uno spread inferiore all'1%. Questi strumenti hanno un'efficienza fiscale dovuta al fatto che permettono di compensare le minusvalenze eventualmente presenti in portafoglio.

1.1.2 Funzionamento

Per comprendere il funzionamento di un prodotto strutturato è necessario scomporlo e analizzare i singoli strumenti finanziari che lo compongono. Perciò il prezzo di un prodotto strutturato deriva sempre dall'andamento degli strumenti che lo compongono. I Certificati d'Investimento possono avere 2 macro componenti; la componente obbligazionaria, che va a generare un rendimento fisso, e la componente derivata, che va a offrire un rendimento addizionale condizionato all'avvenimento di determinati eventi. La comprensione del funzionamento dei prodotti strutturati è essenziale per un efficiente e consapevole utilizzo

¹⁰ <https://acepi.it/it/content/cosa-sono-i-certificati>.

nel processo d'investimento. Questi prodotti possono risultare complessi e hanno dei rischi che devono essere conosciuti e compresi prima di fare qualsiasi investimento. L'investimento in prodotti strutturati richiede una capacità di monitoraggio nel tempo che può essere problematica per alcuni investitori. Solitamente i prodotti strutturati sono meno liquidi degli asset immobiliari tradizionali, di conseguenza bisogna valutare bene se si è disposti a tenere lo strumento fino alla sua scadenza naturale. Il bid/ask spread ¹¹ è più elevato e il market maker non è tenuto a essere sempre presente sul mercato. Questo può rendere più difficile la negoziazione di questi strumenti e c'è il rischio che alcuni privati si inseriscano nel book di negoziazione a prezzi non vantaggiosi per l'investitore ignaro che non considerando la scarsa liquidità va a inserire l'ordine a mercato andando a vendere a un prezzo più basso di quello che avrebbe offerto il market maker o a comprare a un prezzo più alto.

I prodotti strutturati, tramite logiche di ingegneria finanziaria, sono concepiti per rispondere a specifici profili di rischio/rendimento e/o esigenze di diversificazione che non è possibile ottenere con strumenti d'investimento tradizionali. Permettono di soddisfare esigenze come la protezione del capitale, l'ottimizzazione del rendimento, la partecipazione (al rialzo o al ribasso) e l'utilizzo della leva finanziaria su tutte le asset class, dalle azioni alle materie prime, passando anche per le obbligazioni e le valute. I prodotti strutturati sono offerti da intermediari specializzati. Tramite i prodotti strutturati gli Emittenti sono in grado di offrire soluzioni personalizzate in linea con le esigenze della clientela in termini di flessibilità, diversificazione di prodotto, orizzonte temporale d'investimento, aspettative di mercato e di propensione al rischio. Dato che sono strumenti realizzati da istituzioni finanziarie, l'adempimento alle prestazioni dovute all'investitore dipende dalla solvibilità dell'emittente. Di conseguenza tutti i prodotti strutturati comportano il rischio di credito. Non esiste una garanzia per i prodotti strutturati come quella presente per i depositi¹².

1.1.3 Tolleranza al rischio e situazioni di mercato

I prodotti strutturati si stanno affermando in un contesto in cui non viene richiesto solamente un semplice prodotto finanziario ma un vero e proprio servizio costruito ad hoc, anche attraverso una consulenza altamente personalizzata. Sono prodotti che paradossalmente permettono la semplificazione dell'asset allocation. Facendo riferimento al portafoglio del cliente, per valutare i prodotti strutturati si deve considerare la propensione al rischio dello stesso e le condizioni generali del mercato. È possibile quindi distinguere 3 profili di rischio (basso, medio e alto) e 3 situazioni di mercato (rialzista, ribassista, e laterale) in modo da individuare il prodotto strutturato adatto in termini di rischio e potenzialità. Per clienti con una bassa tolleranza al rischio esistono Certificati Equity Protection che offrono a scadenza la protezione del capitale (anche superiore al 100%) e tramite diverse strutture possono generare payoff differenti permettendo di partecipare, a un rialzo o a un ribasso del mercato (long o short), a fronte della protezione del capitale. Esistono anche obbligazioni strutturate che permettono di ricevere a scadenza il capitale investito (come le obbligazioni più classiche) ma

¹¹ Differenza tra il prezzo bid (denaro) e il prezzo ask (lettera) praticato da un dealer. Il prezzo bid è il prezzo al quale il dealer è disposto ad acquistare uno strumento finanziario. Il prezzo ask è quello al quale il dealer è disposto a vendere uno strumento finanziario. <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/bid-ask-spread.html>

¹² FIDT, Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi. I depositi sono garantiti fino a 100.000 euro per ogni depositante e per ogni banca. https://www.fitd.it/Cosa_Facciamo/Garanzia_dei_depositanti

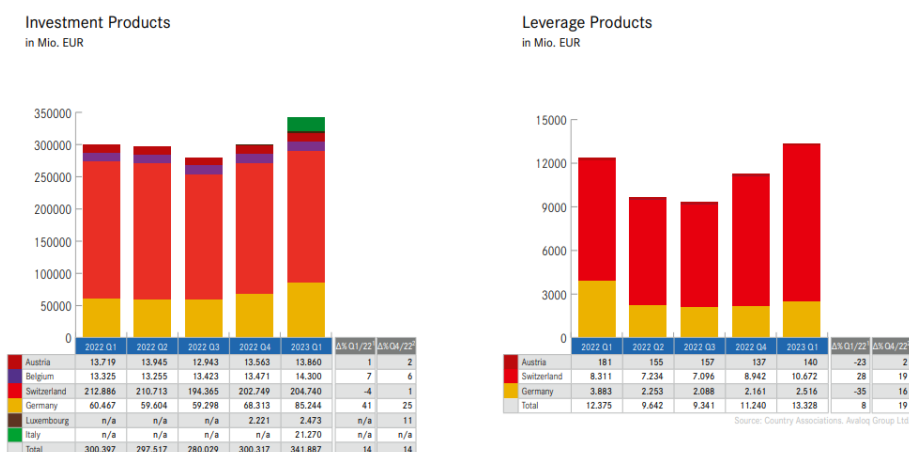
che si differenziano in funzione delle modalità di calcolo della cedola; dato che possono offrire un tasso cedolare variabile, indicizzato a un particolare tasso o indice. Tra i prodotti strutturati adatti ad una clientela con un basso profilo di rischio bisogna considerare anche i fondi strutturati, detti anche fondi a formula. A seconda della formula utilizzata permettono la protezione del capitale e un rendimento che dipende dalla stessa e dall'asset allocation. Passando al profilo successivo, cioè una moderata tolleranza al rischio, si vanno a utilizzare strumenti che non prevedono la protezione totale del capitale, ma che non la eliminano del tutto; si utilizzano quindi prodotti strutturati che prevedono la protezione condizionata del capitale. Rispetto agli strumenti precedenti, essendo la protezione parziale e non totale, il rischio è maggiore, di conseguenza anche il rendimento atteso deve essere maggiore. Sono adatti a questa tipologia di clientela i Certificati condizionatamente protetti che proteggono il capitale se non viene rotta la barriera di protezione e permettono anche di ricevere durante la vita del prodotto dei premi (condizionati o fissi). Esistono anche fondi strutturati con formule che permettono una protezione condizionata del capitale tramite la definizione di un livello soglia. Andando a considerare l'ultima categoria, cioè la clientela con profilo di rischio elevato, gli strumenti più adatti sono quelli che non offrono alcuna protezione del capitale, e di conseguenza hanno un'aspettativa di rendimento maggiore. Gli strumenti più adatti a questo tipo di investitori sono i Certificati a capitale non protetto, i Certificati a leva (fissa o variabile) e gli ETF strutturati. Fatte le dovute considerazioni sul profilo di rischio del cliente è necessario inquadrare questa tipologia di strumenti nelle diverse fasi del mercato. In un mercato rialzista tutti gli strumenti long performano positivamente ma saranno più interessanti gli strumenti che vanno ad amplificare la performance positiva del mercato, come gli ETF strutturati e i Certificati a leva, mentre performeranno meno bene gli strumenti che offrono la protezione totale o parziale del capitale che non seguono l'andamento lineare del sottostante e quindi non permettono di seguire tutto il rialzo del sottostante. In un mercato ribassista avverrà il contrario, i prodotti strutturati meno vantaggiosi sono quelli a leva long che andranno ad amplificare le perdite, poi i prodotti condizionatamente protetti per i quali potrebbe venir rotta la barriera di protezione facendo registrare una perdita lineare a quella del sottostante, mentre sarebbe adatti i prodotti a capitale protetto. Naturalmente considerando prodotti strutturati di tipo short i ragionamenti da fare sono diametralmente opposti. Infine, considerando l'ultimo scenario, il mercato laterale, è possibile affermare che gli strumenti più interessanti sono i prodotti strutturati a capitale condizionatamente protetto. Questi strumenti permettono di sovraperformare i sottostanti in caso di moderati rialzi e ribassi del sottostante, dato la loro struttura di protezione fino ad una barriera e il pagamento periodico dei premi.

1.2 Storia e sviluppo:

I Certificati di Investimento sono stati introdotti sul mercato molti anni fa. Il mercato dei certificates in Italia nasce sulla scia dell'esperienza di altri Paesi europei quali la Svizzera, Francia e, soprattutto, la Germania (spesso mercato di riferimento per il mercato italiano). Nel 1991, la Schweizerische Bankverein (oggi conosciuta come UBS) ha lanciato un prodotto di protezione del capitale chiamato GROI (Garantito Ritorno sull'Investimento). Questo ha segnato la nascita dei Prodotti Strutturati. Inizialmente, il commercio era limitato agli investitori istituzionali. Tuttavia, con l'aumento dell'automatizzazione e l'eliminazione delle restrizioni commerciali, gli investitori privati hanno avuto accesso al nuovo mercato. La gamma di prodotti è cresciuta

rapidamente. In Italia nel 1998 sono stati quotati i primi Certificati; ed erano dei covered warrant. L'anno successivo vengono quotati i primi Certificati di tipo Benchmark su indici. Negli anni 2000 nasce il mercato dedicato a questi strumenti, il Mercato dei Covered Warrant (MCW). Qualche anno più tardi, nel 2002, iniziano ad essere creati Certificati più speculativi che utilizzano la leva finanziaria, i cosiddetti leverage certificates. Nel 2004 viene istituito il Securities Derivative Exchange (SeDeX) che va a sostituire il MCW in cui vengono negoziati tutti i tipi di Certificati. A seguito della crisi dei mutui sub prime del 2008, con il fallimento di Lehman Brothers ci sono state ripercussioni anche sull'industria dei Prodotti Strutturati. Nel 2009, con l'obiettivo di unire le risorse e migliorare la trasparenza del mercato, è stata fondata l'EUSIPA¹³ (European Structured Investment Products Association) da principali organizzazioni nazionali, con sede nella capitale dell'UE, Bruxelles. Negli ultimi 15 anni questi prodotti hanno acquisito sempre più importanza, con una forte accelerazione negli ultimi anni anche grazie al progresso tecnologico e all'ingegneria finanziaria. La tendenza è verso prodotti su misura, che possono essere costruiti sulle piattaforme degli emittenti. La digitalizzazione è una forza motrice nella crescita futura dell'industria dei Prodotti Strutturati.

Nel 1996, la lista di 20 pagine di prodotti per tutte le opzioni negoziabili in Germania comprendeva poco meno di 1.000 voci (in caratteri piccoli). Venti anni dopo, solo in Germania, sono elencati oltre 1,2 milioni di Prodotti Strutturati. In altri mercati, come in Svizzera, Italia e Scandinavia, si possono trovare migliaia di altri prodotti con leva finanziaria. Ad oggi il 95% dei Certificati emessi in Europa concentra i propri volumi nei mercati di Germania, Svizzera, Italia e Francia. Facendo riferimento al mercato secondario a livello europeo è possibile vedere la predominanza del mercato svizzero e tedesco. Dai grafici seguenti è possibile vedere i volumi maggiori sono concentrati in Svizzera seguita dalla Germania e poi dall'Italia per quanto riguarda le categorie non a leva. Vedendo, invece, il numero nuovi ISIN emessi la predominanza è tedesca. In maniera meno marcata ma sempre evidente è possibile notarlo sul numero di prodotti attivi sul mercato secondario. La Germania ha un elevato tasso di turnover (dimostrato anche dal grafico dato che la predominanza sembra diminuire dal grafico dei nuovi prodotti listati trimestralmente e il grafico dei prodotti attivi; ne vengono collocati di più ma con una durata minore). Questo può essere dovuto a costi minori per ogni ISIN collocato e al modo in cui vengono emessi; cioè spesso vengono collocati più prodotti insieme molto simili in cui le caratteristiche variano di poco (ad esempio uno strike che differisce di qualche punto).



¹³ Conta 9 paesi membri effettivi: Italia, Germania, Francia, Paesi Bassi, Svezia, Svizzera, Belgio, Gran Bretagna e Austria.

Figura 1.2 Outstanding Volume. Fonte: Eusipa¹⁴

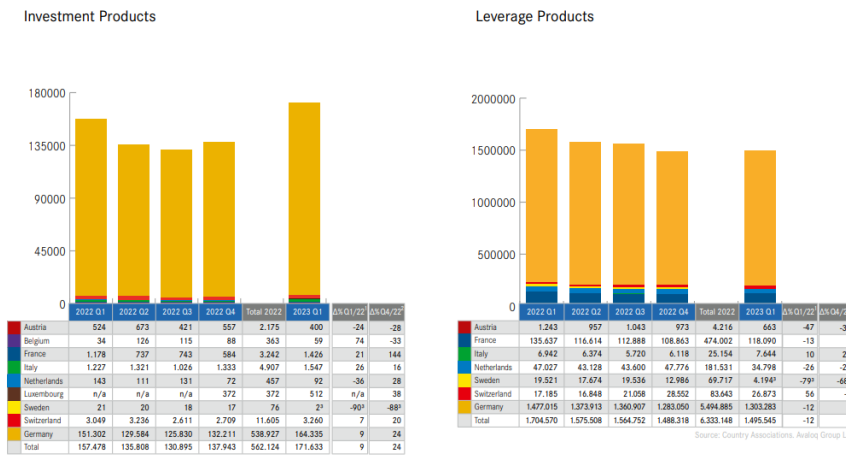


Figura 1.3 Number of new listings on exchange. Fonte: Eusipa¹⁵

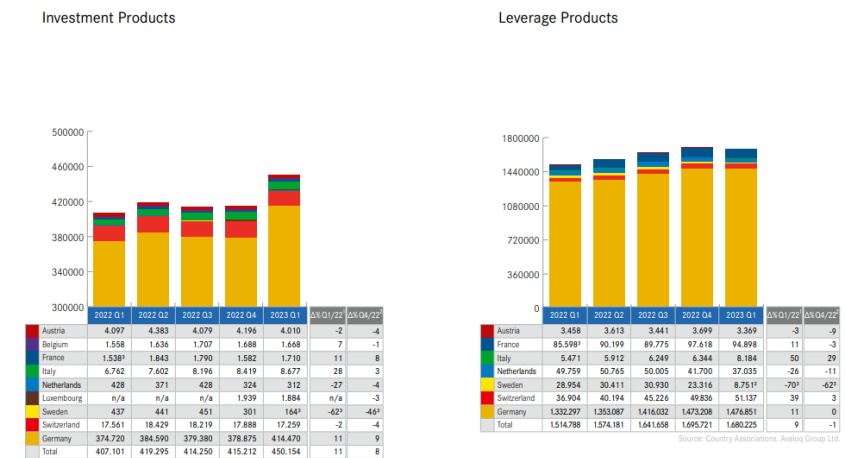


Figura 1.4 Number of exchange listed products. Fonte: Eusipa¹⁶

1.2.1 Germania

I Prodotti Strutturati sono principalmente scambiati in borsa in Germania. Stoccarda e Francoforte sono i mercati dominanti per i Prodotti Strutturati, seguiti da Monaco. Nel 2016 erano oltre 1,3 milioni i prodotti quotati (prodotti con leva e d'investimento combinati), il segmento di trading Euwax è il più grande segmento di borsa per i derivati cartolarizzati in Europa. La rivale Boerse Francoforte, dove tutti i Prodotti Strutturati sono scambiati tramite il sistema di trading elettronico XETRA, è il secondo più grande mercato. Il segmento di trading è gestito da Börse Frankfurt Zertifikate AG.

Inoltre, ci sono alcune piattaforme di strutturazione gestite da banche (mein-zertifikat.de di Bank Vontobel, MyOnemarkets di Unicredit) disponibili che permettono all'investitore al dettaglio di costruire il proprio Prodotto Strutturato e crearlo con pochi clic. In generale, gli investitori tedeschi sono divisi in due gruppi: uno è molto concentrato sulla sicurezza del proprio investimento. Anche in periodi di rendimenti depressi, la maggior parte degli investitori privati tedeschi accetterebbe un rendimento più basso per avere la protezione del capitale. L'altro gruppo preferisce prodotti d'investimento a leva facendo trading giornaliero. Questo gruppo è minoritario e predilige i Knock-Out warrant.

¹⁴ <https://eusipa.org/wp-content/uploads/EUSIPA-Report-Q1-2023-EN-FINAL-MERGED.pdf>
¹⁵ <https://eusipa.org/wp-content/uploads/EUSIPA-Report-Q1-2023-EN-FINAL-MERGED.pdf>
¹⁶ <https://eusipa.org/wp-content/uploads/EUSIPA-Report-Q1-2023-EN-FINAL-MERGED.pdf>

1.2.2 Svizzera

Come uno dei mercati più maturi per i Prodotti Strutturati a livello mondiale, la Svizzera è un mercato importante. La SIX Swiss Exchange ha una forte posizione come mercato domestico. Nel 2016 erano oltre 33.000 i prodotti quotati a Zurigo. La vasta maggioranza dei prodotti quotati in Svizzera sono prodotti con leva, seguiti dai titoli che ottimizzano il rendimento (come i Barrier Reverse Convertibles). L'interesse degli investitori è centrato verso le grandi aziende svizzere, principalmente l'universo del Swiss Market Index, così come verso le grandi aziende internazionali. Inoltre, un certo numero di mercati elettronici per i Prodotti Strutturati è stato lanciato sul mercato svizzero dalle banche: Bank Vontobel, Leonteg Securities e UBS gestiscono piattaforme OTC note per i Prodotti Strutturati su misura.

1.2.3 Francia

Il mercato dei Prodotti Strutturati in Francia è Euronext Parigi. Su questa borsa, che fa parte della rete di borse paneuropee Euronext, sono quotati molti warrant (plain-vanilla) e Knock-Out Warrants. La rete Euronext è stata fondata nel settembre 2000 e da allora svolge un ruolo importante nell'ecosistema europeo delle borse. Rispetto alle altre sedi Euronext Parigi è leader per numero di quotazioni e volume negoziato secondo i dati di borsa. La maggioranza degli investitori francesi preferisce prodotti con sottostanti dal mercato nazionale e quotati sulle borse francesi. Il commercio di derivati non fa eccezione a questa regola. Di conseguenza, circa l'80% del volume negoziato di derivati si basa su sottostanti francesi. I prodotti con leva sono anche molto popolari tra molti investitori francesi, come confermano le statistiche del gruppo borsistico europeo Euronext.

1.2.4 Stati Uniti

I Prodotti Strutturati sono offerti non solo in Europa. Nel mercato statunitense, si registrano alti volumi di vendita nel trading fuori borsa (trading over-the-counter, OTC) di Equity Linked Notes e Index Linked Notes. Tuttavia, non esiste una borsa formale per i Prodotti Strutturati securitizzati paragonabile ai mercati europei. La maggior parte degli strumenti offerti negli USA sono strutture di potenziamento del rendimento o prodotti di protezione del capitale su azioni o indici popolari. Ad eccezione di alcuni ETFs (che sono quotati alla Borsa di New York), i Prodotti Strutturati sono esclusivamente prezzati dall'emittente.

1.2.5 Asia

Globalmente, il maggior volume di scambio di Prodotti Strutturati quotati in borsa si registra in Asia. Alla Borsa di Hong Kong, uno dei mercati più importanti per i warrant quotati a livello globale, sono quotati circa 3.800 warrant, generando un impressionante volume mensile di 30-40 miliardi di EUR. La negoziazione avviene in warrant plain-vanilla e nei cosiddetti contratti Callable bull o bear (CBBCs). Alla Borsa di Singapore (SGX), in media sono stati negoziati 2,6 miliardi di EUR in Warrant Strutturati negli ultimi anni. La maggior parte di questi Prodotti Strutturati è legata a indici stranieri. A Singapore esiste anche un ampio mercato OTC per i Prodotti Strutturati. Nel mercato OTC locale, che rappresenta circa la metà del volume di vendita a Singapore, la maggior parte dei Prodotti Strutturati sono depositi legati a una certa azione o sottostante.

1.2.6 Focus sul mercato italiano

Il mercato dei Prodotti Strutturati è la Borsa Italiana, parte del London Stock Exchange Group. Nel 2016 erano quotati più di 5.500 prodotti. Il mercato italiano è relativamente piccolo. Tuttavia, il volume di scambio in

borsa di circa 7 miliardi di EUR trimestrali riflette il secondo numero più grande dopo la Germania (11,2 miliardi di EUR). La categoria di prodotto dominante in Italia sono i Warrants plain-vanilla e i Certificati con leva, che offrono una leva fissa. Nel 2009, come diretta conseguenza della crisi finanziaria, il regolatore del mercato dei titoli nazionale, Consob (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa), ha emesso nuove regole che distinguono tra prodotti liquidi e illiquidi. Di conseguenza, i requisiti normativi sui prodotti over-the-counter complessi sono stati notevolmente aumentati, portando gli emittenti a concentrarsi sul mercato quotato in borsa. Il sottostante preferito in termini di volume d'affari è l'indice delle grandi aziende italiane FTSE MIB. Alcune azioni domestiche e l'Indice DAX della Germania seguono la classifica nel mercato italiano a una certa distanza. Inoltre, l'Italia ha un vivace mercato OTC per i Prodotti Strutturati, principalmente strutture autocall.

Facendo riferimento al mercato primario italiano è possibile notare un incremento costante degli investimenti con prodotti strutturati, sia in termini di € collocati che in termini di quantità di prodotti (ISIN).

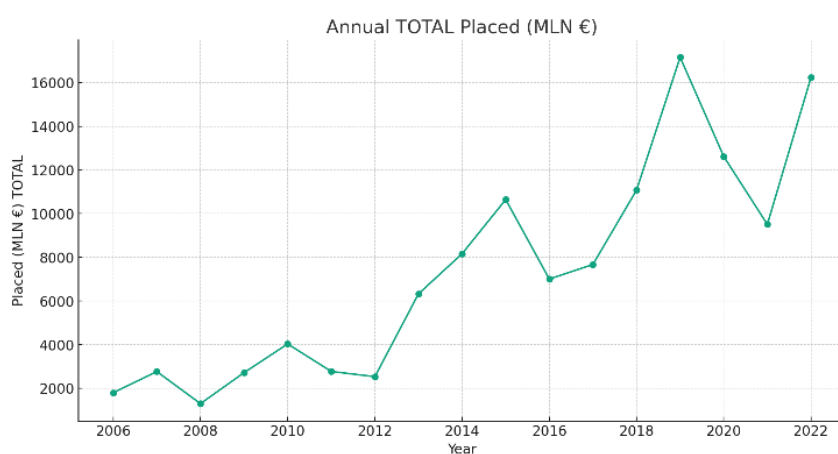


Figura 1.5 Totale Collocato Annualmente (MLN). Rielaborazione dati Acepi

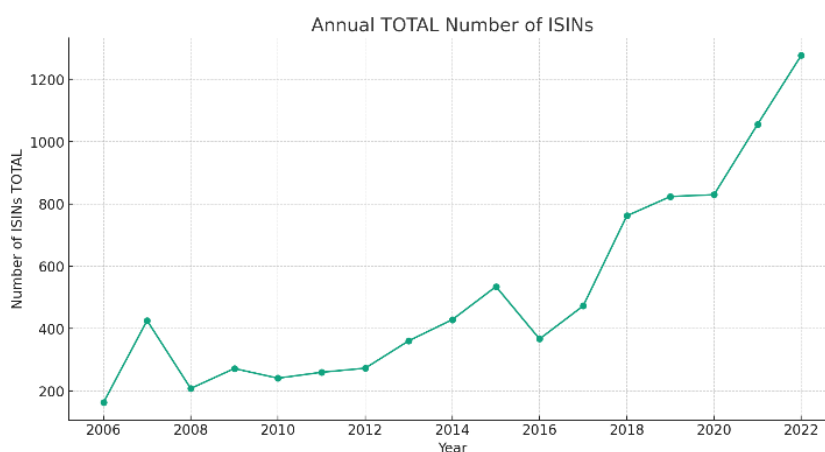


Figura 1.6 Numero di ISIN Collocati Annualmente. Rielaborazione dati Acepi

Anno	Tipo	Q1	Q2	Q3	Q4	TOTAL
2022	Placed (MLN €)	3774.48	3908.19	4475.22	4077.64	16235.54
	ISIN	326	301	307	343	1277
2021	Placed (MLN €)	2271.23	2421.53	2138.63	2677.56	9508.95
	ISIN	260	280	230	286	1056
2020	Placed (MLN €)	3946.28	4074.02	2565.43	2035.68	12621.41
	ISIN	249	207	167	207	830
2019	Placed (MLN €)	5128.73	4467.05	3765.05	3804.79	17165.62
	ISIN	208	223	112	281	824

2018	Placed (MLN €)	1698.18	2898.65	2481.58	4000.01	11078.42
	ISIN	118	223	200	221	762
2017	Placed (MLN €)	1880.12	2050.93	1735.98	2004.09	7671.12
	ISIN	159	99	100	115	473
2016	Placed (MLN €)	2035.24	2428.36	1169.19	1373.68	7006.47
	ISIN	88	93	100	86	367
2015	Placed (MLN €)	2646.02	3583.02	1750.92	2666.84	10646.8
	ISIN	113	156	134	132	535
2014	Placed (MLN €)	2584.18	2493.13	1915.3	1171.1	8163.71
	ISIN	127	122	86	94	429
2013	Placed (MLN €)	1175.1	1502.43	1198.65	2451.08	6327.27
	ISIN	86	110	73	92	361
2012	Placed (MLN €)	503.58	764.96	422.95	840.29	2531.79
	ISIN	54	81	61	77	273
2011	Placed (MLN €)	860.64	910.51	347.47	653.8	2772.41
	ISIN	66	83	51	60	260
2010	Placed (MLN €)	1138.77	949.7	1081.85	861	4031.33
	ISIN	60	61	60	60	241
2009	Placed (MLN €)	379.74	631.28	760.72	944.74	2716.48
	ISIN	78	65	59	70	272
2008	Placed (MLN €)	655.25	354.86	149.71	137.52	1297.34
	ISIN	78	65	41	24	208
2007	Placed (MLN €)	1018.52	572.41	461.41	713.82	2766.16
	ISIN	84	90	89	163	426
2006	Placed (MLN €)	215.41	418.42	221.08	994.1	1799.01
	ISIN	32	36	33	62	163

Tabella 1.1 Totale Collocato (MLN) e Numero di ISIN Collocati Annualmente. Rielaborazione dati Acepi

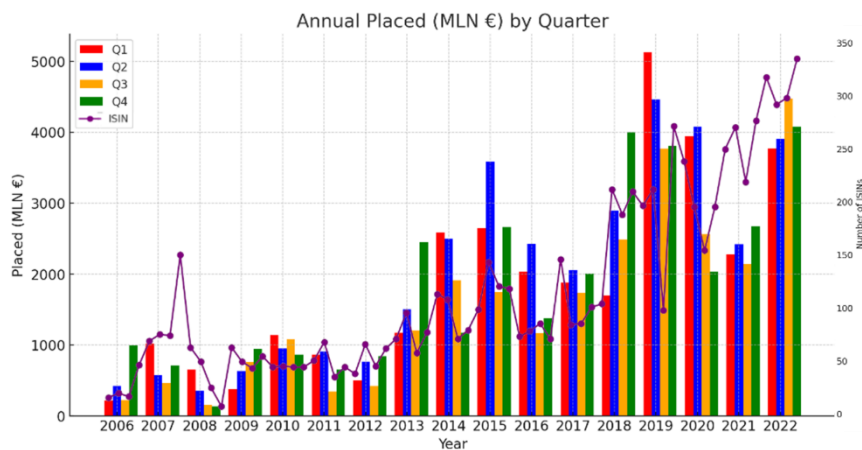


Figura 1.7 Totale Collocato (MLN) confrontato con il Numero di ISIN Trimestralmente. Rielaborazione dati Acepi

Per fare delle proiezioni, è possibile calcolare il Tasso di Crescita Annuo Composto (CAGR) per ogni trimestre e per il totale basandoci sui dati disponibili. Quindi si può utilizzare il CAGR per proiettare i dati futuri.

Il CAGR si calcola con la formula:

$$CAGR = \left(\frac{\text{Valore Finale}}{\text{Valore Iniziale}} \right)^{\frac{1}{n}} - 1$$

[Formula 1.10]

dove il valore finale è il valore più recente, il valore iniziale è il valore di partenza e n è il numero di periodi (in questo caso, anni). Una volta calcolato il CAGR, si possono stimare i dati futuri con la formula:

$$\text{Valore Futuro} = \text{Valore Attuale} * (1 + \text{CAGR})^n$$

[Formula 1.11]

dove n è il numero di anni nel futuro da prevedere. Successivamente si calcola il CAGR e lo si utilizza per fare delle proiezioni per il 2023, 2024, 2025 e 2026.

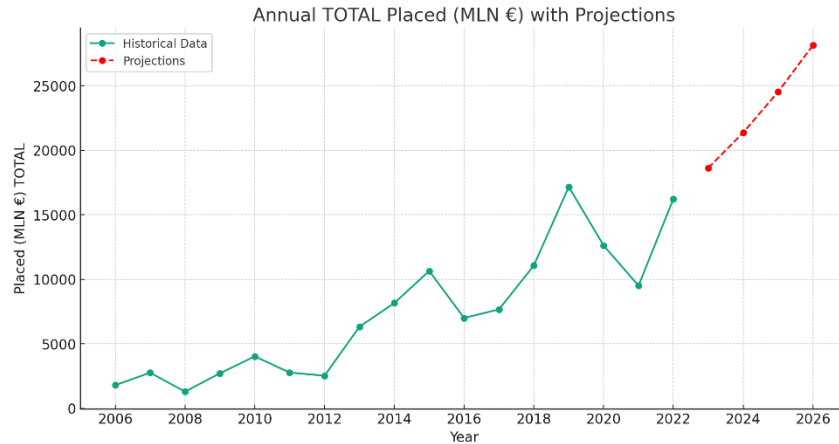


Figura 1.8 Totale Collocato (MLN) con proiezione CAGR.

Considerando i dati ACEPI, la struttura più collocata nel 2022 è stata la Digital (32%), seguita dagli Equity Protection (27%) e dai Cash Collect (23%). Percentuale abbastanza diverse da quanto si era visto nel 2021 in cui la classifica era dominata dai Cash Collect (32%), seguiti dagli express (24%) e dai Digital (21%). Questo può essere dovuto al fatto che nel 2021 i mercati avevano un trend rialzista mentre nel 2022 il trend era ribassista. A conferma di questo si può notare come nel 2020 i Certificati maggiormente collocati sono stati gli Equity Protection (29%) seguiti dai Digital (27%) e dai Cash Collect (22%) quindi con percentuali simili a quelle del 2022; mentre nel 2019, in contesto rialzista, ci sono state percentuali più simili al 2021 in cui i Cash Collect (23%) sono stati i più collocati seguiti dagli Equity Protection (19%) e dai Digital (17%). Lo stesso si può vedere dai dati del 2018 e 2017 in cui i Certificati più collocati sono stati rispettivamente gli Express (23%), Equity Protection (22%), Cash Collect (16%) e gli Express (27%), Cash Collect (24%) ed Equity Protection (16%).

1.3 Dall'ideazione al collocamento:

Considerando una banca private con una propria clientela il processo che permette la nascita di un nuovo prodotto segue alcuni step fondamentali e può durare diverse settimane. La banca in questione si rivolge a diversi emittenti al fine di creare il prodotto migliore per la propria rete. È bene vedere nel dettaglio l'intero processo.

1.3.1 Analisi delle view di mercato

In questa fase gli strutturatori partono dalle view di mercato della banca per andare a creare il prodotto più adatto a quel determinato contesto di mercato. Fanno quindi delle valutazioni su come potrebbe evolversi un determinato sottostante in quella fase di mercato. La view non è mai quella personale degli strutturatori ma vengono sempre seguite le view della banca private che andrà a collocare il prodotto presso la propria clientela. Oltre alla view della banca è possibile confrontare view di mercato esterne o degli emittenti al fine di avere una visione di mercato più ampia. La valutazione di mercato si basa principalmente sulle aspettative delle

variabili macroeconomiche e monetarie, sulle aspettative di crescita dei principali mercati azionari, su analisi prospettiche di determinati indicatori economici e sulla valutazione di determinati titoli azionari. Queste analisi sono fondamentali al fine di creare una view della banca che permetta la creazione di nuove idee d'investimento.

1.3.2 Analisi del portafoglio della clientela

In aggiunta alla view di mercato può essere fatta un'analisi dei portafogli della clientela. L'obiettivo di questa fase è quello di monitorare l'evoluzione dei portafogli della clientela in modo costante. Questo permette di conoscere le esigenze dei clienti e di creare prodotti adatti e in linea con la loro propensione al rischio. Questo aspetto è molto importante visto che, se la clientela della banca fosse tutta avversa al rischio, non sarebbe saggio proporre solo prodotti ad alto rischio anche se le analisi di mercato suggerissero questo tipo di view. In questi termini è bene considerare anche la concentrazione dei portafogli dei clienti sia in termini di prodotti complessi sia in termini di emittenti. In questo contesto è bene diversificare, soprattutto a livello di emittente dato che se la controparte dovesse fallire non si avrebbe diritto al rimborso del prodotto. È bene quindi per la banca private creare prodotti con diversi emittenti al fine di creare un'offerta più diversificata. Da queste analisi è anche possibile vedere la diversificazione geografica all'interno del portafoglio e l'esposizione ai diversi settori. In questo modo si può coniugare la view di mercato della banca e proporre alla clientela dei prodotti in linea con la stessa in modo tale da offrire un servizio personalizzato di maggiore qualità.

1.3.3 Ideazione del prodotto

Fatte le dovute analisi preliminari la banca deve andare a pensare ai migliori prodotti che corrispondano alle esigenze di mercato e della clientela individuate nelle fasi precedenti. La fabbrica prodotto deve andare a individuare le strutture finanziarie che meglio si potrebbero adattare a questo contesto sia in termini di redditività che in termini di commercializzazione. Le soluzioni devono essere in grado di ottimizzare il profilo di rischio della clientela e di generare alternative di investimento rispetto a quelle già in essere. In questa fase vengono selezionati determinati sottostanti sui quali è preferibile realizzare determinate strutture più protettive e altri sui quali può essere conveniente realizzare strutture più aggressive. La banca private può avere in mente un determinato livello di payoff minimo al quale sarebbe conveniente andare a chiudere il prodotto. Nell'ideazione del prodotto vengono anche presi in considerazione parametri di mercato in termini di volatilità, correlazioni, tassi d'interesse, view dei sottostanti e dividendi al fine di avere un'idea di che caratteristiche potrebbe avere il prodotto. In questa fase devono quindi essere pensate più alternative in termini di strutture e sottostanti che hanno il potenziale per generare prodotti di qualità.

1.3.4 Asta e Valutazione del prodotto

Decise quali strutture e quali sottostanti sarebbero più adatti per la creazione di un nuovo prodotto la banca private va in asta con i diversi emittenti per trovare il payoff migliore per quel determinato prodotto. Gli emittenti, a seconda della propria view sul sottostante, saranno più o meno aggressivi in termini di pricing. Ottenuti tutti i prezzi dall'asta la banca private dovrà decidere se proseguire con la creazione del prodotto oppure no. La banca deciderà di non procedere con la creazione se i prezzi dovessero non risultare in linea con le aspettative che aveva. Qualora questi dovessero risultare adatti la banca deciderà di chiudere il prodotto.

In asta possono essere mandate diverse strutture e a seconda del payoff che viene generato è possibile valutare le potenzialità del prodotto sia in termini di rischio/rendimento che di commercializzazione. Date le analisi precedenti potrà decidere di chiudere il prodotto con l'emittente che ha offerto il payoff più alto o optare per un'emittente che andrebbe a diversificare il rischio nel portafoglio dei propri clienti. Chiuso il prodotto l'emittente dovrà produrre la documentazione d'offerta necessaria per la successiva sottoscrizione del prodotto.

1.3.5 Collocamento

Chiuso il prodotto la banca provvede alla diffusione del prodotto al fine di informare la clientela interessata. Viene quindi predisposto il materiale di marketing, in coordinamento con il legale e compliance, da affiancare alla documentazione d'offerta. Nella documentazione sono riportate tutte le informazioni essenziali del prodotto sia in termini di descrizione del prodotto che di rischio. Predisposta tutta la documentazione parte il periodo di collocamento durante il quale la clientela può sottoscrivere i nuovi prodotti. Questa fase può durare da pochi giorni fino ad alcune settimane. Una volta sottoscritto il prodotto il cliente può recedere fino a una data prestabilita e indicata nella documentazione.

1.3.6 Monitoraggio e mercato secondario

Concluso il periodo di collocamento e il periodo di recesso il prodotto generalmente viene quotato sul mercato secondario e diventa acquistabile da un pubblico indistinto. Nel caso dei Certificati il mercato è il SeDeX o l'EuroTLX. Il processo di commercializzazione prevede che venga fornito un supporto post vendita al fine di garantire la correttezza nella quotazione del prodotto in termini di volumi e di fair value. Nel caso dei Certificati devono poi essere indicati il prezzo di strike, delle barriere e l'andamento del sottostante. All'interno della banca viene fatto un monitoraggio del prodotto al fine di capire, al verificarsi di taluni eventi, qual è la probabilità di perdita del prodotto.

1.4 Mercato:

1.4.1 Tipi di Mercato: primario e secondario

Come visto in precedenza è possibile distinguere i mercati in 2 segmenti: mercato primario e mercato secondario. Ogni emittente è libero di emettere i Certificati d'Investimento o in uno o nell'altro mercato, ma anche in entrambi. L'offerta nel mercato primario corrisponde al collocamento ed è rivolto ad una clientela ristretta. Successivamente al collocamento può essere prevista la quotazione sul mercato secondario. Nel caso in cui l'emittente non voglia che il Certificato circoli sul mercato secondario può emettere il Certificato in Bid Only, cioè permettere di venderlo a chi già l'ha acquistato senza offrire nuove quote sul mercato. È quindi sempre garantita la possibilità di uscire dal proprio investimento ma può essere limitato l'acquisto. Prima di quotare il Certificato secondario non è obbligatorio passare per il mercato primario. Per i Certificati d'Investimento la quotazione deve avvenire su una delle seguenti sedi di negoziazione:

1. Mercati regolamentati: in Italia il mercato di riferimento è il SeDeX. Il mercato regolamentato è sistema organizzato di strutture, regole ed istituzioni, volto a favorire l'incontro tra domanda e offerta con l'obiettivo di ridurre i costi di transazione. Con il TUF si è superata la concezione pubblicistica dei mercati a favore del modello privatistico, che vede la gestione da imprese private operanti in regime

di concorrenza e dotate di poteri di autoregolamentazione dei mercati. Come impresa privata la società di gestione dei mercati opera in regime di concorrenza. Questa scelta lascia la libera iniziativa privata se configurare la società di gestione come centro di ripartizione dei costi congiunti tra gli intermediari. Il ruolo delle società di gestione è quello di organizzare e gestire mercati regolamentati di strumenti finanziari, cioè quei mercati che godono di mutuo riconoscimento e passaporto europeo. Questo sistema permette una doppia vigilanza, pubblicistica e privatistica. Il gestore del mercato definisce il regolamento del mercato, e questo è soggetto alla normativa emanata dall'organo di vigilanza pubblicistico, in Italia la Consob.

2. Sistemi Multilaterali di Negoziazione, MTF: a livello europeo l'MTF di riferimento è l'EuroTLX, in particolare il Cert-X. Per MTF si intende un soggetto attivo sul mercato finanziario la cui gestione è un servizio di investimento regolamentato dal TUF e quindi soggetto ad autorizzazione (attività riservata). Il sistema multilateralizzato consente l'incontro all'interno con il proprio regole secondo regole non discrezionali di interessi multipli di acquisto in modo da far sì che si creino contratti. I sistemi multilateralizzati di scambio hanno bisogno di un provvedimento autorizzativo e per l'accesso si basano su regole trasparenti, non discriminatorie e con caratteri oggettivi. Si avvicinano molto ai mercati regolamentati perché hanno regole simili di trasparenza pre e post trading ma hanno vigilanza meno stringente da parte dell'autorità di vigilanza.
3. Internalizzatori Sistemati, IS: l'IS è un'impresa di investimento che effettua un'attività al di fuori del mercato regolamentato o di un MTF ma agisce in modo organizzato, frequente, sistematico e sostanziale agendo su base bilaterale. Esso negozia per proprio conto eseguendo gli ordini dei clienti fuori dai mercati regolamentati; essendo gestione di un mercato regolamentato non rappresenta un nuovo servizio di investimento che richiede l'autorizzazione da parte dell'attività competente ma è attività riconducibile alla negoziazione per conto proprio e l'esecuzione degli ordini per conto dei clienti, i quali sono già dei servizi di investimento e quindi attività riservate.

La maggior parte di essi sono negoziabili sul SeDeX (il segmento di Borsa Italia dedicato al mercato dei Securities Derivatives) e sul Cert-X di EuroTLX (sotto il controllo di Borsa Italiana), mercati nei quali il ruolo del market maker è quello di garantirne la liquidità.

1.4.1.1 Requisiti per la quotazione

Il regolamento di Borsa Italiana stabilisce due procedure distinte per l'ammissione alla quotazione di prodotti finanziari strutturati, come i covered warrant e i certificates. Queste procedure sono denominate "procedura di ammissione per strumenti emessi sulla base di un programma" e "procedura per emissioni stand alone".

Nel caso della "procedura di ammissione per strumenti emessi sulla base di un programma", il processo avviene in due fasi. Durante la prima fase, Borsa Italiana esamina se l'emittente e i prodotti finanziari inclusi nel programma soddisfano i requisiti necessari. Questo giudizio di ammissibilità viene rilasciato entro 60 giorni dal ricevimento della domanda completa. Successivamente, nella seconda fase, l'emittente sottomette a Borsa Italiana una domanda di ammissione, insieme a un Avviso Integrativo e alla documentazione richiesta dalle Istruzioni, che descrivono le caratteristiche dei prodotti per i quali si richiede la quotazione. Entro 5

giorni lavorativi dalla presentazione della domanda completa, Borsa Italiana verifica la pubblicazione del programma e la conformità dei covered warrant o certificates con i requisiti necessari. Successivamente, Borsa Italiana emette un provvedimento di ammissione, che viene comunicato all'emittente, alla Consob e diffuso attraverso un Avviso di Borsa. La data di inizio delle negoziazioni viene stabilita da Borsa Italiana mediante un ulteriore Avviso, una volta verificata la pubblicazione dell'Avviso Integrativo del programma.

Per quanto riguarda la "procedura per emissioni stand alone", l'emittente invia a Borsa Italiana una domanda di ammissione, accompagnata dalla documentazione richiesta dalle Istruzioni e da una bozza del prospetto di quotazione. Quest'ultimo viene presentato alla Consob per l'approvazione della sua pubblicazione. Entro due mesi dalla presentazione della domanda, Borsa Italiana emette una decisione sull'ammissione o il rifiuto della domanda, che viene comunicata all'emittente, alla Consob e resa pubblica attraverso un Avviso. Il provvedimento di ammissione ha una validità di sei mesi ed è subordinato al deposito del prospetto di quotazione presso la Consob, a seguito dell'approvazione del nulla osta. La data di inizio delle negoziazioni viene stabilita da Borsa Italiana mediante un Avviso, una volta verificata la pubblicazione del prospetto di quotazione.

Borsa Italiana permette l'ingresso in quotazione di strumenti finanziari derivati securitizzati, come i covered warrant (CW) e i certificates. Questi possono avere come sottostanti una varietà di attività finanziarie che includono azioni sia italiane che estere, titoli di stato, tassi d'interesse, valute, materie prime, indici o gruppi di indici, e contratti derivati. Le azioni e i titoli di stato devono essere quotati in borse che assicurano elevata liquidità, i tassi d'interesse devono essere trasparenti e non manipolabili, le valute devono avere un tasso di cambio costantemente monitorato, le materie prime devono avere un mercato di riferimento con informazioni continuative sui prezzi, gli indici devono essere trasparenti nei metodi di calcolo e diffusione.

Al fine di facilitare la comparabilità dei securitised derivatives, Borsa Italiana ha posto delle linee guida per la standardizzazione di alcune loro caratteristiche. Ad esempio, i CW non possono avere una durata inferiore a tre mesi se esiste un prodotto derivato sulla stessa attività sottostante, e non possono avere una durata superiore a cinque anni. Tuttavia, Borsa Italiana può derogare a questa regola su richiesta motivata dell'emittente, a patto che vi siano sufficienti informazioni per determinare il prezzo. Inoltre, i CW e i certificates vengono esercitati automaticamente alla scadenza se sono in-the-money.

Per quanto riguarda i CW o i certificates su titoli azionari quotati, il numero totale di azioni sottostanti alla singola emissione non può eccedere il 2% del totale delle azioni in circolazione del medesimo titolo al momento della presentazione della domanda di ammissione. Se l'attività sottostante è un'azione, l'emittente deve informare l'ente emittente dell'attività sottostante dell'emissione.

Infine, gli emittenti dei securitised derivatives possono essere società o enti sia italiani che stranieri, sottoposti alla supervisione prudenziale della Banca d'Italia, o Stati ed Enti sovranazionali. L'emittente deve avere un patrimonio di vigilanza di almeno 25 milioni di euro e i suoi sistemi di gestione dei rischi devono essere in linea con le disposizioni di vigilanza prudenziale a cui è sottoposto. Devono inoltre essere resi pubblici e depositati, in conformità al diritto nazionale, i bilanci degli ultimi tre esercizi, di cui almeno l'ultimo deve essere accompagnato da un giudizio della società di revisione. L'ammissione alla quotazione non può essere

concessa se la società di revisione ha espresso un giudizio negativo o si è dichiarata impossibilitata a esprimere un giudizio.

1.4.1.2 Funzionamento del mercato

Borsa Italiana ha messo in atto specifiche politiche per il SeDeX al fine di mantenere una fluidità costante nel mercato, assicurando così la continuità delle transazioni e la presenza di riferimenti di prezzo stabili per ciascun strumento finanziario. Un ruolo centrale in questo processo è svolto dagli operatori specialisti, i quali sono tenuti a fornire in modo continuo offerte di acquisto e di vendita su tutte le serie quotate di loro competenza. Queste offerte non devono presentare una differenza superiore al massimo spread consentito e devono riguardare un volume minimo di titoli, come definito da Borsa Italiana. In caso di applicazione delle offerte esposte, gli specialisti sono tenuti a ripristinarle entro cinque minuti. Borsa Italiana vigila attentamente sul rispetto di questi impegni, e in determinate circostanze può intervenire con correzioni in tempo reale. L'incarico di specialista può essere svolto sia dall'entità che emette i certificates sia da un terzo soggetto aderente al mercato, designato dall'entità emittente.

Il SeDeX prevede un periodo di negoziazione ininterrotto, che va dalle 9:05 alle 17:25, senza una sessione di negoziazione post-orario (dalle 18:00 alle 20:30). Su SeDeX operano sia broker, che agiscono per conto dei clienti, sia dealer, che agiscono sia per conto dei clienti sia per conto proprio. Gli investitori finali, tramite intermediari autorizzati, possono inserire le proprie offerte di negoziazione, anche all'interno dello spread delle offerte di acquisto e vendita fornite dagli specialisti.

I contratti vengono conclusi attraverso un meccanismo automatico che abbina le offerte di acquisto e di vendita, ordinate secondo criteri di priorità basati sul prezzo e sul tempo. Durante la negoziazione continua, possono essere inserite offerte con o senza un limite di prezzo e possono essere specificate diverse condizioni di esecuzione. Ad esempio, può essere specificato che l'offerta è "valida fino a cancellazione" o che deve essere eseguita "tutto o niente". Se un securitised derivative scade conservando un valore residuo, viene automaticamente esercitato a scadenza, a meno che l'investitore non decida di rinunciare a tale diritto.

La liquidazione dei contratti eseguiti su SeDeX avviene tramite il sistema di regolamento gestito da Monte Titoli, il terzo giorno di Mercato aperto successivo alla data di conclusione dei contratti. Il prezzo di liquidazione per le azioni italiane è determinato dal prezzo di riferimento registrato il giorno precedente alla scadenza nel caso di esercizio a scadenza, oppure il giorno dell'esercizio nel caso di esercizio anticipato. Per gli indici FTSE Mib, il prezzo di liquidazione corrisponde al prezzo di apertura registrato il giorno di scadenza nel caso di esercizio a scadenza, o il giorno successivo nel caso di esercizio anticipato.

1.4.1.3 Controparti coinvolte

Il processo di emissione di un prodotto strutturato coinvolge vari attori, tra cui l'emittente (cioè il debitore), il lead manager (banca capofila) e, in alcune situazioni, un co-lead manager. Il lead manager gestisce le interazioni con l'emittente, si occupa del marketing del prodotto e della stesura della documentazione necessaria, come contratti e schede informative. Dopo l'emissione, il lead manager si occupa della quotazione del prodotto sul mercato secondario e della gestione dei rischi associati. Alla scadenza del prodotto, il lead

manager determina il tipo e l'importo del rimborso che verrà erogato all'investitore, basandosi sul profilo di rendimento del prodotto.

È importante notare che il lead manager non è sempre colui che emette il prodotto. Infatti, per ragioni fiscali, spesso si sceglie un'unità estera dello stesso istituto come emittente. Inoltre, se il lead manager non ha un rating creditizio adeguato, può coinvolgere un terzo istituto.

Un altro attore rilevante nel mercato dei prodotti strutturati è il co-lead manager. Questo può essere un istituto che, per varie ragioni, non può o non vuole operare direttamente sul mercato dei capitali. Per esempio, solo gli istituti più grandi sono in grado di offrire una vasta gamma di prodotti, prezzi competitivi e una gestione del rischio efficiente. Il co-lead manager si focalizza su una specifica parte della catena di creazione del valore e può spesso essere colui che dà l'impulso iniziale per l'emissione di un nuovo prodotto. Il co-lead manager può anche garantire l'acquisto di una parte specifica del volume di emissione.

La presenza di un co-lead manager può rappresentare un vantaggio significativo per gli investitori privati. Il co-lead manager può infatti concentrarsi su quei compiti in cui eccelle e ha la possibilità di mettere in competizione gli altri partecipanti al processo di emissione, scegliendo di volta in volta in base ai loro punti di forza e al prodotto specifico. Questa competizione può portare a una maggiore pressione sui prezzi rispetto se fosse lo stesso lead manager a lanciare il prodotto.

Tuttavia, nella scelta dell'emittente, un co-lead manager prudente non si baserà solo sul prezzo. Per ottenere un rapporto ottimale tra prezzo e prestazione, è necessario considerare anche le prestazioni del mercato secondario, la solvibilità degli emittenti e la qualità del servizio di assistenza offerto dal lead manager.

Infine, è importante sottolineare che quando un investitore acquista un prodotto strutturato, si espone a un rischio di controparte. L'affidabilità del pagamento promesso dipende dalla solidità finanziaria del debitore. Le agenzie di rating, come Moody's, Standard Poor's e Fitch, forniscono una misura della qualità creditizia assegnando un voto agli istituti finanziari basato su un'analisi dettagliata.

1.4.1.4 SeDeX

Il SeDeX è il segmento del mercato regolamentato della Borsa Italiana dedicato alla negoziazione di strumenti finanziari derivati securitizzati, come Covered Warrants e Certificates. Questo mercato è stato istituito per offrire agli investitori un ambiente regolamentato e trasparente per la negoziazione di tali strumenti, offrendo al contempo agli emittenti un mezzo per la diffusione e l'ampliamento della loro offerta di prodotti finanziari. Lo sviluppo del SeDeX¹⁷, come molte altre innovazioni finanziarie, è avvenuto in modo progressivo, con una serie di cambiamenti e innovazioni nel corso degli anni. Tutto ha avuto inizio nel 1998, quando furono quotati i primi Covered Warrant sul mercato azionario. Questo fu un passo importante che stabilì le basi per ulteriori evoluzioni nel mercato. Nel 1999, seguendo questa tendenza innovativa, si assistette alla quotazione dei primi benchmark sugli indici. L'anno successivo, nel 2000, vide la nascita di un mercato dedicato, noto come MCW. Questo mercato, in breve tempo, ha conosciuto una crescita esponenziale sia in termini di numero di Covered Warrant quotati che di volume di scambi. Nel 2002, vi fu un ulteriore avanzamento, con l'introduzione di una definizione autonoma di "Certificates" nel Regolamento di Borsa. Questo passo ha portato all'esordio dei primi

¹⁷ <https://www.borsaitaliana.it/cw-e-certificates/notiziedettaglio/brochurerebrandedmercato13.pdf>.

Leverage Certificates, ampliando ulteriormente le opzioni disponibili per gli investitori. Tuttavia, il vero cambiamento strutturale avvenne nel 2004 con la nascita di SeDeX, che sostituì l'MCW. SeDeX non era solo un nuovo mercato, ma rifletteva la crescente importanza dei Certificati rispetto ai Covered Warrant, sia in termini di denominazione che di segmentazione. Con la sua introduzione, si è visto un aumento delle diverse tipologie di certificates quotati e una maggiore diversificazione dei sottostanti disponibili. Questi sviluppi culminarono nel 2005, quando, per la prima volta nella storia del mercato, i volumi dei certificates superarono quelli dei Covered Warrant. L'anno successivo, il 2006, ha introdotto ulteriori sottostanti, come indici di paesi emergenti, tassi di interesse e nuove commodity. Inoltre, emergono nuove tipologie di Investment Certificates, come i Twin Win e gli Express. Il 2007 ha segnato un punto di svolta grazie all'entrata in vigore della MIFID, che ha portato un significativo impulso alle quotazioni sul mercato azionario secondario. In un contesto di crisi dei mercati nel 2008, i Certificati a capitale protetto o garantito sono diventati particolarmente popolari tra gli investitori, offrendo una certa sicurezza in tempi incerti. Il 2010 ha registrato un record sul mercato primario in termini di emissioni di Certificati e di fondi raccolti. È interessante notare che la maggior parte dei Certificato di Investimento sono stati quotati solo dopo un'offerta al pubblico, sottolineando l'importanza di tali strumenti per gli investitori. Nel 2012, i Certificati a leva fissa sono stati introdotti e hanno rapidamente guadagnato popolarità. Infine, nel 2013, il SeDeX ha adottato un nuovo modello di distribuzione dei Certificati, segnalando la continua evoluzione e adattamento del mercato in risposta alle esigenze degli investitori e alle condizioni economiche globali.

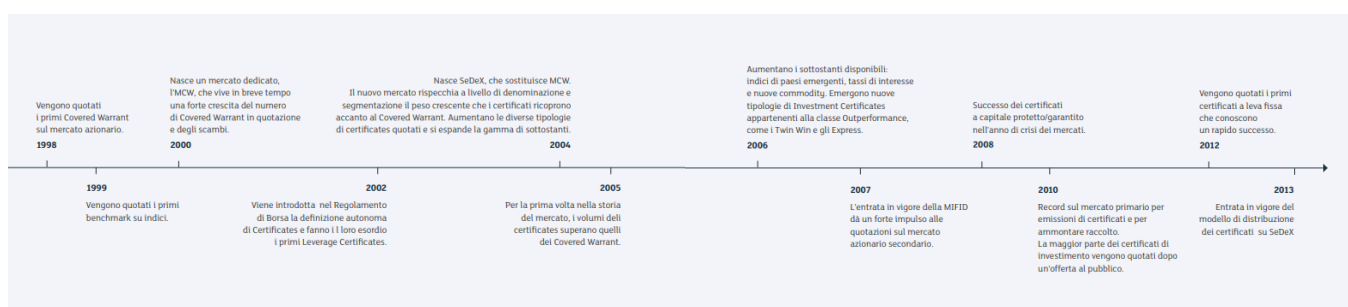


Figura 1.9 Sviluppo del mercato SeDeX. Fonte: Borsa Italiana

Uno degli aspetti distintivi di SeDeX rispetto ad altri mercati è la vasta gamma di prodotti negoziati. Questi vanno dai tradizionali Covered Warrants, che danno all'investitore il diritto, ma non l'obbligo, di acquistare o vendere un determinato sottostante a un prezzo prestabilito entro una data specifica, ai Certificates, che sono strumenti strutturati legati alle performance di un sottostante senza la necessità di esercizio.

1.4.1.5 Cert-X

Il Cert-X, a differenza del SeDeX, si focalizza prevalentemente sulla quotazione di Certificati d'investimento e altri prodotti finanziari strutturati che seguono un'offerta pubblica o che derivano da private placement. Questo mercato è noto anche per ospitare strumenti rivolti specificatamente a una clientela professionale e si distingue come piattaforma privilegiata per la quotazione di prodotti finanziari negoziati in valute diverse dall'euro. Nonostante queste specializzazioni, è importante sottolineare che entrambi i mercati, SeDeX e Cert-X, offrono una vasta gamma di derivati cartolarizzati.

1.5 Trattamento fiscale agevolato:

I prodotti strutturati possono rientrare, stando agli articoli 44 e 67 del DPR 917/86¹⁸, chiamato Testo unico delle imposte sui redditi (TUIR), nella categoria di redditi da capitale o redditi diversi. I redditi da capitale sono costituiti dall'ammontare interessi, utili o altri proventi percepiti nel periodo d'imposta che possono derivare da obbligazioni, azioni e altri titoli simili e si caratterizzano per essere certi nella realizzazione ma incerti nella quantità. Questi redditi possono essere o nulli o positivi, mai negativi. I redditi diversi comprendono i proventi realizzati mediante la negoziazione dei titoli, quindi da operazioni finanziarie che sono incerte sia nella quantità che nella realizzazione. Questo tipo di reddito, a differenza del precedente, può essere anche negativo. Il differente inquadramento legislativo in termini di redditi va a incidere sulla fiscalità applicabile allo strumento finanziario; quindi, in riferimento alla base imponibile. I redditi diversi vengono determinati al netto degli oneri inerenti alla loro generazione, permettendo la compensazione delle minusvalenze eventualmente presenti nello zainetto fiscale dell'investitore realizzate nei precedenti quattro periodi d'imposta. Viceversa, i redditi da capitale sono sempre soggetti ad una imposizione per l'intero ammontare lordo, senza possibilità di compensazione, quindi, vengono tassati sempre tassati nel momento in cui sono realizzati. I prodotti strutturati, come altri strumenti finanziari, sono tassati al 26%. In riferimento ai Certificati d'Investimento non tutti sono soggetti alla Tobin Tax, l'imposta sulle transazioni finanziarie¹⁹, istituita con la legge di stabilità per il 2013 (legge 228/2012). Gli unici Certificati soggetti a questa imposta sono i Certificati aventi come sottostante azioni italiane con capitalizzazione maggiore di 500 milioni e indici costituiti in prevalenza da questo tipo di azioni. Di conseguenza tutti i Certificati con sottostanti diversi non sono soggetti al pagamento di questa imposta. Sono inoltre esclusi dalla Tobin Tax i Certificato di Investimento comprati in fase di collocamento.

Considerando le obbligazioni strutturate gli interessi e gli altri proventi sono considerati redditi da capitale, mentre i proventi derivanti dalla negoziazione delle stesse sono considerati redditi diversi. I proventi dei Certificati d'Investimento invece, sono sempre considerati redditi diversi, sia che essi siano flussi cedolari sia che derivanti dalla negoziazione degli stessi, tranne nel caso dei Certificati a capitale protetto con premi incondizionati. In questa circostanza non c'è aleatorietà, di conseguenza la natura della plusvalenza è quella dei redditi da capitale. Il fatto che anche le cedole incondizionate dei Certificati a capitale condizionatamente protetto e non protetto siano considerate redditi diversi permette un vantaggio fiscale non indifferente. Tramite i flussi cedolari certi dei Certificati è possibile andare a compensare le minusvalenze eventualmente presenti nello zainetto fiscale. È importante notare come la banca con la quale si opera potrebbe non essere fiscalmente efficiente da questo punto di vista perché esistono 2 distinte modalità di calcolo del recupero di minusvalenze nei Certificati d'Investimento tramite il flusso cedolare. Le più efficienti compensano la minusvalenza non appena viene pagato il premio, mentre le altre riducono il prezzo medio di carico del Certificato dell'ammontare della compensazione, di conseguenza la compensazione avviene solamente a scadenza o in

¹⁸ https://www.agenziaentrate.gov.it/portale/documents/20143/270670/DPR+22+dicembre+1986+n+917+%28Tuir%29_Testo+unico+del+22_12_1986+n.+917.pdf/

¹⁹ <https://www.agenziaentrate.gov.it/portale/it/web/guest/schede/pagamenti/imposta-sulle-transazioni-finanziarie/infogen-imposta-transazioni-finanziarie>

caso di vendita anticipata. Nel secondo caso, la compensazione è differita nel tempo, di conseguenza non si ha la certezza di compensarla dato che il valore del Certificato potrebbe scendere e far realizzare una perdita. I Certificati d'Investimento, nonostante siano cartolarizzati, non comportano un iniziale impiego del capitale dell'investitore. Infatti, l'importo versato al momento della sottoscrizione dei titoli non viene dato in prestito all'emittente. Di conseguenza, tale somma non può essere assoggettata alla rigida disciplina dell'articolo 11 del TUF. Il sottoscrittore non ha alcun diritto di recuperare le somme versate all'emittente in relazione al Certificato, né ha il diritto di ricevere interessi su tale somma. L'importo pagato rappresenta esclusivamente il costo necessario per acquisire l'attività, il parametro o il bene sottostante. Pertanto, tale investimento iniziale non ha lo scopo di trasferire alla controparte un capitale per il suo sfruttamento economico, ma costituisce il prezzo di una prestazione futura a cui l'emittente si impegna. L'importo di tale prestazione sarà determinato dall'andamento del prezzo del bene, parametro o indice utilizzato come riferimento nel contratto. In questo contesto, i Certificati rappresentano una forma particolare di contratto a termine, essendo riconducibili ai rapporti che generano l'obbligo di ricevere o effettuare pagamenti futuri collegati all'andamento di strumenti finanziari, valute estere, metalli preziosi o merci sottostanti.

È bene specificare che i Certificati d'Investimento sono titoli al portatore, e non titoli nominativi, di conseguenza in caso di conti cointestati le plusvalenze maturate che potrebbero andare a compensare le minusvalenze vanno divise per il numero di cointestatari, anche se alcuni potrebbero non avere minusvalenze da compensare.

1.6 L'importanza delle date:

1.6.1 Tappe fondamentali

Prendendo in considerazione i Certificati d'Investimento sono molto importanti le date. La vita di un Certificato è contrassegnata da una serie di tappe che sono fondamentali.

1.6.1.1 *Date di Collocamento*

Le date di collocamento corrispondono al periodo di tempo durante il quale l'emittente stabilisce che è possibile sottoscrivere i Certificati. Questa fase corrisponde alla collocazione sul mercato primario. I collocamenti possono essere sottoscritti da qualsiasi banca o essere in esclusiva. Il periodo di collocamento è variabile da qualche giorno fino a intere settimane. Al termine di questo periodo, l'emittente comunica l'esito del collocamento e attribuisce ai richiedenti i Certificati, definendo così l'ammontare dell'emissione. La data di inizio collocamento e di fine collocamento sono indicate nella documentazione d'offerta.

1.6.1.2 *Strike Date*

La Data di Strike corrisponde alla data in cui il sottostante fissa il livello di valutazione iniziale. È una delle date più importanti perché sul valore fissato a questa data si valuta il payoff del Certificato nonché le barriere, se presenti.

1.6.1.3 *Data di Emissione e Regolamento*

La data di Emissione è la data in cui "nasce" effettivamente il Certificato. Solitamente questa data coincide con la data di regolamento, cioè la data in cui il Certificato viene messo a disposizione dell'investitore.

1.6.1.4 Date di osservazioni intermedie e di valutazione finale

Nei Certificati d'Investimento possono essere presenti date di osservazione intermedie, oltre alla data di valutazione finale. Le date di osservazione possono fare riferimento alle date in cui viene valutato il pagamento del premio, o la possibilità di effettuare l'autocall oppure in cui vengono valutate altri possibili scenari a seconda del tipo di Certificato (ad esempio l'effetto lock in). Queste date, come la data di valutazione finale sono fissate alla creazione del prodotto e sono indicate nella documentazione d'offerta. Possono essere mensili, trimestrali, semestrali o annuali. La data di valutazione finale è il giorno in cui verrà fissato il valore finale del sottostante e indica l'importo di rimborso a scadenza.

1.6.1.5 Date di pagamento e scadenza

Le date di pagamento e di scadenza sono successive alle relative di osservazione intermedie e di valutazione finale. Qualora alla data di osservazione intermedia di riferimento il sottostante si trovi al di sopra della barriera premio, alla data di pagamento relativa il Certificato pagherà l'ammontare previsto. In caso contrario non sarà corrisposto alcun importo. Alla data di scadenza verrà corrisposto l'importo fissato nella data di valutazione finale.

1.6.1.6 Record Date, Cum Date ed Ex-Date

Generalmente tra la data di osservazione (che sia intermedia o finale) e la relativa data di pagamento passa una settimana, più precisamente 5 giorni lavorativi. Questo dà il tempo agli emittenti di rilevare gli effettivi detentori del Certificato. La Record Date è la data contabile al termine della quale si rileva la titolarità dei Certificati e stabilisce chi ha diritto a ricevere il pagamento del premio o del rimborso. La Record Date è solitamente indicata nei Final Terms del prodotto, e corrisponde a 1 o 2 giorni precedenti alla data di pagamento. Da questa data di possono ricavare la Cum Date e la Ex-Date. Acquistando in questa data non si ha più diritto a ricevere il premio. Di conseguenza è importante conoscere quale sia l'ultima data in cui è possibile acquistare il Certificato per avere diritto al pagamento del premio. Questa data è la Cum Date e corrisponde a 2 giorni lavorativi precedenti alla Record Date. Acquistando in questa data si ha ancora diritto a ricevere il premio (se alla data di valutazione il sottostante si trovava sopra la barriera premio o se è un premio incondizionato). L'Ex-Date corrisponde al giorno precedente la Record Date e il prezzo del Certificato incorpora già lo stacco del premio, di conseguenza acquistando a questa data non si ha diritto a ricevere il premio. Passando 1 o 2 giorni da quando viene fissata la valutazione del sottostante fino a quando il Certificato inizia a quotare al netto del pagamento del premio. Questo non permette un arbitraggio dato che acquistando alla Cum Date e rivendendolo alla Ex-Date è vero che si ottiene il pagamento del premio ma il valore di vendita del Certificato sarà inferiore al prezzo di acquisto esattamente dell'ammontare del premio pagato. Questo naturalmente considerando invariate tutte le altre variabili. Può essere interessante comprare alla Cum Date e rivendere alla Ex-Date quando si ha la certezza di ricevere il premio se si hanno delle minusvalenze nello zainetto fiscale che si intende posticipare. In questo modo con il premio andremo a compensare le minusvalenze in scadenza presenti nello zainetto fiscale. Vendendo immediatamente il Certificato si registrerà una perdita dell'ammontare del premio che potrà essere compensata entro 4 anni. Facendo così le minusvalenze in scadenza sono state posticipate e si ha a disposizione più tempo per poterle recuperare. Questa

strategia non è esente da costi. Bisogna considerare il bid/ask spread, cioè il differenziale tra il prezzo di acquisto e di vendita. In genere per i Certificati d'Investimento il bid/ask spread è dell'1%.

Di seguito una tabella riassuntiva²⁰ relativa a queste date per alcuni emittenti:

Emittente	Data di Osservazione	Cum-Date	Ex-date	Record date	Data di Pagamento
BNP Paribas	t	t + 1	t + 2	t + 3	t + 5
Vontobel	t	t + 1	t + 2	t + 3	t + 5
Unicredit	t	t + 2	t + 3	t + 4	t + 5
UBS	t	t + 2	t + 3	t + 4	t + 5
Leonteq	t	t + 2	t + 3	t + 4	t + 5
IMI	t	t + 2	t + 3	t + 4	t + 5
Société Générale	t	t + 2	t + 3	t + 4	t + 5
Citigroup	t	t + 2	t + 3	t + 4	t + 5
Goldman Sachs	t	t + 2	t + 3	t + 4	t + 5
Credit Suisse	t	t + 2	t + 3	t + 4	t + 5
Natixis	t	t + 3	t + 4	t + 5	t + 6
Barclays	t	t + 2	t + 3	t + 4	t + 5
Cirdan Capital (Smart ETN)	t	t + 2	t + 3	t + 4	t + 5

Tabella 1.2 Date Rilevanti dei Certificati d'Investimento divise per Emittenti. Rielaborazione dati Free Finance

1.7 Vantaggi e Rischi:

I prodotti strutturati, e in particolare i Certificati d'Investimento sono molto variabili. Ogni struttura ha le sue peculiarità, con svantaggi e vantaggi. Più in generale però questi prodotti hanno degli elementi comuni a tutti a cui possono essere associati dei vantaggi e dei rischi.

1.7.1 Vantaggi

I vantaggi di investire in prodotti strutturati possono essere molteplici. Di seguito alcuni dei principali:

1.7.1.1 Flessibilità

I prodotti strutturati sono degli strumenti molto flessibili che permettono di realizzare l'aspettativa dell'investitore tramite la strutturazione di uno specifico prodotto andando a realizzare precisamente quella visione. Questo è ottimale per gli investitori con determinate esigenze che non riescono ad essere completamente soddisfatte con altri tipi di strumenti. Questo tipo di strumenti possono adattarsi ad ogni condizione di mercato, e non solo, come ad esempio le azioni, ad un mercato rialzista. Oltre a questo, la flessibilità sta nel fatto che questi strumenti possono adattarsi al profilo di rischio di ogni investitore, dal più conservativo al più aggressivo. Per questa ragione ci sono strumenti come gli equity Protection che vengono acquistati da investitori avversi al rischio, strumenti come i bonus che vengono acquistati da investitori più neutrali al rischio e, infine, strumenti come turbo che vengono acquistati da investitori propensi al rischio.

1.7.1.2 Varietà

I prodotti strutturati possono avere i sottostanti più disparati, non solo azioni o indici. Questo permette all'investitore retail di avere accesso a tutti i mercati in cui desidera esporre il suo portafoglio. Questo tipo di investimenti possono essere statici o dinamici ma seguono sempre delle regole definite al momento della

²⁰ <https://freefinance.biz/la-record-date-e-le-date-rilevanti-per-la-cedola-di-un-certificato-tutto-quello-che-ce-da-sapere/>

creazione del prodotto. Il grande vantaggio di questa varietà è che permette di accedere, direttamente o indirettamente, a investimenti generalmente riservati a grandi investitori o a investitori istituzionali.

1.7.1.3 Flusso Cedolare

I prodotti strutturati possono garantire un flusso cedolare certo o condizionato all'investitore. Questo può essere molto vantaggioso per chi ha delle esigenze di ricevere un'entrata passiva per le sue più disparate esigenze.

1.7.1.4 Efficienza fiscale

Come visto in precedenza i prodotti strutturati producono redditi diversi; quindi, permettono, sia con il flusso cedolare che con un guadagno in conto capitale, di andare a compensare le minusvalenze eventualmente presenti in portafoglio.

1.7.1.5 Strategie applicabili

I prodotti strutturati possono seguire diverse strategie d'investimento più o meno complesse che l'investitore retail potrebbe non essere in grado di realizzare da solo. Da questo punto di vista permettono a tutti di accedere alle competenze d'investimento delle banche emittenti.

1.7.1.6 Rendimenti asimmetrici

I prodotti strutturati hanno dei rendimenti asimmetrici, cioè a fronte dello stesso rischio hanno un guadagno più elevato o a parità di guadagno offrono una protezione maggiore. Questo permette di migliorare l'efficienza del portafoglio rendendo. Questi sono tipici delle opzioni ma al contrario di queste ultime i Certificati possono essere liberamente acquistati sul mercato e non richiedono margini di garanzia. Investendo in prodotti strutturati non è possibile perdere più del capitale investito, cosa che può accadere con le opzioni o altri strumenti.

1.7.2 Rischi

Nonostante i molti vantaggi dei prodotti strutturati ci sono anche dei rischi. Di seguito alcuni dei principali:

1.7.2.1 Rischio emittente

Il rischio emittente fa riferimento alla possibilità che l'ente che emette un prodotto strutturato, come un Certificato, non sia in grado di soddisfare i propri obblighi finanziari, in particolare quelli di rimborsare gli investitori alla scadenza dell'investimento. Questo rischio è intrinseco ai securitised derivatives, poiché sono titoli emessi da banche o altri intermediari finanziari. La solvibilità di un Certificato non è garantita dall'attività sottostante ma esclusivamente dalla solidità patrimoniale dell'ente emittente. Di conseguenza, se l'emittente dovesse trovarsi in difficoltà finanziarie, gli investitori potrebbero non ricevere il rendimento atteso o, nel peggiore dei casi, perdere l'intero investimento.

1.7.2.2 Rischio di mercato

Il rischio di mercato, spesso definito anche come rischio sottostante, riguarda la possibilità di perdita dovuta alle variazioni avverse del valore dell'attività sottostante, come azioni, indici o altri asset. Poiché il valore di strumenti come i Certificati è strettamente legato all'andamento dell'attività sottostante, gli investitori sono esposti alle fluttuazioni di tale asset. Il rendimento di questi strumenti non può essere predeterminato, e in presenza di un andamento negativo del sottostante, il valore dell'investimento può diminuire notevolmente, fino ad azzerarsi in alcuni casi.

1.7.2.3 Rischio liquidità

Il rischio liquidità si riferisce alla capacità di vendere rapidamente un investimento senza subire una perdita significativa. Sebbene Borsa Italiana imponga alcune regole per garantire una certa liquidità di Certificati, quali limiti sulla quantità e sul differenziale tra i prezzi di acquisto e vendita, non vi è garanzia assoluta di poter liquidare l'investimento prima della sua scadenza senza perdite. In periodi di turbolenza del mercato o in situazioni particolari, la liquidità di certi prodotti strutturati può ridursi, rendendo difficile per gli investitori vendere la loro posizione.

1.7.2.4 Rischio cambio

Quando un prodotto strutturato, come un Certificato, ha un'attività sottostante denominata in una valuta diversa da quella di denominazione del prodotto stesso, gli investitori sono esposti al rischio cambio. Questo rischio si verifica a causa delle fluttuazioni nei tassi di cambio tra le due valute. Ad esempio, se l'attività sottostante è denominata in dollari statunitensi, ma il Certificato è denominato in euro, le variazioni nel tasso di cambio tra euro e dollaro influenzeranno il valore del prodotto strutturato, indipendentemente dall'andamento dell'attività sottostante. Questo rischio può comunque essere coperto con delle opzioni Quanto.

2. STRUTTURAZIONE

Per comprendere effettivamente i Certificati d'Investimento è necessario comprendere nel dettaglio tutte le sue componenti; per fare questo è possibile cercare di imparare come vengono strutturati. Generalmente i Certificati sono una combinazione ben precisa di opzioni (plain vanilla ed esotiche) che vanno a definire una precisa strategia. Alla componente opzionaria può essere affiancata anche una componente obbligazionaria. Comprendere la strutturazione permette di conoscere quali sono le opzioni che vanno a formare il Certificato, come si comportano queste in diversi scenari di mercato e permette di capire come varia il prezzo delle stesse al mutare di determinate variabili.

La strutturazione di un Certificato d'Investimento tiene conto di tutte queste variabili al fine di costruire in maniera sintetica il profilo di rischio/rendimento dello strumento. Questa è di per sé un'opera di ingegneria finanziaria che permette di creare determinati payoff, che possono essere migliori o peggiori a seconda dei livelli delle variabili in quel momento. A seconda di queste è preferibile strutturare Certificati che sono più adatti in quel contesto di mercato e che permettono di avere, a parità di altre condizioni, un payoff migliore o in termini di rendimento o in termini di rischio. Un'adeguata strutturazione permette significativi vantaggi in termini di qualità del prodotto.

Lo strutturatore non va ad esporsi ai rischi derivanti dal Certificato, ma quando va a strutturare il prodotto deve fare un'attività di hedging tale da essere neutro all'andamento dello stesso. Naturalmente può essere molto complesso arrivare ad un hedging del 100% su ogni prodotto, ma più si avvicina ad un hedging completo minori sono le possibilità di avere una perdita. L'hedging deve avvenire sia nel momento della creazione del prodotto sia durante la vita dello stesso nel caso in cui avvengano transazioni sul mercato secondario. L'emittente fornendo servizio di market making va ad aumentare o ridurre le quote del Certificato che ha a seconda della richiesta del mercato; di conseguenza, al variare delle stesse, deve andare a coprirsi in maniera differente. Il fine dello strutturatore non è tenere in pancia il rischio del prodotto che va a creare ma andare a creare un prodotto adatto agli investitori con un determinato grado di rischio. Da questo punto di vista strutturare un prodotto troppo complesso o che non rispecchia le esigenze degli investitori non è conveniente perché non verrebbe apprezzato dal mercato. C'è quindi un trade off tra complessità del prodotto e commerciabilità dello stesso. La vendita del prodotto sul mercato permette di rientrare dei costi di strutturazione del prodotto; di conseguenza l'emittente, che, come già visto, non è esposta al rischio derivante dal prodotto strutturato, è esposta al rischio di non collocare il prodotto sul mercato e di non rientrare dei costi sostenuti per la strutturazione dello stesso.

2.1 Componente opzionaria:

I Certificati d'Investimento sono spesso definiti come pacchetti di opzioni perché vengono strutturati combinando opzioni diverse al fine di raggiungere una strategia ben definita che possa portare a un payoff predeterminato. Queste strategie possono essere più o meno complesse. È necessario comprendere quali siano le opzioni sottostanti ai diversi Certificati d'Investimento per poter comprendere gli stessi e i relativi movimenti di prezzo. Esistono molti tipi di opzioni, ma è possibile partire dalla macro divisione di opzioni

Plain Vanilla e Opzioni Esotiche basandosi sulla complessità e la liquidità delle stesse. Le opzioni Esotiche hanno dei payoff che dipendono da eventi più complessi (come barriere, path-dependent, target range, etc.) e/o da un basket di sottostanti, che, quindi, si contrappongono alle opzioni Plain Vanilla che sono la versione standard delle opzioni (call e put). Le opzioni possono essere anche suddivise in base al loro diritto di esercizio. Le opzioni Europee hanno il diritto di opzione solamente a scadenza, le opzioni Americane possono essere esercitate sempre durante la vita del prodotto, e, infine, le opzioni Bermuda possono essere esercitate a determinate date di osservazione prefissate.

Generalmente il prezzo di un'opzione si articola in 2 componenti: il valore intrinseco e il valore temporale. Il valore intrinseco non corrisponde al fair value dell'opzione tranne a scadenza perché c'è la possibilità che il sottostante si muova nel verso opposto e che faccia cambiare lo scenario di profitto associato. All'avvicinarsi della scadenza questi 2 valori tenderanno a coincidere. Il fair value calcolato come la differenza tra il prezzo dell'opzione e il valore intrinseco della stessa esiste perché le opzioni non hanno un payoff lineare.

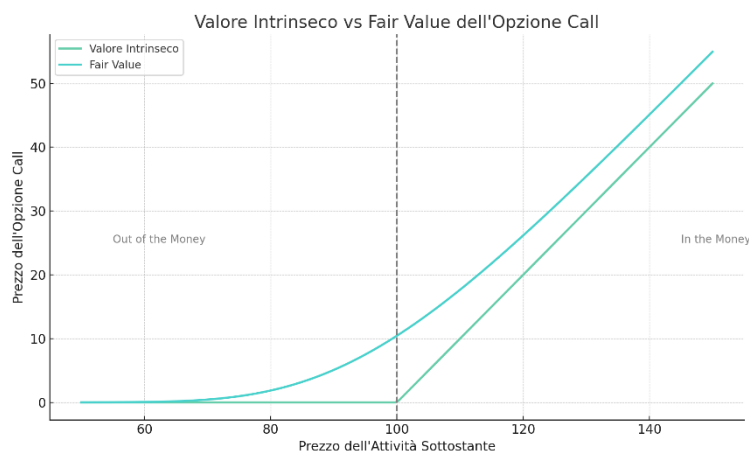


Figura 2.1 Valore Intrinseco VS Fair Value di un'Opzione Call

2.1.1 Opzioni Plain Vanilla

Come visto precedentemente le Opzioni Plain Vanilla sono le opzioni più semplici e le più diffuse e si dividono in call e put. Acquistando un'opzione call si ha il diritto a comprare il sottostante a un determinato prezzo e in un certo momento. Acquistando un'opzione put si ha il diritto a vendere il sottostante a un determinato prezzo e in un certo momento. Nel caso della call l'opzione verrà esercitata solo nel caso in cui il prezzo a scadenza è maggiore dello strike price così da poter comprare il sottostante a un prezzo minore di quello di mercato, ottenendo un profitto. Nel caso della put verrà esercitata solo se è minore. La controparte che è andata short sulla call o sulla put non ha il diritto, ma ha l'obbligo di vendere (call) o acquistare (put) il sottostante allo strike price se l'opzione viene esercitata. La controparte ha l'obbligo e non il diritto perché ha ricevuto un premio a fronte del quale ha rinunciato alla scelta. Il guadagno massimo per chi vende il diritto di acquistare o vendere corrisponde al premio; mentre la perdita è potenzialmente infinita per la call e limitata al 100% del valore del sottostante per la put. Lo scenario opposto riguarda chi paga il premio ed acquisisce il diritto di comprare o vendere perché la massima perdita che può subire è il premio mentre il guadagno è potenzialmente infinito per la call e limitato al 100% del valore del sottostante per la put. Come è possibile vedere dal grafico, facendo il confronto con il payoff che si sarebbe ottenuto investendo direttamente nel sottostante, quando nella call si esercita l'opzione allora il guadagno è inferiore rispetto a quello che si sarebbe ottenuto investendo nel

sottostante (esattamente del premio pagato) ma la perdita possibile che avremmo potuto ottenere era limitata. Naturalmente potendo sfruttare l'effetto leva delle opzioni avremo un rischio/rendimento diverso. In formule il payoff di una Long Call e di una Long Put sono calcolati come segue:

$$\Pi_{Long\ Call} = \text{MAX}(0; \text{Spot Price} - \text{Strike Price}) - \text{Premio}$$

[Formula 2.1]

$$\Pi_{Long\ Put} = \text{MAX}(\text{Strike Price} - \text{Spot Price}; 0) - \text{Premio}$$

[Formula 2.2]

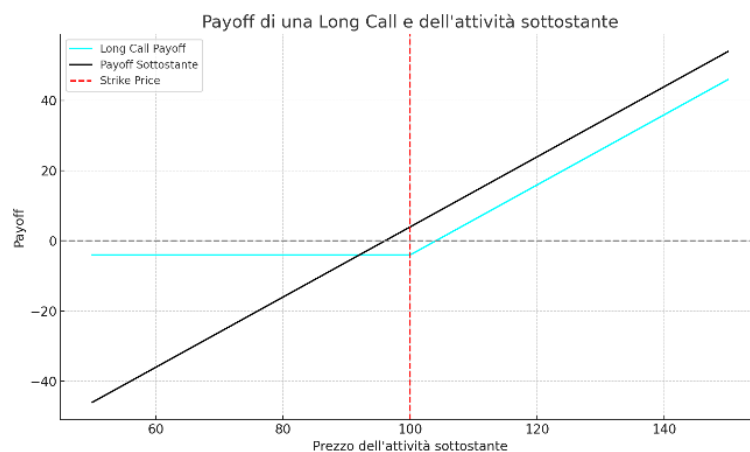


Figura 2.2 Payoff di una Long Call e dell'Attività sottostante

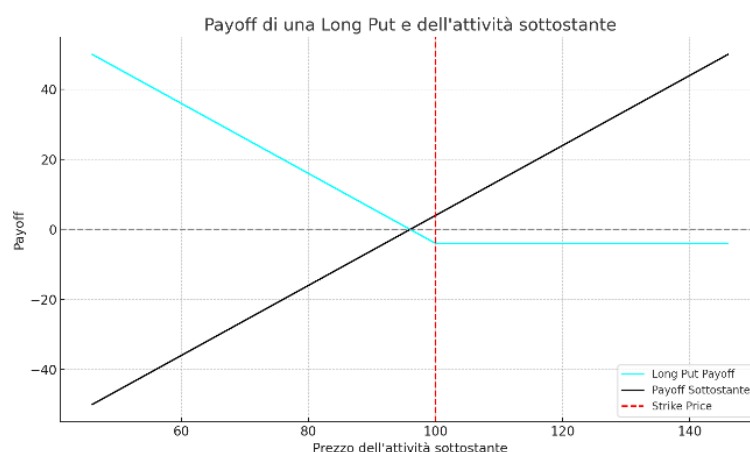


Figura 2.3 Payoff di una Long Put e dell'Attività sottostante

Nei Certificati d'investo viene spesso inserita un'opzione call con strike 0; cioè un'opzione che replica linearmente l'andamento del sottostante (senza dividendi), generalmente negoziata sul mercato OTC²¹. È un tipo di opzione sempre in the money che proprio perché è senza dividendi avrà un costo minore dell'acquisto dell'azione stessa. Nei Certificati con barriera entra in gioco per seguire l'andamento del sottostante quando lo spot price va sotto il livello barriera e il Certificato deve replicare linearmente l'andamento del sottostante. Il payoff di un'opzione call con strike 0 è dato dalla seguente formula:

$$\Pi_{Call\ strike\ 0} = \text{Spot Price} - \text{Strike Price} = \text{Spot Price} - 0 = \text{Spot Price}$$

[Formula 2.3]

²¹ Mercato Over The Country

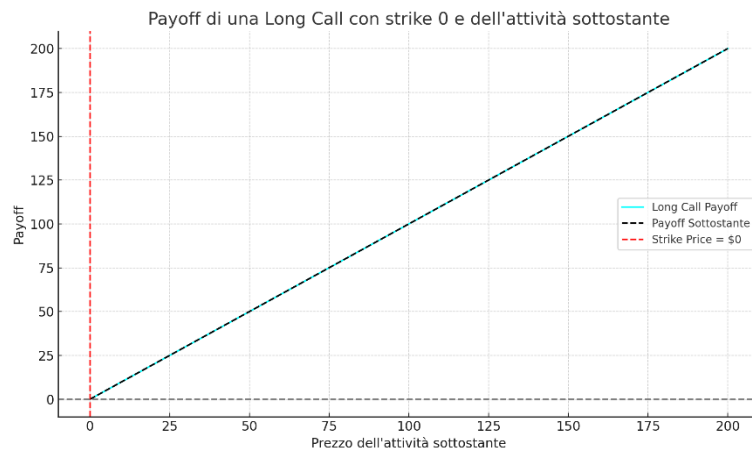


Figura 2.4 Payoff di una Long Call con Strike 0

Oltre a quest'opzione può essere utilizzata l'opzione call con strike pari al Cap. Vendendo questa opzione ci si finanzia permettendo di comprare altri tipi di opzioni che vanno a creare maggiore protezione del Certificato ma limitando il guadagno massimo del Certificato al Cap. Il payoff di un'opzione call con strike pari al Cap è dato dalla seguente formula:

$$\Pi_{Call\ strike\ Cap} = \text{MAX}(Spot\ Price - Strike\ Price; 0)$$

[Formula 2.4]

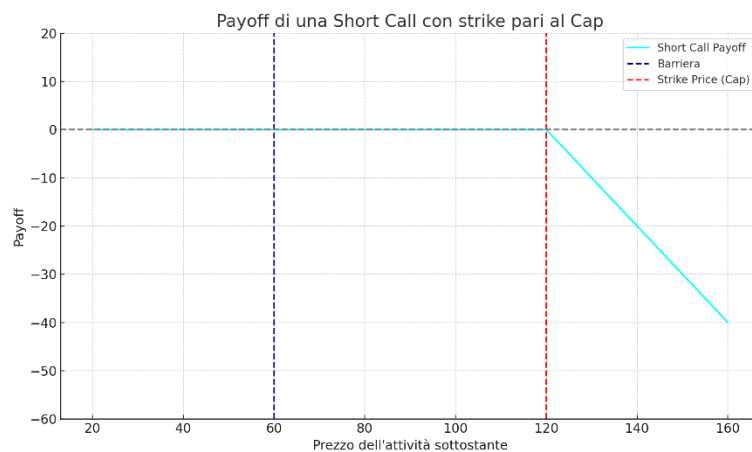


Figura 2.5 Payoff di una Short Call con Strike pari al Cap

Generalmente nei Certificati vengono usate maggiormente le Opzioni Esotiche rispetto alle opzioni Plain Vanilla perché permettono di ottenere strutture e payoff più particolari per venire incontro a tutte le esigenze del mercato.

2.1.2 Opzioni Esotiche

La complessità delle Opzioni Esotiche risiede nel fatto che possono avere payoff non convenzionali. Sono opzioni non accessibili agli investitori retail; di conseguenza se si vuole avere accesso ad un determinato payoff è necessario che un intermediario finanziario vada a strutturare un prodotto come un Certificato d'Investimento che vada ad utilizzare questo tipo di opzioni per generare il payoff desiderato e che lo venda sul mercato regolamentato. Come visto precedentemente ci possono essere opzioni path dependent e non path dependent. Nelle seconde l'esercizio dell'opzione dipende solamente dal prezzo dell'attività sottostante a scadenza, mentre nelle prime bisogna considerare anche la performance durante la vita della stessa. Esistono opzioni esotiche come quelle Barriera che possono essere di entrambi i tipi. Questa differenza è data dal tipo di

opzione scelta visto che le opzioni barriera europee sono di tipo non path dependent, quindi vengono valutate solo a scadenza, mentre le opzioni barriera americane hanno date di valutazione durante la vita del prodotto, di conseguenza sono path dependent. Le differenze nelle componenti di queste opzioni si riflettono sulla strutturazione di Certificati d'Investimento andandone a modificare i payoff.

2.1.2.1 Low Exercise Price Options

I Low Exercise Price Options (LEPO) sono uno dei principali componenti utilizzati per la costruzione di Prodotti Strutturati. Un LEPO è semplicemente un'Opzione Call convenzionale con un prezzo di esercizio vicino allo zero (solitamente 0,01). Pertanto, il LEPO è in the money e ha un Delta che è vicino a uno. Ciò significa che il valore dell'opzione replica le fluttuazioni del prezzo del sottostante quasi uno a uno. In altre parole, il LEPO è un contratto sostitutivo per l'azione "sottostante". A differenza di un investimento diretto, l'investitore in un LEPO rinuncia ai rendimenti dei dividendi regolari. Per compensare questo, il prezzo del LEPO include uno sconto che riduce il prezzo del LEPO al valore attuale dei dividendi previsti durante la scadenza. Un LEPO è particolarmente interessante quando le aspettative di dividendo sono elevate e i tassi di interesse sul mercato sono bassi. In tali casi, lo sconto incluso nel LEPO è significativamente più alto rispetto al prezzo del sottostante. A causa della maggiore differenza tra il prezzo del sottostante e il LEPO, è disponibile più denaro per la strategia dell'opzione. Durante il suo ciclo di vita, il LEPO diminuisce di valore quando i tassi di interesse scendono e i dividendi aumentano. Questo effetto diminuisce a un ritmo sempre maggiore man mano che il tempo rimanente alla scadenza diventa sempre più breve.

2.1.2.2 Opzioni Barriera

Le opzioni Barriera sono un tipo di opzioni la cui dinamica di rimborso è legata alla rottura o meno del livello barriera da parte del sottostante. Le opzioni Barriera sono molto utilizzate per la creazione dei Certificati d'Investimento e permettono la protezione condizionata del capitale. Le opzioni barriera più conosciute sono le opzioni Knock-Out e Knock-In sia Down che Up. Un'opzione knock-out diventa inutile se il prezzo dell'attività sottostante raggiunge un certo livello prestabilito prima della scadenza. Una volta che il prezzo dell'attività sottostante raggiunge la barriera, l'opzione knock-out si azzerà e non può più essere esercitata, indipendentemente da dove si trova il prezzo del sottostante alla scadenza. Un'opzione knock-in inizia come un'opzione inattiva e diventa attiva solo se il prezzo dell'attività sottostante raggiunge la barriera prima della scadenza. Se la barriera non viene raggiunta durante la vita dell'opzione, l'opzione scade senza valore. Le opzioni di tipo Down hanno una barriera posta a un livello inferiore dello strike, mentre quelle di tipo up hanno una barriera superiore allo strike. Rispetto alle opzioni Plain vanilla questo tipo di opzioni costano meno dato che con le opzioni classiche il massimo che si può perdere è il premio mentre con questo tipo di opzioni, se viene rotta la barriera, si può perdere anche tutto il capitale investito.

Tipo di Opzione	Posizionamento Barriera	Effetto della Barriera sul Payoff	
		Toccata	Non Toccata
Down and Out Call	Sotto lo Spot	Senza Valore	Call
Down and In Call	Sotto lo Spot	Call	Senza Valore
Up and Out Call	Sopra lo spot	Senza Valore	Call
Up and In Call	Sopra lo spot	Call	Senza Valore
Down and Out Put	Sotto lo Spot	Senza Valore	Call
Down and In Put	Sotto lo Spot	Put	Senza Valore

Up and Out Put	Sopra lo spot	Senza Valore	Put
Up and In Put	Sopra lo spot	Put	Senza Valore

Tabella 2.1 Effetti sulle Opzioni Barriera

2.1.2.2.1 Knock Up and In

Un'opzione di tipo Barriera Knock Up and In viene attivata solo se il prezzo del sottostante tocca la barriera definita inizialmente. Verificatosi questo evento l'opzione assume lo stesso payoff di un'opzione plain vanilla (call o put). Se non dovesse attivarsi l'evento barriera verrebbe perso il premio. Per avere un payoff, il prezzo del sottostante deve innanzitutto superare la barriera e, successivamente, essere al di sopra (call) o al di sotto (put) del prezzo d'esercizio alla scadenza.

2.1.2.2.2 Knock Up and Out

Questo tipo di opzione scade e diventa privo di valore se viene toccata la barriera. Se la barriera non viene raggiunta, l'opzione funzionerà come una tradizionale opzione europea.

2.1.2.2.3 Knock Down and In

Un'opzione di tipo Barriera Knock Up and Out diventa attiva soltanto quando il prezzo del sottostante scende al di sotto di un determinato livello (barriera) stabilito. Se la barriera non viene raggiunta durante la vita dell'opzione, l'opzione scade priva di valore. Allo stesso modo dell'opzione Knock Up and In, una volta attivata, l'opzione darà diritto a un payoff solo se il prezzo del sottostante si trova al di sopra (call) o al di sotto (put) del prezzo d'esercizio alla scadenza.

2.1.2.2.4 Knock Down and Out

Questo tipo di opzione scade e diventa privo di valore se viene toccata la barriera, mentre se non viene toccata l'investitore possiede, di fatto, un'opzione con caratteristiche identiche a quelle di un'opzione europea con lo stesso prezzo d'esercizio e scadenza. Sono le opzioni barriera più usate nei Certificati d'Investimento.

2.1.2.3 Opzioni Airbag

L'effetto Airbag viene applicato a determinati tipi di Certificati d'Investimento e permette di subire una perdita inferiore nel caso di rottura al ribasso della barriera di protezione. A differenza dell'opzione con barriera il suo valore non è nullo quando questa viene toccata bensì inizia a diminuire con il diminuire del valore del sottostante meno che proporzionalmente permettendo di perdere meno. Il payoff di un'opzione airbag dipende dalla struttura specifica dell'opzione e dalle condizioni contrattuali stabilite tra le parti. Un'opzione airbag tende a costare di più rispetto a un'opzione vanilla con le stesse caratteristiche. Tuttavia, può offrire una protezione preziosa in mercati volatili o in situazioni in cui gli investitori sono particolarmente preoccupati per le forti oscillazioni dei prezzi. detenere le seguenti combinazioni di opzioni:

- Una posizione al rialzo su un'opzione call con un prezzo d'esercizio (strike price) di zero. Questo è analogo all'acquisto diretto dell'attività sottostante.
- Una posizione al rialzo su un'opzione put con un prezzo d'esercizio che corrisponde al valore iniziale di riferimento dell'attività sottostante.
- Una posizione ribassista su un'opzione put con un prezzo d'esercizio che corrisponde al livello di protezione, e una quantità determinata dal rapporto di protezione.

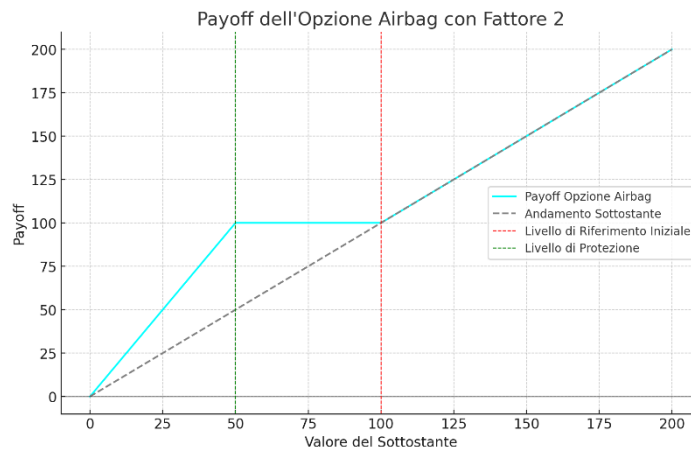


Figura 2.6 Payoff di un'Opzione Airbag con fattore 2

2.1.2.4 Opzioni Digital

Le opzioni Digitali sono chiamate anche opzioni binarie perché se la barriera viene toccata alla data di valutazione allora il premio viene pagato altrimenti no. Questo tipo di opzioni sono Cash or Nothing. Oltre al premio possono essere date delle azioni, sempre secondo la stessa modalità e per questo tipo si usano gli Asset or Nothing.

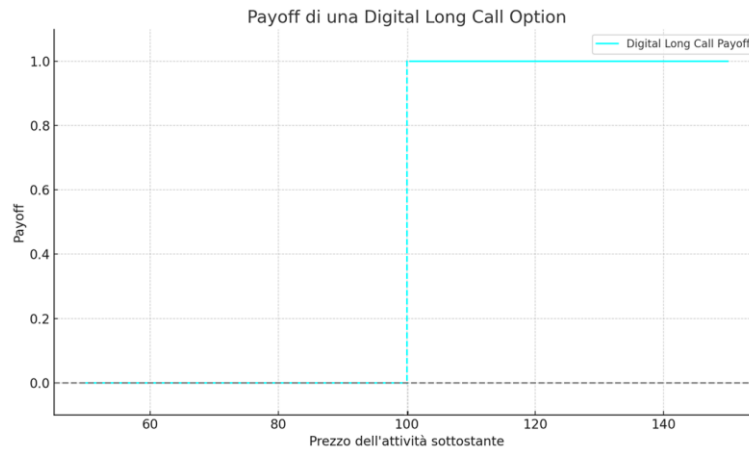


Figura 2.7 Payoff di un'Opzione Long Call Digital

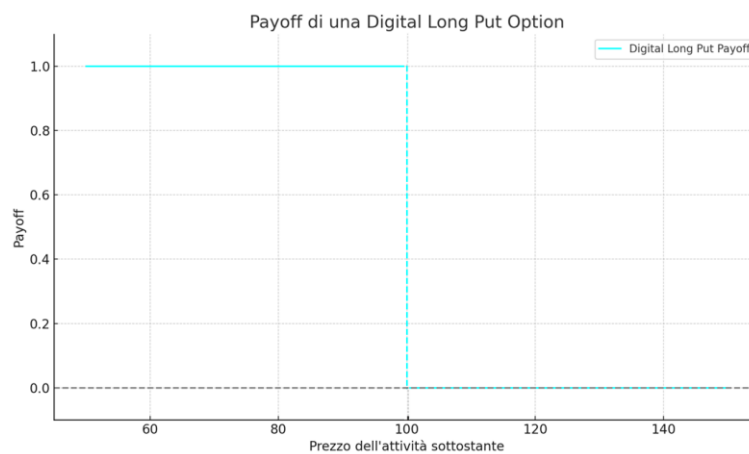


Figura 2.8 Payoff di un'Opzione Long Put Digital

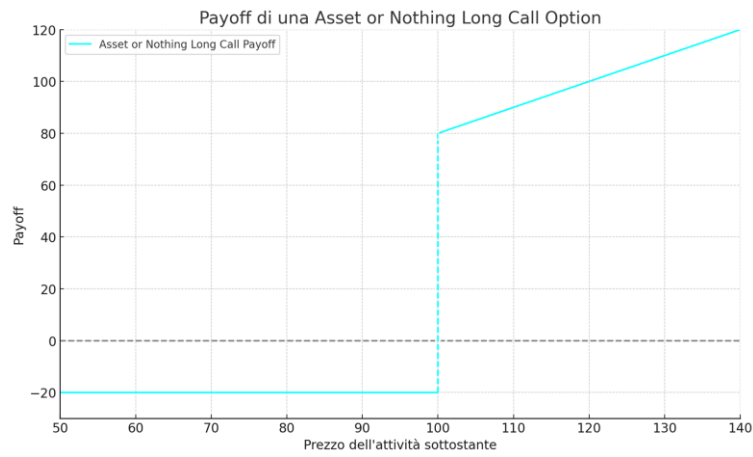


Figura 2.9 Payoff di un'Opzione Long Call Asset or Nothing

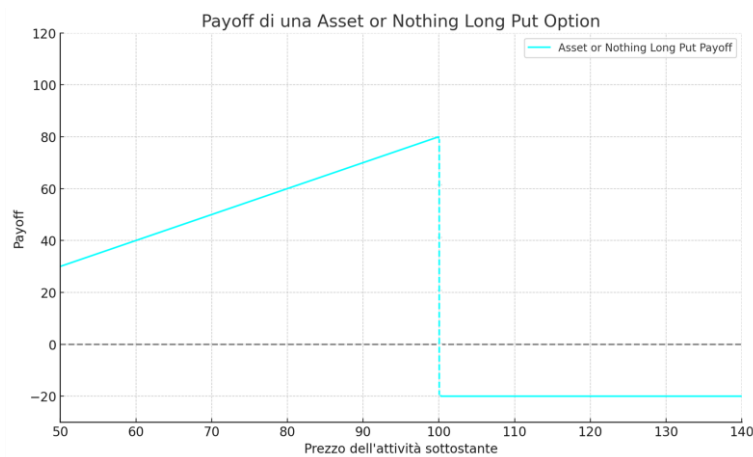


Figura 2.10 Payoff di un'Opzione Long Put Asset or Nothing

2.1.2.5 Opzioni Memory

Le opzioni Memory sono usate insieme alle opzioni Digital e permettono di erogare le cedole non incassate precedentemente a una data di rilevazione intermedia, nel caso in cui il sottostante soddisfi le condizioni previste per il pagamento della cedola.

2.1.2.6 Opzioni Asiatiche

Le opzioni Asiatiche differiscono molto dalle opzioni americane ed europee nel prezzo. Il prezzo è ricavato prendendolo le varie date di osservazione. Viene poi fatta la media aritmetica dei prezzi. È meno sensibile a cali del prezzo del sottostante, ma anche a suoi rialzi. Si ha un livellamento del sottostante.

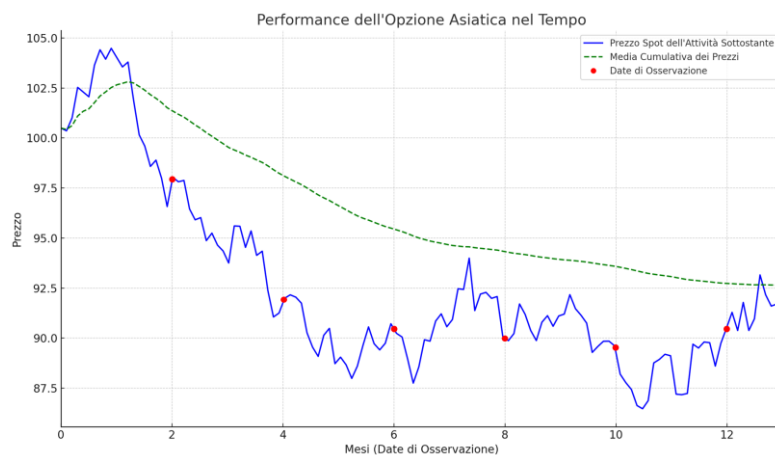


Figura 2.11 Performance dell'Opzione Asiatica rispetto al Sottostante

2.1.2.7 Opzioni Lookback

Le opzioni Lookback possono essere fixed o floating. L'andamento del prezzo del sottostante durante la vita dell'opzione è fondamentale, come per le opzioni Asiatiche. Nel caso delle opzioni Fixed Lookback si ha il diritto di esercitare il sottostante al miglior prezzo raggiunto durante la vita dell'opzione. Lo strike price viene fissato all'emissione. Il grafico della Fixed Lookback mostra che paga la differenza tra il prezzo maggiore raggiunto dal sottostante e lo strike price. Nelle opzioni Lookback floating il prezzo d'esercizio è il prezzo più basso (più alto) per l'opzione call (put) registrato. Il grafico della Lookback floating che payoff è dato dalla differenza tra lo spot finale e il valore minimo raggiunto.

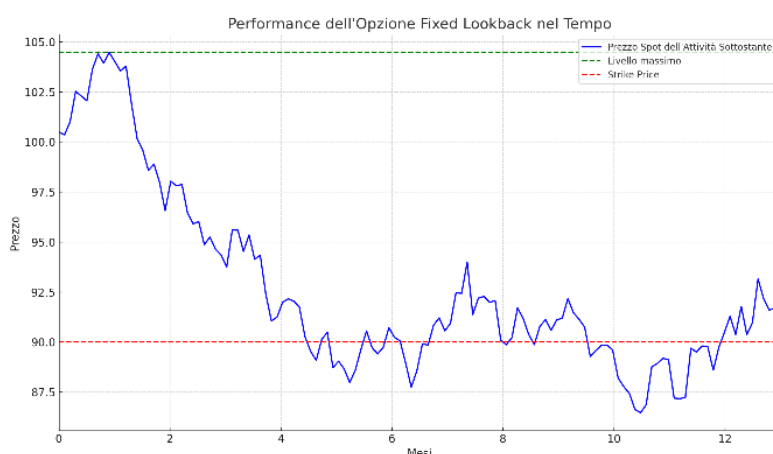


Figura 2.12 Performance dell'Opzione Fixed Lookback rispetto al Sottostante

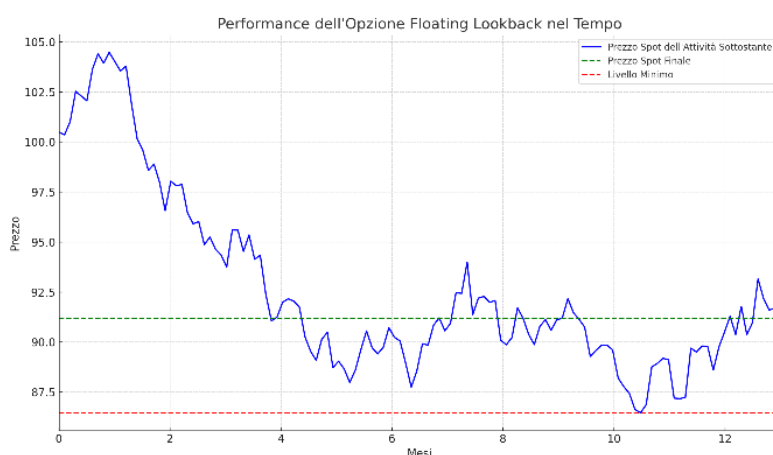


Figura 2.13 Performance dell'Opzione Floating Lookback rispetto al Sottostante

2.1.2.8 Opzioni Multi-Asset

Da quando sono stati introdotti i Certificati basati su diversi strumenti sottostanti, i Prodotti Strutturati hanno acquisito un'importanza immensa in Europa. I Convertibili Reverse (a barriera) su vari sottostanti sono eccezionalmente popolari poiché offrono cedole particolarmente allettanti. Il valore di un Convertibile Reverse a Barriera viene calcolato sulla base di un modello numerico, come la simulazione Monte Carlo. Gli emittenti si assumono il rischio della posizione assunta che viene quindi viene coperta. Se si desidera replicare i Convertibili Reverse a Barriera, sono necessarie opzioni multi-asset, come le opzioni Rainbow. A seconda del tipo di prodotto, partecipano alla migliore (Best-of) o alla peggiore (Worst-of) performance del sottostante. I Convertibili Reverse a Barriera rappresentano una forma specifica di Opzione Multi-Asset, che è un'opzione put Worst-of-down-and-in (short). In caso di superamento della barriera, l'opzione attivata è sempre quella basata sul sottostante con la peggiore performance. In caso contrario, l'opzione scade e diventa senza valore

alla scadenza. Appena almeno uno dei sottostanti tocca o scende al di sotto della barriera, l'opzione viene attivata. Guardando i grafici è possibile notare che nella prima situazione un'opzione di tipo Worst of avrebbe fatto attivare l'effetto barriera facendo perdere tutto il valore all'opzione. Questo non sarebbe accaduto utilizzando un tipo di opzione Best of. Nel secondo grafico invece entrambi i sottostanti sono sopra la barriera quindi sia l'opzione Worst of che Best of non avrebbero attivato la barriera facendo ottenere lo strike price anche se uno dei sottostanti si trovava sotto lo stesso. In questo caso sarebbe stato conveniente comprare l'opzione Worst of perché meno costosa dell'opzione Best of.

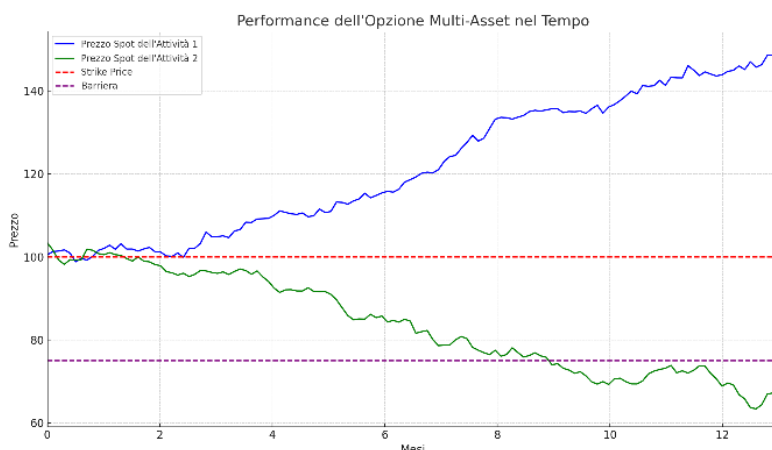


Figura 2.14 Performance dell'Opzione Multi-Asset con rottura della Barriera

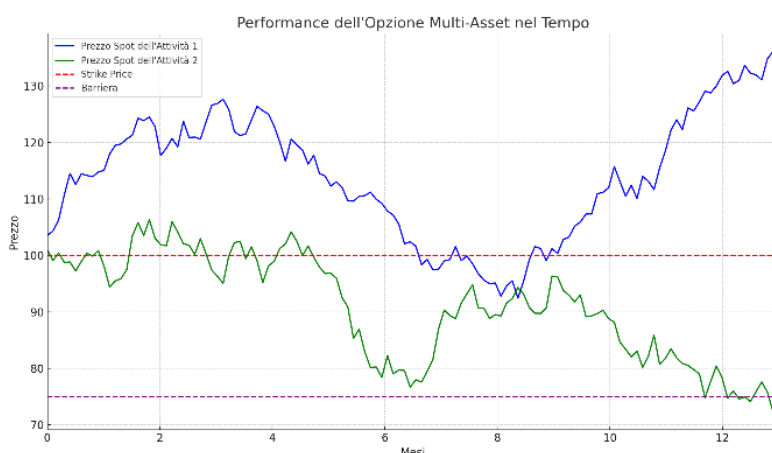


Figura 2.15 Performance dell'Opzione Multi-Asset senza rottura della Barriera

La volatilità è un determinante del prezzo delle opzioni multi-asset. Più è alta la volatilità, più costosa è l'Opzione Put Worst of Down and In, poiché aumenta la possibilità di un superamento della barriera. Oltre a un elevato livello di volatilità, una bassa (o negativa) correlazione può anche portare a un modello di prezzi elevati. Sia il potenziale di rendimento (premio) che il livello di rischio del convertibile reverse a barriera aumentano dalla scelta di sottostanti con una correlazione inferiore o addirittura negativa.

2.1.2.9 Opzioni Parisian

Le opzioni Parisian sono anche opzioni di barriera path dependent. Presentano una caratteristica notevole nel senso che scadono solo se il prezzo rimane al di sotto di una barriera per un periodo fisso determinato al momento dell'emissione. Le opzioni Parisian pure scadono in anticipo e diventano senza valore solo se la violazione della barriera è avvenuta ininterrottamente per l'intera durata. Tuttavia, per le opzioni Parisian cumulative, è sufficiente che il periodo cumulativo di tempo superi il valore predefinito.

2.1.2.10 Opzioni Quanto

Molto spesso, gli investitori non decidono attivamente se desiderano assumere il rischio valutario, ma lo trascurano. Ciò può portare a notevoli sotto-performance in un portafoglio. I prodotti strutturati possono aiutare a ridurre il rischio valutario in un portafoglio incorporando una copertura valutaria all'interno del prodotto. Le opzioni Quanto²² offrono protezione contro le fluttuazioni valutarie. Sono la scelta appropriata se il prodotto e il sottostante sono denominati in diverse valute e l'investitore desidera partecipare alla performance assoluta del prezzo del sottostante. Acquistando un'opzione Quanto, il rischio valutario può essere eliminato, ma allo stesso tempo, l'investitore rinuncia alla possibile performance positiva della valuta. Il termine Quanto si riferisce a un prodotto denominato in una valuta diversa dai suoi attivi sottostanti, in cui il rischio di cambio è escluso; le fluttuazioni valutarie non influenzano la performance del prodotto. Usando una formula è possibile descrivere la performance di un prodotto strutturato considerandolo con l'opzione quanto come segue:

$$Performance\ con\ opzione\ Quanto = \sum_{i=1}^n [W_i * \frac{Asset_{i,Final}}{Asset_{i,initial}}]$$

[Formula 2.5]

Con W_i i pesi. Questa formula è essenzialmente la formula per calcolare la performance di un attivo senza considerare le variazioni dei tassi di cambio, come se l'attivo fosse denominato nella valuta di riferimento di un investitore. La formula non tiene però conto dei costi dell'opzione Quanto. Il prezzo di un'opzione Quanto dipende principalmente dal differenziale dei tassi di interesse e dalla correlazione tra la coppia di valute. Naturalmente, anche ci sono anche altri fattori a determinare il prezzo dell'opzione. Tuttavia, l'obiettivo è confrontare il prezzo di un'opzione standard, plain vanilla, con un attivo sottostante nella sua valuta base, con la stessa opzione coperta in un'altra valuta. Generalmente è sufficiente ricordare che rispetto a un'opzione call standard, un'opzione call Quanto diventerà più costosa se il livello di interesse della valuta base dell'attivo sottostante è inferiore alla valuta in cui l'opzione deve essere coperta. Le valute con tassi di interesse relativamente elevati tendono ad avere forward bassi, rendendo le coperture più costose. Tuttavia, quando la situazione è invertita, le opzioni quanto possono offrire un premio e ridurre i prezzi dei prodotti, offrendo livelli di partecipazione migliori, scadenze più brevi o livelli di protezione del capitale più alti.

2.1.2.11 Opzioni Chooser

Nell'opzione Chooser, l'investitore deve decidere in un momento predefinito se desidera convertire la sua opzione Chooser in un'opzione put o call. Questa forma di opzione è particolarmente interessante se l'investitore prevede un movimento significativo del prezzo seguito da un movimento laterale, ma al momento attuale è incerto su quale direzione prenderà il prezzo del sottostante.

2.1.2.12 Opzioni Cliquet e Ladder

L'Opzione Cliquet, nota anche come Opzione Ratchet, è come una serie di opzioni. In ogni data di osservazione, il prezzo attuale del sottostante diventa il nuovo prezzo di esercizio. Se, in una delle date di osservazione, il prezzo è sopra l'ultimo prezzo di esercizio, l'investitore riceve la differenza come pagamento.

²² Quantity Adjusted Option”

Di conseguenza, il profitto è garantito da un blocco delle performance. Un ulteriore sviluppo dell'opzione Cliquet è l'opzione Ladder. In questo tipo di opzioni, a differenza delle opzioni Cliquet, i prezzi di esercizio non vengono regolati in tempi fissi, ma piuttosto quando vengono raggiunti livelli di prezzo predefiniti.

2.1.2.13 Opzioni Compound

Le opzioni Compound sono opzioni su opzioni. Concedono all'investitore il diritto di acquisire un'opzione put o call dopo un periodo di tempo fisso. Il sottostante è quindi un'opzione call o put di base (Opzione Subsidiary), mentre l'opzione composta è l'opzione effettiva (Opzione Parent).

2.1.2.14 Opzioni Spread e Outperformance

Le opzioni Spread e le opzioni Outperformance sono molto simili e possono essere facilmente confuse. Entrambe riguardano una differenza tra due sottostanti. Per le opzioni Spread, è rilevante la differenza assoluta (differenza di prezzo), mentre le opzioni Outperformance tengono conto della differenza relativa (performance percentuale). Il fattore più importante che influenza entrambi i tipi di opzioni è la correlazione. Il valore dell'opzione aumenta al diminuire della correlazione.

2.1.2.15 Opzioni Range

Le opzioni Range forniscono un pagamento fintanto che il prezzo del sottostante si trova all'interno di un determinato intervallo. L'investitore riceve una somma predefinita per ogni giorno in cui il prezzo del sottostante si trova all'interno di questo intervallo. Se il prezzo del sottostante è al di fuori dell'intervallo, il pagamento non è valido; tuttavia, l'opzione continua a rimanere in vigore. L'importo accumulato durante la scadenza è pagabile alla scadenza.

2.1.2.16 Opzioni Callable e Autocallable

I prodotti strutturati stanno sempre più spesso includendo il rimborso anticipato del capitale. L'Autocall è una funzione in cui l'emittente deve rimborsare un prodotto in caso di verificarsi di un evento predefinito. La funzione può essere configurata in modo che l'evento possa verificarsi in qualsiasi momento o in una data predefinita, a un prezzo predefinito. Se questo evento non si verifica durante il termine del prodotto, il prodotto viene mantenuto fino alla data di scadenza predeterminata. L'evento è spesso un livello di prezzo che l'attivo sottostante deve raggiungere o superare entro il periodo predefinito. Oltre alle disposizioni di autocall, esiste anche la callability, in cui l'emittente può scegliere se riscattare il prodotto in date predeterminate o lasciarlo seguire il suo corso. Il valore della callability è leggermente superiore a quello dell'autocall, poiché l'emittente si riserva il diritto, ma non l'obbligo, di riscattare il prodotto prima della sua scadenza finale. Gli investitori generalmente ricevono condizioni migliori, come un premio più elevato, quando un prodotto include una disposizione di richiamo anticipato rispetto a un prodotto senza tale caratteristica. Il costo della disposizione di richiamo anticipato per l'investitore è dato dall'incertezza riguardo al momento della scadenza del prodotto. L'evento di rimborso anticipato di per sé non è né svantaggioso né vantaggioso ma dipende sempre dal contesto. Alle volte quando richiama un prodotto può essere difficile rimpiazzarlo mentre altre volte l'autocall potrebbe evitare che il prodotto rischi di non essere rimborsato integralmente a scadenza evitando di subire una perdita.

Naturalmente una volta che si è verificato l'evento di rimborso anticipato il prodotto scade e non vengono più corrisposti premi, se presenti. Le opzioni con struttura di rimborso anticipato non hanno una scadenza fissa.

Quello che generalmente viene indicato come scadenza è infatti la durata massima che questo prodotto può rimanere attivo. Alcune strutture con rimborso anticipato si caratterizzano per un trigger del coupon uguale al trigger di autocall. In questo caso, è un rimborso anticipato con coupon knock-out. Infatti, quando viene pagato un coupon, il prodotto viene chiamato allo stesso tempo poiché il trigger di autocall è superato. Pertanto, questa struttura paga un unico coupon in una delle date di osservazione durante la vita dell'opzione. Nel caso in cui il livello del coupon sia diverso dal trigger di autocall, si parla di rimborso anticipato con coupon knock-in. Il livello del coupon è sempre inferiore o uguale al livello di autocall; altrimenti il prodotto non avrebbe senso. Dal punto di vista del pricing, la struttura con rimborso anticipato o richiama nel primo anno o tende a rimanere attiva fino alla scadenza. Questo significa che, se l'attivo sottostante non raggiunge il trigger di autocall nel primo anno, è meno probabile colpire negli anni successivi, il che è in linea con le probabilità condizionate decrescenti di autocall. Tuttavia, dal punto di vista dell'utilità, i prodotti con autocall sono tipicamente strutturati per adattarsi a un certo intervallo di prezzo e probabilità più basse, per lo stesso prezzo, implicano coupon più alti. Se gli investitori non ottengono il coupon sopra il mercato nel primo anno, hanno comunque la possibilità di ottenere coupon negli anni successivi. Il mercato potrebbe crollare durante il primo anno, ma recuperare e attivare l'evento di autocall in un anno successivo.

2.1.2.17 Opzioni Step Up and Step Down

Spesso, insieme alle Opzioni Autocall vengono usate Opzioni con Step. L'opzione con Step è un tipo di opzione in cui il prezzo di esercizio dell'opzione viene ricalcolato in date di fissaggio predefinite, ma solo se il valore attuale dell'attivo sottostante è più favorevole rispetto a quello della data di fissaggio precedente. Questo meccanismo di aggiustamento consente al prezzo di esercizio dell'opzione di Salire (Step Up) o Scendere (Step Down). Il concetto di Step Up o Step Down si riferisce all'aggiustamento del prezzo di esercizio con incrementi o decrementi diversi in ciascuna data di fissaggio. Il prezzo di esercizio potrebbe essere aumentato di una certa percentuale o importo se il prezzo dell'attivo sottostante si è mosso favorevolmente rispetto all'ultima data di fissaggio. Questo meccanismo consente all'opzione di adattarsi alle mutevoli condizioni di mercato e può fornire una flessibilità aggiuntiva al detentore dell'opzione. Inoltre, il concetto di applicare uno Step Up o Step Down a un tasso forward implica l'aggiustamento del tasso forward in date predefinite in base al movimento di un certo tasso di riferimento sottostante. Questo tipo di struttura può essere utilizzato in vari strumenti finanziari e contratti, come i derivati dei tassi di interesse o i prodotti strutturati. Le Opzioni con Step con i loro meccanismi di aggiustamento offrono agli investitori un modo per trarre vantaggio dai movimenti favorevoli dell'attivo sottostante pur avendo la protezione di un contratto di opzione.

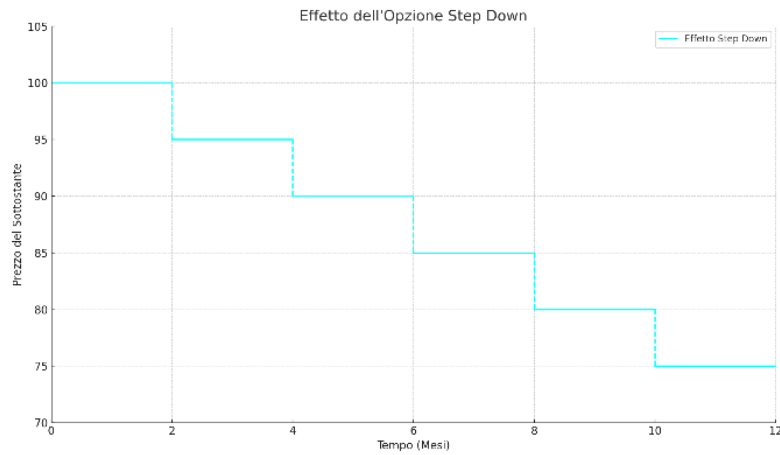


Figura 2.16 Effetto dell'Opzione Step-Down

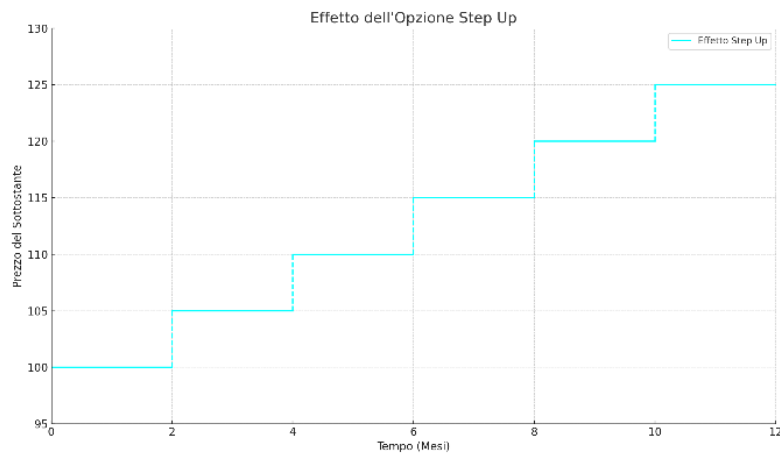


Figura 2.17 Effetto dell'Opzione Step-Up

2.1.3 Moneyness

Un altro aspetto molto importante che riguarda le opzioni è la Moneyness, che è definibile come lo stato della posizione del prezzo del sottostante rispetto allo strike dell'opzione. Nel caso dell'opzione Call si ha l'opzione In the money se il prezzo del sottostante è maggiore dello strike, At the money (ATM) se il prezzo del sottostante corrisponde allo strike, e, infine, Out of the money (OTM) se il prezzo del sottostante è inferiore allo strike. Solamente le opzioni In the money (ITM) hanno un valore intrinseco maggiore di 0. Come vedremo in seguito trattando le variabili che impattano la strutturazione e la quotazione dei Certificati ci sono diversi fattori che vanno a influenzare il prezzo dell'opzione. È importante considerare l'insieme di tutte queste variazioni perché si influenzano a vicenda rendendo più complesso il calcolo del fair value delle opzioni.

2.1.4 Greche

Le Greche sono usate per misurare i livelli di sensibilità delle opzioni, cioè come cambia il prezzo dell'opzione a seguito di una variazione di un punto percentuale di un determinato fattore sull'attività sottostante, a parità di tutte le altre condizioni.

2.1.4.1 Delta

Il Delta è la prima Greca che viene presa in considerazione perché esprimere come cambia il prezzo dell'opzione a seguito di una variazione di un punto percentuale del prezzo dell'attività sottostante. Il Delta non è costante ma ha un payoff asimmetrico. Il Delta di un'opzione call varia da 0 a 1 a seconda della Moneyness dell'opzione; sarà quindi vicino a zero quando è out of the money e intorno a 1 quando è in the money. Per le opzioni put varia da -1 a 0. Conoscendo il Delta di un'opzione è possibile fare determinati

ragionamenti e si potrebbe applicare una strategia di Delta Hedging, cioè proteggere la posizione da variazioni del prezzo del sottostante. Matematicamente il Delta mostra la pendenza della tangente e usando una formula è possibile descriverlo come segue:

$$\Delta = \frac{\Delta \text{ Prezzo dell'opzione}}{\Delta \text{ Prezzo dell'attività sottostante}}$$

[Formula 2.6]

Facendo riferimento alla figura è possibile vedere come interagisce il Delta di un'opzione call con la vita residua e il prezzo del sottostante. La pendenza della curva del Delta si irripidisce quando ci si avvicina alla scadenza. Più l'opzione è out of the money più il valore del Delta alla scadenza è 0 o 1.

Grafico 3D del Delta di un'opzione call

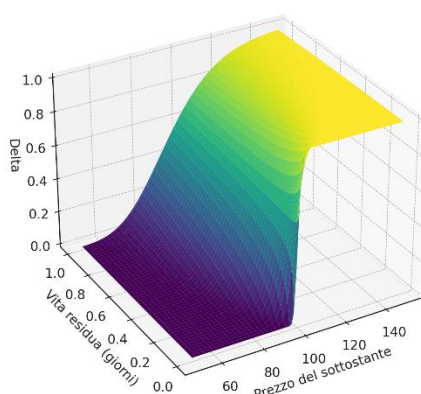


Figura 2.18 Grafico 3D del Delta di un'Opzione Call

2.1.4.2 Gamma

Dal Delta è possibile una seconda Greca, il Gamma. La pendenza del Delta non è costante; in realtà varia per ogni variazione del sottostante e questa variazione viene misurata dal Gamma. Il Gamma, quindi, esprime come cambia il Delta per una variazione unitaria del prezzo del sottostante. Usando una formula è possibile descrivere il Gamma come segue:

$$\Gamma = \frac{\Delta \text{ Delta}}{\Delta \text{ Prezzo dell'attività sottostante}}$$

[Formula 2.7]

Facendo riferimento alla figura è possibile vedere come interagisce il Gamma di un'opzione call con la vita residua e il prezzo del sottostante. La sensibilità del gamma è più pronunciata quando l'opzione è at the money. È possibile vedere anche che all'avvicinarsi della scadenza l'influenza del Gamma diventa maggiore, soprattutto per le opzioni at the money.

Grafico 3D del Gamma di un'opzione call

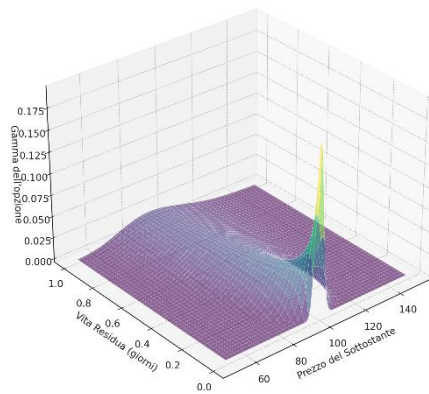


Figura 2.19 Grafico 3D del Gamma di un'Opzione Call

2.1.4.3 Vega

Un'altra Greca molto importante è il Vega. Il Vega mostra la relazione tra la sensibilità del prezzo dell'opzione la volatilità del sottostante. Quindi esprime come varia il prezzo dell'opzione per una variazione unitaria della volatilità del sottostante. A valori maggiori del Vega corrisponde una reazione più forte del prezzo per una variazione della volatilità. Il Vega non può essere negativo ed è lo stesso sia per opzioni call che put. Per le opzioni at the money è maggiore rispetto ad altri tipi di Moneyness. Usando una formula è possibile descrivere il Vega come segue:

$$Vega = \frac{\Delta \text{Prezzo dell'opzione}}{\Delta \text{Volatilità dell'attività sottostante}}$$

[Formula 2.8]

Facendo riferimento alla figura è possibile vedere come interagisce il Vega di un'opzione call con la vita residua e il prezzo del sottostante. Il Vega decresce con il passare del tempo, quindi, a parità di condizioni sarà più basso all'avvicinarsi della scadenza perché gli effetti della volatilità decrescono quando manca poco tempo alla scadenza.

Grafico 3D del Vega di un'opzione call

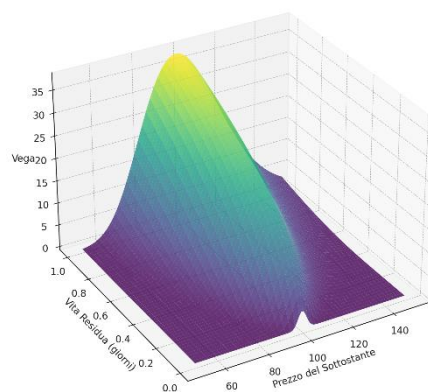


Figura 2.20 Grafico 3D del Vega di un'Opzione Call

2.1.4.4 Theta

Il Theta esprime come varia il prezzo di un'opzione quando decresce il tempo rimanente alla scadenza. Il Theta è lo stesso per le opzioni call e put. Usando una formula è possibile descrivere il Theta come segue:

$$Theta = \frac{\Delta \text{Prezzo dell'opzione}}{\Delta \text{Vita residua}}$$

[Formola 2.9]

Facendo riferimento alla figura è possibile vedere come interagisce il Theta di un'opzione call con la vita residua e il prezzo del sottostante. Il Theta decresce all'avvicinarsi della scadenza ed è 0 solo a scadenza. Le opzioni At the money hanno Theta maggiori in valore assoluto.

Grafico 3D del Theta di un'opzione call

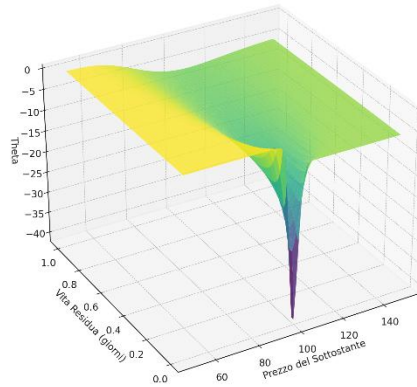


Figura 2.21 Grafico 3D del Theta di un'Opzione Call

2.1.4.5 Rho

Il Rho mostra come cambia il prezzo di un'opzione al variare di un punto percentuale del tasso d'interesse risk free. Un incremento del tasso d'interesse privo di rischio ha un impatto positivo sul prezzo di un'opzione call e negativo per quello della put. Usando una formula è possibile descrivere il Rho come segue:

$$Rho = \frac{\Delta \text{Prezzo dell'opzione}}{\Delta \text{Tasso d'interesse risk free}}$$

[Formola 2.10]

Facendo riferimento alla figura è possibile vedere come interagisce il Rho di un'opzione call con la vita residua e il prezzo del sottostante. Al crescere della vita residua l'impatto di una variazione del tasso d'interesse risk free è maggiore. Più lo strike price è minore dello spot price maggiore è l'impatto di un variazione del tasso d'interesse privo di rischio.

Grafico 3D del Rho di un'opzione call

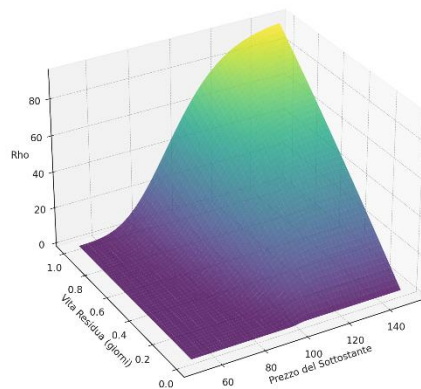


Figura 2.22 Grafico 3D del Rho di un'Opzione Call

2.1.4.6 Epsilon

L'ultima Greca da prendere in considerazione è l'Epsilon. Questa Greca misura come cambia il prezzo di un'opzione al variare di un punto percentuale del tasso di dividendo atteso dell'attività sottostante. L'impatto è negativo per le opzioni call e positivo per le opzioni put. Usando una formula è possibile descrivere l'Epsilon come segue:

$$Epsilon = \frac{\Delta \text{ Prezzo dell'opzione}}{\Delta \text{ Tasso di dividendo atteso dell'attività sottostante}}$$

[Formula 2.11]

2.1.4.7 Omega

A volte può essere interessante anche fare riferimento all'Omega (Leverage), chiamato anche effective leverage, e stima la percentuale di guadagno o perdita dell'opzione quando il prezzo del sottostante varia di un punto percentuale. Omega esprime l'elasticità del prezzo dell'opzione. Usando una formula è possibile descrivere l'Omega come segue:

$$Omega = \frac{\text{Variazione relativa del Prezzo dell'opzione}}{\text{Variazione relativa del Prezzo dell'attività sottostante}}$$

[Formula 2.12]

In percentuale, le variazioni del prezzo del sottostante incidono proporzionalmente sull'opzione in misura maggiore rispetto al sottostante stesso. Di conseguenza la leva illustra chiaramente i maggiori livelli di rischio dell'investimento in opzioni rispetto all'investimento diretto sul sottostante. Il diagramma mostra che l'Omega aumenta di più quando la Moneyness è out of the money rispetto a quando è at the money. L'Omega è calcolabile anche attraverso il Delta tramite il Gearing, cioè un fattore di leva. Il Gearing è definibile come la relazione tra il prezzo dell'attività e il prezzo dell'opzione moltiplicato per il Ratio. Esprime, quindi, il rapporto tra il prezzo del sottostante e il prezzo dell'azione necessario per l'acquisto futuro del sottostante, indicando quanto capitale devo investire oggi al rispetto a quanto avrei dovuto investire per comprare le stesse quote del sottostante oggi. La leva sta proprio in questo, non ho bisogno di avere oggi il capitale per comprare tutte le quote del sottostante d'interesse ma possono usare solo una parte del capitale avendo quindi un effetto leva sul capitale dato che la restante parte posso investirla in attività prive di rischio o, se volessi espormi maggiormente, comprare più opzioni. Maggiore è il Gearing maggiore è la sensibilità dell'opzione rispetto al sottostante. Usando una formula è possibile descrivere l'Omega e il Gearing come segue:

$$Omega = Delta * Gearing$$

[Formula 2.13]

$$Gearing = \frac{\text{Prezzo dell'attività sottostante}}{\text{Prezzo dell'opzione} * \text{Ratio}}$$

[Formula 2.14]

2.2 Componente obbligazionaria:

Alcuni tipi di Certificati d'Investimento possono essere strutturati sia con una parte opzionaria che con una parte obbligazionaria per raggiungere un determinato tipo di payoff. Oltre alle azioni e ai derivati, vengono utilizzati Gli Zero Coupon Bond (ZCB) per la replicazione del componente di credito per la valutazione dei

Prodotti Strutturati. In tal modo, Gli ZCB costituiscono un prestito concesso all'emittente. I Certificati più popolari basati su obbligazioni sono i prodotti di protezione del capitale e i prodotti con pagamenti di cedola, come i Convertibili Reverse (a barriera).

Gli Zero Coupon Bond sono caratterizzati dall'assenza di pagamenti di cedola durante la scadenza. Invece di un pagamento di cedola, l'investitore riceve uno sconto sul nominale. L'importo dello sconto dipende dal tasso di interesse generale prevalente e dalla probabilità di default dell'emittente. In generale, maggiore è la probabilità di default, maggiore è lo sconto. Con un rating di credito costante dell'emittente, gli Zero Coupon Bond guadagnano valore nel tempo e vengono rimborsati al valore nominale alla scadenza, a meno che non si verifichi un evento di credito. Gli Zero Coupon Bond vengono valutati calcolando il Valore Attuale, secondo la seguente formula:

$$\text{Valore Attuale} = \frac{\text{Valore Nominale}}{(1 + r_M)^N}$$

[Formola 2.15]

Dove r_M è il tasso di interesse di mercato (compreso del premio di rischio dell'emittente) e N è il periodo residuo a scadenza. Da questa formula si può dedurre che il valore attuale, e quindi il prezzo dello Zero Bond, diminuisce se i tassi di interesse di mercato aumentano. L'effetto di una variazione dei tassi di interesse è particolarmente evidente negli ZCB con un lungo periodo residuo di scadenza. Per la costruzione dei Prodotti Strutturati, il profilo di pagamento può essere utilizzato per gli Zero Coupon Bond, con il pagamento alla scadenza indipendente dalla performance del prezzo del sottostante.

Ci livelli di sconto degli Zero Coupon Bond per vari scenari a diversi tassi di interesse di mercato. Per la strutturazione, tassi di interesse di mercato elevati sono vantaggiosi, in quanto assicurano un valore attuale più basso o uno sconto più elevato. Pertanto, è disponibile una maggiore quantità, ad esempio, per l'acquisto di Opzioni Call e per la costruzione di un prodotto di protezione del capitale. Tuttavia, se i tassi di interesse aumentano durante la scadenza, il prezzo dello ZCB diminuisce e, di conseguenza, il valore del prodotto diminuisce.

Oltre all'acquisizione diretta dello Zero Coupon Bond, c'è la possibilità di separare gli interessi dalle obbligazioni. Un'obbligazione convenzionale è divisa in un componente obbligazionario e un componente di tasso di interesse (cedola). Il componente di tasso di interesse viene venduto immediatamente, creando così lo sconto per lo ZBC. Alla scadenza, il rimborso è uguale al valore nominale.

2.3 Variabili che impattano sulla strutturazione e sulla quotazione:

Esistono diverse variabili che impattano sul prezzo del Certificato d'Investimento andando a impattare il prezzo delle sue componenti. Di conseguenza una variazione delle stesse ha impatti sia sul prezzo del Certificato presente sul mercato secondario sia sulla strutturazione di un nuovo Certificato. Quando più variabili si muovono contemporaneamente è necessario capire intuitivamente quali sono gli effetti che vanno a generare al fine di prendere la decisione migliore su cosa fare del proprio Certificato. Andando a isolare le singole variabili è possibile capire effettivamente quale può essere l'effetto sul prezzo dovuto a questo

mutamento. Successivamente si vanno ad aggiungere e pesare tutti gli effetti per avere una visione d'insieme sulla variazione del prezzo finale del Certificato.

Fattore che influenzano il Prezzo	Effetto	Call	Put	Greca
Prezzo del Sottostante	↑	↑	↓	Delta Gamma Omega
	↓	↓	↑	
Strike Price	↑	↓	↑	
	↓	↑	↓	
Vita Residua	↑	↑	↑	Theta
	↓	↓	↓	
Volatilità Implicita	↑	↑	↑	Vega
	↓	↓	↓	
Tasso d'Interesse Privo di Rischio	↑	↑	↓	Rho
	↓	↓	↑	
Tasso di Dividendo Atteso	↑	↓	↑	Epsilon
	↓	↑	↓	

Tabella 2.2 Come i fattori influenzano il Prezzo delle Opzioni Call e Put

2.3.1 Strike Price

Il livello di Strike Price è il valore del sottostante definito all'inizio della strutturazione ed è fisso durante la vita del Certificato. Questo viene ricavato dall'opzione sottostante che si intende comprare o vendere. È una misura fondamentale che permette di ricavare tutti gli altri livelli del Certificato (ad esempio le barriere). La sua importanza deriva dal fatto che sulla base di questo, a scadenza, si calcola il rimborso del Certificato e di conseguenza il guadagno o la perdita del prodotto. A parità di condizioni uno Strike Price più alto fa diminuire (aumentare) il prezzo dell'opzione call (put) dato che diminuisce il suo valore intrinseco, dato dallo Spot Price meno lo Strike Price (Strike Price meno Spot Price). Se lo Strike Price diminuisse si avrebbe l'effetto opposto.

2.3.2 Spot Price

Lo Spot Price è il livello attuale del sottostante. A parità di condizioni uno Spot Price più basso fa diminuire (aumentare) il prezzo dell'opzione call (put) dato che diminuisce il suo valore intrinseco, dato dallo Spot Price meno lo Strike Price (Strike Price meno Spot Price). Se lo Spot Price aumentasse si avrebbe l'effetto opposto. Lo Spot Price, in relazione allo Strike Price, permette di capire il pricing dell'opzione sottostante il Certificato e di conseguenza parte del pricing del Certificato stesso. Generalmente lo Spot Price ha un impatto maggiore sul prezzo dell'opzione e di conseguenza del Certificato man mano che ci si avvicina alla scadenza. L'impatto è diverso anche a seconda della distanza tra Spot Price e Strike Price dato che questo determina la Moneyness dell'opzione (in the money, out of the money, at the money).

La sensibilità di prezzo di un'opzione alle variazioni del sottostante si misura con la greca Delta. Generalmente per le opzioni call il Delta è prossimo allo zero se Out of the money, circa di 0,5 se An the money e circa 1 se In the money. Questo significa che una variazione dell'1% del sottostante avrà impatti diversi sul prezzo a seconda della Moneyness, in particolare si muoverà dell'1% se In the money, dello 0,5% se At the money e resterà più o meno stabile se Out of the money. Il Delta è sempre positivo per chi acquista opzioni call (compreso tra 0 e 1) e sempre negativo per chi acquista opzioni put (compreso tra -1 e 0). Considerando i Certificati d'Investimento che sono ampiamente out of the money, variazioni nel prezzo del sottostante hanno

un impatto marginale sul prezzo del Certificato, ed è necessario un forte movimento al rialzo per far muovere positivamente il Certificato. I Certificati d'Investimento sono generalmente Delta positivi, quindi all'aumentare del prezzo del sottostante aumenta anche il prezzo del Certificato. Più ci si avvicina alla scadenza più questa relazione diventa lineare. Il Delta è una variabile dinamica che si modifica nel tempo. Per capire come si modifica si può considerare un'altra greca, il Gamma, che indica quanto velocemente si muove il Delta. Un Gamma elevata sta a indicare che il Delta cambia molto velocemente e quindi che è molto sensibile alle variazioni di prezzo del sottostante. In generale per i Certificati d'Investimento il Gamma tende ad essere più alto verso la scadenza o nelle date di valutazione. C'è una relazione intensa tra Gamma, Moneyness e vita residua. Nel caso di un'opzione At the money con bassa vita residua l'impatto di una variazione sarà elevato dato che il Delta cambia molto velocemente quindi anche il Gamma è elevato. Questo è dovuto al rischio che l'opzione vada out of the money e quindi che non sia più conveniente esercitare l'opzione subendo una perdita.



Figura 2.23 Delta di un'opzione Call

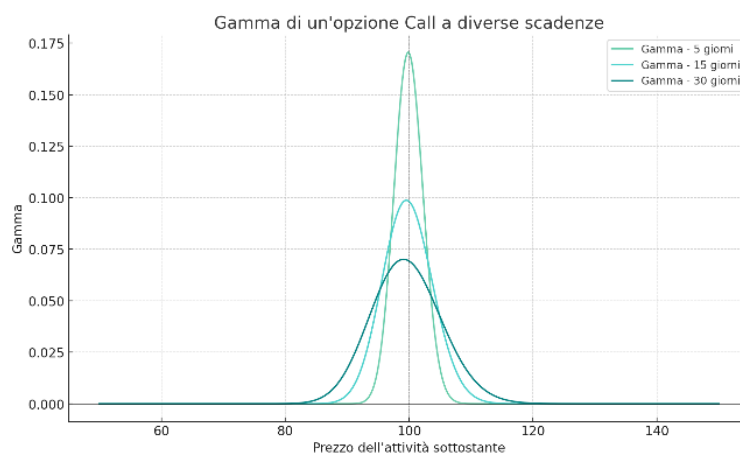


Figura 2.24 Gamma di un'opzione Call a diverse scadenze

2.3.3 Tasso d'interesse privo di rischio

Nel modello di pricing opzionario più diffuso, Black-Scholes-Merton, si considera l'investitore come avverso al rischio; di conseguenza si usa il tasso d'interesse privo di rischio per attualizzare i futuri flussi di cassa e per stimare il rendimento del sottostante. La letteratura finanziaria però evidenzia come gli investitori siano avversi al rischio; di conseguenza il tasso utilizzato deve essere maggiore rispetto a quello privo di rischio. Un aumento dei tassi d'interesse, a parità di condizioni, va quindi a ridurre (aumentare) il prezzo dell'opzione call (put) incidendo sul prezzo del Certificato. A seconda della vita residua dell'opzione, e quindi del Certificato,

la variazione dei tassi d'interesse ha un impatto diverso. Minore è la vita residua del prodotto minore è l'impatto dello stesso sul prezzo.

Si utilizza la greca Rho per stimare le variazioni di prezzo delle opzioni al variare del tasso d'interesse. Il Rho è positivo per chi acquista call o vende put e negativo per chi vende call o acquista put. È molto legato al passare del tempo e al diminuire della vita residua sarà più basso l'effetto di una variazione dei tassi.

2.3.4 Volatilità

La volatilità descrive l'intensità delle fluttuazioni (al rialzo o al ribasso) del prezzo del sottostante e può essere storica o implicita. La volatilità storica è riferita al passo e mostra come si muova la volatilità nel tempo. È una misura che non dà indicazioni circa la volatilità attesa futura ma è una misura rivolta al passato, backward looking, quindi alle serie storiche del sottostante. La Volatilità Implicita invece considera le aspettative future del mercato riguardo alle fluttuazioni del sottostante. È quindi una misura forward looking. Ha un grande impatto sul pricing dei Certificati e di conseguenza sul rendimento che si può ottenere dagli stessi. A seconda della Moneyness e della vita residua dell'opzione sottostante al Certificato la variazione di Volatilità Implicita effetti diversi. Con opzioni in the money un aumento della Volatilità Implicita aumenta il rischio che l'opzione vada out of the money, di conseguenza il prezzo dell'opzione call diminuisce; mentre nel caso in cui sia out of the money un aumento della Volatilità Implicita rende più probabile che l'opzione vada in the money quindi il prezzo dell'opzione sale. Naturalmente l'impatto è maggiore più si è vicini al livello in cui l'opzione è at the money e minore quando si è molto in o at the money. Considerando la vita residua, maggiore è il tempo che manca alla scadenza, maggiore è la probabilità che il sottostante possa risalire al livello di strike grazie ad un aumento della volatilità.

Il Vega è la greca che misura la sensibilità del prezzo dell'opzione al variare della volatilità ed è positiva per chi acquista opzioni call o put e negativa per chi le vende. Il Vega dipende sia dalla Moneyness che dalla vita residua. Con opzioni molto out of the money un aumento della volatilità cambia poco data la distanza dallo strike, lo stesso vale se sono molto in the money. In questi casi l'impatto maggiore è dato dal Delta. Nel caso di vicinanza allo strike, quindi se sono At the money il vega ha un impatto maggiore. Il grafico ha una forma a campana che raggiunge il massimo quando si è At the money. L'impatto della vita residua sul Vega è dovuto dal fatto che più si è vicini alla scadenza meno è probabile una risalita o la discesa del sottostante dato da un aumento della volatilità. La maggior parte dei Certificati d'Investimento è Vega negativo; quindi, il prezzo si abbassa al crescere della volatilità. Si diventa Vega positivi quando il Prezzo spot è lontano dalla barriera e un aumento della volatilità aumenta le probabilità di tornare sopra la stessa. Quando cresce la volatilità generalmente il prezzo del Certificato diminuisce facendo aumentare il rendimento dello stesso. In questo contesto può risultare vantaggioso strutturare nuovi Certificato perché l'elevata volatilità permette di avere barriere più protettive o premi più elevati.

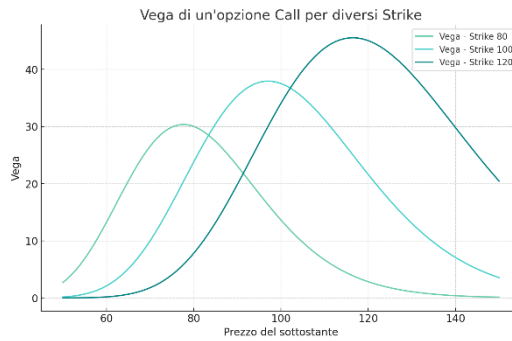


Figura 2.25 Vega di un'opzione Call con diversi Strike

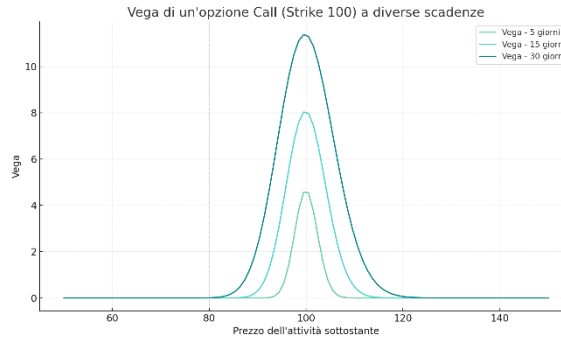


Figura 2.26 Vega di un'opzione Call con diverse Scadenze

2.3.5 Valuta

La valuta del Certificato d'Investimento potrebbe differire dalla valuta del sottostante sul quale il Certificato viene strutturato. Questo comporta un rischio valutario che potrebbe impattare (positivamente o negativamente) il prezzo del Certificato a seconda delle oscillazioni del tasso di cambio. Spesso per evitare questo rischio viene comprata l'opzione Quanto che permette di eliminare questo rischio e coprire il Certificato dal rischio di cambio. Strutturare il Certificato con questa opzione permette di non risentire delle oscillazioni del cambio e di conseguenza la valuta non ha più un impatto sul prezzo del prodotto.

2.3.6 Vita residua

La vita residua indica quanto tempo manca alla scadenza del prodotto; quindi, indica in quale lasso di tempo il sottostante può muoversi per ribaltare le sorti dell'investimento. A differenza delle altre variabili per la vita residua bisogna distinguere tra opzioni europee e americane. Nel caso di un'opzione americana una maggiore vita residua è vantaggiosa per chi acquista call e put perché ha una finestra di tempo maggiore per esercitare il diritto.

Il Theta misura la sensibilità del prezzo alle variazioni di vita residua. Nel caso di opzioni europee assume sempre valori negativi al trascorrere del tempo. Può essere negativo decrescente o crescente a seconda della Moneyness dell'opzione. Con opzioni in the money il tempo non è favorevole perché se scadesse oggi potrei avere un guadagno mentre più tempo manca alla scadenza più è possibile che il sottostante si muova andando a cambiare la Moneyness dell'opzione causando una perdita. Vale l'opposto per opzioni out of the money perché più tempo manca alla scadenza più cresce la probabilità che il sottostante possa risalire portando l'opzione ad essere esercitata.

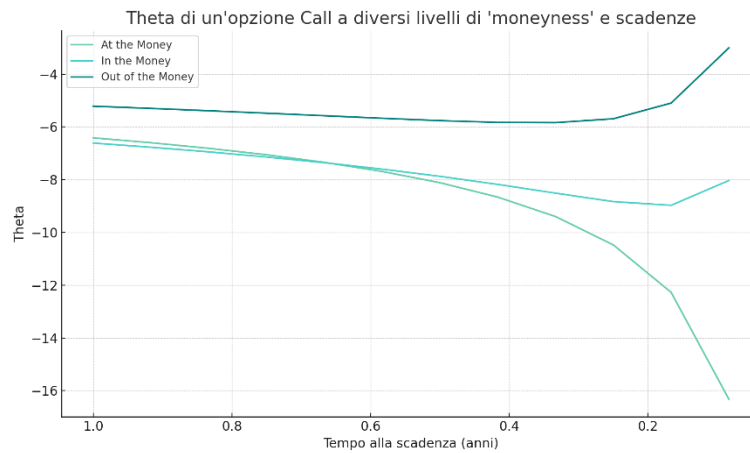


Figura 2.27 Theta di un'opzione Call con diverse Scadenze e Moneyness

2.3.7 Tasso di dividendo atteso

I Certificati d'Investimento non pagano dividendi (come le opzioni sottostanti); ma questi, qualora pagati dal sottostante sul quale il Certificato è strutturato, vengono utilizzati per offrire un determinato rendimento o una copertura. Maggiore è il dividendo atteso maggiore sarà o il rendimento o la copertura. Il Tasso di dividendo atteso è una misura forward looking che considera le aspettative del mercato riguardo ai dividendi futuri che verranno erogati per un determinato sottostante. È una misura importante perché in fase di strutturazione vengono considerati i dividendi per creare una struttura migliore. Un aumento dei dividendi attesi ha un impatto negativo sul prezzo del Certificato perché si avrebbe potuto avere una struttura migliore rispetto a quella creata. In aggiunta a questo quando c'è uno stacco di dividendi il prezzo dell'azione diminuisce di quell'ammontare e di conseguenza la diminuzione di prezzo è maggiore di quella che era stata prevista andando a impattare negativamente sul prezzo del Certificato. Nei prezzi dei Certificati non vengono considerati i dividendi straordinari.

La greca che misura la sensibilità del prezzo dell'opzione alla variazione del rendimento del dividendo atteso è l'Epsilon. Nel caso di opzioni call si ha Epsilon negativo dato che non ha diritto a ricevere dividendi. I Certificati d'Investimento sono generalmente Epsilon negativi quindi un aumento del tasso di dividendo atteso fa diminuire il prezzo del Certificato.

2.3.8 Liquidità delle opzioni sottostanti

La liquidità delle opzioni utilizzate per la strutturazione di un Certificato d'Investimento ha un impatto sul prezzo del Certificato stesso, in particolare sul premio. Con poca liquidità lo strutturatore potrebbe avere meno margine e dover pagare un premio maggiore per acquistare tutte le opzioni che gli servono per creare il Certificato; quindi, la strutturazione diventa più costosa e il Certificato, a parità di altre condizioni, avrà o un premio peggiore o una minore protezione. Questi problemi di liquidità non sono costanti nel tempo ma possono diventare rilevanti con sottostanti molto volatili, a determinate scadenze o a ridosso di determinati eventi societari.

2.3.9 Correlazioni

I Certificati d'Investimento possono essere strutturati anche su un basket di sottostanti e non solo su singolo sottostante. In questo caso bisogna considerare le correlazioni dei sottostanti per capire quale potrebbe essere la migliore strutturazione per ottenere il miglior rischio/rendimento dal Certificato. Nel caso di Certificati con

sottostanti molto correlati il payoff è simile ai mono sottostante perché le probabilità che a scadenza abbiano avuto rendimenti diversi è bassa. A seconda dell'opzione scelta per la costruzione del basket (Best Of, Worst Of o Rainbow) la correlazione incide sul costo della stessa andando a determinare la convenienza o meno dell'opzione e quindi del Certificato. Scegliere sottostanti non correlati (o correlati negativamente) fa abbassare il costo dell'opzione Worst Of aumentandone il rendimento, ma anche il rischio perché crescono le probabilità che almeno uno dei sottostanti abbia una performance negativa, rischiando di far registrare una perdita al Certificato dato che a scadenza viene considerato il sottostante che ha avuto la performance peggiore. Accade l'opposto con l'opzione Best Of. In questo caso scegliendo sottostanti non correlati (o correlati negativamente) il costo dell'opzione sale perché cresce la probabilità che almeno uno dei sottostanti abbia una performance positiva a scadenza facendo registrare un profitto dato che a scadenza viene preso in considerazione il sottostante con la performance migliore.

2.3.10 Eventi straordinari

A differenza di eventi ordinari gli eventi straordinari non sono prezzati nella struttura del Certificato, di conseguenza, non devono impattare la stessa perché non prevedibili ex ante. Questi modificerebbero valori chiave, come lo strike price o la barriera, andando a determinare il guadagno o la perdita. Per eventi straordinari si intendono unioni societarie, acquisizioni, dividendi straordinari, aumenti di capitale, raggruppamento o frazionamento di azioni e delisting. Questi eventi vengono gestiti dagli emittenti in modo da non arrecare danno dall'investitore perché il guadagno o la perdita non dipenderebbe dalla bravura dello stesso. In particolare, Borsa Italiana prevede che venga applicato un fattore di conversione per tutti i prodotti quotati sul mercato legati a quel determinato evento. Questo ha l'obiettivo di andare a immunizzare il prezzo del Certificato dall'evento in questione ed è pubblicato attraverso un Notice sul sito di Borsa Italiana stessa. La rettifica avviene in funzione di un Fattore K che va a modificare i livelli chiave del Certificato e viene calcolato come segue:

$$Fattore\ K = \frac{Prezzo_{CUM}}{Prezzo_{EX}}$$

[Formula 2.16]

Il prezzo CUM è l'ultimo valore del sottostante e il Prezzo EX è il valore teorico al termine dell'operazione straordinaria. Nel caso del delisting il Certificato potrebbe essere estinto dopo la conversione con il fattore K, determinato la fine anticipato del prodotto, generando una perdita o un guadagno per l'investitore prima del tempo. In caso di Certificato su un Basket generalmente non viene estinto il prodotto ma viene fissato il valore di quel determinato sottostante al valore di riferimento finale corretto per il fattore K. In questo caso è come se il Certificato tenesse traccia di quel sottostante solo se va ad impattare i livelli fondamentali dello stesso (come la barriera premio o protezione) altrimenti è come se non fosse nel basket.

2.4 Focus sulla Volatilità

La volatilità è una delle variabili che impattano di più sulla strutturazione dei Certificati d'Investimento. Come visto in precedenza può avere 2 dimensioni; una storica, che riflette le variazioni passate del prezzo del sottostante, e una implicita, che anticipa le fluttuazioni future. Il modello di valutazione delle opzioni,

basandosi sulla volatilità, elabora un prezzo teorico per l'opzione, estendendo di fatto tale valutazione al Prodotto Strutturato. Nell'ambito pratico, il calcolo della volatilità si avvale di diversi metodi. Analizzando le opzioni liquide, è possibile identificare livelli di volatilità che, una volta integrati nella formula dell'opzione, coincidono con il prezzo di mercato, definendo ciò come volatilità implicita. Quest'ultima, generalmente, si discosta dalla sua controparte storica. Utilizzando il modello Black-Scholes, emerge una caratteristica peculiare: la volatilità delle opzioni varia in base ai prezzi d'esercizio e alle relative scadenze, implicando che il mercato delinei diversi scenari di volatilità.

La volatilità implicita non rimane costante nel tempo e cambia anche in base al prezzo d'esercizio per una data scadenza specifica. Questo fenomeno è noto come Skew che indica la differenza di volatilità tra le opzioni sullo stesso asset con identica scadenza ma con prezzi d'esercizio diversi. Ad una prima analisi, potrebbe non sembrare immediatamente chiaro il motivo per cui dovrebbero esistere diverse volatilità implicite sullo stesso asset perché ragionando in termini di volatilità questa è una sola. Una delle ragioni per cui il mercato prevede e negozia su diversi livelli di volatilità implicita possono essere il disequilibrio tra offerta e domanda. Molti investitori istituzionali preferiscono emettere opzioni call sui portafogli azionari esistenti e coprire i rischi al ribasso con opzioni put fuori dal denaro. In altre parole, c'è una cronica sovrabbondanza di opzioni call fuori dal denaro e una domanda eccessiva di opzioni put fuori dal denaro. Un'altra spiegazione risiede nella tendenza storicamente asimmetrica dei prezzi delle azioni. I prezzi cadono più velocemente e con maggiore intensità durante i crolli di quanto non salgano nei mercati rialzisti. Ecco perché sembra più probabile che un'opzione put fuori dal denaro finisca in-the-money rispetto ad un'opzione call fuori dal denaro a causa di significativi guadagni di prezzo. Nel mercato azionario, uno Skew elevato indica che le opzioni con prezzi d'esercizio più bassi hanno una volatilità molto più alta rispetto a quelle con prezzi d'esercizio più alti. Vendere opzioni call per finanziare l'acquisto di opzioni put allo scopo di coprire un portafoglio diventa poco conveniente. Gli Skew elevati sono più frequenti in periodi di crisi, quando gli investitori istituzionali si affrettano ad acquistare opzioni put. Uno Skew elevato nelle opzioni su azioni può anche essere un segnale anticipato di una crisi imminente o attesa. Per quanto riguarda i prodotti strutturati, lo Skew può avere un impatto significativo. Le opzioni call fuori dal denaro nel Certificato turbo hanno un valore inferiore se lo Skew è alto, riducendo il potenziale di guadagno del prodotto. Tuttavia, uno Skew elevato favorisce il coupon di un convertibile reverse con barriera.

La volatilità anticipata offre una panoramica delle aspettative di mercato, e frequentemente, per le opzioni su azioni, presenta una curva in forma di "U asimmetrica". Questo fenomeno sottolinea un decremento della volatilità quando l'opzione è a parità, mentre manifesta un incremento per opzioni sia in-the-money che out-of-the-money, evidenziando ulteriori incertezze nella determinazione della volatilità nelle zone meno liquide del mercato. Infine, è imperativo riconoscere che le aspettative di mercato e le strategie adottate dagli emittenti possono differire. Queste differenze si manifestano attraverso variazioni nelle volatilità implicite, influenzando in ultima analisi i prezzi delle opzioni e, di conseguenza, quelli dei Prodotti Strutturati. Pertanto, un'analisi comparativa si rivela fondamentale per comprendere meglio il panorama complesso della volatilità nel mercato finanziario.

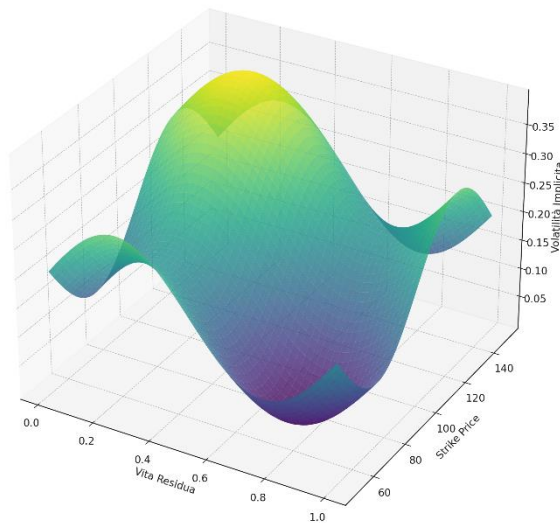


Figura 2.28 Volatilità implicita delle opzioni

Come visto in precedenza la volatilità cambia con il passare del tempo; quindi, ha una term structure che può essere con pendenza positiva, negativa o a gobba. Una term structure con pendenza positiva indica che le opzioni a breve termine hanno volatilità implicite inferiori rispetto alle opzioni a lungo termine. Nel mercato azionario, ciò si verifica solitamente in periodi di tranquillità. Una term structure invertita, quindi, con pendenza negativa suggerisce il contrario: le opzioni a lunga scadenza hanno una volatilità inferiore rispetto a quelle a breve termine. La term structure positiva esprime l'opinione che l'incertezza aumenti gradualmente con il tempo fino alla scadenza: quanto maggiore è il tempo rimanente alla scadenza, maggiore è la probabilità che un evento catastrofico che possa causare un incremento della volatilità. Questa incertezza legata al tempo è valutata come un premio sulle opzioni. Quando la term structure è invertita è perché si è verificato un determinato evento. La volatilità a breve termine può raggiungere picchi molto alti in seguito a eventi significativi e catastrofici, mentre la volatilità a lungo termine, benché sia maggiore del normale, aumenta solo lievemente in confronto. La volatilità a breve termine è intrinsecamente più volatile rispetto alla volatilità a lungo termine.

La term structure rappresenta anche un elemento chiave nella strutturazione o nell'investimento in prodotti. Potrebbe essere conveniente ridurre la scadenza di un prodotto a volatilità breve se la volatilità a breve termine è alta.

3. TIPOLOGIE

L'EUSIPA ha definito una Mappa di Derivati, in cui i diversi Prodotti Strutturati sono classificati in termini di categoria e tipologia. Sono stati usati criteri come le caratteristiche specifiche di prodotto, il diagramma di payoff dello stesso, e la composizione dei prodotti. L'ingegneria finanziaria permette la creazione continua di nuovi prodotti, quindi, la mappa viene costantemente aggiornata seguendo il passo dell'innovazione finanziaria. Questa mappa prevede la suddivisione in 4 grandi Tipologie di prodotti²³ ognuna distinta con un proprio colore (Blu per i Capitali Protetti, Verde per gli Yield Enhancement, Giallo per i Capitali Non Protetti, e Rosso per i Prodotti a Leva). Ogni categoria di prodotto contiene uno o più tipi di prodotto. I tipi di prodotto sono classificati in base al relativo diagramma di pagamento. In conformità con le normative EUSIPA, un nuovo tipo di prodotto viene creato quando almeno tre emittenti quotano ciascuno tre prodotti in borsa con diagrammi di pagamento identici. Le eccezioni a questa regola sono i Certificati Discount e i (Barrier) Reverse Convertibles. Questi prodotti hanno diagrammi di pagamento identici, ma sono in realtà due tipi di prodotto ben distinti. Possono essere differenziati dalle differenze nella forma di costruzione e dalle conseguenti differenze in termini di tassazione. Le categorie elencate da Acepi prevedono al posto dei Certificati Yield Enhancement, i Certificati a Capitale Condizionatamente Protetto, che di fatto sono due categorie similari ma che in quella delineata da Acepi sono elencati solamente i prodotti che hanno una barriera condizionata mentre l'EUSIPA indica anche alcuni senza la stessa.

Un gran numero di tipi di prodotto contiene una serie di caratteristiche diverse. I prodotti denominati long, call, bull prevedono un mercato in crescita. Al contrario, i prodotti con nomi come short, put, bear e inverse prevedono un mercato in calo o semplicemente una diminuzione del prezzo dell'attivo sottostante. Le forme comuni sono i Prodotti senza Scadenza o i Prodotti Rolling, che non hanno una scadenza fissa, o i Prodotti Quanto, che offrono protezione contro la perdita di cambio. I prodotti con una funzione rimborso anticipato stanno diventando sempre più popolari.

EUROPE	AUSTRIA	FRANCE	GERMANY	ITALY	SWEDEN	SWITZERLAND	UK
1 INVESTMENT PRODUCTS 1100 Uncapped Capital Protection 1120 Capped Capital Protected 1130 Capital Protection with Knock-Out 1140 Capital Protection with Coupon 1199 Miscellaneous Capital Protection 12 YIELD ENHANCEMENT PRODUCTS 1200 Discount Certificates 1210 Barrier Discount Certificates 1220 Reverse Convertibles 1230 Barrier Reverse Convertibles 1240 Capped Outperformance Certificates 1250 Capped Bonus Certificates 1260 Express Certificates 1299 Miscellaneous Yield Enhancement 13 PARTICIPATION PRODUCTS 1300 Tracker Certificates 1310 Outperformance Certificates 1320 Bonus Certificates 1330 Outperformance Bonus Certificates 1340 Near-Win Certificates 1399 Miscellaneous Participation 14 CREDIT LINKED NOTES 1440 Credit Linked Note - Linear 1450 Credit Linked Note - Equity Tranche 1460 Credit Linked Note - Mezz/Senior Tranche 1499 Miscellaneous Credit Linked Notes	1 ANLAGEPRODUKTE 1100 Kapitalschutz Zertifikate 1199 Weitere Anlageprodukte mit Kapitalschutz 12 ANLAGEPRODUKTE OHNE KAPITALSCHUTZ 1200 Discount Zertifikate 1220 Aktienanleihen 1260 Express Zertifikate 13 PRODUITS DE PARTICIPATION 1300 Index / Participations Zertifikate 1310 Outperformance Zertifikate 1320 Bonus Zertifikate 1399 Weitere Anlageprodukte ohne Kapitalschutz	1 PROD. D'INVESTISSEMENT 1100 PROD. A CAPITAL GARANTI A TÈCHENANCE 1100 Capital Garant 1199 Autres produits à Capital Garant à l'échéance 12 PRODUITS DE RENDEMENT 1200 Discount 1220 Reverse Convertibles 1230 Reverse Convertibles knock-in 1240 Sprint 1250 Bonus Capped 1299 Autres produits de Rendement 13 PRODUITS DE PARTICIPATION 1300 100% (1:301 100% Bear) 1310 Bonus 1340 Twin Win 1399 Autres produits de Participation	1 ANLAGEPRODUKTE 1100 Kapitalschutz Zertifikate 1140 Strukturante Anleihen 1199 Weitere Anlageprodukte mit Kapitalschutz 12 ANLAGEPRODUKTE OHNE KAPITALSCHUTZ 1200 Discount Zertifikate 1220 Aktienanleihen 1240 Sprint Zertifikate 1260 Express Zertifikate 13 ANLAGEPRODUKTE OHNE KAPITALSCHUTZ 1300 Index / Participations Zertifikate 1310 Outperformance Zertifikate 1320 Bonus Zertifikate 1399 Weitere Anlageprodukte ohne Kapitalschutz	1 PRODOTTI DI INVESTIMENTO 1100 PRODOTTI A CAPITALE PROTETTO 1100 Equity Protection (senza Cap) 1120 Equity Protection con Cap 1140 Digital, Equity Protection (con Coupon), Bonus Protetto, Express Protection 1199 Altri Prodotti a Capitale Protetto 12 PRODOTTI A CAP NON PROT. E CONDIZ. PROT. 1200 Discount 1230 Cash Collect, Phoenix 1240 Outperformance (con Cap) 1250 Bonus (con Cap) 1260 Express, Cash Collect Autocallable, Phoenix Autocallable 13 PRODOTTI A LEVA CON KNOCK-OUT 1300 Benchmark, Tracker Certificates 1310 Outperformance (senza Cap) 1320 Bonus (senza Cap) 1330 Outperformance Cond. Protetto (senza Cap) 1340 Near Win 1399 Altri Prodotti a Cap. Non Protetto e Condiz. Prot.	1 INVESTERINGSPRODUKTER 1100 KAPITALSKYDDADE PLACERINGAR 1120 Kapitaltryddad placeringar 1130 Kapitaltryddad placeringar 1140 Kapitaltryddad placeringar 1199 Övriga Kapitaltryddade placeringar 12 FÖRÅNSBIVIS 1200 Maabeviss 1210 Maabeviss med barrär 1220 Kupongbevis 1230 Kupongbevis med barrär 1240 Tillhållbevis med tak 1250 Bonusbrevs med tak 1260 Autocallbevis 1299 Övriga Premiebevis 13 DELTAGANDEBEVIS 1300 Trackerbevis 1310 Tillhållbevis 1320 Bonusbevis 1330 Tillhållbevis med buffert 1340 Twin-win bevis 1399 Övriga Deltagandebevis	1 INVESTMENT PRODUCTS 1100 CAPITAL PROTECTION 1100 Capital Protection Note with Participation 1130 Capital Protection Note with Barrier 1140 Capital Protection Note with Coupon 1199 Protected Growth Other (1:188 Protected Income Other) 12 YIELD ENHANCEMENT 1200 Discount Certificate 1210 Barrier Discount Certificate 1220 Reverse Convertible 1230 Barrier Reverse Convertibles 1260 Conditional Coupon Barrier Reverse Convertible 13 PARTICIPATION 1300 Tracker Certificate 1310 Outperformance Certificate 1320 Bonus Certificate 1330 Bonus Outperformance Certificate 1340 Twin Win Certificate 1399 Growth Other	1 INVESTMENT PRODUCTS 1100 PROTECTED INCOME / PROTECTED GROWTH 1100 Protected Uncapped Growth 1120 Protected Capped Growth 1140 Protected Conditional Income 1199 Protected Growth Other (1:188 Protected Income Other) 12 NON PROTECTED INCOME 1230 Fixed Income 1260 Kick Out 1299 Income Other 13 NON PROTECTED GROWTH 1300 Uncapped Growth 1399 Growth Other
2 LEVERAGE PRODUCTS 2100 LEVERAGE PRODUCTS WITHOUT KNOCK-OUT 2100 Warrants 2110 Spread Warrants 2199 Miscellaneous Leverage without Knock-Out 22 LEVERAGE PRODUCTS WITH KNOCK-OUT 2200 Knock-Out Warrants 2205 Open-end Knock-Out Warrants 2210 Mini-Future 2220 Double Knock-Out Warrants 2299 Miscellaneous Leverage with Knock-Out 23 CONSTANT LEVERAGE PRODUCTS 2300 Constant Leverage Certificate 2399 Miscellaneous Constant Leverage Products	2 HEBELPRODUKTE 2100 HEBELPRODUKTE OHNE KNOCK-OUT 2100 Optionschene 2199 Miscellaneous Leverage without Knock-Out 22 HEBELPRODUKTE MIT KNOCK-OUT 2200 Knock-Out Produkte 2205 Turbo 2210 Turbo (Innhalb / infra) BEST 2220 Turbo (Innhalb / infra) 2230 Sapping Warrants 2299 Weitere Hebelprodukte mit Knock-Out 23 PRODUKTE MIT KONSTANTEM HEBEL 2300 Faktor Zertifikate 2399 Weitere Produkte mit konstantem Hebel	2 PROD. À EFFET DE LEVIER 2100 WARRANTS 2110 Capped & Floored 2199 Autres prod. de lever sans barrière désactivante 22 AVEC BARRIÈRE DÉACTIVANTE 2200 Turbo 2205 Turbo (Innhalb / infra) BEST 2210 Turbo (Innhalb / infra) 2230 Sapping Warrants 2299 Autres produits de lever avec barrière 23 PRODUITS À EFFET DE LEVIER CONSTANT 2300 Leverages à Short 2399 Autres produits à et de lever constant	2 HEBELPRODUKTE 2100 HEBELPRODUKTE OHNE KNOCK-OUT 2100 Optionschene 2199 Weitere Hebelprodukte ohne Knock-Out 22 HEBELPRODUKTE MIT KNOCK-OUT 2200 Knock-Out Produkte 2205 Turbo 2210 Turbo (Innhalb / infra) 2220 Turbo (Innhalb / infra) 2230 Sapping Warrants 2299 Weitere Hebelprodukte mit Knock-Out 23 PRODUKTE MIT KONSTANTEM HEBEL 2300 Faktor-Optionschene 2399 Weitere Produkte mit konstantem Hebel	2 PRODOTTI A LEVA 2100 COVERED WARRANT 2100 Warrant 2199 Altri Prodotti a Leva senza Knock-Out 22 PRODOTTI A LEVA CON KNOCK-OUT 2200 Turbo 2205 Turbo Unlimited, Open End, Benchmark a Leva 2210 Mini-Future 2220 Double Knock-Out Stay Up, Stay Down 2299 Altri prodotti a Leva con Knock-Out 23 PRODOTTI A LEVA CON COSTANTE 2300 Leva Fissa 2399 Altri Prodotti a Leva Costante	2 HÄVSTÅNGSINSTRUMENT 2100 HÄVSTÅNGSINSTRUMENT LÖSN STOPLOSS 2100 Warranter 2110 Spread Warrant 2199 Övriga Hävstångsinstrument utan stop-loss 22 HÄVSTÅNGSINSTRUMENT MED STOPLOSS 2200 Knock-Out Warranter 2205 Open-end Knock-Out Warranter 2210 Mini-Future 2220 Mini-Future 2299 Övriga Hävstångsinstrument med stop-loss 23 INSTRUMENT MED KONSTANT HÄVSTÅNG 2300 Bull & Bear Certifikat 2399 Övriga Instrument med konstant hävstång	2 LEVERAGE PRODUCTS 2100 Warrant 2110 Spread Warrant 2199 Miscellaneous Leverage without Knock-Out 22 WARRANT WITH KNOCK-OUT 2200 Warrant with Knock-Out 2205 Open-end Knock-Out Warranter 2210 Mini-Future 2220 Mini-Future 2299 Miscellaneous Leverage with Knock-Out 23 CONSTANT LEVERAGE CERTIFICATE 2300 Constant Leverage Certificate 2399 Miscellaneous Constant Leverage Products	

Figura 3.1 EUSIPA DERIVATIVE MAP. Fonte: EUSIPA

²³ Le categorie possono essere considerate 6 se si conta che i prodotti a leva si articolano a loro volta in 3 sotto-categorie.

3.1 Capitale Protetto:

Tutti i prodotti che contengono un elemento di protezione del capitale rientrano nella categoria dei prodotti con protezione del capitale. Come suggerisce il nome, all'investitore viene offerta una protezione che va dal minimo del 90% (parziale) fino a oltre il 100% (completa) del capitale investito o del nominale alla data di emissione. Questi prodotti sono principalmente rivolti agli investitori che prevedono un aumento dei prezzi dell'attivo sottostante, ma accettano che possano verificarsi cadute significative; l'obiettivo è che alla fine non si registri alcuna perdita.

I Certificati a Protezione del Capitale sono strumenti di investimento ideali per gli investitori inclini al rischio. A differenza di tutti gli altri Prodotti Strutturati, essi proteggono il capitale, in ogni caso alla scadenza, e anche esplicitamente in caso di significative diminuzioni dei prezzi. L'unico caso eccezionale sarebbe l'insolvenza dell'emittente pertinente durante il ciclo di vita del prodotto. Il fattore determinante per la protezione del capitale è il livello del Floor (livello di protezione del capitale). Solo i prodotti con un Floor di almeno il 100% garantiscono una piena protezione del capitale fino al livello del nominale (valore nominale) alla scadenza. Tutti gli altri prodotti offrono solo una protezione parziale anche se è sufficiente un Floor di almeno il 90% per poter classificare il prodotto in questa categoria. Dal punto di vista dell'investitore, i prodotti di protezione del capitale possono essere considerati come una combinazione di un titolo obbligazionario e una o più opzioni. In questo caso, il titolo obbligazionario (Zero Coupon Bond) assume il ruolo di protezione del capitale, mentre la strategia delle opzioni fornisce il diagramma di payoff desiderato. L'importo che l'emittente riceve dall'investitore costituisce un prestito concesso all'emittente. Per questo prestito, l'investitore si aspetta di ricevere una compensazione, ad esempio sotto forma di interessi o partecipazione all'attivo sottostante. La compensazione attesa dipende dalla probabilità di riscatto alla scadenza: più bassa è la probabilità, maggiore è la compensazione. Gli interessi maturati per il prestito si riflettono nello sconto di un titolo obbligazionario zero emesso dall'emittente. Questo sconto viene calcolato come scadenza (in anni) moltiplicata per il tasso di interesse. Pertanto, il valore del titolo obbligazionario Zero Coupon Bond ha un determinato valore, che sottratto al valore di emissione permette di capire quanti euro rimangono per finanziare la componente opzioni, i costi e il margine dell'emittente.

Investendo in un prodotto di questo tipo la perdita può avvenire solamente in caso di insolvenza dell'emittente; quindi, è bene investire in prodotti emessi solamente da emittenti solidi. Il rischio emittente è valido per tutti i tipi di Certificati d'Investimento, di conseguenza va fatto lo stesso ragionamento anche quando si investe in prodotti appartenenti alle altre categorie. Esistono vari metodi per misurare il margine di rischio per un possibile default dell'emittente. L'indicatore più comunemente utilizzato è lo spread del Credit Default Swap (CDS spread). Lo spread del CDS può essere interpretato come un premio assicurativo, che viene pagato sul mercato per coprire il rischio di default dell'emittente. In linea generale maggiore è lo spread del CDS, maggiore è la probabilità che l'emittente non possa adempiere ai suoi obblighi di pagamento. Uno spread del CDS in aumento porta a una diminuzione dei prezzi dei Certificati e viceversa.

Per capire il prezzo di un Certificato d'Investimento si può considerare che maggiore è la protezione del capitale, più dominante è la componente obbligazionaria e minore è l'influenza dell'attivo sottostante, sulla

base della strategia delle opzioni. I prodotti di protezione del capitale sembrano particolarmente interessanti in periodi di tassi di interesse elevati o con rischi di insolvenza degli emittenti aumentati, poiché più denaro rimane disponibile per la strategia delle opzioni a causa dei prezzi obbligazionari più bassi (valore attuale del titolo obbligazionario ZCB). La protezione del capitale si applica tenendo conto della solvibilità dell'emittente. Deve essere tenuto presente il rischio di insolvenza dell'emittente. La protezione del capitale si applica solo alla scadenza. La protezione del capitale copre solo il nominale; quindi, se un prodotto dovesse essere acquistato sul mercato secondario a un prezzo superiore al Floor, sarebbe anche possibile una perdita di capitale fino al livello del Floor.

I Certificati a Capitale Protetto con partecipazione sono tra i prodotti di protezione del capitale più popolari. Si distinguono per avere una struttura di payoff semplice. In particolare, esistono Certificati a Capitale Protetto con partecipazione (senza limite massimo di profitto) e un basso livello di protezione del capitale (Floor) o prodotti di protezione del capitale su un attivo sottostante con bassa volatilità consentono all'investitore di partecipare fino al 100% o anche di più, all'aumento dei prezzi dell'attivo sottostante, senza restrizioni.

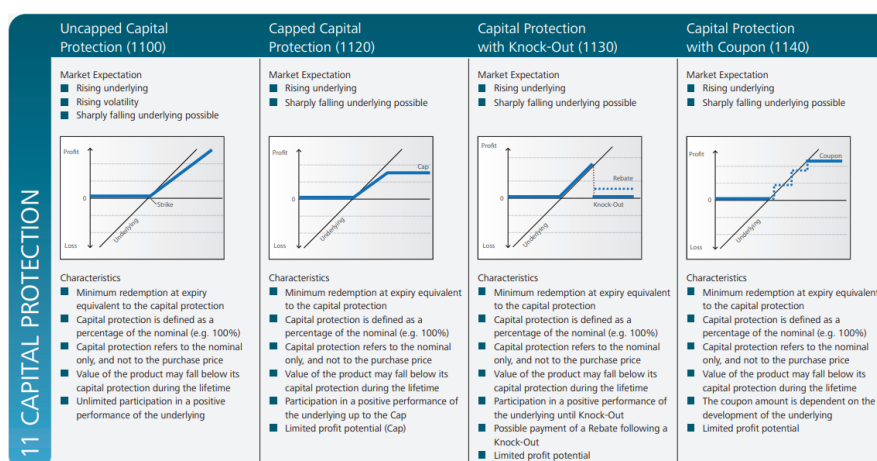


Figura 3.2 EUSIPA DERIVATIVE MAP; Capital Protection. Fonte: EUSIPA

3.1.1 Equity Protection senza Cap

Generalmente i Certificati a Capitale Protetto combinano la protezione del capitale con la possibilità di partecipare a eventuali rialzi del sottostante. Naturalmente per ottenere la protezione del capitale è necessario rinunciare a una parte del possibile rendimento che si otterrebbe da un aumento del sottostante stesso. Per questa ragione la partecipazione al rialzo è inferiore al 100% e varia a seconda delle condizioni di mercato nel momento della strutturazione. Impatta anche la protezione del capitale scelta; una maggiore protezione (superiore al 100%) diminuirebbe maggiormente la partecipazione al rialzo, mentre una partecipazione del 90% permetterebbe una partecipazione maggiore. La protezione del capitale è garantita solamente a scadenza, come la partecipazione al rialzo del sottostante. Durante la vita del prodotto la quotazione del Certificato è impattata dalle variabili viste in precedenza che ne determinano il prezzo.

Possono essere scelti i sottostanti più variegati partendo alle azioni, passando per tassi d'interesse fino anche alle materie prime. La scadenza generalmente non è breve ma è a distanza di anni. Nei periodi con tassi d'interessi bassi si è notato un incremento dei Certificati a Capitale Protetto senza Cap con sottostanti dei tassi. La loro bassa volatilità che si registra in questi periodi permette di finanziarsi con opzioni a basso costo e

quindi più favorevoli consentendo di strutturare prodotti con una partecipazione maggiore a parità di protezione.

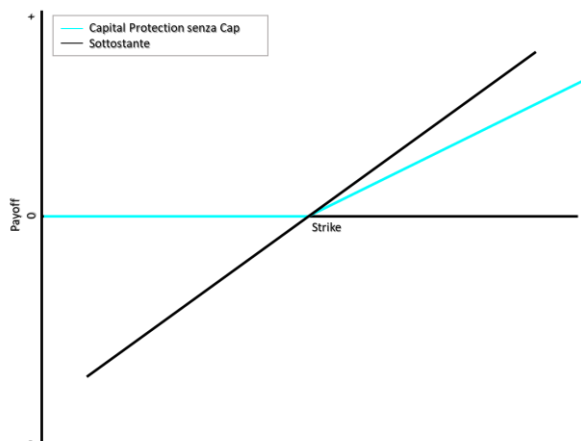


Figura 3.3 Payoff di un Certificato Equity Protection 100% senza Cap

Analizzare la strutturazione di un Certificato è fondamentale perché capire le singole componenti dello stesso permette di capire quali sono le effettive variabili che potrebbero impattare il prezzo in futuro e di conseguenza, in base alle proprie aspettative, consente di orientarsi verso prodotti che meglio si adattano alle stesse.

3.1.1.1 Strutturazione

Gli Equity Protection senza Cap sono strutturati con una componente obbligazionaria e una componente opzionaria:

1. Zero Coupon Bond: lo ZCB permette la protezione del capitale a scadenza.
2. Opzione Long Call ATM: l'opzione long permette di partecipare al rialzo del sottostante.

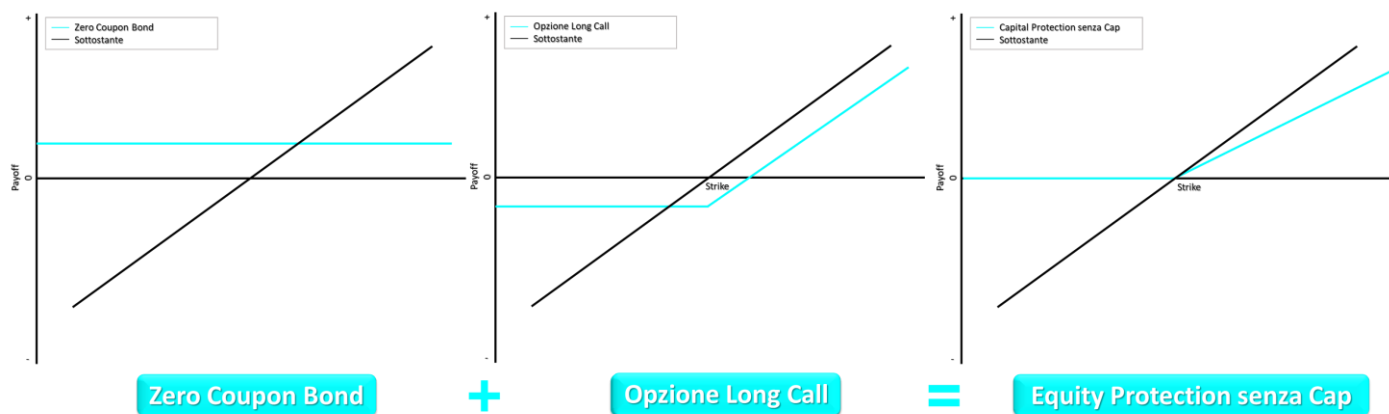


Figura 3.4 Strutturazione di un Certificato Equity Protection 100% senza Cap

In questo caso bisogna quindi fare 2 acquisti (ZCB e Opzione Long Call ATM). Tenendo conto di un budget di 100 e si va a comprare uno ZCB a x anni con la maggior parte del budget (ad esempio il 94%; quindi con 94) che restituisce 100 a scadenza, poi si comprano le opzioni (ad con il 4,8% del budget, quindi 4,8, che potrebbero essere 6 opzioni strike 100 comprate a 0,8, con un allocation ratio di 10:1), infine con la parte rimanente di 1,2 (100-94-4,8) si remunera l'emittente. In ogni caso lo ZCB a scadenza restituirà il valore nominale (VN) di 100, indipendentemente dal valore del sottostante. Le opzioni call scadranno senza valore se sotto lo strike price, altrimenti restituiranno una performance positiva che si discosterà da quella che si avrebbe avuto investendo direttamente nel sottostante dato il premio pagato per acquistarle. A scadenza si

otterrà un profitto dato dalla performance del sottostante, moltiplicata per il tasso di partecipazione e per l'allocation ratio. Il rendimento a scadenza può essere espresso con la seguente formula:

$$\text{Rendimento a scadenza} = \text{MAX}[VN * (1 + \text{Fattore di Partecipazione}) * \frac{\text{Spot} - \text{Strike}}{\text{Strike}}; VN]$$

[Formula 3.1]

Essendo strutturato per la maggior parte da uno ZCB per la maggior parte della vita si comporterà come un'obbligazione; solo all'avvicinarsi della scadenza la componente opzionaria influenzerà maggiormente il prezzo del Certificato. Di conseguenza inizialmente saranno la solidità dell'emittente e il livello dei tassi a determinane il prezzo; successivamente, all'avvicinarsi della scadenza, inizieranno ad impattare significativamente anche le greche a seconda della Moneyness.

Fattore che influenzano il Prezzo	Effetto	Long Call	ZCB	Equity Protection senza Cap
Prezzo del Sottostante	↑	↑	–	↑
	↓	↓	–	↓
Strike Price	↑	↓	–	↓
	↓	↑	–	↑
Vita Residua	↑	↑	↓	?
	↓	↓	↑	?
Volatilità Implicita	↑	↑	–	↑
	↓	↓	–	↓
Tasso d'Interesse Privo di Rischio	↑	↑	↓↓	↓
	↓	↓	↑↑	↑
Tasso di Dividendo Atteso	↑	↓	–	↓
	↓	↑	–	↑

Tabella 3.1 Come i fattori influenzano il Prezzo dell'Equity Protection senza Cap

Questa particolare categoria di Equity Protection è più adatta a investitori avversi al rischio che hanno aspettative di mercato che sono positive per quanto riguarda il sottostante, ma che non escludono che un'imminente aumento di volatilità possa causare un forte ribasso del sottostante stesso. Questo strumento, come si vede anche dal grafico del payoff, permette di beneficiare (in maniera meno che proporzionale) al rialzo del sottostante garantendo però la protezione del capitale. Rinunciando a una parte del possibile profitto dato dal rialzo del sottostante si va ad eliminare il down side risk.

3.1.2 Equity Protection Cap

I Certificati a Capitale Protetto possono anche avere un Cap. In questo caso si aggiunge una componente che va a limitare la performance massima del Certificato per andare a migliorare le altre componenti, come una maggiore protezione o un fattore di partecipazione maggiore (fino al Cap) rispetto a quello che si avrebbe avuto senza lo stesso. A seconda di dove viene posizionato il Cap è possibile ottenere una struttura migliore o peggio. Un Cap più basso (meno profitti) permette di migliorare di molto le altre condizioni, mentre un Cap molto alto è quasi come se non ci fosse rendendolo più simile a un Equity Protection senza Cap.

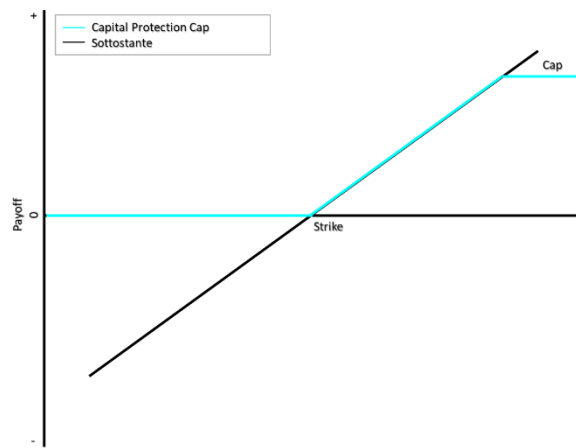


Figura 3.5 Payoff di un Certificato Equity Protection 100% Cap

3.1.2.1 Strutturazione

Gli Equity Protection Cap sono strutturati con una componente obbligazionaria e una componente opzionaria:

1. Zero Coupon Bond: lo ZCB permette la protezione del capitale a scadenza.
2. Opzione Long Call ATM: l'opzione long permette di partecipare al rialzo del sottostante.
3. Opzione Short Call OTM: l'opzione short permette di definire un Cap.

In questo caso bisogna quindi fare 2 acquisti (ZCB e Opzione Long Call ATM) e 1 vendita (Short Call OTM). Rispetto alla struttura del Equity Protection senza Cap la vendita di un'opzione permette di avere un'ulteriore flusso di cassa con il quale andare a comprare o lo ZCB o le opzioni Long Call migliorandone le componenti. La Short Call va a definire il Cap a livello di strike e più questo è vicino allo strike della Long Call più grande sarà il premio che verrà pagato ma minore sarà il livello del Cap.

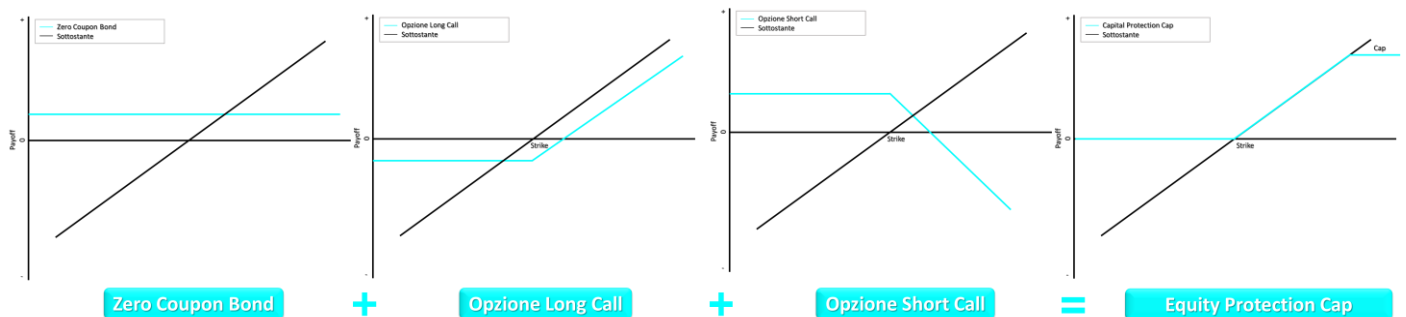


Figura 3.6 Strutturazione di un Certificato Equity Protection 100% Cap

Il prezzo si muove in maniera simile all'Equity Protection senza Cap. In aggiunta alle variabili viste precedentemente bisogna considerare che gli effetti sulla Short Call potrebbero in parte compensare quelli della Long Call. Se il prezzo del sottostante dovesse trovarsi, a scadenza, al di sotto del Cap sarà stato vantaggioso strutturalo in questo modo perché le condizioni sono state migliorative fino a quel livello rispetto a un Certificato con stesse struttura ma senza Cap. Se, invece, il prezzo del sottostante dovesse andare ben oltre il Cap allora sarebbe convenuto non mettere lo stesso perché si sarebbe ottenuto un rendimento maggiore senza lo stesso.

Questa particolare categoria di Equity Protection è più adatta a investitori avversi al rischio che hanno aspettative di mercato moderatamente rialziste (fino al Cap) per quanto riguarda il sottostante, ma che non escludono che un'imminente aumento di volatilità possa causare un forte ribasso del sottostante stesso. Questo

strumento, come si vede anche dal grafico del payoff, permette di beneficiare (in maniera anche proporzionale) al rialzo del sottostante garantendo però la protezione del capitale ma limitandone i profitti massimi realizzabili (Cap). Rinunciando a una parte del possibile profitto dato dal rialzo del sottostante si va ad eliminare il down side risk.

3.1.3 Equity Protection Knock-Out

I Certificati a Capitale Protetto possono avere al posto del Cap, una barriera Knock-Out. Questo, come per il Cap, permette di partecipare al rialzo del sottostante fino al raggiungimento della barriera; ma, una volta rotta la stessa al rialzo, non si ottiene più la performance negativa ma si ottiene il valore nominale. A parità di livello è più rischioso perché, superato lo stesso, non genera alcun rendimento. Il vantaggio è che è meno costoso da strutturare quindi è possibile ottenere caratteristiche migliorative in termini di protezione o di partecipazione.

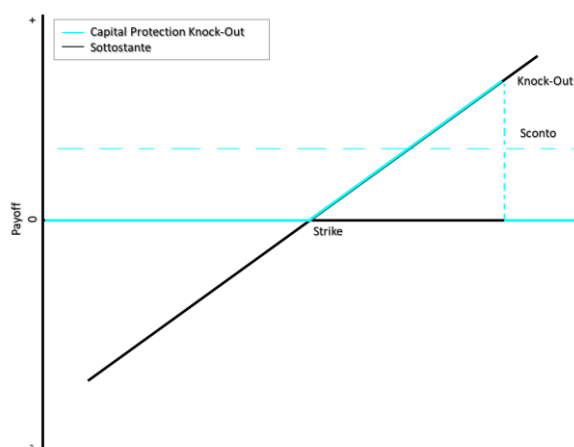


Figura 3.7 Payoff di un Certificato Equity Protection Knock-Out

3.1.3.1 Strutturazione

Gli Equity Protection Knock-Out sono strutturati con una componente obbligazionaria e una componente opzionaria:

1. Zero Coupon Bond: lo ZCB permette la protezione del capitale a scadenza.
2. Opzione Up and Out Call ATM: l'opzione Up and Out permette di partecipare al rialzo del sottostante fino al Knock-Out.
3. Opzione Digital Call OTM: l'opzione digital permette il pagamento di un premio al verificarsi di determinate condizioni.

In questo caso bisogna quindi fare 3 acquisti (ZCB e Opzione Up and Out Call ATM, Opzione Digital Call OTM). Rispetto alle opzioni degli Equity Protection Cap queste opzioni sono meno costose perché più rischiose. Per questa ragione permettono di avere condizioni migliorativa, ma se dovesse essere raggiunto il livello di Knock-Out si perderebbero questi effetti migliorativi e si avrebbe un payoff peggiore. Alti livelli di volatilità e di tasso d'interesse permettono strutture meno costose andandone a migliorare le componenti.

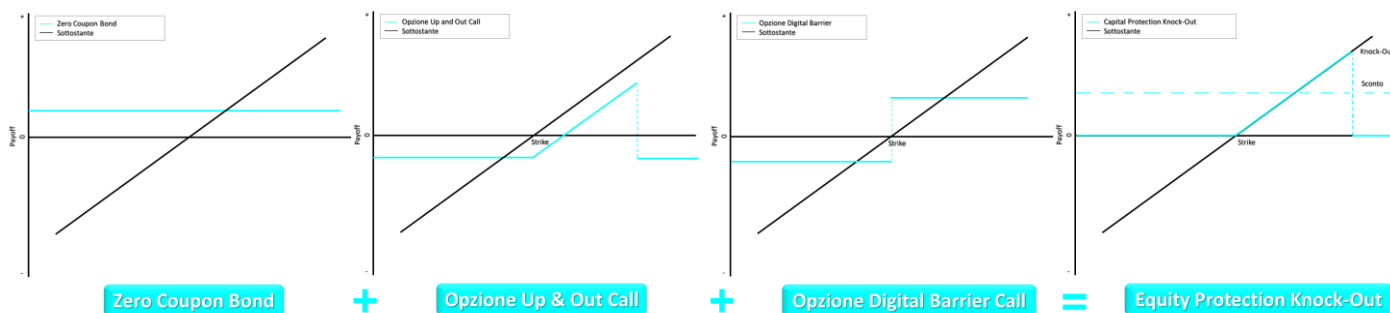


Figura 3.8 Strutturazione di un Certificato Equity Protection Knock-Out

Durante la vita del prodotto la componente opzionaria acquista valore all'allontanarsi dallo strike ma inizia a perderlo all'avvicinarsi del Knock-Out dato che se dovesse romperlo al rialzo non si avrebbe diritto alla performance positiva del sottostante. Data la presenza della barriera questo è da considerarsi un valore fondamentale perché a seconda di dove viene posta, a scadenza, determinerà se il payoff è positivo o meno. All'avvicinarsi della scadenza il payoff potrebbe essere molto variabile quindi il prezzo potrebbe comportarsi come un Certificato a leva a seconda della distanza dalla barriera e della volatilità del sottostante.

Fattore che influenzano il Prezzo	Effetto	ZCB	Up & Down Call	Digital Barrier Call	Equity Protection Knock-Out
Prezzo del Sottostante	↑	—	?	↑	?
	↓	—	?	↓	?
Strike Price	↑	—	↓	—	↓
	↓	—	↑	—	↑
Barriera	↑	—	↑↑	↓	↑
	↓	—	↓↓	↑	↓
Vita Residua	↑	↓	?	?	?
	↓	↑	?	?	?
Volatilità Implicita	↑	—	?	↑	?
	↓	—	?	↓	?
Tasso d'Interesse Privo di Rischio	↑	↓↓	?	?	↓
	↓	↑↑	?	?	↑

Tabella 3.2 Come i fattori influenzano il Prezzo dell'Equity Protection Knock-Out

È possibile strutturare Certificati Equity Protection con 2 Knock-Out, sia al Up che Down, se si ha una visione di un movimento moderato al rialzo o al ribasso del sottostante.

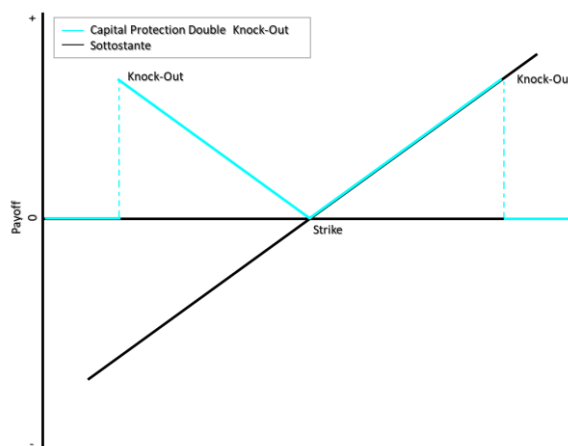


Figura 3.9 Payoff di un Certificato Equity Protection Double Knock-Out

Questa particolare categoria di Equity Protection è più adatta a investitori avversi al rischio che hanno aspettative di mercato moderatamente rialziste (fino ad un massimo della barriera) per quanto riguarda il sottostante, ma che non escludono che un'imminente aumento di volatilità possa causare un forte ribasso del sottostante stesso. Inoltre, permette il pagamento periodico dei premi che potrebbe essere adatto per chi ha bisogno di una rendita passiva. Questo strumento, come si vede anche dal grafico del payoff, permette di beneficiare (in maniera anche proporzionale) al rialzo del sottostante garantendo però la protezione del capitale ma limitandone i profitti massimi realizzabili dato dal Knock-Out della barriera. Rinunciando a una parte del possibile profitto dato dal rialzo del sottostante si va ad eliminare il down side risk.

3.1.4 Digital Equity Protection Cap

I Certificati a Capitale Protetto con Cap possono anche pagare dei premi periodici al verificarsi di determinate condizioni. Il Cap permette di finanziare i premi durante la vita del prodotto ma in questo modo si rinuncia all'eventuale performance positiva del sottostante.

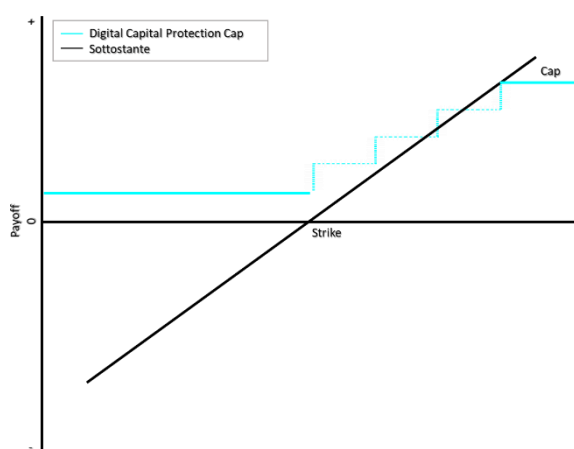


Figura 3.10 Payoff di un Certificato Digital Equity Protection Cap

3.1.4.1 Strutturazione

Gli Equity Protection Digital Cap sono strutturati con una componente obbligazionaria e una componente opzionaria:

1. Zero Coupon Bond: lo ZCB permette la protezione del capitale a scadenza.
2. N. Opzioni Cash or Nothing con strike e scadenze diverse: l'opzione cash or nothing permette il pagamento di un premio al verificarsi di determinate condizioni.

In questo caso bisogna quindi fare 2 acquisti (ZCB e Opzioni Cash or Nothing). Rispetto alle opzioni degli Equity Protection Cap le opzioni digitali o pagano o non pagano il premio.

È conveniente strutturalo con tassi alti e bassa volatilità. L'andamento del sottostante determina o meno il pagamento del premio; quindi, vicino ogni data di valutazione le opzioni sono molto influenzate dalla vicinanza con lo strike price. Generalmente, a scadenza, sono previsti il rimborso integrale del capitale investito più un rendimento minimo. Durante la vita del prodotto sono poi previste dei premi condizionati.

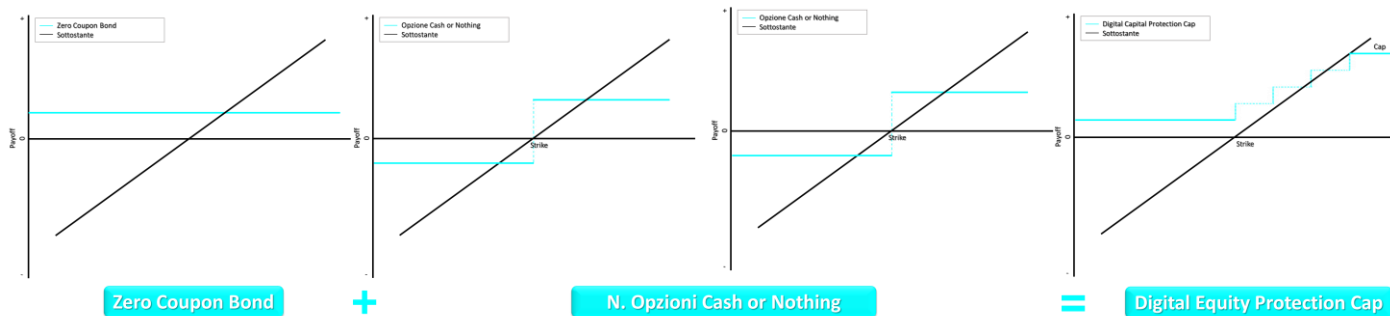


Figura 3.11 Strutturazione di un Certificato Digital Equity Protection Cap

Questa particolare categoria di Equity Protection è più adatta a investitori avversi al rischio che hanno aspettative di mercato laterale per quanto riguarda il sottostante, ma che non escludono che un'imminente aumento di volatilità possa causare un forte ribasso del sottostante stesso. Inoltre, permette il pagamento periodico dei premi che potrebbe essere adatto per chi ha bisogno di una rendita passiva. Questo strumento, come si vede anche dal grafico del payoff, permette di beneficiare dei premi durante la vita del prodotto garantendo però la protezione del capitale ma limitandone i profitti massimi realizzabili. Rinunciando a una parte del possibile profitto si va ad eliminare il down side risk.

3.2 Yield Enhancement:

I Certificati a Yield Enhancement sono adatti agli investitori che prevedono una performance dell'attivo sottostante all'interno del range di movimento laterale fino a un leggero aumento del prezzo. Una caratteristica specifica di questi prodotti è la limitazione del profitto (Cap). Pertanto, sono anche definiti prodotti con rendimento massimo predeterminato.

La maggior parte dei Certificati a Yield Enhancement viene strutturata quando si prevede un trend laterale del mercato (o leggermente ribassista). Le tre caratteristiche principali che possono essere considerate sono che un sottostante in che si muove lateralmente o con un moderato rialzo/ribasso genera un rendimento positivo maggiore di quello che si sarebbe ottenuto investendo direttamente nel sottostante, in caso di forti ribassi (violazione della barriera) la protezione parziale del capitale a scadenza viene meno, e, infine in caso di forti rialzi una parte della partecipazione all'aumento del prezzo dell'attivo sottostante viene persa (costo opportunità). La partecipazione è limitata da un Cap, che determina il rendimento massimo. I prodotti di incremento del rendimento più noti sono i Certificati Discount, i Reverse Convertible Barrier e i Certificati Express. Ciascuno di questi prodotti esiste in varie forme.

I Certificati a Yield Enhancement vengono costruiti sia direttamente attraverso l'acquisto di un sottostante, attraverso un LEPO (Opzione Call con prezzo di esercizio vicino a zero), o attraverso un titolo obbligazionario. Mentre il LEPO include uno sconto sull'attivo sottostante fin dall'inizio, gli altri prodotti, costruiti attraverso un titolo obbligazionario, forniscono un rendimento solo alla scadenza. Di solito, questi prodotti offrono un premio, che viene pagato a intervalli regolari (settimanali, mensili, trimestrali, semestrali o annuali). I prezzi dei prodotti basati su obbligazioni sono di solito espressi come percentuale del nominale, mentre i prezzi dei prodotti che includono un LEPO o investimenti diretti sono pubblicati come prezzi unitari. Analogamente ai prodotti di protezione del capitale, è importante considerare la solvibilità degli emittenti dei prodotti di

incremento del rendimento. Un aumento della probabilità di insolvenza di un emittente porta a una diminuzione del valore del Certificato alla scadenza e viceversa. Lo spread di credito default swap (CDS spread), che può essere interpretato come una sorta di premio assicurativo per il capitale investito, serve come indicatore per il cambiamento nella probabilità di default di un emittente. Uno dei prodotti di incremento del rendimento più popolari è il Reverse Convertible Barrier su vari sottostanti, che offre un premio comparativamente elevato e una protezione parziale del capitale contro i prezzi in diminuzione (fino alla violazione della barriera).

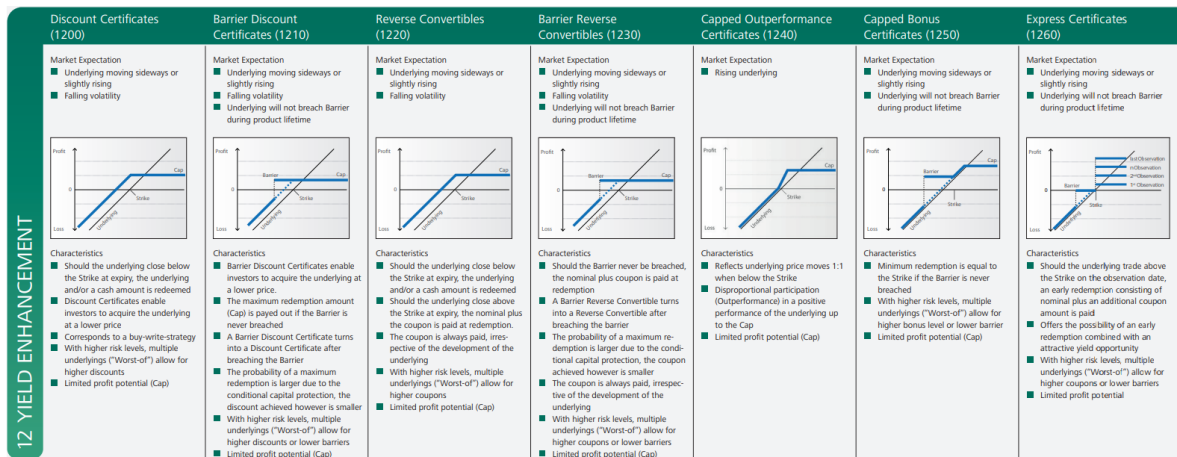


Figura 3.12 EUSIPA DERIVATIVE MAP; Yield Enhancement. Fonte: EUSIPA

3.2.1 Discount

Generalmente i Certificati Discount permettono un guadagno con moderati ribassi o moderati rialzi del sottostante. È come se si stesse acquistando il sottostante ad un prezzo inferiore, riducendo il rischio ma mettendo un Cap al rendimento.

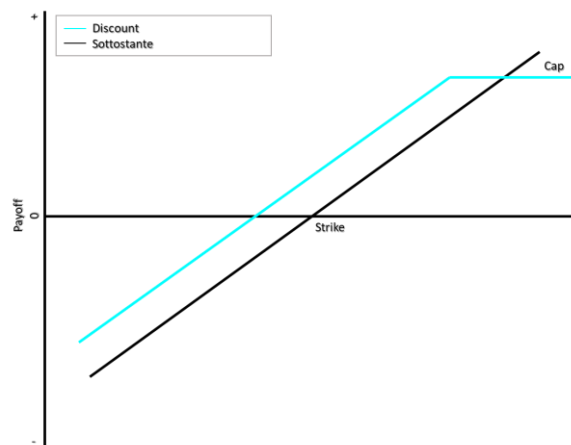


Figura 3.13 Payoff di un Certificato Discount Cap

3.2.1.1 Strutturazione

I Discount sono strutturati con una componente opzionaria:

1. LEPO ITM: il LEPO è come un call con strike 0 e permette di ottenere lo stesso rendimento del sottostante, ipotizzando nessun dividendo, altrimenti quoterà al rialzo di uno scostamento pari ai dividendi attesi.
2. Opzione Short Call ATM/OTM: l'opzione short call va a definire lo sconto e di conseguenza il Cap. In questo caso bisogna quindi fare 1 acquisto (LEPO) e 1 vendita (Opzione Call). Il Cap si comporta come visto precedentemente, cioè più lontano è allo strike price minore è lo sconto, ma è più probabile che esso

non venga raggiunto a scadenza facendo generare un profitto. Un'elevata volatilità fa scendere il prezzo delle opzioni permettendo una strutturazione più vantaggiosa.

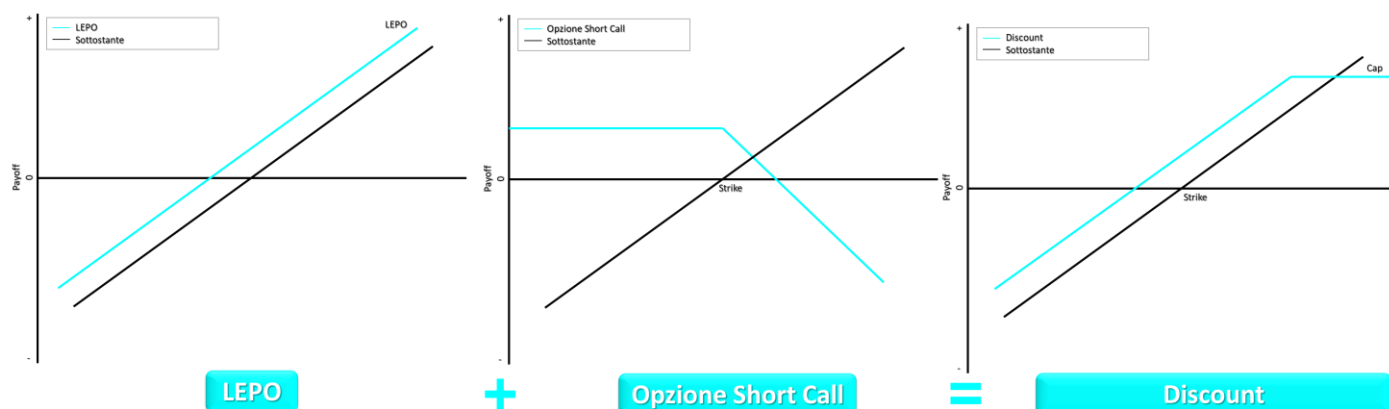


Figura 3.14 Strutturazione di un Certificato Discount

Generalmente il prezzo del Certificato Discount è influenzato dal prezzo del sottostante, dalla via residua e dalla volatilità implicita. Il livello del discount è dato dall'opzione short call, dal Cap e dal LEPO. Quando il rischio sale il Certificato perde di valore, ma in quel momento può essere conveniente strutturarne uno nuovo a condizioni migliorative.

Fattore che influenzano il Prezzo	Effetto	LEPO	Short Call	Discount
Prezzo del Sottostante	↑	↑↑	↓	↑
	↓	↓↓	↑	↓
Strike Price	↑	—	↑	↑
	↓	—	↓	↓
Vita Residua	↑	?	↓	↓
	↓	?	↑	↑
Volatilità Implicita	↑	—	↓	↓
	↓	—	↑	↑
Tasso di dividendo atteso	↑	↓	↑	↓
	↓	↑	↓	↑

Tabella 3.2 Come i fattori influenzano il Prezzo del Discount

Se il prodotto è molto sopra il Cap è come se fosse un rendimento a reddito fisso, mentre se è molto sotto si comporta come un Certificato tracker. Il livello del Cap è molto importante e influenza il rendimento a scadenza.

Questa particolare categoria di Certificati è più adatta a investitori avversi o neutrali al rischio che hanno aspettative di mercato laterale per quanto riguarda il sottostante, e quindi che non escludono che una diminuzione di volatilità possa andare a stabilizzare la quotazione del sottostante. Il Cap rappresenta il massimo guadagno ottenibile. Generalmente le scadenze non sono molto lontane ma più di medio periodo. Avendo un guadagno massimo ottenibile è come se avesse un Cap che è appunto remunerato ottenendo uno sconto sull'acquisto del valore nominale. In questo caso il downside risk non è eliminato quando si rinuncia a una parte del possibile profitto ma è solo mitigato per determinati scenari. Il rischio d'investimento rispetto all'investimento diretto sottostante è minore ma anche i possibili profitti. Confrontando con l'investimento del sottostante si sta pagando di meno quindi è ipoteticamente possibile investire la somma ad un tasso risk free

che, nel complesso, migliora l'investimento. Sono Certificati che diventano attrattivi durante fasi di alta volatilità. Esistono molti tipi di Certificati discount come quello con barriera, il multi-discount, il Corridor, il lock in e il Rolling.

3.2.2 Barrier Discount

In aggiunta ai Certificati Discount si possono strutturare i Barrier Discount. Le caratteristiche sono molto simili ma in questi ultimi viene aggiunta una barriera inferiore che permette la protezione condizionata del capitale fino all'evento barriera. Le aspettative sono sempre di un mercato laterale che non andrà oltre il Cap, ma anche che non andrà al ribasso sotto la barriera. La differenza tra i due sta nel fatto che nel Barrier Discount il payoff è potenzialmente maggiore ma lo sconto è minore.

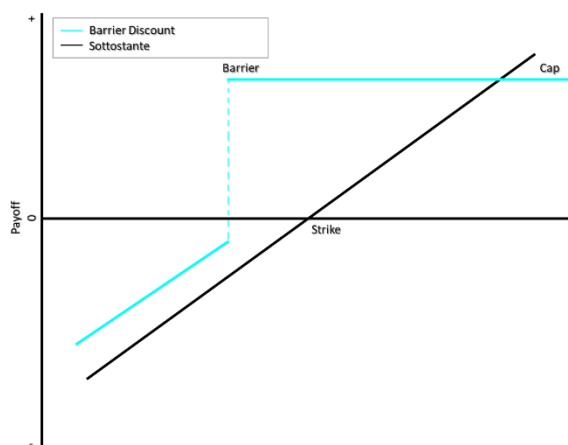


Figura 3.15 Payoff di un Certificato Barrier Discount

3.2.2.1 Strutturazione

I Barrier Discount sono strutturati con una componente opzionaria:

1. LEPO ITM: il LEPO è come un call con strike 0 e permette di ottenere lo stesso rendimento del sottostante, ipotizzando nessun dividendo, altrimenti quoterà al rialzo di uno scostamento pari ai dividendi attesi.
2. Opzione Short Call ATM/OTM: l'opzione short call va a definire lo sconto e di conseguenza il Cap.
3. Opzione Long Down and Out Put ATM/ITM: l'opzione Down and Out fa sì che ci sia una protezione condizionata del capitale fino alla barriera.

In questo caso bisogna quindi fare 2 acquisti (LEPO e Down and Out Put) e 1 vendita (Opzione Call). La protezione parziale è meno costosa da avere quindi permette un payoff migliore, a fronte però di un rischio maggiore. Un'elevata volatilità fa scendere il prezzo delle opzioni permettendo una strutturazione più vantaggiosa ma rende più probabile la rottura della barriera incrementando il rischio.

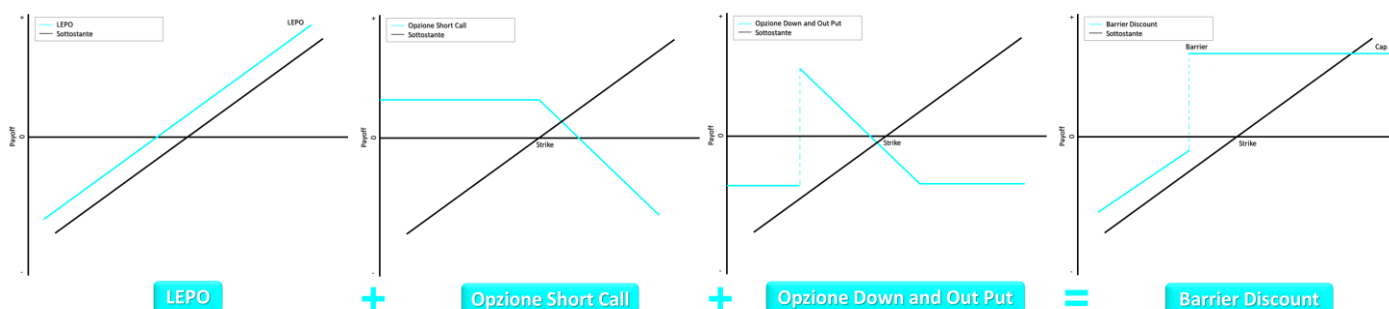


Figura 3.16 Strutturazione di un Certificato Barrier Discount

Durante la vita del Certificato la volatilità influenza molto il prezzo del Certificato perché dipende dal livello della barriera e la distanza dalla stessa. Se il prezzo sale si riduce la probabilità di rottura della stessa quindi il Certificato tende ad apprezzarsi. Naturalmente più si è vicini alla scadenza e alla barriera maggiore è il rischio quindi il Certificato potrebbe avere bruschi movimenti di prezzo.

Fattore che influenzano il Prezzo	Effetto	LEPO	Short Call	Down and Out Put	Barrier Discount
Prezzo del Sottostante	↑	↑↑	↓	?	↑
	↓	↓↓	↑	?	↓
Strike Price	↑	—	↑	↑	↑
	↓	—	↓	↓	↓
Vita Residua	↑	?	↓	?	↓
	↓	?	↑	?	↑
Volatilità Implicita	↑	—	↓	?	↓
	↓	—	↑	?	↑
Tasso di dividendo atteso	↑	↓	↑	?	↓
	↓	↑	↓	?	↑

Tabella 3.2 Come i fattori influenzano il Prezzo del Barrier Discount

Questa particolare categoria di Certificati a Yield Enhancement è più adatta a investitori avversi o neutrali al rischio che hanno aspettative di mercato laterale per quanto riguarda il sottostante, e quindi che non escludono una diminuzione di volatilità possa andare a stabilizzare la quotazione del sottostante. La barriera protegge il capitale fino al raggiungimento della stessa. In questo caso il downside risk è ridotto. Il rischio d'investimento rispetto all'investimento diretto sottostante è minore ma anche i possibili profitti. Il Discount Barrier, con spot price lontano dal Cap e dalla barriera si comporta come un Discount. A ridosso della barriera possono comportarsi come dei Certificati a leva e la loro rischiosità può essere elevata.

3.2.3 Reverse Convertible

I Certificati Reverse Convertible permettono di ricevere il sottostante in determinate circostanze. Sono obbligati a ricevere il sottostante qualora dovesse raggiungere il prezzo di conversione, sotto lo strike. Per compensare il rischio ricevono un premio superiore alle obbligazioni convertibili. Il premio è generalmente fisso e non dipende dall'andamento del sottostante. Questo è adatto a investitori che desiderano ottenere anticipatamente il rendimento tramite un premio.

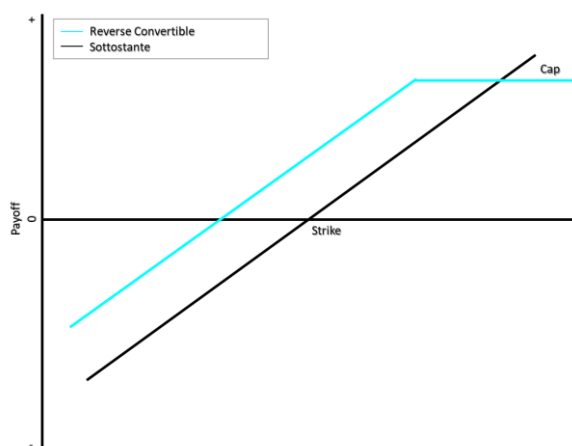


Figura 3.17 Payoff di un Certificato Reverse Convertible

3.2.3.1 Strutturazione

I Reverse Convertible sono strutturati con una componente obbligazionaria e una componente opzionaria:

1. Zero Coupon Bond: lo ZCB permette la protezione del capitale a scadenza.
2. Opzione Short Put ATM: l'opzione short put va generare un flusso di cassa immediato per migliorare le condizioni del prodotto e fornisce un Cap allo stesso.

In questo caso bisogna quindi fare 1 acquisto (ZCB) e 1 vendita (Opzione Put). Il premio è determinato dalla vendita dell'opzione put, che a seconda della Moneyness avrà costi diversi e quindi un premio differente. Generalmente lo strike price della put è uguale allo spot. Cambiare la Moneyness cambierebbe la rischiosità del prodotto e di conseguenza il rendimento.

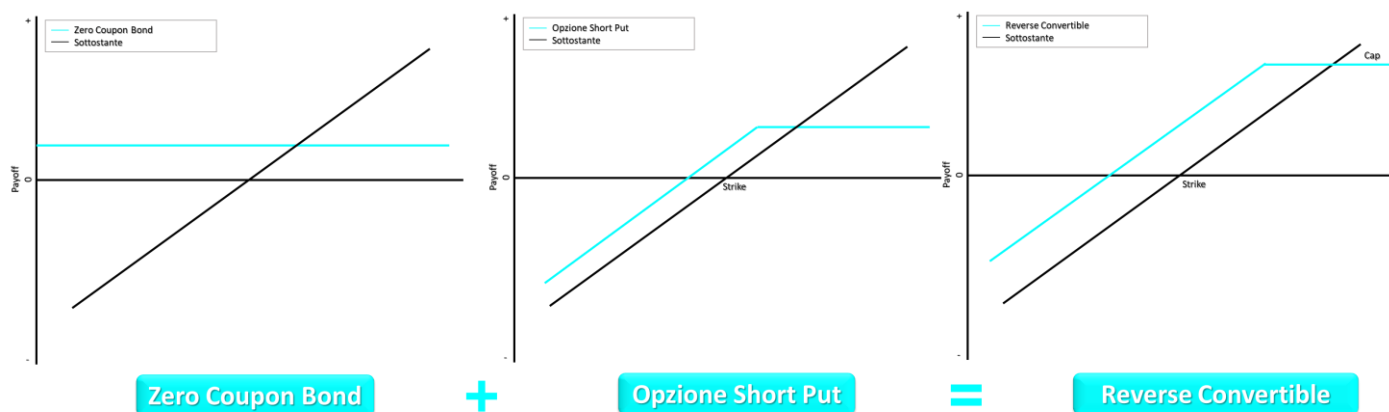


Figura 3.18 Strutturazione di un Certificato Reverse Convertible

I fattori maggiori che influenzano il prezzo del Certificato sono il prezzo del sottostante e i tassi d'interesse, ma anche la volatilità non è da trascurare.

Fattore che influenzano il Prezzo	Effetto	ZCB	Put Short	Reverse Convertible
Prezzo del Sottostante	↑	—	↑	↑
	↓	—	↓	↓
Vita Residua	↑	↓	↓	↓
	↓	↑	↑	↑
Volatilità Implicita	↑	—	↓	↓
	↓	—	↑	↑
Tassi d'interesse Privo di Rischio	↑	↓↓	?	↓
	↓	↑↑	?	↑

Tabella 3.2 Come i fattori influenzano il Prezzo del Reverse Convertible

A differenza dei Certificati Discount, in cui viene fatta una riduzione di prezzo dal valore nominale, il reverse Convertible è generalmente quotato come una percentuale del nominale e non del prezzo per unità. Maggiore è lo strike price maggiore è la partecipazione, ma diminuisce il premio. I payoff dei Discount e dei Reverse Convertible sono gli stessi ma vengono costruiti in modi differenti; quindi, durante la vita del prodotto le variabili che ne determinano il prezzo differiscono facendoli oscillare diversamente. A livello di tassazione possono essere convenienti i Certificati Discount perché i Reverse Convertible ricevono un pagamento fisso che va tassato indipendentemente dall'andamento del sottostante dato che genera una plusvalenza, il Discount no perché, se il sottostante decresce, la plusvalenza non viene generata. Anche per i Reverse Convertible valgono le stesse considerazioni fatte sulla distanza tra strike price e Cap nella determinazione del prezzo del

Certificato. Esistono diversi tipi di Certificati Reverse Convertible come quelli con un basket di sottostanti, gli inverse, i range e gli spread.

3.2.4 Barrier Reverse Convertible

Come già visto per i Discount, ai Reverse Convertible si può aggiungere una barriera. I Barrier Reverse Convertible offrono rendimenti minori ma a fronte di una protezione condizionata del capitale.

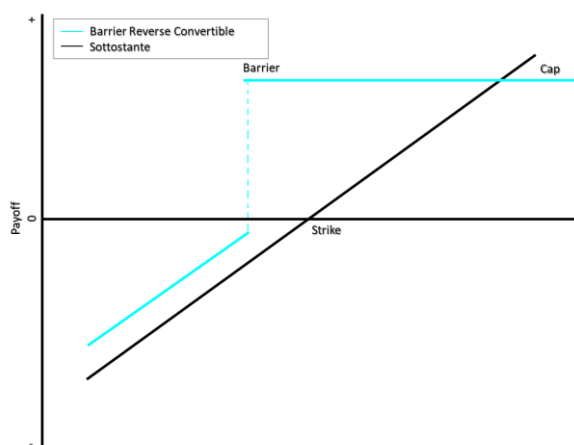


Figura 3.19 Payoff di un Certificato Barrier Reverse Convertible

3.2.4.1 Strutturazione

I Barrier Reverse Convertible sono strutturati con una componente obbligazionaria e una componente opzionaria:

1. Zero Coupon Bond: lo ZCB permette la protezione del capitale a scadenza.
2. Opzione Short Down and Out Put ATM: l'opzione Down and Out fa sì che ci sia una protezione condizionale del capitale fino alla barriera.

In questo caso bisogna quindi fare 1 acquisto (ZCB) e 1 vendita (Opzione Down and Out Put). Come al solito minore è il livello della barriera maggiore è protettivo il Certificato ma anche meno redditizio. Nel caso di un basket di opzioni potrebbero influire molto le correlazioni degli stessi sul prezzo perché a seconda dell'opzione scelta (Worst of, Best of o Rainbow) cambiano molto le probabilità di toccare la barriera a scadenza e di conseguenza il rischio del Certificato stesso.

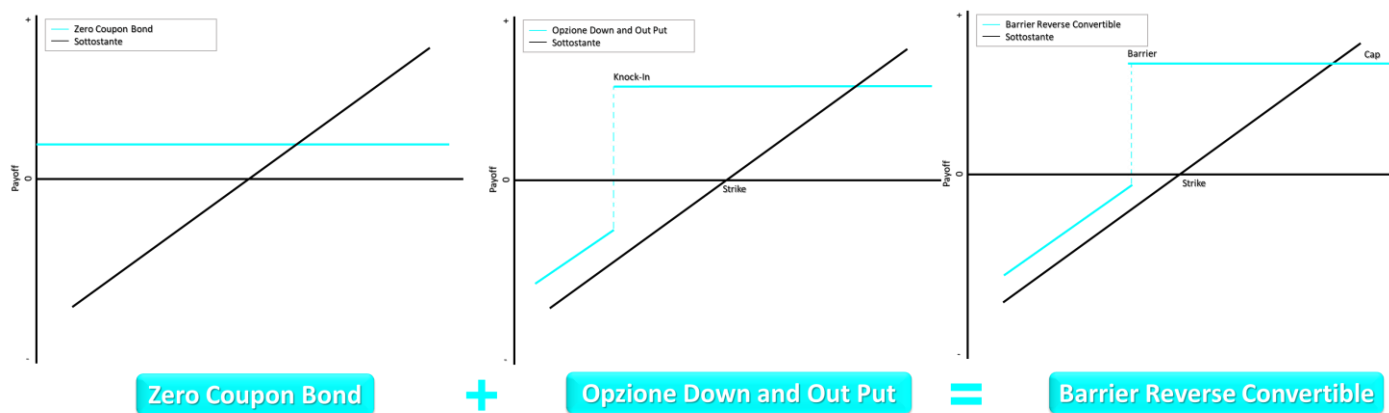


Figura 3.20 Strutturazione di un Certificato Barrier Reverse Convertible

Per calcolare il prezzo di un Barrier Reverse Convertible si deve tenere in considerazione anche del valore attuale dei coupon, dei costi indiretti e dei margini di profitto. Le altre variabili che impattano lo stesso sono

le variabili che impattano il Reverse Convertible; di conseguenza valgono tutti i ragionamenti fatti precedentemente.

Fattore che influenzano il Prezzo	Effetto	ZCB	Down and Out Put Short	Barrier Reverse Convertible
Prezzo del Sottostante	↑	–	↑	↑
	↓	–	↓	↓
Vita Residua	↑	↓	↓	↓
	↓	↑	↑	↑
Volatilità Implicita	↑	–	↓	↓
	↓	–	↑	↑
Tassi d'interesse Privo di Rischio	↑	↓↓	–	↓
	↓	↑↑	–	↑

Tabella 3.2 Come i fattori influenzano il Prezzo del Barrier Reverse Convertible

I Barrier Reverse Convertible sono adatti a investitori che si un andamento laterale del sottostante, anche moderatamente rialzisti ma non escludono la possibilità che lo stesso possa avere un ritracciamento al ribasso. Le aspettative che si hanno sulla barriera sono che essa sia abbastanza profonda da non essere toccata dal possibile ritracciamento. Il flusso periodico permette di ottenere una rendita nel tempo andando a mitigare le possibili perdite. Esistono molti tipi di strutture Barrier Reverse Convertible come i multi-change, i recovery, i Lookback, i range, gli autocall e i last look.

3.2.5 Outperformance Cap

I Certificati di tipo Outperformance permettono un rendimento maggiore del sottostante fino al raggiungimento del Cap. Investendo in questo prodotto è possibile ottenere un rendimento positivo fino al Cap per variazioni positive del sottostante, ma non si ha alcuna protezione a scadenza. Il rendimento è asimmetrico perché, al rialzo (fino al Cap) si ha una partecipazione più che proporzionale mentre al ribasso si segue l'andamento del sottostante. Se la propria visione è un moderato rialzo è possibile ottenere un rendimento maggiore rispetto al sottostante senza aumentarne il rischio.

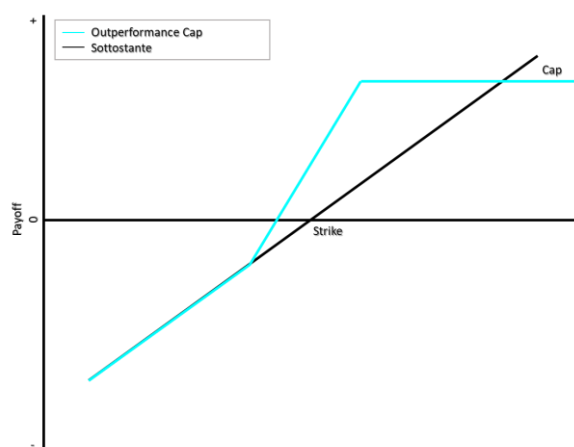


Figura 3.21 Payoff di un Certificato Outperformance Cap

3.2.5.1 Strutturazione

Gli Outperformance Cap sono strutturati con una componente obbligazionaria e una componente opzionaria:

1. LEPO ITM: il LEPO è come un call con strike 0 e permette di ottenere lo stesso rendimento del sottostante, ipotizzando nessun dividendo, altrimenti quoterà al rialzo di uno scostamento pari ai dividendi attesi.

- Opzione Long Call ATM: l'opzione long permette di partecipare al rialzo del sottostante.
- 2X Opzioni Short Call OTM: le opzioni short call vanno a definire il Cap.

In questo caso bisogna quindi fare 2 acquisti (LEPO e Call) e 2 vendite (Call).

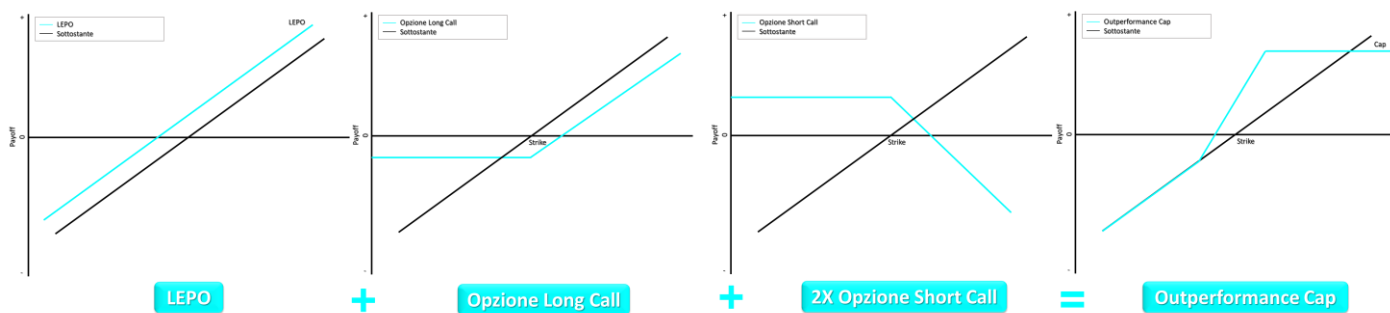


Figura 3.22 Strutturazione di un Certificato Outperformance Cap

Durante la vita del prodotto il prezzo può discostarsi molto dal valore teorico dello stesso anche a seconda della distanza dal Cap. Solamente a scadenza, se si è tra lo strike e il Cap il prezzo del Certificato seguirà la partecipazione al rialzo del sottostante seguendo il livello di partecipazione prestabilito. A seconda di dove viene posizionato il Cap si avrà un differente livello di partecipazione.

Questi Certificati sono molto efficienti quando si hanno aspettative di moderati rialzi. Permettono di partecipare al rialzo più che proporzionalmente senza però aumentare il downside risk.

3.2.6 Bonus Cap

I Certificati Bonus Cap sono tra i Certificati a capitale condizionatamente protetto più utilizzati. Permettono di partecipare al rialzo del sottostante, fino ad un Cap, riducendo il rischio grazie ad una barriera e nel caso questa dovesse essere rotta, non aumentano il rischio che si avrebbe avuto investendo nel sottostante. Permette il pagamento costante dei premi generando un flusso cedolare fisso o condizionato.

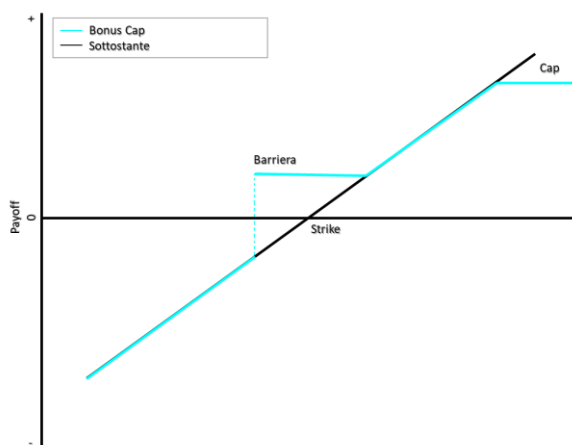


Figura 3.23 Payoff di un Certificato Bonus Cap

3.2.6.1 Strutturazione

I Bonus Cap sono strutturati con una componente obbligazionaria e una componente opzionaria:

- LEPO ITM: il LEPO è come un call con strike 0 e permette di ottenere lo stesso rendimento del sottostante, ipotizzando nessun dividendo, altrimenti quoterà al rialzo di uno scostamento pari ai dividendi attesi.
- Opzione Long Down and Out Put ITM: l'opzione Down and Out fa sì che ci sia una protezione condizionale del capitale fino alla barriera.

3. Opzioni Short Call OTM: l'opzione short call va a definire il Cap.

In questo caso bisogna quindi fare 2 acquisti (LEPO e Down and Out Put) e 1 vendita (Call). Il livello della barriera dipende dalla costruzione del prodotto. Una barriera più profonda richiede uno strike del Cap più basso e viceversa.

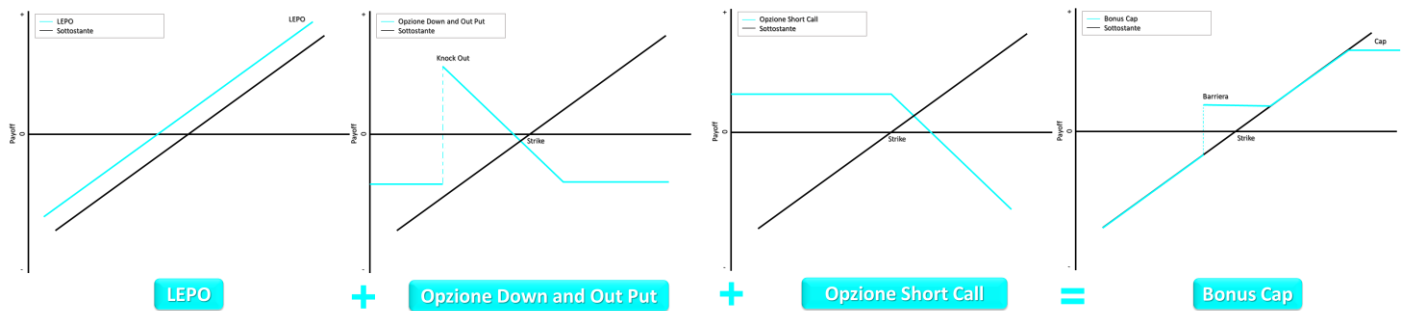


Figura 3.24 Strutturazione di un Certificato Bonus Cap

Generalmente per ottenere maggiori rendimenti bisogna incorrere in maggiori rischi. Rinunciando a una parte dei rendimenti è possibile aggiungere una protezione condizionata. Il Cap definisce il massimo rendimento, e la barriera definisce il livello di protezione condizionata. C'è anche da considerare il livello del pagamento del bonus a che distanza è dallo strike. Essendo un prodotto con il Cap valgono tutte le assunzioni fatte precedentemente a seconda della distanza dello spot dal Cap stesso.

3.2.7 Express

I Certificati Express sono simili ai Barrier Reverse Convertible visti in precedenza ma non hanno un premio fisso e sono strutturati per dare un rendimento più velocemente durante la vita del prodotto. Hanno diversi livelli di strike per ogni premio e, in alcuni casi, di rimborso anticipato. In questi Certificati può poi essere aggiunta l'opzione Memory che permette di recuperare tutti i premi non pagati precedentemente.

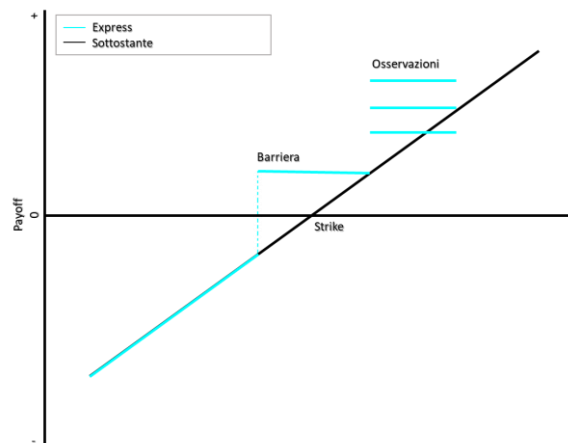


Figura 3.25 Payoff di un Certificato Express

Il prezzo dei Certificati Express dipende principalmente dall'andamento del sottostante anche a seconda della distanza dalle barriere. All'avvicinarsi delle stesse il Certificato diventa più rischioso perché la rottura della barriera genererebbe la perdita di parte del valore nominale. Esistono moltissime varianti di questo tipo di Certificati.

3.3 Capitale Non Protetto:

La categoria dei Certificati a Capitale Non Protetto (detti anche a Partecipazione) include Prodotti Strutturati che non presentano né un limite massimo di profitto né una protezione del capitale del 90% o superiore. Alcuni dei prodotti di partecipazione replicano i sottostanti più o meno in modo diretto attraverso l'implementazione di una singola transazione; consentono di coprire argomenti specifici come un tema, una strategia, una regione, un settore o addirittura un intero mercato.

I Certificati a partecipazione consentono all'investitore, con un basso investimento di capitale, di partecipare alle performance di sottostanti ampiamente diversificati. In questo modo, l'investitore ha accesso a mercati difficili da raggiungere, come i mercati emergenti e le materie prime. Spesso, i sottostanti sono cestelli o indici. Pertanto, con un piccolo investimento di capitale, i prodotti di partecipazione contribuiscono a diversificare il portafoglio di investimenti.

I Certificati non protetti possono i Tracker, gli Outperformance, i Bonus, i Bonus Outperformance e i Twin-Win. Ciascun prodotto ha le sue particolari caratteristiche. Con i Certificati Bonus, è possibile ottenere rendimenti accettabili in mercati laterali senza la necessità di livelli di rischio elevati. La partecipazione più che proporzionale a prezzi in aumento del sottostante è possibile attraverso i Certificati Outperformance. I Certificati Twin-Win forniscono addirittura profitti attraverso performance negative (limitate) del sottostante. I vantaggi sia dei Certificati Bonus che dei Certificati Outperformance sono combinati nei Certificati Bonus Outperformance, ovvero con protezione parziale del capitale l'investitore partecipa più che proporzionalmente agli aumenti di prezzo del sottostante.

La costruzione dei prodotti di partecipazione è normalmente finanziata attraverso la rinuncia al reddito attuale, ad esempio, i dividendi. Di solito, un cosiddetto LEPO è combinato con altre opzioni, che forniscono il profilo di payoff desiderato. In tal modo, il totale cumulativo dei prezzi delle opzioni corrisponde approssimativamente al prezzo del sottostante al momento dell'emissione. Come accade per tutti i prodotti, vi sono differenze riguardo alle spese che sono incluse nel prezzo, ai margini di profitto calcolati nel prezzo dall'emittente, e all'evoluzione del rischio di default dell'emittente

Se il sottostante non fornisce alcun dividendo, il payoff desiderato può essere ottenuto rinunciando alla partecipazione a prezzi in forte aumento dei sottostanti. Esempi di prodotti con questa caratteristica sono i Certificati Bonus con Cap e i Certificati Outperformance con Cap (ovvero profitti limitati al rialzo). I Certificati Tracker e i Certificati Bonus sono tra i prodotti di partecipazione più popolari grazie ai loro profili di payoff semplici e diretti.

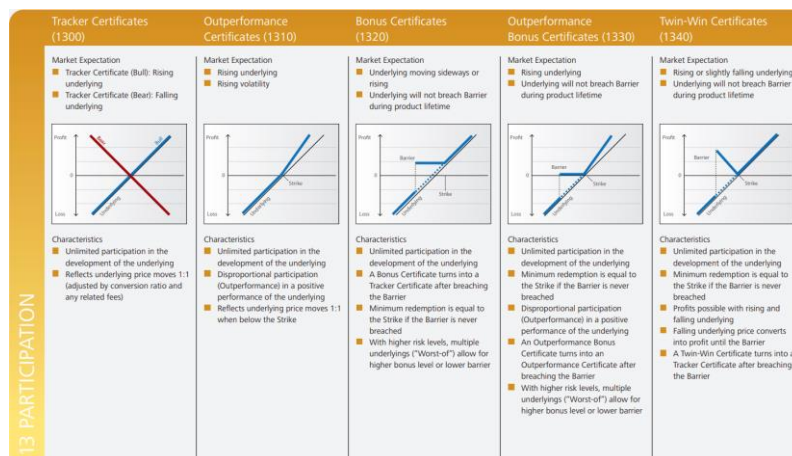


Figura 3.26 EUSIPA DERIVATIVE MAP; Partecipazione. Fonte: EUSIPA

3.3.1 Tracker

I Certificati Tracker permettono all'investitore di seguire l'andamento del sottostante, positivo o negativo. Il sottostante generalmente è un basket, un indice o un mono-sottostante difficilmente negoziabile per un investitore retail. Questo tipo di Certificati non hanno una scadenza, e fanno quindi parte degli Open-End certificate.

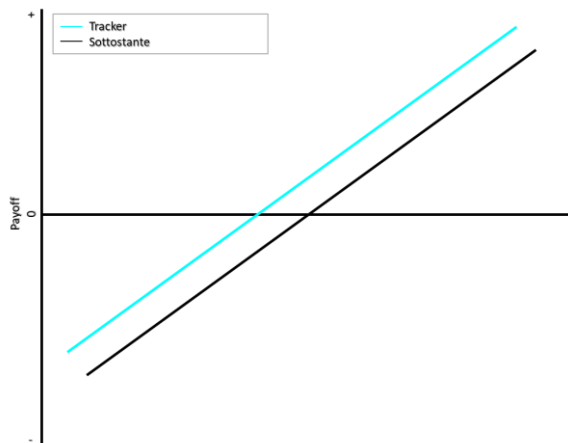


Figura 3.27 Payoff di un Certificato Tracker

3.3.1.1 Strutturazione

I Tracker sono strutturati con una componente opzionaria:

1. LEPO ITM: il LEPO è come un call con strike 0 e permette di ottenere lo stesso rendimento del sottostante, ipotizzando nessun dividendo, altrimenti quoterà al rialzo di uno scostamento pari ai dividendi attesi.

Dato che non vengono pagati dividendi al detentore dell'opzione, se si dovesse investire in un sottostante o un indice che ha azione che pagano dividendi è bene vedere se sia price-Based²⁴ o performance-Based²⁵. Nel secondo caso è l'emittente a determinare in che modo estendere il pagamento dei dividendi all'investitore.

²⁴ Gli indici Price Based contengono il pagamento dei dividendi.

²⁵ Gli indici Performance Based non contengono il pagamento dei dividendi.

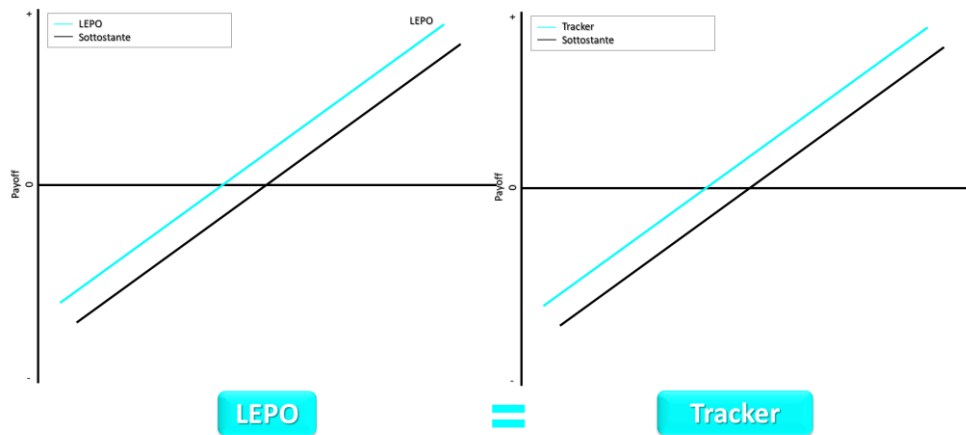


Figura 3.28 Strutturazione di un Certificato Tracker

I Certificati di tipo Tracker permettono di partecipare linearmente alla performance del sottostante. Rispettano la stessa con un rapporto 1:1, aggiustata in base all'allocation ratio e alle eventuali fee. Il rischio è simile a quelle dell'investimento diretto del sottostante. Generalmente questo tipo di Certificati mantiene la sua composizione su indici o basket statica, ma non mancano Certificati Tracker che optano per una gestione attiva e dinamica delle sue componenti. Questo tipo di gestione è simile a quella dei fondi attivi ed è più costosa. Non sempre i Certificati riescono a replicare fedelmente l'andamento ma possono soffrire di contango o backguardation. Tramite questo tipo di Certificati è anche possibile seguire delle strategie d'investimento come il value investing, il growth investing, e il momentum.

3.3.2 Outperformance

Come visto precedentemente con gli Outperformance Cap, i Certificati Outperformance permettono di investire nell'attività sottostante andando ad amplificare la performance al rialzo e seguendo linearmente la performance al ribasso. A parità di condizioni, senza il Cap, il Certificato avrà un fattore di partecipazione minore ma sempre più che proporzionale all'andamento del sottostante.

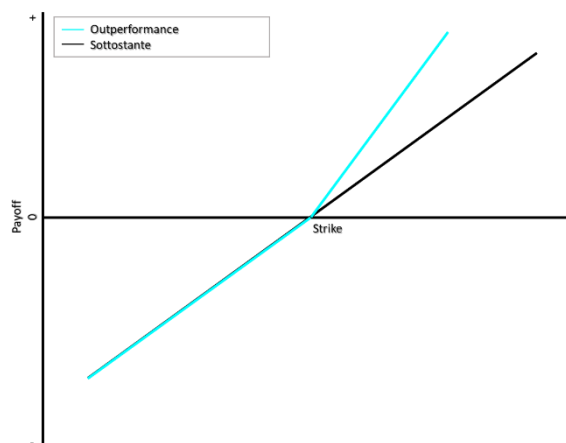


Figura 3.29 Payoff di un Certificato Outperformance

3.3.2.1 Strutturazione

Gli Outperformance sono strutturati con una componente opzionaria:

1. LEPO ITM: il LEPO è come un call con strike 0 e permette di ottenere lo stesso rendimento del sottostante, ipotizzando nessun dividendo, altrimenti quoterà al rialzo di uno scostamento pari ai dividendi attesi.

2. Opzione Long Call ATM: l'opzione long permette di partecipare al rialzo del sottostante.

In questo caso bisogna quindi fare 2 acquisti (LEPO e Call). Il numero di opzioni e l'allocation ratio determinano il livello di partecipazione. È particolarmente favorevole acquistare i Certificati Outperformance durante periodi di bassa volatilità perché un aumento della stessa rende più favorevole un rialzo rispetto all'apporto negativo che genera il rischio di ribasso dato proprio dall'asimmetria della partecipazione.

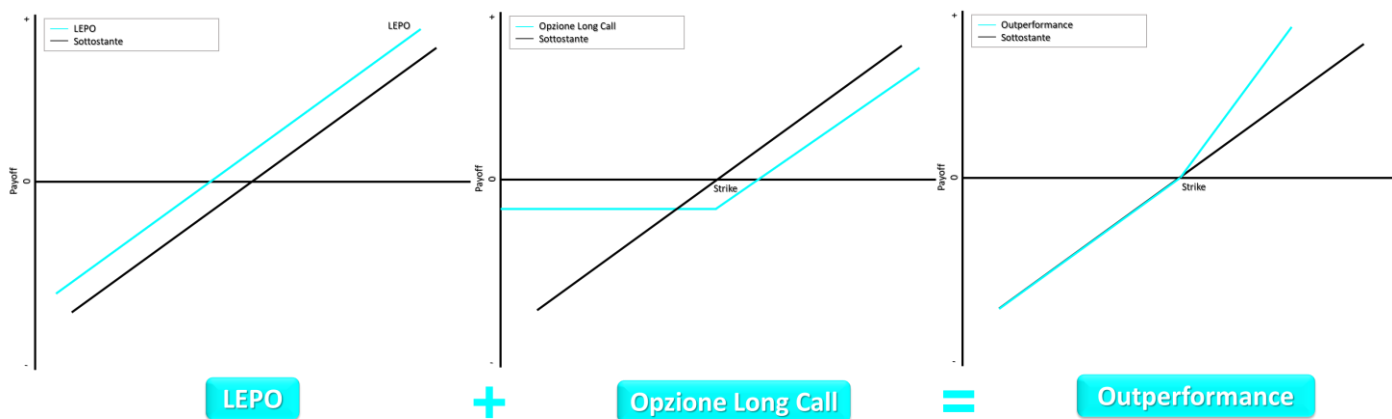


Figura 3.30 Strutturazione di un Certificato Outperformance

Fattore che influenzano il Prezzo	Effetto	LEPO	Long Call	Outperformance
Prezzo del Sottostante	↑	↑	↑	↑
	↓	↓	↓	↓
Strike Price	↑	—	↓	↑
	↓	—	↑	↓
Vita Residua	↑	?	↑	?
	↓	?	↓	?
Volatilità Implicita	↑	—	↑	↑
	↓	—	↓	↓
Tasso di dividendo atteso	↑	↓	↓	↓
	↓	↑	↑	↑

Tabella 3.7 Come i fattori influenzano il Prezzo dell'Outperformance

I Certificati Outperformance sono adatti a investitori che si aspettano un rialzo del sottostante anche sostanzioso e che non intendono proteggersi da eventuali ribassi. Rispetto all'investimento diretto del sottostante il rischio è lo stesso ma il rendimento potenziale è maggiore. Durante la vita del prodotto, soprattutto all'inizio, il prezzo del Certificato può differire notevolmente dal valore teorico. È possibile anche usare inverte Outperformance per esporsi più che proporzionalmente a ribassi del sottostante mantenendo una performance lineare in caso di rialzi dello stesso.

3.3.3 Bonus

Come visto precedentemente con i Bonus Cap, i Certificati Bonus permettono di partecipare al rialzo del sottostante riducendo il rischio grazie ad una barriera e nel caso questa dovesse essere rotta, non aumentano il rischio che si avrebbe avuto investendo nel sottostante. A parità di condizioni, senza il Cap, si potrebbe avere una barriera meno profonda o una partecipazione minore.

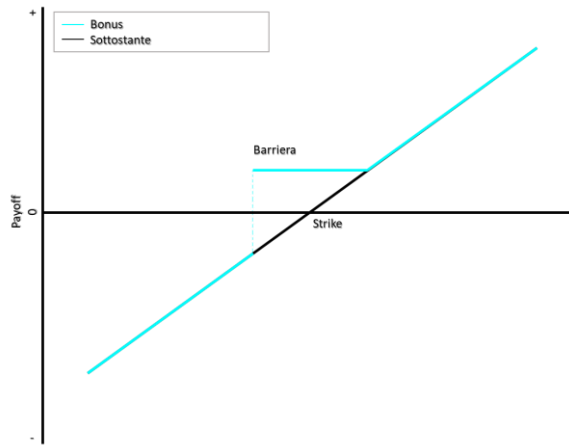


Figura 3.31 Payoff di un Certificato Bonus

3.3.3.1 Strutturazione

I Bonus sono strutturati con una componente opzionaria:

1. LEPO ITM: il LEPO è come un call con strike 0 e permette di ottenere lo stesso rendimento del sottostante, ipotizzando nessun dividendo, altrimenti quoterà al rialzo di uno scostamento pari ai dividendi attesi.
2. Opzione Long Down and Out Put ITM: l'opzione Down and Out fa sì che ci sia una protezione condizionale del capitale fino alla barriera.

In questo caso bisogna quindi fare 2 acquisti (LEPO e Down and Out Put). Il livello della barriera dipende dalla costruzione del prodotto.

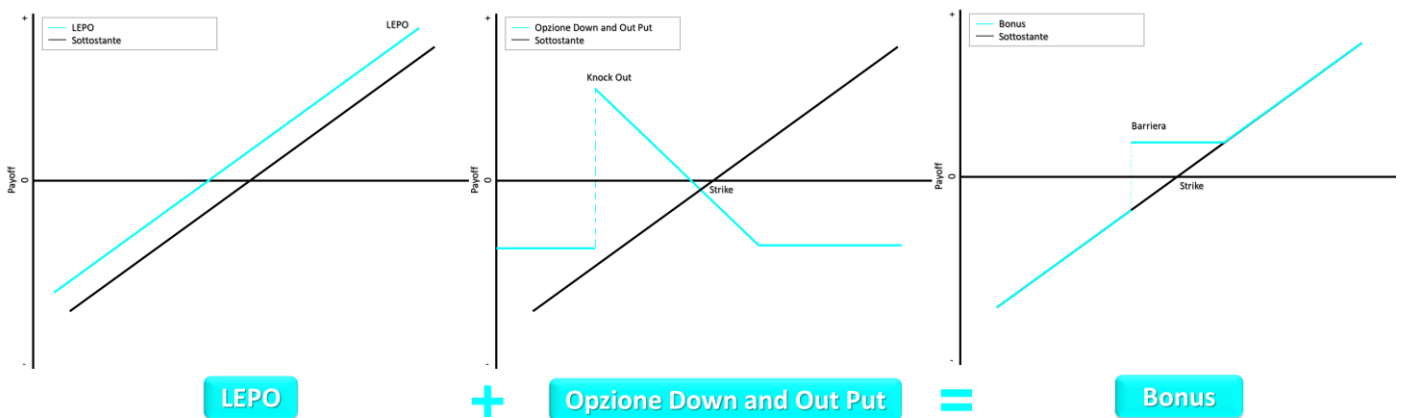


Figura 3.32 Strutturazione di un Certificato Bonus

Fattore che influenzano il Prezzo	Effetto	LEPO	Down and Out Put	Bonus
Prezzo del Sottostante	↑	↑↑	?	↑
	↓	↓↓	?	↓
Strike Price	↑	—	↑	↑
	↓	—	↓	↓
Vita Residua	↑	?	?	?
	↓	?	?	?
Volatilità Implicita	↑	—	?	?
	↓	—	?	?
Tasso di dividendo atteso	↑	↓↓	?	↓
	↓	↑↑	?	↑

Tabella 3.8 Come i fattori influenzano il Prezzo del Bonus

I Certificati Bonus permettono di ottenere una partecipazione parziale del capitale e la partecipazione a scadenza. Se la barriera non viene toccata si riceve almeno il valore nominale; mentre se viene toccata diventa come un Tracker. È un investimento meno rischioso rispetto all'investimento diretto del sottostante perché permette una protezione fino al livello barriera. I Certificati Bonus diventano più rischiosi all'avvicinarsi della barriera. In questo caso il Certificato potrebbe reggere la quotazione fino al superamento della stessa prezzando la possibilità che il sottostante si trovi sopra la barriera a scadenza e rimborsando il valore nominale. Se così non dovesse essere verrebbe restituita la performance negativa del sottostante. Per questa ragione a ridosso della barriera il prezzo del Certificato subisce oscillazione più violente come se fosse a leva. Anche una variazione della volatilità quando il sottostante è sotto la barriera ha un notevole impatto sul prezzo dello stesso. È possibile aggiungere opzioni di tipo airbag per ridurre l'eventuale performance negativa del sottostante qualora dovesse trovarsi sotto la barriera.

3.3.4 Outperformance Bonus

È possibile anche fare una combinazione di Certificati visti precedentemente come i Bonus e gli Outperformance andando a creare specifici payoff. Gli Outperformance Bonus permettono la protezione condizionata del capitale fino ad una barriera e di partecipare più che proporzionalmente alla performance positiva del sottostante.

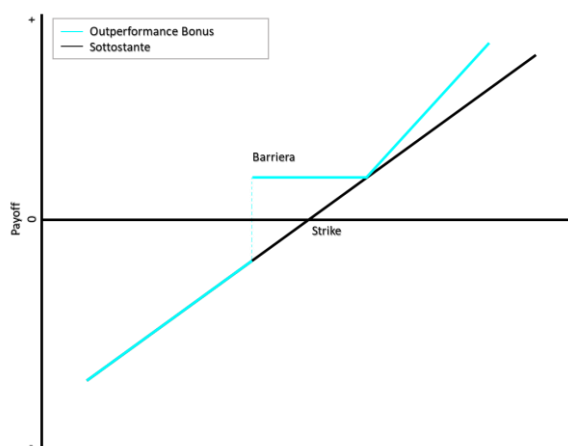


Figura 3.33 Payoff di un Certificato Outperformance Bonus

3.3.4.1 Strutturazione

Gli Outperformance Bonus sono strutturati con una componente opzionaria:

1. LEPO ITM: il LEPO è come un call con strike 0 e permette di ottenere lo stesso rendimento del sottostante, ipotizzando nessun dividendo, altrimenti quoterà al rialzo di uno scostamento pari ai dividendi attesi.
2. Opzione Long Down and Out Put ITM: l'opzione Down and Out fa sì che ci sia una protezione condizionale del capitale fino alla barriera.
3. Opzione Long Call ATM: l'opzione long permette di partecipare al rialzo del sottostante

In questo caso bisogna quindi fare 3 acquisti (LEPO, Down and Out Put, Call). Il livello della barriera e il fattore di partecipazione dipendono dalla costruzione del prodotto.

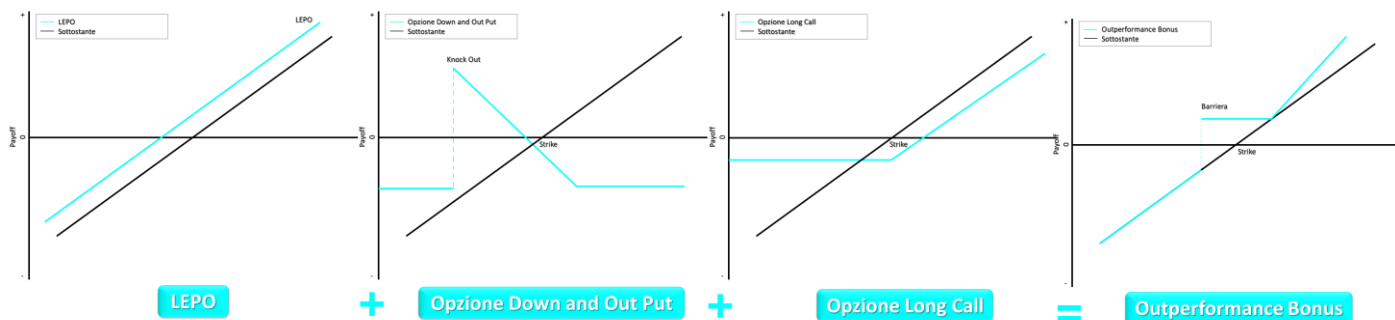


Figura 3.34 Strutturazione di un Certificato Outperformance Bonus

Fattore che influenzano il Prezzo	Effetto	Bonus	Outperformance	Bonus Outperformance
Prezzo del Sottostante	↑	↑	↑	↑
	↓	↓	↓	↓
Strike Price	↑	↑	↑	↑
	↓	↓	↓	↓
Vita Residua	↑	?	?	?
	↓	?	?	?
Volatilità Implicita	↑	?	↑	?
	↓	?	↓	?
Tasso di dividendo atteso	↑	↓	↓	↓
	↓	↑	↑	↑

Tabella 3.9 Come i fattori influenzano il Prezzo dell'Outperformance Bonus

I Certificati Outperformance Bonus permettono di unire l'extra-rendimento ottenibile dai Certificati Outperformance quando il sottostante ha una performance positiva, senza incrementare il rischio, e al contempo proteggersi tramite una barriera da eventuali moderati ribassi.

3.3.5 Twin Win

I Certificati Twin Win permettono all'investitore di guadagnare anche senza una chiara visione di mercato. Nell'ipotesi in cui si pensa che il mercato si muoverà, ma non si sa in che direzione, questi Certificati permettono un profitto. L'inserimento di una barriera permette di ridurre il rischio dell'investimento del sottostante.

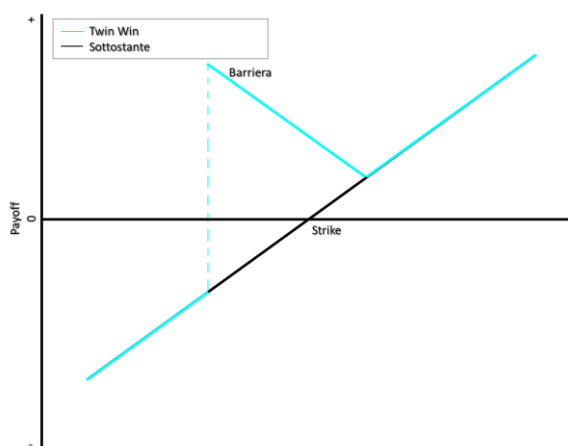


Figura 3.35 Payoff di un Certificato Twin Win

3.3.5.1 Strutturazione

I Twin Win sono strutturati con una componente opzionaria:

1. LEPO ITM: il LEPO è come un call con strike 0 e permette di ottenere lo stesso rendimento del sottostante, ipotizzando nessun dividendo, altrimenti quoterà al rialzo di uno scostamento pari ai dividendi attesi.
2. 2 Opzioni Long Down and Out Put ITM: le opzioni Down and Out fanno sì che ci sia una protezione condizionale del capitale fino alla barriera.

In questo caso bisogna quindi fare 2 acquisti (LEPO e Down and Out Put). Il livello della barriera dipende dalla costruzione del prodotto. L'aumento della volatilità fa crescere di molto il prezzo del sottostante se vicino allo strike; mentre vicino alle barriere fa diventare il Certificato più rischioso. A seconda della strutturazione del prodotto si può avere una partecipazione maggiore o una barriera più profonda.

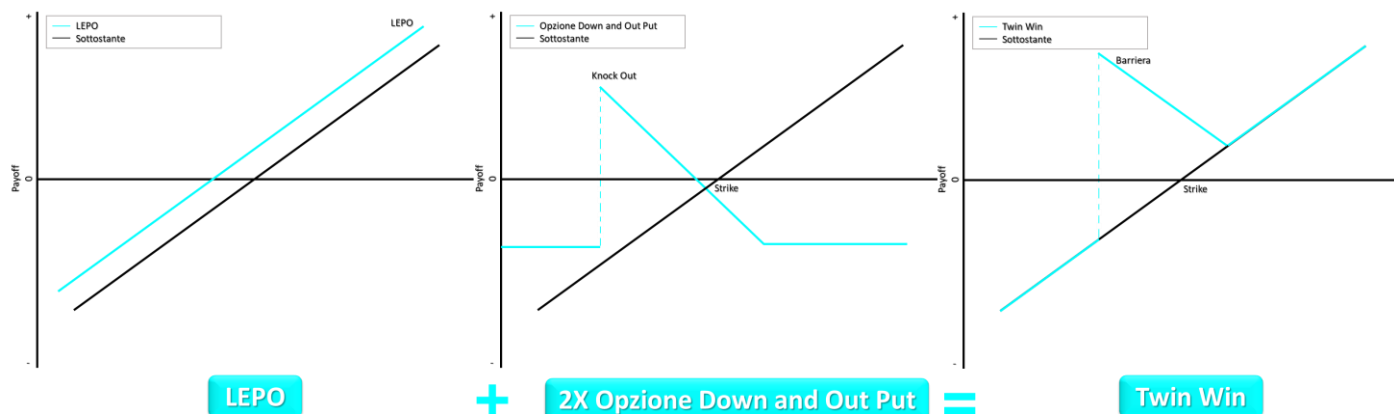


Figura 3.36 Strutturazione di un Certificato Twin Win

Fattore che influenzano il Prezzo	Effetto	LEPO	Down and Out Put	Twin Win
Prezzo del Sottostante	↑	↑↑	?	↑
	↓	↓↓	?	↓
Strike Price	↑	—	↑	↑
	↓	—	↓	↓
Vita Residua	↑	?	?	?
	↓	?	?	?
Volatilità Implicita	↑	—	?	?
	↓	—	?	?
Tasso di dividendo atteso	↑	↓↓	?	↓
	↓	↑↑	?	↑

Tabella 3.10 Come i fattori influenzano il Prezzo del Twin Win

I Certificati Twin Win permettono di generare un profitto sia con moderati ribassi che con moderati rialzi. Sono Certificati adatti a investitori che hanno aspettative che il mercato si muova ma non sanno in che direzione. Il guadagno massimo si ha quando il Certificato è vicino a una delle due barriere ma non le tocca; altrimenti si trasforma in un Certificato Tracker. Con questo tipo di prodotto non si cerca di anticipare il movimento del mercato, ma si cerca di ridurre il rischio rispetto all'investimento diretto del sottostante. Possono essere anche strutturati Certificati Twin Win di tipo bonus o che leva. Per migliorare la struttura è anche possibile inserire un Cap.

3.4 A leva:

I Certificati d'Investimento con Leva contengono il livello di rischio più alto di tutte le categorie, poiché una performance sfavorevole può portare rapidamente a una perdita totale del capitale investito. Per classificare ulteriormente i prodotti con leva, vengono utilizzate tre sottocategorie:

1. Prodotti con Leva senza Knock-Out;
2. Prodotti con Leva con Knock-Out;
3. Prodotti con Leva Costante.

Esempi di prodotti con leva in Europa includono: Warrant, Spread Warrant, Warrant con Knock-Out, Warrant con Knock-Out a Termine, Mini-Futures, Warrant con Doppio Knock-Out e Certificati con Leva Costante, che costituiscono una sottocategoria a sé stante.

In quanto derivati securitizzati, i prodotti con leva appartengono alla Mappa dei Derivati EUSIPA, ma sono fondamentalmente diversi dalle categorie di prodotti precedenti. Mentre la maggior parte dei Prodotti Strutturati sono una combinazione di un investimento convenzionale (ad esempio azioni o obbligazioni) e un derivato (o almeno una replicazione), i prodotti con leva sono spesso derivati puri o una loro combinazione. I prodotti con leva senza Knock-Out sono il tipo più semplice di prodotti con leva. L'attenzione di questi prodotti è sulla leva e, di conseguenza, sulla natura speculativa o di copertura del prodotto. Con un piccolo investimento finanziario, l'investitore può partecipare in modo più che proporzionale alle performance di determinati sottostanti. L'acquisto di un prodotto con leva può essere paragonato a una scommessa sulle future performance del sottostante, dove la puntata può essere confrontata con il prezzo pagato per il prodotto. Per questo motivo, i prodotti con leva sono particolarmente adatti agli investitori propensi al rischio.

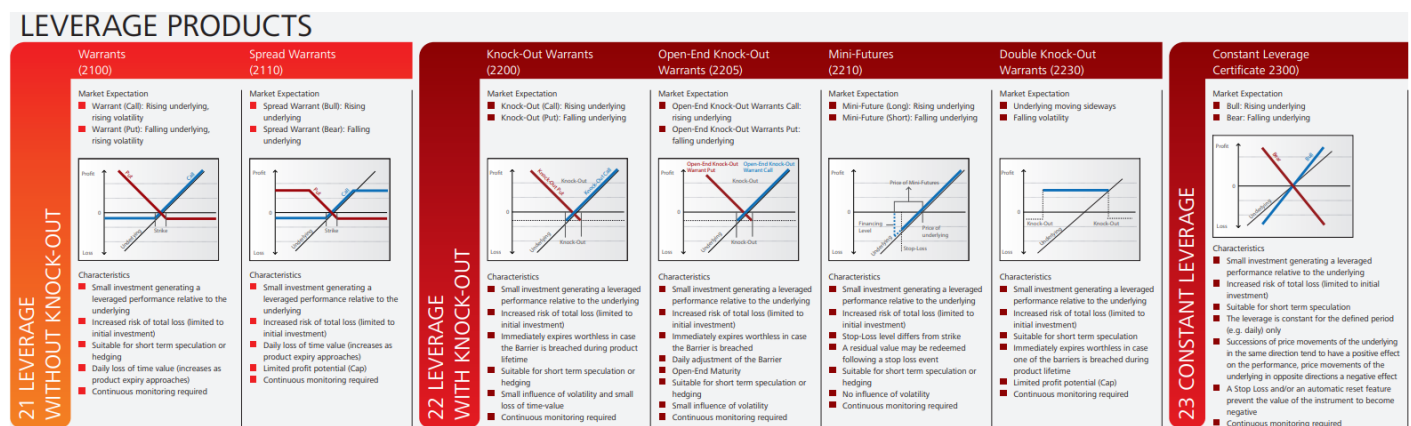


Figura 3.37 EUSIPA DERIVATIVE MAP; Leverage. Fonte: EUSIPA

3.4.1 Warrant

Il Warrant è una forma cartolarizzata di opzione Plain Vanilla. Proprio come le opzioni permette uno squilibrio di rendimento tra quanto si può perdere rispetto al potenziale guadagno. Applica una leva finanziaria al rialzo (ribasso) del sottostante se è Call (Put) e si paga tramite un premio che corrisponde alla massima perdita. Non esiste una specifica strutturazione dei Warrant. Il Payoff dei Warrant, Call e Put, è lo stesso per le opzioni Plain Vanilla, Call e Put, con stesse caratteristiche. Giornalmente viene perso il fair value ed aumenta maggiormente a ridosso della scadenza.

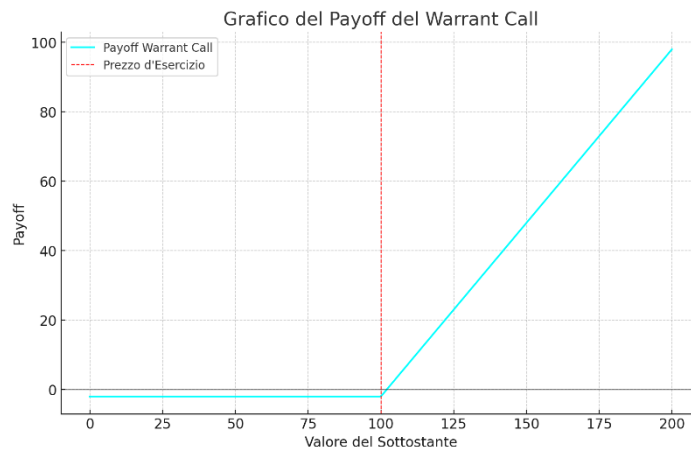


Figura 3.38 Payoff di un Warrant Call

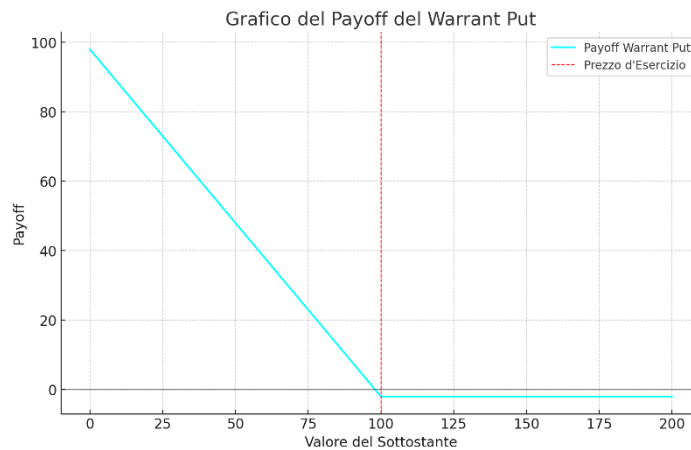


Figura 3.39 Payoff di un Warrant Put

I Warrant possono essere usati sia a carattere speculativo sia per fare hedging. L'effetto leva è dato dal piccolo esborso del capitale in relazione al possibile guadagno. È necessario un monitoraggio regolare. A scadenza è possibile ricevere un pagamento in contanti o direttamente il sottostante tramite la Physical Delivery.

3.4.2 Warrant con Spread

I Warrant con Spread mettono un Cap al profitto massimo realizzabile, che sommato alla massima perdita ottenibile, cioè il premio pagato, genera uno payoff delimitato da uno spread; con un Cap e un Floor. È possibile costruire una Warrant con Spread tramite le opzioni Plain Vanilla (sia Call che Put).

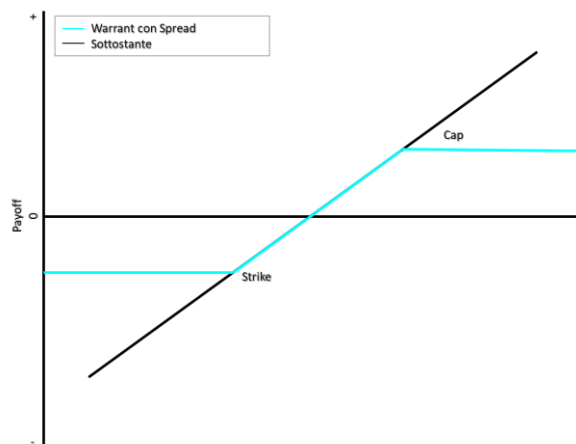


Figura 3.40 Payoff di un Warrant con Spread

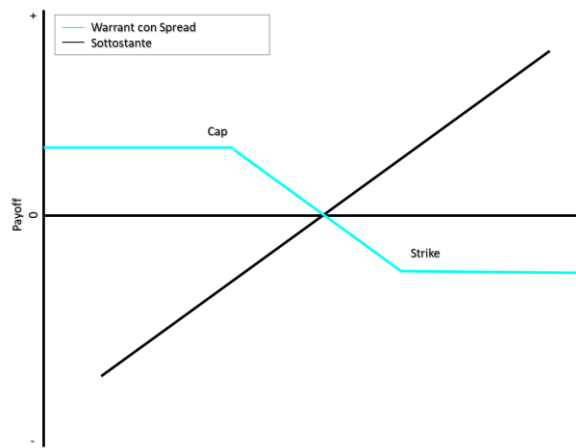


Figura 3.41 Payoff di un Warrant con Spread

3.4.2.1 Strutturazione

I Warrant con Spread sono strutturati con una componente opzionaria:

1. Opzione Long Call ITM: l'opzione Long Call permette di esporsi al rialzo del sottostante.
2. Opzione Short Call OTM: l'opzione Short Call permette di fissare un Cap al rialzo del sottostante e di incassare il premio.

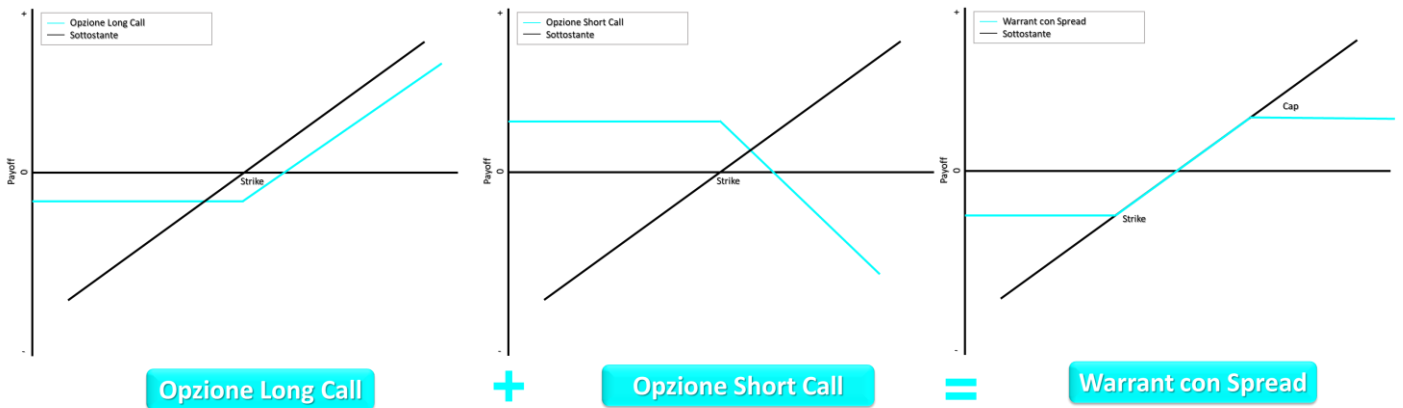


Figura 3.42 Strutturazione di un Warrant con Spread

In alternativa si può strutturare con le Put.

1. Opzione Long Put ITM: l'opzione Long Put permette di esporsi al ribasso del sottostante.
2. Opzione Short Put OTM: l'opzione Short Put permette di fissare un Cap al ribasso del sottostante e di incassare il premio.

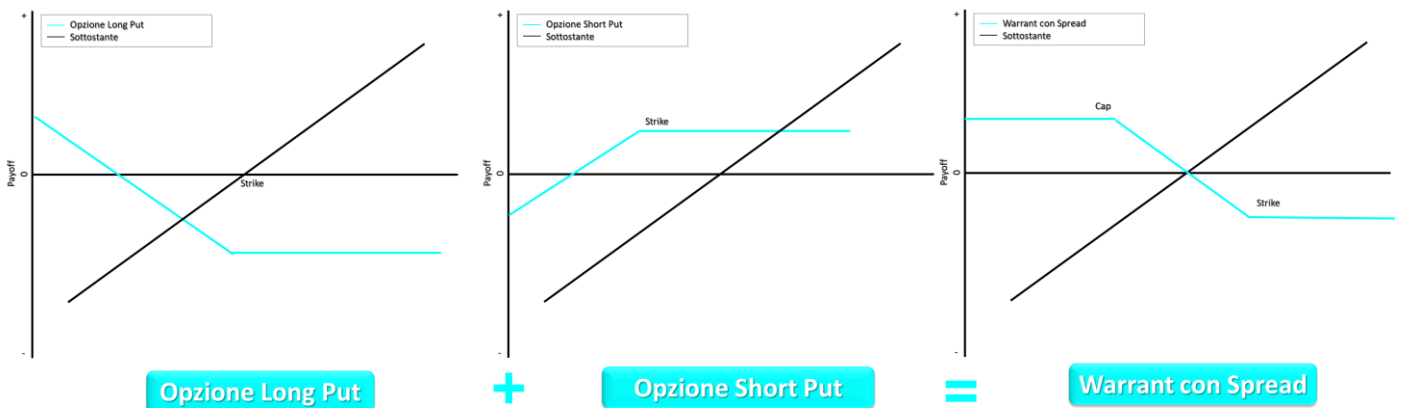


Figura 3.43 Strutturazione di un Warrant con Spread

Fattore che influenzano il Prezzo	Effetto	Warrant con Spread (Call)	Warrant con Spread (Put)
Prezzo del Sottostante	↑	↑	↓
	↓	↓	↑
Strike Price	↑	↓	↑
	↓	↑	↓
Cap	↑	↑	↓
	↓	↓	↑
Vita Residua	↑	?	?
	↓	?	?
Volatilità Implicita	↑	?	?
	↓	?	?
Tasso di dividendo atteso	↑	↓	↑
	↓	↑	↓

Tabella 3.11 Come i fattori influenzano il Prezzo dei Warrant con Spread

Investendo in un Warrant con Spread si ha l'aspettativa che il prezzo rimanga in un delimitato range di prezzo. L'impatto maggiore sul prezzo dello stesso è dato dal prezzo del sottostante. È un investimento adatto a chi ritiene che il sottostante rimanga in quel determinato range di prezzo, senza superare al rialzo il Cap o a ribasso il Floor.

3.4.3 Warrant Knock-Out

I Warrant Knock-Out sono dei Warrant a cui viene aggiunta una barriera di Knock-Out. Se questa dovesse essere rotta allora si scadrebbero senza valore. Sono più economici dei Warrant classici grazie a questa barriera che li rende più rischiosi. Valgono le stesse differenze tra le opzioni con barriere e le opzioni Plain Vanilla.

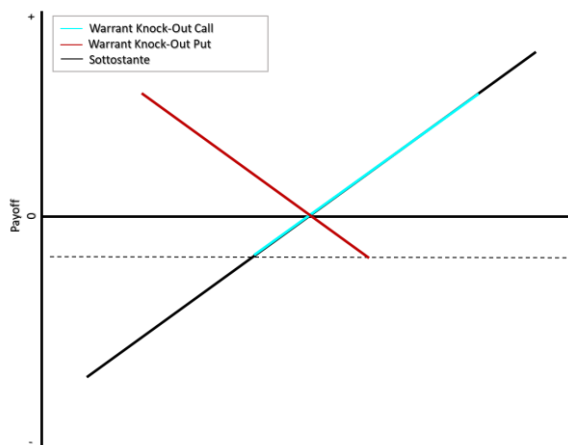


Figura 3.44 Payoff di un Warrant Knock-Out

Il Delta è vicino a 1. Una diminuzione della volatilità del sottostante riduce il pericolo di superamento della barriera ma anche di profitto.

3.4.3.1 Strutturazione

I Warrant Knock-Out sono strutturati con una componente opzionaria:

1. Opzione Long Call ITM: l'opzione Long Call permette di esporsi al rialzo del sottostante.
2. Opzione Down and Out Call OTM: le opzioni Down and Out fanno sì che il prodotto si estingua al toccare della barriera.

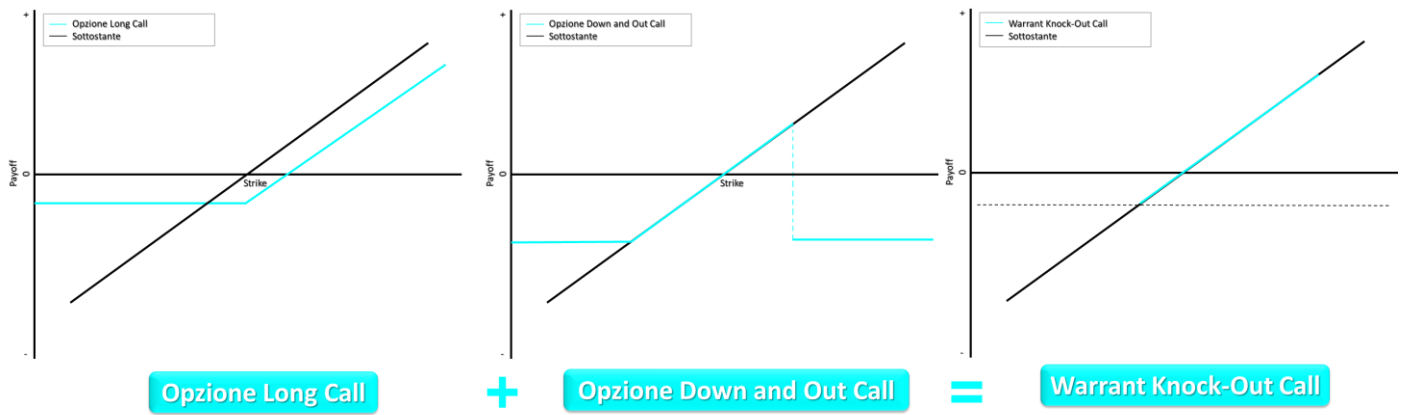


Figura 3.45 Strutturazione di un Warrant Knock-Out Call

In alternativa si può strutturare con le Put.

1. Opzione Long Put ITM: l'opzione Long Put permette di esporsi al ribasso del sottostante.
2. Opzione Down and Out Put OTM: le opzioni Down and Out fanno sì che il prodotto si estingua al toccare della barriera.

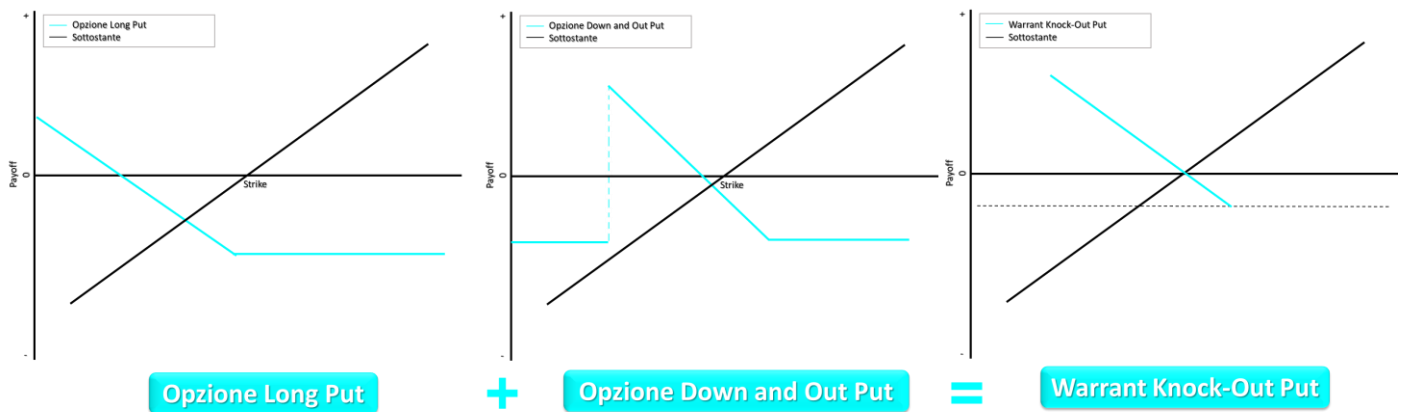


Figura 3.46 Strutturazione di un Warrant Knock-Out Put

I Warrant Knock-Out sfruttano un piccolo esborso di capitale con un effetto leva. Sono adatti sia a fini speculativi che di copertura ed è possibile perdere solo quanto investito. Appena viene toccata la barriera Warrant scade senza valore; quindi, è necessario un monitoraggio costante. Il prezzo del Warrant varia in maniera non proporzionale al prezzo del sottostante. Più è vicino alla barriera maggiore è l'effetto leva. Possono essere strutturati anche Warrant Knock-In e Digital Warrant Knock-Out.

3.4.4 Warrant Knock-Out Open End

La differenza tra Warrant Knock-Out Open End e i Warrant Knock-Out sta nella durata. I primi non hanno scadenza, mentre i secondi hanno scadenze più brevi dell'anno. In ogni caso se dovesse essere toccata la barriera il prodotto scade con valore nullo. Quindi allungando la scadenza la probabilità che venga toccata la barriera aumenta. Non sono previsti mark-up. Il prezzo corrisponde al fair value e sono meno costosi e con una leva maggiore. Vicino alla barriera la volatilità è più marcata. Dato la maggiore probabilità di toccare la barriera generalmente viene posta più in basso anche grazie al fatto che la maggiore durata rende le stesse meno costose.

3.4.5 Mini Future

I Mini Future sono dei Certificati a leva variabile che consentono all'investitore di partecipare, con effetto leva, all'andamento del sottostante, sia al rialzo che al ribasso. Viene finanziato solamente una parte dell'investimento e a seconda della percentuale è possibile dedurre la leva. L'emittente mette la liquidità e l'investitore paga gli interessi. La leva viene creata dal basso livello d'investimento che genera la piena partecipazione al sottostante. Hanno una barriera che limita le potenziali perdite, per cui, a differenza dei future, non è prevista la marginazione. Spesso non hanno limiti di scadenza, ma solo di barriera. L'investimento è simile all'investimento del sottostante ma sul capitale preso a prestito dall'emittente è necessario pagare un interesse. Il valore intrinseco del Mini Future è pari alla differenza tra il prezzo del sottostante e il livello del finanziamento il ratio²⁶.

Questi Certificati possono essere usati dalla copertura e non sono influenzati dalla volatilità. Si può dividere il portafoglio per la leva finanziaria e capire quanti Certificati è necessario comprare. I costi di transazione sono più bassi della vendita dell'intero portafoglio. La copertura ha effetto immediato e non solo alla scadenza. Con una barriera molto profonda si comportano come tracker permettendo l'investimento del sottostante con una piccola parte dell'esborso. Sono strumenti interessanti quando la volatilità è alta e i tassi sono bassi.

3.4.6 Leva Fissa

I Certificati a Leva Fissa hanno una leva giornaliera costante; quindi, acquistandoli si è sicuri della leva al avuta al momento della vendita solo intraday. In caso di ampi movimenti possono essere effettuati degli adeguamenti. Hanno delle similitudini con i Mini Future perché richiedono un finanziamento e sono spesso Open End. Sono la combinazione dell'investimento diretto nel sottostante e un credito da parte dell'emittente.

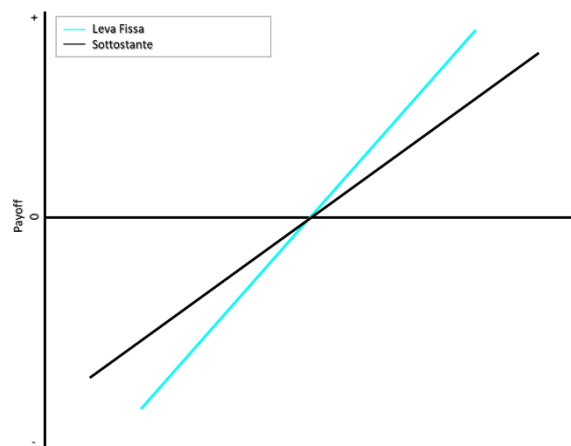


Figura 3.47 Payoff di un Certificato a Leva Fissa

3.4.6.1 Compounding Effect

L'andamento a scadenza dipende quasi interamente dall'andamento del sottostante. L'importo dei dividendi viene aggiunto al prezzo del Certificato. Sono adatti per la speculazione e la copertura di breve periodo. Per investimenti di maggiore durata si potrebbe incorre in una problematica. Il Compounding Effect è un concetto finanziario fondamentale che si riferisce all'idea che il rendimento su un investimento non solo si accumula sugli importi inizialmente investiti, ma anche sui rendimenti che sono stati reinvestiti. Questo effetto può far variare significativamente il valore di un investimento nel tempo. I Certificati a leva giornaliera vengono

²⁶ Il Ratio indica il numero di prodotti che devono essere comprati per l'acquisto di un intero sottostante.

ribilanciati quotidianamente per mantenere un livello di leva costante. Questo significa che la leva applicata può portare a rendimenti complessivi non lineari nel tempo, in particolare in mercati volatili. Se l'asset sottostante cresce costantemente nel tempo, l'effetto di composizione potrebbe aumentare significativamente i rendimenti totali. Questo perché ogni giorno, il rendimento viene calcolato sul valore precedente, che includeva già i rendimenti precedenti. Quindi, l'effetto leva viene applicato non solo sull'investimento iniziale, ma anche su tutti i rendimenti accumulati. Se l'asset sottostante ha una performance negativa, l'effetto di composizione può amplificare le perdite. Anche in questo caso, la perdita viene calcolata sul valore totale del certificato, che includeva i rendimenti o le perdite dei periodi precedenti. Se l'asset è molto volatile e ha molte oscillazioni di prezzo, l'effetto di composizione può erodere significativamente il rendimento complessivo, anche se l'asset ha una tendenza generale al rialzo.

Giorno	Variazione sottostante	Sottostante cumulato x leva 7	Certificato con leva 7	Certificato con leva 7 da inizio periodo	Compounding Effect
0	20.000	0%	100	0%	0%
1	19.400 (-3%)	-21%	79 (-21%)	-21%	0%
2	19.788 (+2%)	-7,42%	90,06 (+14%)	-9,94%	-2,52%
3	19.491 (-1,5%)	-17,81%	80,60 (-10,5%)	-19,40%	-1,59%
4	20.271 (+4%)	+9,48%	97,53 (+28%)	-2,47%	-11,95%
5	20.000 (-1,335%)	0%	88,42 (-9,345%)	-11,58%	-11,58%

Tabella 3.12 Compounding Effect con Certificati a Leva Fissa

I Certificati a Leva fissa si contrappongono ai Certificati Turbo in cui la leva è variabile e determinata da uno strike. A seconda della distanza dallo strike cambia il livello di leva. Questi Certificati non soffrono del Compounding Effect perché una volta acquistati la differenza tra il prezzo d'acquisto e lo strike diventa fisso e di conseguenza anche la leva per l'investitore.

4. PRICING

I Certificati d'Investimento sono prezzati tramite la somma delle loro componenti; di conseguenza è necessario conoscere il prezzo di ogni opzione o ZCB che lo compone per capirne il prezzo o perché si sta muovendo in un determinato modo. La corretta determinazione dei prezzi delle opzioni consente ex-ante di attribuire un giusto prezzo al Certificato, garantendo allo stesso tempo un efficace copertura ex-post. A tal fine, lo strutturatore può utilizzare diversi modelli di valutazione delle opzioni.

4.1 Modelli Binomiali:

Il Modello Binomiale può essere a uno o più stadi. La costruzione di un albero binomiale per la valutazione delle opzioni è un tecnica più semplice rispetto ad altri modelli e per questo molto diffusa. L'albero rappresenta i diversi sentieri che potrebbero essere seguiti dal prezzo dell'azione durante la vita dell'opzione. L'ipotesi principale alla base è che il prezzo dell'azione segua una passeggiata casuale (random walk) e che non ci siano possibilità di arbitraggio. In ogni intervallo, c'è una certa probabilità che il prezzo del titolo aumenti o diminuisca a un certo tasso. Il modello binomiale converge verso il modello Black-Scholes-Merton col diminuire della lunghezza degli intervalli.

Nel modello ad uno stadio vengono considerati il sottostante S , un'obbligazione risk free con prezzo B e un'opzione con il prezzo C . Il modello ha due punti nel tempo: 0 (inizio) e T (scadenza). All'inizio (tempo 0), il sottostante S ha un prezzo $S_0 = 100$. Al tempo T , il sottostante può aumentare a $S_T = 120$ o diminuire a $S_T = 90$. Si assume che l'opzione sia una Call Option con un prezzo di esercizio di 100. Lo strumento senza rischio B ha un valore attuale di 100 e, da domani in poi, il valore sarà sempre 110. Da questo si può calcolare il fair value $C(0)$ che deve essere pagato oggi per l'opzione C in questo scenario. Il fair value deve essere accettato da entrambe le controparti, è $V(0) = C(0)$, indipendentemente dalla performance del sottostante. Questo permette di creare un portafoglio di replicazione. Il venditore desidera ottenere un prezzo dall'acquirente in modo da poter costruire un portafoglio V che, alla scadenza, avrà sempre il valore minimo dell'opzione $C(T)$. Per lui, vale $V(T) \geq C(T)$. Questo è l'unico modo in cui il venditore può soddisfare i termini contrattuali per il payoff senza dover cercare finanziamenti aggiuntivi. L'acquirente dell'opzione, al tempo 0, non vuole pagare un prezzo troppo alto in modo che il venditore non possa acquistare un portafoglio che, alla scadenza, vale più del derivato. Per l'acquirente, quindi, vale $V(0) \leq C(0)$.

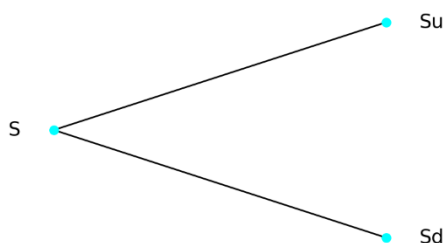


Figura 4.1 Albero Binomiale a 1 Stadio

I concetti del Modello Binomiale a uno stadio possono essere generalizzati per due o più periodi. Ciò consente una struttura più completa e realistica delle possibili evoluzioni dei prezzi per il sottostante, l'opzione e lo strumento senza rischio.

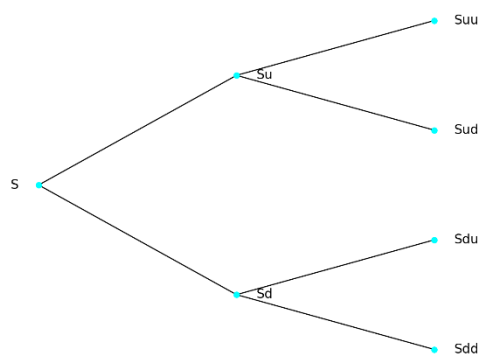


Figura 4.2 Albero Binomiale a 2 Stadi

4.2 Black and Scholes:

Il modello Black-Scholes (B&S) è un modello di valutazione per le opzioni europee sviluppato da Fisher Black e Myron Scholes. L'equazione differenziale di Black-Scholes è un'equazione che deve essere soddisfatta dal prezzo, f , di ogni derivato che dipende dal prezzo di un titolo che non paga dividendi. L'analisi di Black-Scholes è analoga all'analisi per valutare le opzioni quando la dinamica del prezzo dell'azione binomiale. Si forma un portafoglio privo di rischio contenente opzioni e azioni. In assenza di opportunità di arbitraggi, il tasso di rendimento del portafoglio deve essere pari al tasso d'interesse privo di rischio, r . Il motivo per cui è possibile formare un portafoglio privo di rischio dipende dal fatto che il prezzo dell'azione e il prezzo dell'opzione sono entrambi influenzati dalla stessa fonte di incertezza, cioè le variazioni del prezzo dell'azione. In ogni breve intervallo di tempo, il prezzo di una call è perfettamente correlato, in modo positivo, con il prezzo del titolo sottostante e il prezzo di una put è perfettamente correlato, in modo negativo, con il prezzo del titolo sottostante. In entrambi i casi, quando si forma un appropriato portafoglio di azioni e opzioni, il profitto o la perdita sulla posizione in titoli viene sempre compensato dalla perdita o dal profitto sulla posizione in opzioni cosicché il valore complessivo del portafoglio alla fine del breve intervallo di tempo considerato risulta sempre noto con certezza. C'è però un'importante differenza tra l'analisi di Black-Scholes e l'analisi con il modello binomiale. In Black-Scholes, il portafoglio è privo di rischio solo per un periodo istantaneamente breve. Per restare privo di rischio deve essere continuamente aggiustato o ribilanciato (rebalanced). Il tasso di rendimento di un portafoglio privo di rischio, in ogni istante di tempo, deve essere pari al tasso d'interesse privo di rischio. È questo l'elemento chiave che ha consentito a Black e Scholes di ottenere le loro formule di valutazione. Il modello B&S fa però diverse assunzioni:

1. I prezzi delle azioni seguono un percorso casuale continuo
2. I prezzi delle azioni sono distribuiti in modo log-normale con volatilità costante
3. Il tasso di interesse a cui è possibile ritirare o investire qualsiasi importo di denaro è costante
4. La vendita allo scoperto è possibile e consentita

5. Non vengono considerati costi di transazione e tasse
6. Il mercato è privo di arbitraggio
7. Il modello di base considera azioni che non pagano dividendi

Alcune ipotesi possono essere mitigate. Ad esempio, σ e r possono essere funzioni note di t . È possibile anche ipotizzare che i tassi d'interesse siano stocastici, ammesso che la distribuzione del prezzo dell'azione alla scadenza dell'opzione sia log-normale. Nel modello Black-Scholes, si presume che i movimenti dei prezzi delle azioni seguano un moto browniano. Ciò significa che i percorsi verrebbero generati da un programma informatico utilizzando una distribuzione normale standard, in cui, in qualsiasi momento, la mossa successiva è distribuita come una distribuzione normale standard con la volatilità implicita come deviazione standard di questa distribuzione.

Le seguenti formule mostrano il calcolo dell'Opzione Call Europea e dell'Opzione Put secondo Black-Scholes:

$$c = S_0 N(d_1) - Ke^{-rT} N(d_2)$$

[Formula 4.1]

$$p = Ke^{-rT} N(-d_2) - S_0 N(d_1)$$

[Formula 4.2]

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S_0}{K}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma\sqrt{T}}$$

[Formula 4.3]

$$d_2 = \frac{\ln\left(\frac{S_0}{K}\right) + \left(r - \frac{\sigma^2}{2}\right)T}{\sigma\sqrt{T}}$$

[Formula 4.4]

La formula di Black-Scholes deriva il valore dell'opzione call in base a cinque input:

- a. Il prezzo attuale dell'asset
- b. Il prezzo di esercizio dell'opzione
- c. La volatilità del rendimento dell'asset
- d. Il tempo fino alla scadenza dell'opzione
- e. Il tasso di interesse privo di rischio

Le forze trainanti dietro al valore dell'opzione sono visibili semplificando i parametri della formula. La formula per l'opzione call può essere suddivisa in due elementi:

1. Il valore attuale del beneficio derivante dall'esercizio dell'opzione

$$e^{-rt} * [S * N(d_1) - K * N(d_2)]$$

[Formula 4.5]

2. Il valore attuale del costo dell'esercizio

$$K * e^{-rt} * [N(d_2)]$$

[Formula 4.6]

Ciò significa che il prezzo di una call dipende dalla posizione relativa del prezzo corrente dell'asset S rispetto al costo fisso dell'esercizio della call al prezzo di esercizio K . Fondamentalmente, il modello determina la

probabilità che S sia superiore a K alla scadenza e in che misura. Questo viene rivelato se S è superiore a K al tempo di scadenza $t = 0$. In tal caso, i termini $S * N(d_1)$ e $K * N(d_2)$ hanno entrambi un valore di 1 e il prezzo dell'opzione diventa $S - K$.

Per gli investitori in strumenti derivati, potrebbe essere rilevante valutare la sensibilità del valore dello strumento derivato rispetto alle variazioni in questi parametri influenti. Si usano le Greche, viste in precedenza, per supportare l'analisi di queste variabili di prezzo.

L'Equazione Differenziale Stocastica (EDS) che governa la dinamica del prezzo è data da:

$$dS(t) = r * S(t)dt + \sigma * S(t)dW(t)$$

[Formula 4.7]

dove r è il tasso privo di rischio e σ è la volatilità dell'attivo sottostante. Come tipica EDS, questa equazione è composta da una parte deterministica e una parte casuale. La parte $dS(t) = r * S(t)dt$ è un'equazione differenziale ordinaria deterministica. L'aggiunta del termine $S(t)dW(t)$ introduce casualità nell'equazione, rendendola stocastica. La parte casuale contiene il termine $dW(t)$, che è un moto Browniano; cioè un processo casuale distribuito normalmente con media zero e varianza t . L'assunzione di un prezzo log-normale implica che i prezzi logaritmici sono distribuiti normalmente. Il logaritmo è un altro modo di esprimere i rendimenti; quindi, in modo diverso si sta dicendo che, se il prezzo è distribuito log-normalmente, allora i rendimenti dell'attivo sottostante sono distribuiti normalmente.

Sia il Modello Binomiale che il modello Black-Scholes dimostrano che le aspettative soggettive e storiche delle performance dei prezzi delle azioni non sono rilevanti per la valutazione delle opzioni. La volatilità è un determinante importante del prezzo dell'opzione. Questi modelli sono solitamente implementati per la valutazione di opzioni plain vanilla, mentre non molto comuni nella valutazione di molte opzioni esotiche. Infatti, le ipotesi alla base di questi modelli sono in contrasto con le caratteristiche di queste opzioni. Per ovviare a questo problema, oltre al modello B&S di base, esistono molte ulteriori sviluppi del modello che considerano, ad esempio, i dividendi, i tassi di interesse stocastici, le volatilità stocastiche, i costi di transazione o le opzioni americane.

4.3 Metodo di Monte Carlo:

Il metodo Monte Carlo, originariamente sviluppato da Von Neumann e Ulam per generare parametri interni alle equazioni che descrivono la dinamica delle esplosioni nucleari, assume un ruolo di grande importanza nell'ambito della moderna teoria finanziaria. Collegato alle ipotesi di assenza di arbitraggio e neutralità al rischio proprie del modello di Black-Scholes, questo metodo si propone l'obiettivo di individuare tutte le possibili traiettorie che il prezzo dell'attivo sottostante può seguire, al fine di calcolare il prezzo di un'opzione come la media attualizzata di tutti i potenziali guadagni alla scadenza.

Il metodo della simulazione Monte Carlo è il metodo più utilizzato per la valutazione delle opzioni. Questo metodo è utilizzato nella teoria delle probabilità. La simulazione Monte Carlo ha il vantaggio che i prezzi delle opzioni con funzioni di payoff complesse, per le quali non esistono formule analitiche, possono essere calcolati. L'approccio è relativamente diretto. Per il calcolo, sono necessari i seguenti parametri:

1. Prezzo attuale del sottostante

2. Volatilità implicita
3. Tasso di interesse senza rischio
4. Dividendo atteso

Il principio alla base del processo Monte Carlo consiste nella generazione di un numero grande ma finito di percorsi, aggregando i payoff dell'opzione associati a ciascun percorso e dividendo successivamente la somma per il numero di percorsi simulati. Sulla base dei parametri, vengono generati questi percorsi casuali. Questi percorsi vengono generati in base al processo con cui si presume che l'azione o altro sottostante si muova. Alla fine, ogni percorso porta a un risultato chiaramente definito, che è incorporato nel diagramma di payoff. La somma di tutti i risultati divisa per il numero di percorsi fornisce un prezzo iniziale. Questa procedura può essere ripetuta quante volte necessario. L'accuratezza del prezzo dipende dal numero di percorsi e dal numero di ripetizioni di questa procedura.

L'approccio Monte Carlo si sviluppa in tre fasi principali:

1. Generazione dei sentieri per i valori del titolo sottostante a scadenza
2. Calcolo del payoff dell'opzione a cui è legato per ogni cammino
3. Attualizzazione della media dei diversi payoff ottenuti

Con un ampio set di percorsi, è possibile stimare il prezzo di un'opzione sommando i payoff dell'opzione corrispondenti a ciascun percorso e dividendo per il numero di percorsi simulati. In altre parole, se w_i rappresenta il percorso corrispondente alla i -esima simulazione e $f(w_i)$ è il payoff dell'opzione corrispondente, il prezzo dell'opzione ottenuto tramite simulazione Monte Carlo è:

$$Prezzo_{opzione(M.C.)} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N f(w_i)$$

[Formula 4.8]

Il valore dell'opzione viene calcolato attraverso lo sconto della media campionaria dei M payoff alla scadenza. Utilizzando il teorema del limite centrale²⁷, man mano che il numero di traiettorie M aumenta, l'aspettativa di (CT) tende a seguire una distribuzione normale standard con una media CT e una varianza σ^2/M , dove σ rappresenta la varianza della variabile casuale dei payoff. Il Teorema del Limite Centrale afferma che l'errore in questa stima converge a zero con una velocità di $1/\sqrt{N}$. Ciò significa che un numero sufficientemente grande di percorsi garantisce che un prezzo dell'opzione ottenuto con la simulazione Monte Carlo sia molto vicino al valore equo di tale opzione. All'aumentare del numero di traiettorie, la varianza dello stimatore ottenuto diminuirà fino ad annullarsi: per ridurre l'errore complessivo, sarà necessario incrementare il numero di stime in modo quadratico. Di conseguenza, il metodo Monte Carlo risulta particolarmente adatto per la valutazione di opzioni europee, così come di opzioni dipendenti dalla traiettoria e di opzioni americane.

Una distinzione fondamentale tra l'albero binomiale e il processo Monte Carlo risiede nel fatto che l'albero binomiale necessita di una misura di probabilità discreta (e non continua nel tempo), rendendolo quindi un'approssimazione meno precisa del movimento effettivo del sottostante. D'altro canto, poiché possiede un

²⁷ il teorema del limite centrale è valido solo per variabili casuali indipendenti e identicamente distribuite.

numero finito di osservazioni, con l'albero binomiale è possibile calcolare un'aspettativa reale, dato che le probabilità sommano effettivamente a 1. In contrasto, un processo Monte Carlo converge, per un numero sufficientemente grande di percorsi, al valore atteso e, di conseguenza, al prezzo dell'opzione. Poiché, in un processo continuo, la probabilità che si verifichi un percorso specifico è zero, è impossibile per un processo Monte Carlo calcolare direttamente un'aspettativa. Tuttavia, con un numero adeguato di percorsi, si può prevedere che la proporzione di percorsi all'interno di un certo intervallo corrisponda alla probabilità che il prezzo dell'azione rientri in quell'intervallo, come prescritto dal processo secondo cui l'azione dovrebbe muoversi.

4.4 Fair Value:

È possibile vedere l'attrattiva di un prodotto in termini di prezzo, ma non dovrebbe essere l'unica valutazione. In linea di principio, un prodotto viene considerato attraente quando i rendimenti previsti sono commisurati ai rischi assunti. Di conseguenza, le aspettative di mercato dei clienti sono un componente chiave. Nel processo decisionale, tutte le informazioni raccolte vengono elaborate ed analizzate dal cliente. Se il guadagno previsto viene valutato più alto dei costi necessari (sempre tenendo conto dei rischi), allora il prodotto dovrebbe essere acquistato. La valutazione dell'investitore può differire significativamente dalla probabilità calcolata del modello.

Un altro aspetto da considerare è il margine del prodotto, cioè quanto è trattenuto dall'emittente per strutturare il prodotto. Il margine è definito come il premio del prodotto rispetto al Valore Teorico. Nella documentazione è possibile trovare i costi commissionali e quindi ricavare il margine. La decisione di acquisto non dovrebbe basarsi solo sul prezzo e sul margine. La liquidità e il rating di credito dell'emittente dovrebbero essere considerati per valutare il livello di rischio.

In tempi recenti, diverse indagini hanno evidenziato che la mancanza di trasparenza nella determinazione dei prezzi dei prodotti strutturati ha portato a un notevole sbilanciamento dei prezzi a favore delle istituzioni emittenti. Anche nel caso dei Bonus Certificates, la formula di valutazione "fair value" del Down and Out Put dimostra che determinare un prezzo equo sul mercato secondario risulta complicato.

Alcune indagini hanno confrontato i prezzi sul mercato secondario con i costi alternativi di duplicazione per gli acquirenti. Questo metodo efficace è anche noto come "Pricing by Duplication". Esso replica i flussi di cassa e il profilo di rendimento dei prodotti strutturati attraverso altri strumenti finanziari. Successivamente, si valutano le singole componenti per determinare il valore equo dell'intero Certificato. Alcuni studi sui prodotti con opzioni esotiche incorporate, hanno fornito prove che i prodotti più complessi contengono premi impliciti più elevati. Questi possono arrivare ad avere anche un premio implicito superiore al 3,5%. Naturalmente ci sono differenze a seconda del tipo di struttura e di sottostante che si vanno ad analizzare.

È consigliabile confrontare Certificati con parametri equivalenti per selezionare il Certificato al prezzo più equo, soprattutto di emittenti diversi. Tuttavia, è difficile applicare questo metodo semplice a causa della mancanza di trasparenza di tutti i prodotti esistenti. In generale, gli aspetti legati alle Greche e le potenziali divergenze nella determinazione dei prezzi durante la maturità non influenzano il profilo di rimborso di un Certificate una volta scaduto. Pertanto, gli investitori dovrebbero fondamentalmente presumere che

manterranno la posizione fino alla scadenza per evitare problemi di determinazione dei prezzi durante la maturità.

4.5 Scomposizione di Prodotto

Considerando quanto detto fino ad ora può essere molto interessante procedere alla scomposizione di un Certificato d'Investimento per capirne il prezzo. Come visto in precedenza le variabili che impattano sullo stesso sono molteplici e vanno considerate nel loro insieme. Una volta che sono state definite le condizioni di strutturazione e il Certificato è quotato sul mercato secondario è possibile vedere il prezzo al quale l'emittente lo quota e di conseguenza qual è il prezzo d'acquisto e di vendita dello stesso. Scomponendo il prezzo del Certificato nelle sue singole componenti è possibile vedere la distanza dello stesso dal prezzo dell'emittente e fare le proprie considerazioni di acquisto o vendita.

4.5.1 Scomposizione Equity Protection

Prendendo in considerazione il Certificato JE00BLS35P78 con data di strike il 01/04/2022, emissione il 20/04/2022 e valore nominale di 1000 è possibile analizzare come si sono mosse le sue componenti fino a questo momento e calcolare il prezzo dello stesso. Partendo dalle considerazioni generali della tipologia di Certificato è possibile vedere dalla documentazione d'offerta che si tratta di un Equity Protection con autocall a discrezione dell'emittente con un unico sottostante, il FTSE Mib. È un Certificato quotato sul mercato secondario Cert-X e scadenza il 08/01/2027. Non sono previsti premi durante la vita ma la partecipazione del 100% a scadenza qualora il FTSE Mib dovesse trovarsi sopra lo strike iniziale. Nel caso l'emittente decidesse di richiamare il prodotto anticipatamente non verrebbe pagato il rendimento del sottostante ma verrebbe pagato un premio di 0,375% per ogni mese trascorso dalla data di emissione fino alla data in cui il prodotto è stato richiamato (ad esempio se venisse richiamato dopo un anno, quindi 12 mesi verrebbe pagato un premio di 4,5% ($0,375\% * 12$)).

Per prima cosa notiamo che lo strike del sottostante FTSE Mib è di 25.163,30 e il prezzo spot al 04/07/2023 è di 28.421,58. Il sottostante sta quindi realizzando una performance positiva rispetto allo strike iniziale del 12,95% ($=28.421,58/25.163,30$). Se considerassimo solamente questo fattore il valore del Certificato dovrebbe riflettere questa performance e quotare a circa 1129,5; ma non è così. Questo sarebbe vero solo se fosse nel giorno della scadenza. Mancando ancora circa 4 anni alla scadenza bisogna tenere conto di tutte le altre componenti. Considerando un delta del 40% la performance, in questo caso positiva, del FTSE Mib ha un impatto ridotto sul prezzo del Certificato che è pari a 5,179% ($=40\% * 12,95\%$). Un'altra componente da tenere in considerazione sono i tassi di d'interesse di riferimento che al momento dello strike erano di 1,09% e che sono aumentati fino al 3,30%. Questo, come visto precedentemente, è negativo per il Certificato, di conseguenza, fa scendere il prezzo dello stesso. Considerando che la differenza è di 2,21% ($3,30\% - 1,09\%$) e la duration è di 3,50 è possibile vedere che l'impatto sul prezzo di è -7,74% ($=-2,21 * 3,50$). Trattandosi di un Equity Protection era prevedibile che l'impatto della componente obbligazionaria (colpita negativamente dai tassi d'interesse in crescita) avesse un impatto maggiore rispetto alla componente opzionaria (data dall'aumento del sottostante rispetto allo strike); infatti per ora la variazione totale è negativa di -2,561% ($5,179\% - 7,74\%$). Ma non bisogna fermarsi qua; infatti, ci sono anche altre componenti che impattano il valore

del Certificato sul mercato secondario, anche se di minor rilievo rispetto a quelle appena viste. L'emittente potrebbe avere subito variazioni al costo di Funding, ed infatti alla data di strike era di 20bps inferiore. Questo aumento è negativo per il Certificato e, considerato congiuntamente alla duration, ha un impatto negativo sul prezzo di $-0,70\%$ ($0,20 \times 3,5$). Infine, considerando anche la volatilità del sottostante notiamo che c'è stato un decremento dello stesso, che è quindi positivo per il prezzo del Certificato. La diminuzione è stata di $-4v$ e considerando un Vega di $0,1$ l'impatto sul prezzo è di $0,40\%$ ($4 \times 0,1$). Oltre a tutte queste variazioni bisogna considerare anche i costi di strutturazione e le fee applicate al Certificato, che in questo caso hanno avuto un impatto per il $-3,73\%$. Andando a sommare tutte queste componenti è possibile ricavare la variazione di prezzo del Certificato JE00BLS35P78; questa è, quindi, di $-6,59\%$. Il prezzo sul mercato in ask è di circa 930€ di conseguenza coerente con quanto visto nella scomposizione di prodotto dato che si deve considerare lo spread tra l'acquisto e la vendita.

5. OTTIMIZZAZIONE DI PORTAFOGLIO

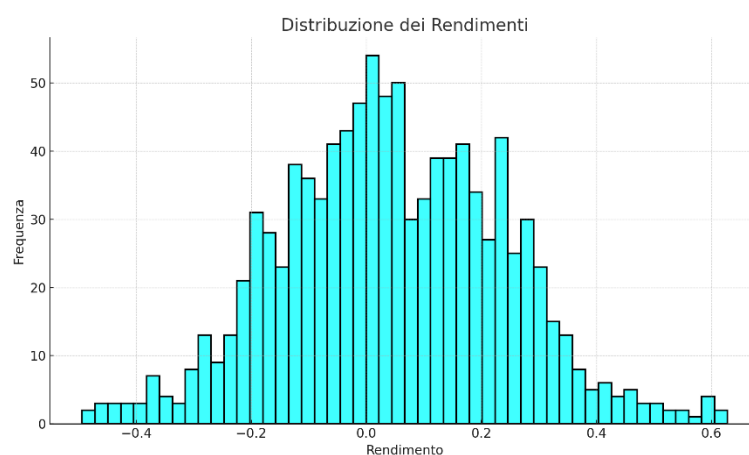
Nella gestione di portafoglio, a seconda dei propri obiettivi in termini di rischio/rendimento e di orizzonte temporale, può essere molto vantaggioso considerare i prodotti strutturati per una parte della propria asset allocation. Come è stato approfondito precedentemente i Certificati d'Investimento sono strumenti che possono avere i payoff più disparati e possono offrire molte soluzioni personalizzate a seconda delle proprie esigenze e aspettative. I payoff sono generalmente asimmetrici e questo permette di avere un rischio/rendimento non lineare. Un'altra caratteristica, non indifferente, è che l'investitore retail non può accedere a questi payoff dato che non ha accesso alla maggior parte delle opzioni utilizzate dallo strutturatore per costruire il Certificato. Inoltre, andando a utilizzare una quantità maggiore di queste opzioni riesce ad ottenere un prezzo migliore rendendo la struttura più vantaggiosa rispetto a quella che potrebbe ottenere singolarmente ogni investitore. Una volta strutturato il Certificato la gestione dello stesso è passiva, di conseguenza non prevede tutti i costi tipici di una gestione attiva che, fin troppo spesso, vanno ad erodere la maggior parte del rendimento che permetto di ottenere. Non esiste quindi un rischio dovuto alla gestione del Certificato, ma i payoff possibili sono predeterminati. I Certificati permettono di decidere ex-ante i possibili rendimenti e i possibili rischi ai quali esporsi andando ad eliminare una parte dell'aleatorietà del portafoglio. Questo, per molti investitori, può essere molto vantaggioso anche per la gestione delle emozioni.

5.1 Gestione di Portafoglio:

L'approccio di investimento classico ancora utilizzato dalla maggioranza dei gestori di portafoglio o asset manager nel private banking sono la Modern Portfolio Theory (MPT), sviluppata da Markowitz nel 1952, e il Capital Asset Pricing Model (CAPM), successivamente elaborato da Treynor e Sharpe che hanno costruito sul lavoro di Markowitz. Queste teorie e le loro applicazioni pratiche sono molto utili nello sviluppo del concetto volto a integrare l'uso di prodotti strutturati in un portafoglio.

Il concetto centrale su cui si basano la MPT e il CAPM è la nozione di una distribuzione normale dei rendimenti degli asset finanziari considerati. La distribuzione normale dei rendimenti è così definibile:

“Distribuzione dei rendimenti è una distribuzione di probabilità che identifica la probabilità che un asset generi rendimenti all'interno di particolari intervalli predefiniti. È rappresentata sotto forma di istogramma, che è una visualizzazione grafica delle frequenze tabulate mediante barre.”



Nella letteratura viene spesso ipotizzato che i rendimenti sono distribuiti secondo una “Normale”, ma nella pratica non accade spesso. In particolare, le osservazioni empiriche sui titoli azionari hanno dimostrato che la distribuzione dei rendimenti è spesso caratterizzata da distribuzioni leptocurtiche verso destra o sinistra, generando gobbe non centrate.

Considerando l'intero portafoglio non è sempre conveniente considerare il rischio dello stesso come la sommatoria dei rischi delle singole attività che lo compongono. Nella realtà ci sono anche altri fattori da considerare. Il primo è la correlazione; visto che un portafoglio con attività correlate sarà più rischioso di un portafoglio di attività che non si muovono nella stessa direzione. Quando si parla di correlazione non si deve cercare di mettere in portafoglio attività correlate negativamente, bensì è preferibile inserire attività decorrelate (cioè con correlazione prossima allo 0). In questo modo l'andamento dei sottostanti non dipenderà l'uno dagli altri e si ridurrà la dispersione del rischio senza annullare il rendimento. Utilizzando strumenti correlati negativamente si hanno rendimenti di segno opposto delle attività in portafoglio che si compensano, di conseguenza è come se si stesse coprendo il portafoglio. Questa situazione è ottimale quando si vuole proteggere il portafoglio da scenari avversi e si preferisce non vendere le attività che si detengono ma è una strategia di breve periodo.

Una maggiore diversificazione di portafoglio permette di eliminare il rischio specifico, ma non quello sistemico. La diversificazione non deve essere solo fatta in termini di sottostanti ma anche di prodotto in modo tale da rendere più efficiente il portafoglio.

5.1.1 Misure di Performance

È importante verificare se i mercati finanziari siano efficienti, in modo che le attività siano allocate correttamente e le informazioni siano elaborate correttamente. D'altro canto, è importante stabilire se determinati intermediari siano in grado di produrre rendimenti corretti per il rischio positivi e se tendano a replicare rendimenti anomali nel tempo.

Prima è importante sottolineare che diverse strategie possono essere seguite nella gestione dei portafogli di attività.

1. **Strategia passiva:** se la composizione del portafoglio viene scelta in base ad un obiettivo esplicito, come quello di replicare la composizione di un portafoglio di riferimento, noto come benchmark. In genere tale benchmark corrisponde a un indice di mercato e il portafoglio gestito è indicato come un fondo indicizzato. In questo caso, il portafoglio è raramente ribilanciato e le transazioni sono ridotte al minimo. Pertanto, una strategia buy and hold assicura che il rendimento del portafoglio investito derivi interamente dal rischio sistematico che tale portafoglio sopporta.
2. **Strategia attiva:** se il suo obiettivo è quello di generare rendimenti anomali. In questo caso, il gestore del portafoglio mira a ottenere rendimenti superiori rispetto a quelli di un benchmark. Per raggiungere tale obiettivo il gestore deve selezionare attentamente gli asset più performanti da detenere nel portafoglio che gestisce. Inoltre, deve riequilibrare la composizione del portafoglio al fine di anticipare

i movimenti dei rendimenti delle attività. Una strategia attiva di successo dovrebbe giustificare i costi aggiuntivi che soddisfa per l'analisi e le transazioni di ricerca richieste.

Una strategia d'investimento passiva può essere preferita a una strategia attiva in quanto impone costi di gestione inferiori, ma una strategia di investimento passiva è meno flessibile e non controbilancia le oscillazioni delle condizioni di mercato. I certificate d'investimento come strumento sono classificabili come investimenti a strategia passiva perché i loro possibili payoff sono predeterminati e non discrezionali. Questi variano a seconda delle condizioni di mercato e non dalla gestione di qualcuno. È però possibile fare un gestione attiva degli stessi in portafoglio usando diverse combinazioni di Certificati a seconda delle proprie aspettative di come si muoverà il mercato; andando quindi a comprare e vendere sul mercato secondario i Certificati che meglio si adattano a contesto di quel preciso momento. In un contesto fortemente ribassista possono essere preferiti Certificati d'Investimento a capitale protetto in modo tale da proteggere il portafoglio dall'eventuale crollo del mercato, ma è anche possibile assumere posizioni ribassiste tramite Certificati reverse (short).

Nella Teoria di Portafoglio vengono calcolate alcune misure di performance per poter vedere e confrontare l'andamento del portafoglio.

5.1.1.1 Media Semplice

La media semplice calcola i rendimenti di portafoglio \bar{r}_p ed è la media dei rendimenti di tutte le sue componenti. In formule è esprimibile come:

$$\bar{r}_p = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T r_t$$

[Formula 5.1]

La Media Semplice è calcolata al fine di ottenere una visione chiara e diretta delle prestazioni nel tempo. Quando applicata a un portafoglio, essa rappresenta una misura di tendenza centrale che fornisce una panoramica delle prestazioni storiche.

5.1.1.2 Deviazione Standard

La deviazione standard campionaria s_r , non distorta del rendimento r . Tale deviazione standard è una misura simmetrica di dispersione. Questa metrica risulta essere un indicatore valido del rischio in presenza di distribuzioni simmetriche, come ad esempio la distribuzione Normale. Tuttavia, è importante sottolineare che la distribuzione del rendimento, r , potrebbe manifestare asimmetria. Inoltre, per la maggioranza degli investitori, solamente la coda inferiore della distribuzione rappresenta una fonte effettiva di rischio. In formule è esprimibile come:

$$s_r = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T (r_t - \bar{r})^2}$$

[Formula 5.2]

5.1.1.3 Varianza

La Varianza rappresenta una misura asimmetrica del rischio, considerando solamente le differenze negative del rendimento r rispetto alla sua media. La formula per la semi-varianza del rendimento r . Tale misura è

focalizzata sulla dispersione dei rendimenti negativi, offrendo una rappresentazione dell'incidenza delle asimmetrie nella distribuzione dei rendimenti. Tuttavia, la semi-varianza potrebbe non incarnare adeguatamente le preferenze degli investitori. È essenziale analizzare in che misura la semi-varianza sia asimmetrica, tenendo conto che gli individui manifestano percezioni differenziate riguardo ai guadagni e alle perdite. In formule è esprimibile come:

$$\sigma_r = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T (\min[0; r_t - \bar{r}])^2}$$

[Formula 5.3]

5.1.1.4 Downside risk

Il Downside Risk (DD), o rischio di ribasso, è una metrica utilizzata per quantificare la volatilità degli scostamenti negativi del rendimento di un titolo rispetto a un benchmark o rendimento minimo accettabile. Tale parametro evidenzia la componente di rischio associata a rendimenti inferiori alle aspettative dell'investitore. In altre parole, mentre la deviazione standard valuta la volatilità totale, il Downside Risk si focalizza esclusivamente su quella porzione di volatilità che può risultare particolarmente preoccupante per l'investitore, dato che rappresenta possibili perdite. La sua adozione è particolarmente pertinente in scenari in cui la distribuzione dei rendimenti presenta asimmetrie, poiché fornisce una rappresentazione più accurata del rischio effettivamente percepito dall'investitore. In formule è esprimibile come:

$$DD = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T (\min[0; r_t - \bar{r}_{TRT}])^2}$$

[Formula 5.4]

5.1.1.5 Probabilità di Shortfall

In relazione al Downside risk c'è la Probabilità di Shortfall, che indica la probabilità di non raggiungere un rendimento obiettivo, \bar{r}_{TRT} . Essa fornisce agli investitori una valutazione del rischio associato all'incapacità di raggiungere un determinato rendimento, considerando le fluttuazioni storiche e le previsioni future. Questa metrica è particolarmente utile nella pianificazione finanziaria e nella valutazione del rischio, poiché aiuta gli investitori a comprendere le potenziali insidie relative a specifici investimenti o strategie di portafoglio, consentendo loro di prendere decisioni informate e allineate alle loro tolleranze e obiettivi di rischio. In formule è esprimibile come:

$$prob\{r < \bar{r}_{TRT}\} = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T I\{r < \bar{r}_{TRT}\}$$

[Formula 5.5]

Con $I\{r < \bar{r}_{TRT}\}$ uguale a 1 se $r_t < \bar{r}_{TRT}$ e 0 altrimenti.

5.1.1.6 Sharpe Ratio

Esiste un compromesso tra rischio e rendimento, così come vi è una corrispondenza tra il premio per il rischio e la deviazione standard. Ciò implica che, nella valutazione delle performance dei fondi, debbano essere introdotte correzioni per il rischio. Dato che sono disponibili diverse misure del rischio, esistono altrettante

misure di performance corrette per il rischio. Lo Sharpe Ratio trae ispirazione dalla teoria standard del portafoglio e dalle proprietà del confine del portafoglio. Lo Sharpe Ratio di un asset p è il rendimento in eccesso atteso rispetto a un'attività senza rischio sulla deviazione standard dello stesso. In formule è esprimibile come:

$$S_p = \frac{\bar{r}_p - r_f}{\sigma_p}$$

[Formula 5.6]

Lo Sharpe Ratio definisce il compromesso ottenuto combinando in un portafoglio il fondo con un'attività priva di rischio. Se il fondo è efficiente e presenta lo Sharpe Ratio più alto, offre il miglior compromesso tra rischio e rendimento. Lo Sharpe Ratio viene utilizzato per creare il confine di efficienza. Lo Sharpe Ratio è semplice da calcolare e consente un confronto immediato delle performance di due strumenti. Tuttavia, considera tutto il rischio, non solo il rischio sistematico. Ciò significa che rappresenta una misura valida di performance per un investitore che investe tutti i suoi beni in un singolo asset.

5.1.1.7 Sortino ratio

Una misura di performance corretta per il rischio più flessibile è il Sortino ratio (è uno Sharpe Ratio modificato). Questo permette di selezionare un obiettivo specifico per il fondo rispetto al quale viene valutata la performance dello stesso. Il Sortino ratio per un asset p è il rendimento in eccesso atteso rispetto a un obiettivo di rendimento, \bar{r}_{TRT} , sulla corrispondente esposizione al Downside risk. In formule è esprimibile come:

$$sr_p = \frac{\bar{r}_p - \bar{r}_{TRT}}{DD}$$

[Formula 5.7]

5.1.2 Frontiera efficiente

La frontiera efficiente rappresenta un concetto cardine nella moderna teoria del portafoglio, sviluppata principalmente da Harry Markowitz nel 1952. Si tratta di una componente essenziale del modello di ottimizzazione del portafoglio, fornendo un insieme di portafogli che offrono il massimo rendimento possibile per un dato livello di rischio. La frontiera efficiente è un potente strumento teorico e pratico nella gestione del portafoglio, fornendo una guida su come massimizzare il rendimento per un dato livello di rischio attraverso la diversificazione e l'ottimizzazione. La frontiera efficiente si colloca in uno spazio bidimensionale in cui l'asse delle ordinate rappresenta il rendimento atteso e l'asse delle ascisse rappresenta il rischio, usualmente misurato attraverso la deviazione standard del rendimento. I portafogli che si trovano su questa frontiera sono considerati "efficienti" poiché, per ogni livello di rischio, offrono il rendimento atteso massimo. Inversamente, per ogni livello di rendimento atteso, presentano il minimo rischio.

Il concetto di frontiera efficiente è particolarmente utile nella gestione del portafoglio per diversi motivi:

1. **Ottimizzazione:** Aiuta i gestori del portafoglio a identificare i portafogli ottimali che forniscono il massimo rendimento per un determinato livello di rischio.
2. **Diversificazione:** La frontiera efficiente sottolinea l'importanza della diversificazione. Attraverso la combinazione di titoli che non sono perfettamente correlati, un portafoglio può posizionarsi sulla frontiera efficiente, riducendo il rischio senza compromettere il rendimento.

3. Decisioni basate su preferenze di rischio-rendimento: I gestori possono personalizzare i portafogli in base alle preferenze specifiche di rischio-rendimento di un cliente, selezionando un portafoglio sulla frontiera efficiente che sia in linea con la tolleranza al rischio del cliente e gli obiettivi di rendimento. Nel contesto dei Certificati d'Investimento, la frontiera efficiente può avere una notevole rilevanza. L'inclusione di Certificati in un portafoglio può contribuire a spostarlo verso la frontiera efficiente, offrendo diversificazione e potenzialmente migliorando il rapporto rischio-rendimento. In particolare, Certificati che seguono asset class alternative o strategie specifiche possono aiutare a migliorare l'efficienza del portafoglio.

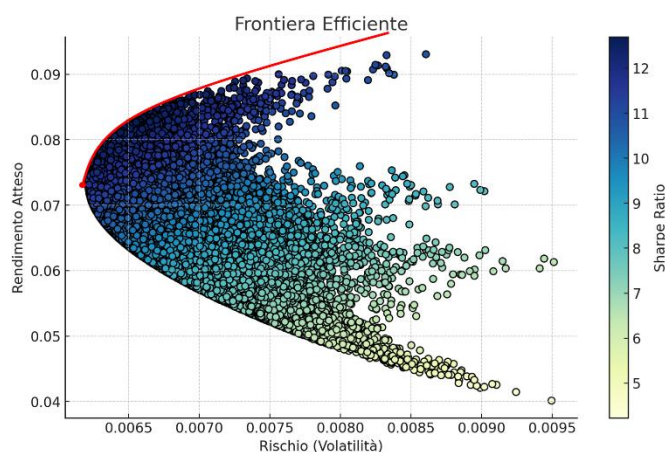


Figura 5.2 Frontiera Efficiente e Sharpe Ratio

Nella costruzione di un portafoglio d'investimento bisogna iniziare a scegliere la composizione dello stesso, cioè dai pesi del portafoglio, e poi andare a scegliere la frazione da investire in asset rischiosi piuttosto che risk free. Per fare queste scelte è necessario conoscere i rendimenti attesi e il grado di rischio. La scelta dei pesi ottimi è una scelta indipendente dai singoli investitori, e va a formare la frontiera efficiente. La seconda scelta di dove posizionarsi sulla frontiera efficiente dipende dall'avversione al rischio personale. Si ha quindi una funzione di utilità che va a valutare e ordinare i diversi portafogli e si andrà a scegliere quello che la massimizza. Il portafoglio è dato da un determinato rischio e un determinato rendimento e se ordinati possono scegliere quello che preferisco. Le scelte in un contesto di incertezza dipendono dalla tolleranza degli investitori rispetto al rischio, dalla definizione di rischio e da come le attitudini rispetto al rischio interagiscono con la incertezza soggettiva associata agli assets disponibili nel determinare i portafogli desiderati.

5.1.3 Capital Allocation Line

La decisione dell'asset allocation è più impattante rispetto a fare lo stock picking. Una delle strategie più semplici ed immediate per controllare il rischio di un portafoglio è allocare una frazione del capitale in assets risk-free. Per questa ragione, la scelta di allocazione del capitale tra diverse tipologie di assets è fondamentale. Per capital allocation si intende l'allocazione rispetto ad ampie classi di investimento da opporre a una scelta rispetto a titoli specifici all'interno delle varie classi. Si riduce il rischio investendo di più nel risk free. La scelta ottima non sarà mai investire tutto nel risk free ma si fa un bilanciamento ottimale.

È possibile rappresentare le caratteristiche del portafoglio nel piano rischio-rendimento per un dato peso del asset in portafoglio. Questa rappresentazione è chiamata Capital Allocation Line, CAL, e rappresenta l'insieme delle opportunità di investimento con un asset rischioso e un asset risk-free nel piano expected return-standard deviation, e da convenzione $E(r)$ sull'asse verticale e σ su quello orizzontale. La pendenza della CAL

rappresenta il trade-off tra rischio e rendimento, dato dallo Sharpe Ratio, cioè un indicatore che misura l'extra-rendimento, rispetto al tasso risk free, realizzato da un portafoglio per unità di rischio complessivo sopportato.

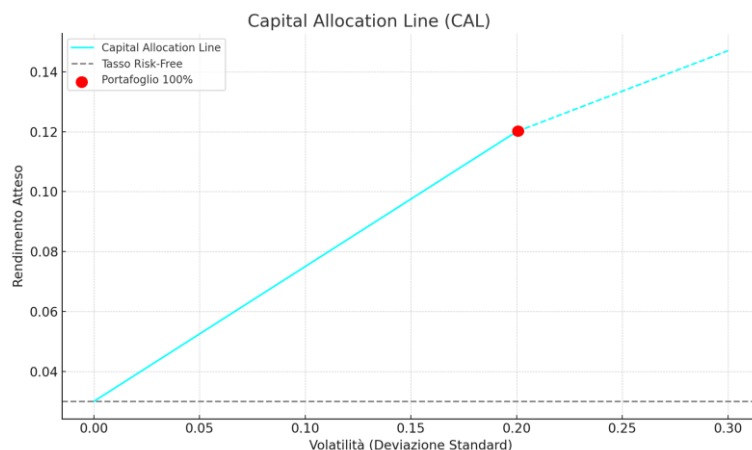


Figura 5.3 Capital Allocation Line

È possibile scegliere portafogli con un investimento maggiore del 100% del capitale investito tramite il leverage. Supponi che l'investitore per prendere a prestito una determinata somma, bisogna remunerare la controparte; di conseguenza questa strategia ha un costo. In questo caso, la pendenza della CAL cambia, a partire dall'allocazione maggiore del 100% del capitale, nel sottoinsieme di combinazioni che implicano leverage.

La CAL rappresenta l'insieme delle possibilità di investimento. Per vedere qual è il portafoglio ottimo è possibile prendere in considerazione la tolleranza per il rischio, cioè la preferenza nei confronti del rischio. Il rendimento atteso di C è pari a:

$$E(r_C) = r_f + y * [E(r_p) - r_f]$$

[Formula 5.8]

la varianza di C è pari a:

$$\sigma_C^2 = y^2 \sigma_p^2$$

[Formula 5.9]

L'investitore massimizza la sua funzione obiettivo con:

$$\max_{\{y\}} U = E(r_C) - \frac{1}{2} A \sigma^2$$

[Formula 5.10]

dove all'aumentare di y aumentano sia il rendimento atteso che il rischio.

I prodotti strutturati che contengono opzioni di solito cercano di concentrare la distribuzione dei rendimenti dell'asset sottostante in un punto specifico. Una concentrazione dei rendimenti può essere ottenuta sia eliminando i punti di distribuzione oltre un certo limite, sia modellando il prodotto in modo da aumentare le probabilità di ottenere un determinato intervallo di rendimenti. L'area di concentrazione dipende dal tipo di prodotto e può essere più o meno variabile.

5.2 Ottimizzazione tramite i Certificati d'Investimento:

Le analisi condotte fino ad ora hanno fornito una panoramica dei mercati di riferimento, delle considerazioni fiscali e delle caratteristiche finanziarie delle principali tipologie di prodotti strutturati. La valutazione iniziale dei profili di rischio e rendimento atteso di questi strumenti finanziari è di fondamentale importanza per l'integrazione successiva dei prodotti strutturati nel processo di asset allocation.

I prodotti strutturati, utilizzati in modo continuativo nella gestione dei portafogli, consentono di perseguire obiettivi sia strategici che tattici. In primo luogo, mirano all'allineamento costante tra le caratteristiche soggettive e oggettive degli investitori e il profilo di rischio del portafoglio. In questo contesto, offrono opportunità di diversificazione del portafoglio attraverso l'accesso a vari mercati, attività sottostanti e strategie di investimento, contribuendo al controllo dei rischi definiti nell'asset allocation strategica. Ciò permette di isolare i differenti tipi di rischio delle classi di asset tradizionali e di limitare l'esposizione alle componenti di rischio considerate accettabili dagli investitori. L'allocazione ottimale dipende sempre dalle esigenze di ogni singolo investitore ma generalmente potrebbe essere adatta una percentuale di Certificati che vada a ricoprire dal 10 al 30% dell'intero portafoglio.

L'innovazione costante nella modellizzazione delle strutture finanziarie da parte degli emittenti amplia la varietà dei profili di rischio-rendimento atteso dei prodotti strutturati. Questo apre la strada a un utilizzo efficiente di tali strumenti finanziari per soddisfare obiettivi tattici nella gestione del portafoglio. In questo contesto, i prodotti strutturati possono soddisfare diverse esigenze, come la protezione del portafoglio, l'ottimizzazione fiscale, l'incremento dei rendimenti e il recupero di perdite pregresse.

I prodotti strutturati rappresentano un mix di strumenti obbligazionari e derivati, come le opzioni plain vanilla ed esotiche, e di asset tradizionali come azioni e obbligazioni. Questi prodotti offrono soluzioni di investimento su misura con un particolare equilibrio rischio/rendimento, ideali per rispondere alle aspettative degli investitori privati. Anche se hanno alla base strumenti derivati, che possono sembrare complicati, sono costruiti in modo tale da avere payoff semplici da comprendere e che si adattino alle mutevoli condizioni di mercato. La loro flessibilità permette la creazione di prodotti con protezione varia del capitale, con differenze nella redditività in base all'andamento del sottostante e durate diverse.

Tali prodotti sono disponibili per gli investitori in vari formati: obbligazioni, polizze assicurative, ETF, ETC, ETN, fondi e Certificati, adattandosi alle condizioni di mercato e alle preferenze degli investitori privati.

L'uso dei prodotti strutturati consente di personalizzare e ottimizzare i portafogli degli investitori privati. Alcuni dei vantaggi principali includono:

1. **Diversificazione temporale:** Investendo a lungo termine, si può ridurre il rischio complessivo. Una chiara definizione dell'orizzonte temporale può aiutare a navigare attraverso le fluttuazioni del mercato.
2. **Accesso a nuovi asset:** Grazie ai prodotti strutturati, gli investitori possono accedere ad asset tradizionalmente difficili da raggiungere come valute, materie prime e indici. Questi prodotti offrono un accesso più facile a diversi asset, anche con investimenti iniziali più piccoli.
3. **Strategie ottimizzate:** La vasta gamma di payoff e sottostanti rende i prodotti strutturati una valida alternativa alle tipiche asset class.

I prodotti strutturati non sono solo strumenti strategici, ma possono anche soddisfare varie esigenze tattiche:

1. Protezione del capitale: Partecipare alle variazioni del mercato proteggendo contemporaneamente l'investimento iniziale.
2. Efficienza fiscale: Con prodotti come ETN, ETC e Certificato di Investimento, è possibile compensare eventuali minusvalenze.
3. Potenziamento del rendimento: Strategie come "yield enhancement" mirano a migliorare i rendimenti immediati, offrendo soluzioni come Certificati express e bonus.

I prodotti strutturati offrono soluzioni flessibili e personalizzate per gli investitori, aiutandoli a navigare in vari contesti di mercato e a soddisfare sia obiettivi strategici che tattici. Come visto nelle varie strutture, generalmente, i Certificati permettono di migliorare il profilo di rischio rendimento dell'investimento o diminuendo il rischio o aumentando il rendimento rispetto all'investimento diretto nel sottostante. Questo genera uno Sharpe Ratio minore; di conseguenza andando a confrontare l'investimento diretto con il Certificato d'Investimento, per alcuni investitori non propensi al rischio potrebbe essere ottimale investire tramite questi prodotti. Inoltre, nell'ottica di un'efficiente gestione di portafoglio, è bene diversificare anche in termini di asset allocation. Per questa ragione oltre alle più classiche asset class come le azioni e le obbligazioni e i fondi è possibile investire in prodotti strutturati come i Certificati d'Investimento. Naturalmente trattandosi di prodotti complessi non sarebbe neanche ottimale investire solo in questo tipo di prodotti anche se molto personalizzabili e flessibili. Questo è dovuto anche al fatto che si è esposti al rischio emittente. A seconda dei contesti di mercato e della propria propensione al rischio potrebbe essere corretta un'allocazione in prodotti complessi tra il 10% e il 30%. Considerando questa percentuale totale nel portafoglio occorre proseguire con una diversificazione di prodotto. È bene non investire in un unico prodotto e/o con un unico emittente. Diversificando in termini di prodotto si raggiunge una significativa riduzione del rischio. La concentrazione per emittente non dovrebbe superare il 25% così come la concentrazione su un unico prodotto. Fatte queste considerazioni, i Certificati d'Investimento possono anche migliorare l'efficienza fiscale del proprio portafoglio. Infatti, a differenza dei fondi, degli ETF o di altre asset class possono compensare le minusvalenze eventualmente presenti in portafoglio. È possibile farlo sia periodicamente tramite il flusso di premi pagato da alcuni Certificati, sia acquistando Certificato sotto il valore nominale. Trattandosi poi di strumenti passivi hanno bassi costi di gestione, e le uniche commissioni sono quelle di distribuzione e di strutturazione applicate dall'emittente che impattano maggiormente sul mercato primario mentre, sul mercato secondario, queste commissioni sono generalmente già scontate e si ha solamente il costo implicito dello spread bid/ask applicato dal Market Maker.

Grazie alla presenza dei Prodotti Strutturati sul mercato, è possibile ottenere rendimenti attraenti nonostante i tassi d'interesse storicamente bassi. I Prodotti Strutturati rappresentano una componente essenziale del mercato finanziario europeo.

Analizzando un portafoglio iniziale con un focus sulle obbligazioni, se si decide di sostituire completamente la parte azionaria e di ridurre la componente obbligazionaria in favore dei Certificati, questo comporta una diversificazione maggiore. Di conseguenza, si riduce l'esposizione del cliente alle perdite giornaliere massime

potenziali, abbattendo il livello di rischio generale associato. Integrando nel portafoglio i prodotti strutturati, anche in una percentuale molto più alta rispetto a quella inizialmente destinata alle azioni, non si genera un incremento del rischio totale. Al contrario, si ottiene un bilanciamento del portafoglio più performante, contribuendo alla diminuzione del VaR²⁸ (Value at Risk).

I prodotti strutturati possono avere un ruolo fondamentale nella definizione di un rapporto rischio/rendimento più bilanciato in un portafoglio di investimenti. Prendendo ad esempio un portafoglio composto per un terzo da azioni, per la metà da obbligazioni e con la parte restante allocata in attività liquide. Questo quadro finanziario si colloca in un periodo di tassi di interesse eccezionalmente bassi. Nonostante una prospettiva abbastanza favorevole per i mercati azionari, non si escludono fasi di lateralità a breve termine a causa della loro volatilità.

Se si considera che una parte delle obbligazioni sta per scadere, si profila l'opportunità di rivedere la composizione del portafoglio. Una panoramica di tassi bassi, come è stato per molto tempo, e la potenziale staticità del mercato azionario spingono l'investitore verso alternative con rendimenti attesi superiori. Tuttavia, l'obiettivo rimane quello di mitigare il rischio, evitando un investimento diretto massivo in azioni. Di fronte a tali esigenze, i prodotti strutturati si presentano come una soluzione valida, la cui selezione dipende dalla tolleranza al rischio dell'investitore e dai suoi obiettivi di crescita e conservazione del capitale.

Analizzando il contesto, è possibile delineare due possibili direzioni:

1. **Investitori Cauti con Visione Positiva:** Se l'investitore tende a evitare rischi ma ha una prospettiva ottimista sui mercati azionari, potrebbe optare per prodotti come gli equity Protection. Questi strumenti assicurano una copertura (parziale o totale) del capitale investito alla sua scadenza e offrono un rendimento basato sulla performance del bene sottostante e sulla percentuale di partecipazione.
2. **Investitori Moderatamente Ottimisti con Tendenza al Rischio:** Se l'investitore ha una visione meno entusiastica dei mercati azionari e accetta maggiori rischi, potrebbe orientarsi verso prodotti come i bonus, che generano rendimenti anche quando il bene sottostante non presenta un trend nettamente positivo.

Per comprendere meglio le alternative e come un investitore possa ricalibrare il rapporto rischio/rendimento del suo portafoglio, si possono usare diverse strategie di investimento utilizzando determinati Certificati d'Investimento.

5.3 Strategie con i Certificati d'Investimento:

Dopo aver analizzato e comprese le categorie dei Certificati d'Investimento e la loro strutturazione è possibile pensare a quale potrebbe essere il Certificato più adatto alla propria situazione finanziaria in termini di asset allocation, profilo di rischio e obiettivi di rendimento. A seconda della propria situazione è possibile creare una precisa strategia d'investimento con i Certificati per ottimizzare il proprio portafoglio.

L'elevata flessibilità e personalizzazione di questi strumenti permette la creazione di molteplici strategie d'investimento. L'asimmetria di rendimento rispetto ad altre asset class può essere la soluzione migliore per

²⁸ Il Value at Risk è una misura di rischio utilizzata per quantificare il rischio di perdita potenziale di un portafoglio di investimenti.

una parte del proprio portafoglio per andare ad incrementare il rendimento senza aumentare il rischio o per diminuire il rischio senza rinunciare al rendimento.

I Certificati d'Investimento permettono, a seconda della loro strutturazione, di poter guadagnare in qualsiasi fase di mercato (rialzista, ribassista o laterale). Se la visione dell'investitore è di un mercato laterale, o con moderati rialzi, è possibile investire in strutture come i Bonus Cap che permettono un flusso cedolare e seguono l'andamento del sottostante fino ad un Cap. È anche possibile aggiungere la protezione della barriera per ridurre il rischio in caso di ribassi. Se l'obiettivo è ottenere un flusso cedolare per compensare le minusvalenze o per avere un'entrata passiva è possibile ricorrere a Certificati Cash Collect. Utilizzando i Certificati Express è possibile ottenere un premio e anche il rimborso del capitale in caso di andamento laterale del sottostante. Se, invece, l'obiettivo principale è la protezione del capitale a scadenza è possibile investire in Certificati Equity Protection che permettono anche di ricevere un flusso cedolare o l'eventuale performance positiva del sottostante a scadenza. È possibile anche coprire il portafoglio con Certificati a leva come i Mini Future se la propria aspettativa è di un forte ribasso di breve periodo. Investitori con aspettative non definite ma con un orientamento a un mercato laterale possono optare per Certificati Twin Win che permettono di guadagnare sia da moderati ribassi che da moderati rialzi del sottostante. Infine, esistono anche Certificati strutturati per pagare maxi premi (dal 10% al 30% del valore nominale) all'inizio della vita del prodotto permettendo all'investitore di compensare eventuali minusvalenze in scadenza presenti nello zainetto fiscale.

5.3.1 Portafoglio Difensivo

Un portafoglio difensivo è adatto a investitori avversi al rischio. Questo tipo di investitori preferiscono rinunciare a incrementi di rendimento a fronte di una maggiore protezione, e di conseguenza di una minore rischiosità dell'investimento. A fronte di un piccolo incremento del rischio, il rendimento deve crescere più che linearmente altrimenti l'investimento non accresce l'utilità attesa dell'investitore. È possibile vederlo anche al contrario, cioè preferiscono una piccola decrescita del rischio a fronte di una maggiore decrescita del rendimento. È possibile costruire un portafoglio di Certificati che vada incontro alle esigenze di questo tipo di investitori combinando più Certificati Equity Protection. In questo caso, data l'avversione al rischio è possibile anche ottenere una protezione maggiore del 100% ed utilizzare solamente Certificati con mono sottostanti. Volendo creare il portafoglio più difensivo possibile può risultare conveniente utilizzare solamente indici come sottostanti dato che per loro natura gli indici sono abbastanza diversificati, soprattutto a livello settoriale. Per fare una diversificazione anche geografica si può optare per indici mondiali oppure per l'acquisto di più Certificati con indici diversi.

Un elemento da non sottovalutare è il rischio di controparte. Un investitore avverso al rischio preferirà non esporsi solamente ad un unico emittente ma preferirà diversificare andando a comprare Certificati di emittenti diversi e con un Rating elevato, la cui probabilità di fallimento è minore. È bene quindi non superare il 12,5% di concentrazione emittente al fine ridurre il rischio che il fallimento di controparte vada ad impattare negativamente sull'investimento. Fatte queste premesse è possibile andare a selezionare 8 Certificati di emittenti diversi per stare circa sul limite di concentrazione deciso.

Andando a selezionare alcuni Certificati a capitale protetto (tutti comprati sotto il valore nominale che offrono una protezione del 100%, tranne uno che offre una protezione del 95%) è possibile determinare un rendimento minimo ottenibile a scadenza con la possibilità di partecipare al rialzo dei sottostanti. Facendo riferimento alla tabella è possibile vedere che sono stati selezionati 8 emittenti diversi per mantenere circa una concentrazione emittente del 12,5%. I sottostanti sono tutti indici riferiti al mercato europeo o mondiale. L'ipotesi d'investimento è stata fatta con 100.000 per distribuire meglio i tagli nominali dei Certificati.

ISIN	Emittente	Sottostante	Settore	Paese	Prezzo	Nominale	Emissione	Scadenza	Protezione	% Portafoglio	% obiettivo	n. cert	Controvalore	Capitale investibile
IT0005484180	Mediobanca	Eurostoxx Select Dividend 30	Indici	Europa	867,79	1000	28/02/2022	08/03/2027	95,00%	12,15%	12,50%	14	12.149,06	
JE00BLS38Q90	Goldman Sachs	STOXX Global Select Dividend 100	Indici	World	868,6	1000	02/05/2022	10/05/2027	100,00%	12,16%	12,50%	14	12.160,40	
IT0005484248	Banca Akros	Eurostoxx Select Dividend 30	Indici	Europa	876,6	1000	06/04/2022	06/04/2027	100,00%	12,27%	12,50%	14	12.272,40	
XS2414026653	Bnp Paribas	STOXX Global Select Dividend 100	Indici	World	90,08	100	30/09/2022	29/09/2027	100,00%	12,43%	12,50%	138	12.431,04	
XS2394955160	Societe Generale	Solactive Global UN Sustainable Development Goals	Indici	World	83,95	100	14/04/2022	19/04/2028	100,00%	12,42%	12,50%	148	12.424,60	
DE000MS8JTD1	Morgan Stanley	Eurostoxx Select Dividend 30	Indici	Europa	862,3	1000	16/02/2023	22/02/2028	100,00%	12,93%	12,50%	15	12.934,50	
XS2459025735	Intesa Sanpaolo	Eurostoxx Select Dividend 30	Indici	Europa	858	1000	29/04/2022	29/03/2028	100,00%	12,87%	12,50%	15	12.870,00	
XS2483204199	Barclays	Euro Stoxx 50	Indici	Europa	981,66	1000	14/03/2023	06/03/2026	100,00%	12,76%	12,50%	13	12.761,58	
										100%	100%	Liquidita rimanente	-3,58	100.000,00

Tabella 5.1 Composizione di un Portafoglio Difensivo

Di seguito è possibile vedere tutte le analisi di scenario di Certificati in portafoglio. Trattandosi di capitali protetti comprati sotto il valore nominale, oltre la protezione del capitale permettono di avere un rendimento minimo a scadenza. In alcuni casi è prevista la partecipazione illimitata al rialzo del sottostante, mentre in altri casi è previsto un Cap. In ogni caso l'unico modo per perdere con questo tipo di investimenti, portandoli a scadenza, è il fallimento dell'emittente.

	14					IT0005484180	12,15%					
Var % Sottostante	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%	
Prezzo Sottostante	460,005	766,675	1.073,35	1.226,68	1.380,02	1.533,35	1.686,69	1.840,02	1.993,36	2.300,03	2.606,70	
Rimborso Certificato	950	950	950	950	950	950	950	1.023,40	1.142,02	1.379,25	1.588	
P&L % Certificato	9,47%	9,47%	9,47%	9,47%	9,47%	9,47%	9,47%	17,93%	31,60%	58,94%	82,99%	
P&L % Annuo Certificato	2,71%	2,71%	2,71%	2,71%	2,71%	2,71%	2,71%	5,13%	9,04%	16,86%	23,74%	
Durata (Anni)	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	

Figura 5.4 Analisi di scenario Certificato IT0005484180. Fonte: Cedlab Pro

	14					JE00BLS38Q90	12,16%					
Var % Sottostante	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%	
Prezzo Sottostante	798,006	1.330,01	1.862,01	2.128,02	2.394,02	2.660,02	2.926,02	3.192,02	3.458,03	3.990,03	4.522,03	
Rimborso Certificato	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.036,53	1.122,91	1.295,66	1.468,42	
P&L % Certificato	15,13%	15,13%	15,13%	15,13%	15,13%	15,13%	15,13%	19,33%	29,28%	49,17%	69,06%	
P&L % Annuo Certificato	4,12%	4,12%	4,12%	4,12%	4,12%	4,12%	4,12%	5,27%	7,98%	13,40%	18,82%	
Durata (Anni)	3,67	3,67	3,67	3,67	3,67	3,67	3,67	3,67	3,67	3,67	3,67	

Figura 5.5 Analisi di scenario Certificato JE00BLS38Q90. Fonte: Cedlab Pro

	14					IT0005484248	12,27%					
Var % Sottostante	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%	
Prezzo Sottostante	460,005	766,675	1.073,35	1.226,68	1.380,02	1.533,35	1.686,69	1.840,02	1.993,36	2.300,03	2.606,70	
Rimborso Certificato	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.041,54	1.132,51	1.314,43	1.496,35	
P&L % Certificato	14,08%	14,08%	14,08%	14,08%	14,08%	14,08%	14,08%	18,82%	29,19%	49,95%	70,70%	
P&L % Annuo Certificato	3,94%	3,94%	3,94%	3,94%	3,94%	3,94%	3,94%	5,26%	8,17%	13,97%	19,77%	
Durata (Anni)	3,58	3,58	3,58	3,58	3,58	3,58	3,58	3,58	3,58	3,58	3,58	

Figura 5.6 Analisi di scenario Certificato IT0005484248. Fonte: Cedlab Pro

	138					XS2414026653	12,43%					
Var % Sottostante	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%	
Prezzo Sottostante	798,006	1.330,01	1.862,01	2.128,02	2.394,02	2.660,02	2.926,02	3.192,02	3.458,03	3.990,03	4.522,03	
Rimborso Certificato	100	100	100	100	100	100	106,5	116,18	125,86	140	140	
P&L % Certificato	11,01%	11,01%	11,01%	11,01%	11,01%	11,01%	18,22%	28,97%	39,72%	55,42%	55,42%	
P&L % Annuo Certificato	2,71%	2,71%	2,71%	2,71%	2,71%	2,71%	4,49%	7,14%	9,79%	13,66%	13,66%	
Durata (Anni)	4,06	4,06	4,06	4,06	4,06	4,06	4,06	4,06	4,06	4,06	4,06	

Figura 5.7 Analisi di scenario Certificato XS2414026653. Fonte: Cedlab Pro

	148					XS2394955160	12,42%					
Var % Sottostante	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%	
Prezzo Sottostante	40,293	67,155	94,017	107,448	120,879	134,31	147,741	161,172	174,603	201,465	228,327	
Rimborso Certificato	100	100	100	100	100	100	100	100	103,63	119,58	120	
P&L % Certificato	19,12%	19,12%	19,12%	19,12%	19,12%	19,12%	19,12%	19,12%	23,45%	42,44%	42,94%	
P&L % Annuo Certificato	4,14%	4,14%	4,14%	4,14%	4,14%	4,14%	4,14%	4,14%	5,08%	9,20%	9,31%	
Durata (Anni)	4,61	4,61	4,61	4,61	4,61	4,61	4,61	4,61	4,61	4,61	4,61	

Figura 5.8 Analisi di scenario Certificato XS2394955160. Fonte: Cedlab Pro

	15					DE000MS8JTD1	12,93%					
Var % Sottostante	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%	
Prezzo Sottostante	460,005	766,675	1.073,35	1.226,68	1.380,02	1.533,35	1.686,69	1.840,02	1.993,36	2.300,03	2.606,70	
Rimborso Certificato	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.069,44	1.158,56	1.336,80	1.450	
P&L % Certificato	15,97%	15,97%	15,97%	15,97%	15,97%	15,97%	15,97%	24,02%	34,36%	55,03%	68,15%	
P&L % Annuo Certificato	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	5,39%	7,71%	12,34%	15,29%	
Durata (Anni)	4,46	4,46	4,46	4,46	4,46	4,46	4,46	4,46	4,46	4,46	4,46	

Figura 5.9 Analisi di scenario Certificato DE000MS8JTD1. Fonte: Cedlab Pro

	15					XS2459025735	12,87%					
Var % Sottostante	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%	
Prezzo Sottostante	460,005	766,675	1.073,35	1.226,68	1.380,02	1.533,35	1.686,69	1.840,02	1.993,36	2.300,03	2.606,70	
Rimborso Certificato	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.059,78	1.148,09	1.324,72	1.501,35	
P&L % Certificato	16,55%	16,55%	16,55%	16,55%	16,55%	16,55%	16,55%	23,52%	33,81%	54,40%	74,98%	
P&L % Annuo Certificato	3,63%	3,63%	3,63%	3,63%	3,63%	3,63%	3,63%	5,16%	7,42%	11,94%	16,46%	
Durata (Anni)	4,56	4,56	4,56	4,56	4,56	4,56	4,56	4,56	4,56	4,56	4,56	

Figura 5.10 Analisi di scenario Certificato XS2459025735. Fonte: Cedlab Pro

	13					XS2483204199	12,76%					
Var % Sottostante	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%	
Prezzo Sottostante	1.271,16	2.118,60	2.966,03	3.389,75	3.813,47	4.237,19	4.660,91	5.084,63	5.508,35	6.355,79	7.203,22	
Rimborso Certificato	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.097,20	1.196,94	1.296,69	1.340	1.340	
P&L % Certificato	1,87%	1,87%	1,87%	1,87%	1,87%	1,87%	11,77%	21,93%	32,09%	36,50%	36,50%	
P&L % Annuo Certificato	0,75%	0,75%	0,75%	0,75%	0,75%	0,75%	4,73%	8,81%	12,89%	14,66%	14,66%	
Durata (Anni)	2,49	2,49	2,49	2,49	2,49	2,49	2,49	2,49	2,49	2,49	2,49	

Figura 5.11 Analisi di scenario Certificato XS2483204199. Fonte: Cedlab Pro

Esaminate le singole analisi di scenario è possibile vedere l'analisi completa di Portafoglio Difensivo. In questo caso, come per i singoli Certificati, non è possibile subire una perdita dall'investimento. Infatti, se il portafoglio rimane stabile o subisce una perdita (anche del 100%) a scadenza (dopo meno di 4) viene rimborsato il 12,90%, cioè il 3,19% annualizzato. In più è possibile partecipare alla performance positiva del sottostante. Notiamo che fino al 50% la partecipazione è più che lineare infatti se il sottostante guadagna il 10% il Certificato restituisce un profitto del 15,60%. Al 70% però la performance è meno che proporzionale, infatti, in questo caso il Certificato restituirebbe un profitto del 62,50%. Questo è dato dal fatto che alcuni Certificati all'interno del portafoglio presentano un Cap. Questo portafoglio permette di esporsi alle performance positive dei sottostanti senza però rischiare di subire perdite, anzi, garantisce anche un rendimento minimo del 3,19% annuo.

	Portafoglio Difensivo										
Var % Portafoglio	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%
P&L % Portafoglio	12,90%	12,90%	12,90%	12,90%	12,90%	12,90%	15,06%	21,75%	31,72%	50,21%	62,50%
P&L % Annuo Portafoglio	3,19%	3,19%	3,19%	3,19%	3,19%	3,19%	3,92%	5,80%	8,52%	13,24%	16,42%
Durata Portafoglio (Anni)	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87

Figura 5.12 Analisi di scenario Portafoglio Difensivo

In ogni caso questo è solo un esempio generico dei possibili portafoglio a basso rischio costruibili con i Certificati e non tiene conto della situazione personale dell'investitore. Un investitore con un basso profilo di

rischio potrebbe preferire premi periodici piuttosto che la partecipazione a scadenza, oppure potrebbe preferire sottostanti diversi da quelli selezionati.

5.3.2 Portafoglio Moderato

Un portafoglio moderato è adatto sempre investitori avversi a rischio; quindi, avrà sicuramente una parte di Certificati a capitali protetto, ma a questa si può aggiungere una parte a capitale condizionatamente protetto per cercare di ottenere un rendimento maggiore, senza aumentare di molto il rischio. Per ridurre il rischio è possibile scegliere barriere molto profonde. Come visto precedentemente è bene diversificare sia a livello geografico che a livello di emittente.

Andando a selezionare alcuni Certificati a capitale protetto e condizionatamente protetto è possibile determinare un rendimento minimo ottenibile in un determinato range (fino al raggiungimento della barriera al ribasso). I Certificati a capitale condizionatamente protetto scelti forniscono una protezione superiore a ribassi del 30% del sottostante e permettono un rendimento fisso qualora la barriera non venga rotta al ribasso. Sono quindi conveniente in fasi di lateralità o moderati ribassi o rialzi. Facendo riferimento alla tabella è possibile vedere che anche in questo caso sono stati selezionati 8 emittenti diversi per mantenere circa una concentrazione emittente del 12,5%. I sottostanti sono tutti indici riferiti al mercato europeo o mondiale. L'ipotesi d'investimento è stata fatta con 100.000 per distribuire meglio i tagli nominali dei Certificati.

ISIN	Emittente	Sottostante	Settore	Paese	Prezzo	Nominale	Emissione	Scadenza	Protezione	Barriera Capitale	Premio	% Portafoglio	% obiettivo	n. cert	Controvalore	Capitale investibile
XS2380307905	BNP Paribas	EURO STOXX Banks Index, STOXX Europe 600 Automobiles & Parts Index, EURO STOXX Europe 600 Oil & Gas Index	Indici	Europa	954,84	1000	01/09/2023	11/08/2026	-	55,00%	0,63%	12,41%	12,50%	13	12.412,92	
XS2542311936	Barclays	EURO STOXX Banks Index, S&P 500 Index, STOXX Europe 600 Automobiles & Parts Index	Indici	Europa	962,02	1000	07/08/2023	02/08/2027	-	60,00%	0,70%	12,51%	12,50%	13	12.506,26	
IT0005503880	Mediobanca	FTSEMIB Index	Indici	Italia	994,58	1000	24/08/2022	12/08/2026	-	55,00%	0,47%	12,93%	12,50%	13	12.929,54	
JE00BLS35P78	Goldman Sachs	FTSEMIB Index	Indici	Italia	931,25	1000	20/04/2022	08/10/2027	100,00%	-	-	12,11%	12,50%	13	12.106,25	
IT0005484248	Banca Akros	Eurostoxx Select Dividend 30	Indici	Europa	876,6	1000	06/04/2022	06/04/2027	100,00%	-	-	13,15%	12,50%	15	13.149,00	
XS2394955160	Societe Generale	Solactive Global UN Sustainable Development Goals	Indici	World	83,95	100	14/04/2022	19/04/2028	100,00%	-	-	12,76%	12,50%	152	12.760,40	
DE000MS8JTD1	Morgan Stanley	Eurostoxx Select Dividend 30	Indici	Europa	862,3	1000	16/02/2023	22/02/2028	100,00%	-	-	12,07%	12,50%	14	12.072,20	
XS2459025735	Intesa Sanpaolo	Eurostoxx Select Dividend 30	Indici	Europa	858	1000	29/04/2022	29/03/2028	100,00%	-	-	12,01%	12,50%	14	12.012,00	
												99,95%	100%	Liquidità rimanente	51,43	100.000,00

Tabella 5.2 Composizione di un Portafoglio Moderato

	13	XS2380307905	12,41%								
Var % Sottostante	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%
Prezzo Sottostante	179,09	298,475	417,87	477,56	537,26	596,95	656,65	716,34	776,04	895,43	1.014,82
Rimborso Certificato	313	500,67	1226,8	1226,8	1226,8	1226,8	1226,8	1.226,80	1.226,80	1.226,80	1.227
P&L % Certificato	-67,22%	-47,56%	28,48%	28,48%	28,48%	28,48%	28,48%	28,48%	28,48%	28,48%	28,48%
P&L % Annuo Certificato	-22,99%	-16,27%	9,74%	9,74%	9,74%	9,74%	9,74%	9,74%	9,74%	9,74%	9,74%
Durata (Anni)	2,92	2,92	2,92	2,92	2,92	2,92	2,92	2,92	2,92	2,92	2,92

Figura 5.13 Analisi di scenario Certificato XS2380307905. Fonte: Cedlab Pro

	13	XS2542311936	12,51%								
Var % Sottostante	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%
Prezzo Sottostante	179,09	298,475	417,87	477,56	537,26	596,95	656,65	716,34	776,04	895,43	1.014,82
Rimborso Certificato	314	500	1329	1329	1329	1329	1329	1.329,00	1.329,00	1.329,00	1.329
P&L % Certificato	-67,36%	-48,03%	38,15%	38,15%	38,15%	38,15%	38,15%	38,15%	38,15%	38,15%	38,15%
P&L % Annuo Certificato	-17,28%	-12,32%	9,78%	9,78%	9,78%	9,78%	9,78%	9,78%	9,78%	9,78%	9,78%
Durata (Anni)	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9

Figura 5.14 Analisi di scenario Certificato XS2542311936. Fonte: Cedlab Pro

	13	IT0005503880	12,93%								
Var % Sottostante	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%
Prezzo Sottostante	8470,1	14116,8	19.763,46	22.586,81	25.410,16	28.233,51	31.056,86	33.880,21	36.703,56	42.350,27	47.996,97
Rimborso Certificato	375	1168	1168	1168	1168	1168	1168	1.168,00	1.168,00	1.168,00	1.168
P&L % Certificato	-62,30%	17,44%	17,44%	17,44%	17,44%	17,44%	17,44%	17,44%	17,44%	17,44%	17,44%
P&L % Annuo Certificato	-21,29%	5,96%	5,96%	5,96%	5,96%	5,96%	5,96%	5,96%	5,96%	5,96%	5,96%
Durata (Anni)	2,93	2,93	2,93	2,93	2,93	2,93	2,93	2,93	2,93	2,93	2,93

Figura 5.15 Analisi di scenario Certificato IT0005503880. Fonte: Cedlab Pro

	13					JE00BLS35P78	12,11%					
Var % Sottostante	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%	
Prezzo Sottostante	8470,1	14116,8	19.763,46	22.586,81	25.410,16	28.233,51	31.056,86	33.880,21	36.703,56	42.350,27	47.996,97	
Rimborso Certificato	1000	1000	1000	1000	1009,81	1122,01	1234,21	1.346,41	1.458,61	1.683,02	1.907	
P&L % Certificato	7,38%	7,38%	7,38%	7,38%	8,44%	20,48%	32,53%	44,58%	56,63%	80,73%	104,82%	
P&L % Annuo Certificato	1,81%	1,81%	1,81%	1,81%	2,07%	5,02%	7,97%	10,92%	13,87%	19,78%	25,68%	
Durata (Anni)	4,08	4,08	4,08	4,08	4,08	4,08	4,08	4,08	4,08	4,08	4,08	

Figura 5.16 Analisi di scenario Certificato JE00BLS35P78. Fonte: Cedlab Pro

	15					IT0005484248	13,15%					
Var % Sottostante	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%	
Prezzo Sottostante	460,01	766,675	1.073,35	1.226,68	1.380,02	1.533,35	1.686,69	1.840,02	1.993,36	2.300,03	2.606,70	
Rimborso Certificato	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1.041,54	1.132,51	1.314,43	1.496	
P&L % Certificato	14,08%	14,08%	14,08%	14,08%	14,08%	14,08%	14,08%	18,82%	29,19%	49,95%	70,70%	
P&L % Annuo Certificato	3,94%	3,94%	3,94%	3,94%	3,94%	3,94%	3,94%	5,26%	8,17%	13,97%	19,77%	
Durata (Anni)	3,58	3,58	3,58	3,58	3,58	3,58	3,58	3,58	3,58	3,58	3,58	

Figura 5.17 Analisi di scenario Certificato IT0005484248. Fonte: Cedlab Pro

	152					XS2394955160	12,76%					
Var % Sottostante	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%	
Prezzo Sottostante	40,293	67,155	94,02	107,45	120,88	134,31	147,74	161,17	174,60	201,47	228,33	
Rimborso Certificato	100	100	100	100	100	100	100	100,00	103,63	119,58	120	
P&L % Certificato	19,12%	19,12%	19,12%	19,12%	19,12%	19,12%	19,12%	19,12%	23,45%	42,44%	42,94%	
P&L % Annuo Certificato	4,14%	4,14%	4,14%	4,14%	4,14%	4,14%	4,14%	4,14%	5,08%	9,20%	9,31%	
Durata (Anni)	4,61	4,61	4,61	4,61	4,61	4,61	4,61	4,61	4,61	4,61	4,61	

Figura 5.18 Analisi di scenario Certificato XS2394955160. Fonte: Cedlab Pro

	14					DE000MS8JTD1	12,07%					
Var % Sottostante	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%	
Prezzo Sottostante	460,01	766,675	1.073,35	1.226,68	1.380,02	1.533,35	1.686,69	1.840,02	1.993,36	2.300,03	2.606,70	
Rimborso Certificato	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1.069,44	1.158,56	1.336,80	1.450	
P&L % Certificato	15,97%	15,97%	15,97%	15,97%	15,97%	15,97%	15,97%	24,02%	34,36%	55,03%	68,15%	
P&L % Annuo Certificato	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	3,58%	5,39%	7,71%	12,34%	15,29%	
Durata (Anni)	4,46	4,46	4,46	4,46	4,46	4,46	4,46	4,46	4,46	4,46	4,46	

Figura 5.19 Analisi di scenario Certificato DE000MS8JTD1. Fonte: Cedlab Pro

	14					XS2459025735	12,01%					
Var % Sottostante	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%	
Prezzo Sottostante	460,01	766,675	1.073,35	1.226,68	1.380,02	1.533,35	1.686,69	1.840,02	1.993,36	2.300,03	2.606,70	
Rimborso Certificato	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1.059,78	1.148,09	1.324,72	1.501	
P&L % Certificato	16,55%	16,55%	16,55%	16,55%	16,55%	16,55%	16,55%	23,52%	33,81%	54,40%	74,98%	
P&L % Annuo Certificato	3,63%	3,63%	3,63%	3,63%	3,63%	3,63%	3,63%	5,16%	7,42%	11,94%	16,46%	
Durata (Anni)	4,56	4,56	4,56	4,56	4,56	4,56	4,56	4,56	4,56	4,56	4,56	

Figura 5.20 Analisi di scenario Certificato XS2459025735. Fonte: Cedlab Pro

Esaminate le singole analisi di scenario è possibile vedere l'analisi completa di Portafoglio Moderato. In questo caso è possibile subire una perdita dall'investimento ma solo a fronte della rottura della barriera al ribasso dei Certificati a capitale condizionatamente protetto. La parte di portafoglio a capitale protetto permette di limitare questa perdita, infatti, la perdita non sarebbe lineare. A fronte di una perdita del portafoglio del 50% si perderebbe solo lo 0,66% mentre con una perdita del 70% si perderebbe solo il 5,63%. In caso il portafoglio subisse una perdita anche del 30%, a scadenza, verrebbe restituito un minimo del 19,66%. Se rimanesse stabile ai valori attuali si otterrebbe un profitto del 21,25% in poco meno di 4 anni, quindi del 5,73% annuo. Sarebbe possibile anche partecipare ai rialzi dei sottostanti, più che linearmente fino al 30% e poi meno che linearmente. Questo è sempre dovuto al Cap di alcuni Certificati presenti in portafoglio. Questo portafoglio permette di esporsi alle performance positive dei sottostanti e di non subire perdite fino discese del portafoglio di circa il 50% e in caso fossero superiori le perdite sarebbero limitate. Tutto questo senza rinunciare a potenziali rialzi dei portafoglio.

	Portafoglio Moderato										
Var % Portafoglio	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%
P&L % Portafoglio	-15,72%	-0,55%	19,66%	19,66%	19,79%	21,25%	22,71%	26,60%	32,46%	45,50%	55,26%
P&L % Annuo Portafoglio	-5,63%	-0,66%	5,34%	5,34%	5,37%	5,73%	6,08%	7,02%	8,43%	11,53%	13,92%
Durata Portafoglio (Anni)	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87

Figura 5.21 Analisi di scenario Portafoglio Moderato

In ogni caso questo è solo un esempio generico dei possibili portafoglio a moderato rischio costruibili con i Certificati e non tiene conto della situazione personale dell'investitore. Un investitore con un moderato profilo di rischio potrebbe preferire premi periodici piuttosto che la partecipazione a scadenza, oppure potrebbe preferire sottostanti diversi da quelli selezionati.

5.3.3 Portafoglio Aggressivo

Un portafoglio aggressivo è adatto a investitori con una propensione al rischio maggiore perché permette, a fronte di una protezione solo parziale del capitale, di ottenere un rendimento potenziale maggiore ma anche di perdere tutto o in parte il proprio capitale. Come visto precedentemente è bene diversificare sia a livello geografico che a livello di emittente, anche se è possibile farlo con percentuali diverse ma sempre inferiori al 25%.

Andando a selezionare alcuni Certificati a capitale condizionatamente protetto è possibile determinare un rendimento minimo ottenibile in un determinato range (fino al raggiungimento della barriera al ribasso). I Certificati a capitale condizionatamente protetto scelti forniscono una protezione superiore a ribassi del 30% del sottostante nella maggior parte dei casi e permettono un rendimento fisso qualora la barriera non venga rotta al ribasso. Sono quindi conveniente in fasi di lateralità o moderati ribassi o rialzi. Facendo riferimento alla tabella è possibile vedere che in questo caso sono stati selezionati emittenti diversi ma senza mantenere le percentuali di concentrazione sotto il 12,5%. I sottostanti sono azioni singole riferite al mercato europeo o americano. L'ipotesi d'investimento è stata fatta con 100.000 per distribuire meglio i tagli nominali dei Certificati.

ISIN	Emittente	Sottostante	Settore	Paese	Prezzo	Nominale	Emissione	Scadenza	Barriera Capitale	Premio	% Portafoglio	% obiettivo	n. cert	Controvalore	Capitale investibile	
XS2517335977	Barclays	Intesa Sanpaolo SpA	Bancario	Europa	275,15	300	02/08/2023	21/07/2027	60,00%	-	13,48%	13,33%	49	13.482,35		
IT0005547218	Mediobanca	ENI SPA	Energetico	Europa	460,48	400	20/06/2023	08/06/2027	60,00%	-	12,43%	12,78%	27	12.432,96		
XS2394957455	Societe Generale	Stellantis N.V	Automotive	Italia	492,85	400	03/06/2022	25/05/2026	60,00%	-	13,31%	12,78%	27	13.306,95		
XS2447788444	BNP Paribas	American Express Co	Pagamenti	USA	983,03	1000	14/12/2022	09/12/2025	50,00%	0,47%	5,90%	5,56%	6	5.898,18		
XS2544215457	Citigroup	Kering	Lusso	Francia	982,48	1000	22/02/2023	18/02/2025	50,00%	0,47%	5,89%	5,56%	6	5.894,88		
XS2542288696	Barclays	Mercedes-Benz Group AG	Automotive	Germania	988,24	1000	31/07/2023	24/07/2025	40,00%	0,53%	5,93%	5,56%	6	5.929,44		
DE000UK77RU2	UBS	Nexi S.p.A.	Pagamenti	Italia	980,39	1000	14/12/2022	09/12/2025	50,00%	0,76%	5,88%	5,56%	6	5.882,34		
XS2395038024	Societe Generale	Walt Disney Company	Streaming	USA	971,9	1000	20/07/2023	14/07/2025	60,00%	0,58%	5,83%	5,56%	6	5.831,40		
DE000UL5FTB6	UBS	Nike Inc	Abbigliamento	USA	969,46	1000	04/08/2023	28/07/2025	55,00%	0,55%	5,82%	5,56%	6	5.816,76		
IT0005482176	UniCredit	Tesla Motors Inc	Automotive	USA	963,28	1000	18/05/2022	19/05/2025	50,00%	1,03%	5,78%	5,56%	6	5.779,68		
XS2581001158	Barclays	Deutsche Bank AG	Bancario	Germania	1001,5	1000	25/08/2023	18/08/2025	50,00%	0,96%	5,01%	5,56%	5	5.007,50		
DE000MS8JUC1	Morgan Stanley	Bayer AG	Farmaceutico	Germania	983,4	1000	12/07/2023	30/06/2025	60,00%	0,48%	4,92%	5,56%	5	4.917,00		
IT0005546343	UniCredit	Enel S.p.A.	Energetico	Germania	991,56	1000	17/07/2023	17/07/2026	60,00%	0,50%	4,96%	5,56%	5	4.957,80		
DE000UL5R5D8	UBS	eBay Inc	Logistica	Germania	966,77	1000	04/08/2023	28/07/2025	55,00%	0,57%	4,83%	5,56%	5	4.833,85		
											99,97%	100%	Liquidità rimanente	28,91		100.000,00

Tabella 5.3 Composizione di un Portafoglio Aggressivo

	49					XS2517335977	13,48%					
Var % Sottostante	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%	
Prezzo Sottostante	0,724	1,207	1,69	1,93	2,17	2,41	2,66	2,90	3,14	3,62	4,10	
Rimborso Certificato	89,37	148,95	300	300	300	300	438,46	587,41	736,36	765,00	765	
P&L % Certificato	-67,52%	-45,87%	9,03%	9,03%	9,03%	9,03%	59,35%	113,49%	167,62%	178,03%	178,03%	
P&L % Annuo Certificato	-17,47%	-11,86%	2,34%	2,34%	2,34%	2,34%	15,35%	29,36%	43,36%	46,05%	46,05%	
Durata (Anni)	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87	

Figura 5.22 Analisi di scenario Certificato XS2517335977. Fonte: Cedlab Pro

						27	IT0005547218	12,43%					
Var % Sottostante	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%		
Prezzo Sottostante	4,439	7,399	10,36	11,84	13,32	14,80	16,28	17,76	19,24	22,20	25,16		
Rimborso Certificato	138,86	231,44	400	400	466,34	651,49	804	804,00	804,00	804,00	804		
P&L % Certificato	-69,84%	-49,74%	-13,13%	-13,13%	1,27%	41,48%	74,60%	74,60%	74,60%	74,60%	74,60%		
P&L % Annuo Certificato	-18,64%	-13,27%	-3,50%	-3,50%	0,34%	11,07%	19,90%	19,90%	19,90%	19,90%	19,90%		
Durata (Anni)	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75		

Figura 5.23 Analisi di scenario Certificato IT0005547218. Fonte: Cedlab Pro

						27	XS2394957455	13,31%					
Var % Sottostante	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%		
Prezzo Sottostante	5,1	8,5	11,90	13,60	15,30	17,00	18,70	20,40	22,10	25,50	28,90		
Rimborso Certificato	148,6	400	400	400	507,64	624,04	740,45	856,85	973,26	1.011,00	1.011		
P&L % Certificato	-69,85%	-18,84%	-18,84%	-18,84%	3,00%	26,62%	50,24%	73,86%	97,48%	105,13%	105,13%		
P&L % Annuo Certificato	-25,78%	-6,95%	-6,95%	-6,95%	1,11%	9,82%	18,54%	27,26%	35,97%	38,80%	38,80%		
Durata (Anni)	2,71	2,71	2,71	2,71	2,71	2,71	2,71	2,71	2,71	2,71	2,71		

Figura 5.24 Analisi di scenario Certificato XS2394957455. Fonte: Cedlab Pro

						6	XS2447788444	5,90%					
Var % Sottostante	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%		
Prezzo Sottostante	47,229	78,715	110,20	125,94	141,69	157,43	173,17	188,92	204,66	236,15	267,63		
Rimborso Certificato	428,2	1131,6	1131,6	1131,6	1131,6	1131,6	1131,6	1.131,60	1.131,60	1.131,60	1.132		
P&L % Certificato	-56,44%	15,11%	15,11%	15,11%	15,11%	15,11%	15,11%	15,11%	15,11%	15,11%	15,11%		
P&L % Annuo Certificato	-25,06%	6,71%	6,71%	6,71%	6,71%	6,71%	6,71%	6,71%	6,71%	6,71%	6,71%		
Durata (Anni)	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25		

Figura 5.25 Analisi di scenario Certificato XS2447788444. Fonte: Cedlab Pro

						6	XS2544215457	5,89%					
Var % Sottostante	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%		
Prezzo Sottostante	140,91	234,85	328,79	375,76	422,73	469,70	516,67	563,64	610,61	704,55	798,49		
Rimborso Certificato	336,45	504,35	1084,6	1084,6	1084,6	1084,6	1084,6	1.084,60	1.084,60	1.084,60	1.085		
P&L % Certificato	-65,77%	-48,68%	10,36%	10,36%	10,36%	10,36%	10,36%	10,36%	10,36%	10,36%	10,36%		
P&L % Annuo Certificato	-45,46%	-33,65%	7,16%	7,16%	7,16%	7,16%	7,16%	7,16%	7,16%	7,16%	7,16%		
Durata (Anni)	1,45	1,45	1,45	1,45	1,45	1,45	1,45	1,45	1,45	1,45	1,45		

Figura 5.26 Analisi di scenario Certificato XS2544215457. Fonte: Cedlab Pro

						6	XS2542288696	5,93%					
Var % Sottostante	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%		
Prezzo Sottostante	19,749	32,915	46,08	52,66	59,25	65,83	72,41	79,00	85,58	98,75	111,91		
Rimborso Certificato	298,82	1026,5	1121,9	1121,9	1121,9	1121,9	1121,9	1.121,90	1.121,90	1.121,90	1.122		
P&L % Certificato	-69,76%	3,87%	13,53%	13,53%	13,53%	13,53%	13,53%	13,53%	13,53%	13,53%	13,53%		
P&L % Annuo Certificato	-37,23%	2,07%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%		
Durata (Anni)	1,87	1,87	1,87	1,87	1,87	1,87	1,87	1,87	1,87	1,87	1,87		

Figura 5.27 Analisi di scenario Certificato XS2542288696. Fonte: Cedlab Pro

						6	DE000UK77RU2	5,88%					
Var % Sottostante	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%		
Prezzo Sottostante	1,889	3,149	4,41	5,04	5,67	6,30	6,93	7,56	8,19	9,45	10,71		
Rimborso Certificato	428,06	576,63	1212,8	1212,8	1212,8	1212,8	1212,8	1.212,80	1.212,80	1.212,80	1.213		
P&L % Certificato	-56,34%	-41,18%	23,71%	23,71%	23,71%	23,71%	23,71%	23,71%	23,71%	23,71%	23,71%		
P&L % Annuo Certificato	-25,02%	-18,29%	10,53%	10,53%	10,53%	10,53%	10,53%	10,53%	10,53%	10,53%	10,53%		
Durata (Anni)	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25		

Figura 5.28 Analisi di scenario Certificato DE000UK77RU2. Fonte: Cedlab Pro

						6	XS2395038024	5,83%					
Var % Sottostante	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%		
Prezzo Sottostante	24,474	40,79	57,11	65,26	73,42	81,58	89,74	97,90	106,05	122,37	138,69		
Rimborso Certificato	305,11	489,18	1133,4	1133,4	1133,4	1133,4	1133,4	1.133,40	1.133,40	1.133,40	1.133		
P&L % Certificato	-68,61%	-49,67%	16,62%	16,62%	16,62%	16,62%	16,62%	16,62%	16,62%	16,62%	16,62%		
P&L % Annuo Certificato	-37,15%	-26,90%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%		
Durata (Anni)	1,85	1,85	1,85	1,85	1,85	1,85	1,85	1,85	1,85	1,85	1,85		

Figura 5.29 Analisi di scenario Certificato XS2395038024. Fonte: Cedlab Pro

	6					DE000UL5FTB6	5,82%					
Var % Sottostante	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%	
Prezzo Sottostante	29,301	48,835	68,37	78,14	87,90	97,67	107,44	117,20	126,97	146,51	166,04	
Rimborso Certificato	296,32	475,43	1127,2	1127,2	1127,2	1127,19	1127,2	1.127,19	1.127,19	1.127,19	1.127	
P&L % Certificato	-69,43%	-50,96%	16,27%	16,27%	16,27%	16,27%	16,27%	16,27%	16,27%	16,27%	16,27%	
P&L % Annuo Certificato	-36,84%	-27,04%	8,63%	8,63%	8,63%	8,63%	8,63%	8,63%	8,63%	8,63%	8,63%	
Durata (Anni)	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	

Figura 5.30 Analisi di scenario Certificato DE000UL5FTB6. Fonte: Cedlab Pro

	6					IT0005482176	5,78%					
Var % Sottostante	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%	
Prezzo Sottostante	74,55	124,25	173,95	198,80	223,65	248,50	273,35	298,20	323,05	372,75	422,45	
Rimborso Certificato	256,84	428,07	1216,3	1216,3	1216,3	1216,3	1216,3	1.216,30	1.216,30	1.216,30	1.216	
P&L % Certificato	-73,34%	-55,56%	26,27%	26,27%	26,27%	26,27%	26,27%	26,27%	26,27%	26,27%	26,27%	
P&L % Annuo Certificato	-43,31%	-32,81%	15,51%	15,51%	15,51%	15,51%	15,51%	15,51%	15,51%	15,51%	15,51%	
Durata (Anni)	1,69	1,69	1,69	1,69	1,69	1,69	1,69	1,69	1,69	1,69	1,69	

Figura 5.31 Analisi di scenario Certificato IT0005482176. Fonte: Cedlab Pro

	5					XS2581001158	5,01%					
Var % Sottostante	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%	
Prezzo Sottostante	2,896	4,826	6,76	7,72	8,69	9,65	10,62	11,58	12,55	14,48	16,41	
Rimborso Certificato	348,88	543,06	1230,4	1230,4	1230,4	1230,4	1230,4	1.230,40	1.230,40	1.230,40	1.230	
P&L % Certificato	-65,16%	-45,77%	22,86%	22,86%	22,86%	22,86%	22,86%	22,86%	22,86%	22,86%	22,86%	
P&L % Annuo Certificato	-33,55%	-23,57%	11,77%	11,77%	11,77%	11,77%	11,77%	11,77%	11,77%	11,77%	11,77%	
Durata (Anni)	1,94	1,94	1,94	1,94	1,94	1,94	1,94	1,94	1,94	1,94	1,94	

Figura 5.32 Analisi di scenario Certificato XS2581001158. Fonte: Cedlab Pro

	5					DE000MS8JUC1	4,92%					
Var % Sottostante	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%	
Prezzo Sottostante	15,057	25,095	35,13	40,15	45,17	50,19	55,21	60,23	65,25	75,29	85,32	
Rimborso Certificato	424,35	622,77	1126,7	1126,7	1126,7	1126,72	1126,7	1.126,72	1.126,72	1.126,72	1.127	
P&L % Certificato	-56,85%	-36,67%	14,57%	14,57%	14,57%	14,57%	14,57%	14,57%	14,57%	14,57%	14,57%	
P&L % Annuo Certificato	-31,44%	-20,28%	8,06%	8,06%	8,06%	8,06%	8,06%	8,06%	8,06%	8,06%	8,06%	
Durata (Anni)	1,81	1,81	1,81	1,81	1,81	1,81	1,81	1,81	1,81	1,81	1,81	

Figura 5.33 Analisi di scenario Certificato DE000MS8JUC1. Fonte: Cedlab Pro

	5					IT0005546343	4,96%					
Var % Sottostante	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%	
Prezzo Sottostante	1,857	3,096	4,33	4,95	5,57	6,19	6,81	7,43	8,05	9,29	10,53	
Rimborso Certificato	327,1	528,5	1175	1175	1175	1175	1175	1.175,00	1.175,00	1.175,00	1.175	
P&L % Certificato	-67,01%	-46,70%	18,50%	18,50%	18,50%	18,50%	18,50%	18,50%	18,50%	18,50%	18,50%	
P&L % Annuo Certificato	-23,47%	-16,36%	6,48%	6,48%	6,48%	6,48%	6,48%	6,48%	6,48%	6,48%	6,48%	
Durata (Anni)	2,85	2,85	2,85	2,85	2,85	2,85	2,85	2,85	2,85	2,85	2,85	

Figura 5.34 Analisi di scenario Certificato IT0005546343. Fonte: Cedlab Pro

	5					DE000UL5R5D8	4,83%					
Var % Sottostante	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%	
Prezzo Sottostante	13,029	21,715	30,40	34,74	39,09	43,43	47,77	52,12	56,46	65,15	73,83	
Rimborso Certificato	298,18	477,86	1131,8	1131,8	1131,8	1131,79	1131,8	1.131,79	1.131,79	1.131,79	1.132	
P&L % Certificato	-69,16%	-50,57%	17,07%	17,07%	17,07%	17,07%	17,07%	17,07%	17,07%	17,07%	17,07%	
P&L % Annuo Certificato	-36,69%	-26,83%	9,06%	9,06%	9,06%	9,06%	9,06%	9,06%	9,06%	9,06%	9,06%	
Durata (Anni)	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	

Figura 5.35 Analisi di scenario Certificato DE000UL5R5D8. Fonte: Cedlab Pro

Esaminate le singole analisi di scenario è possibile vedere l'analisi completa di Portafoglio Aggressivo. In questo caso è possibile subire una perdita dall'investimento ma solo a fronte della rottura della barriera al ribasso dei Certificati a capitale condizionatamente protetto. Anche in questo caso la perdita al ribasso non è lineare grazie ai premi fissi pagati durante la vita dei Certificati. Infatti, a fronte di una perdita del portafoglio del 50% si andrebbe a perdere solamente il 36,97%. Data la barriera di protezione del capitale è possibile non

subire perdite anche a fronte di ribassi del 30% del portafoglio. In questo caso si otterrebbe un rendimento del 7,81% in poco più di 2 anni, quindi del 3,07% annualizzato. Nel caso in cui il portafoglio restasse ai livelli attuali si otterrebbe un rendimento del 20,65%, cioè dell'8,12% annuo. Sarebbe comunque possibile partecipare più che linearmente alle performance del portafoglio. Ad esempio, con un incremento del 20% del portafoglio si otterrebbe un rendimento più che doppio, del 45,14%. Il rendimento massimo ottenibile è del 58% dato dal Cap dei Certificati in portafoglio. Questo portafoglio è particolarmente conveniente in scenari di moderati rialzi.

	Portafoglio Aggressivo										
Var % Portafoglio	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%
P&L % Portafoglio	-66,74%	-36,97%	7,81%	7,81%	12,51%	20,65%	34,70%	45,14%	55,58%	58,00%	58,00%
&L % Annuo Portafoglio	-26,24%	-14,54%	3,07%	3,07%	4,92%	8,12%	13,64%	17,75%	21,85%	22,81%	22,81%
Dutata Media (Anni)	2,54	2,54	2,54	2,54	2,54	2,54	2,54	2,54	2,54	2,54	2,54

Figura 5.36 Analisi di scenario Portafoglio Aggressivo

In ogni caso questo è solo un esempio generico dei possibili portafoglio rischiosi costruibili con i Certificati e non tiene conto della situazione personale dell'investitore. Un investitore con un maggiore profilo di rischio potrebbe preferire premi con periodicità diversa o di diverso importo, oppure potrebbe preferire sottostanti diversi da quelli selezionati.

5.3.4 Portafoglio Compensazione Minusvalenze

I Certificati d'Investimento permettono di compensare le minusvalenze eventualmente presenti nello zainetto fiscale dell'investitore. Per questa ragione è bene vedere come, tramite la costruzione di un portafoglio di Certificati è possibile andare a recuperarle. In tabella è riassunta la posizione delle minusvalenze.

ZAINETTO FISCALE	
MINUS	ANNO
3.213,00 €	2023
5.498,00 €	2024
4.523,00 €	2025
- €	2026
- €	2027
13.234,00 €	

Tabella 5.4 Composizione di uno Zainetto Fiscale

Presa coscienza delle minusvalenze e delle relative scadenze è possibile andare a costruire un portafoglio di Certificati con premi mensili che vadano a compensare le minusvalenze. Nel caso fossero state tutte nel 2023 si sarebbe potuto optare per un Certificato Maxi cedola per poi venderlo in perdita e posticiparle in modo da poter applicare questo portafoglio. I Certificati selezionati sono tutti a capitale condizionatamente protetto e permettono la protezione fino a ribassi del 30%.

ISIN	Emittente	Sottostante	Settore	Paese	Prezzo	Nominale	Emissione	Scadenza	Barriera Capitale	Premio	% Portafoglio	% obiettivo	n. cert	Controvalore	Capitale investibile
DE000UK77RUZ	UBS	Nexi S.p.A.	Pagamenti	Italia	980,39	1000	14/12/2022	09/12/2025	50,00%	0,76%	19,61%	20,00%	20	19.607,80	
XS2395038024	Societe Generale	Walt Disney Company	Streaming	USA	971,9	1000	20/07/2023	14/07/2025	60,00%	0,58%	19,44%	20,00%	20	19.438,00	
DE000UL5FTB6	UBS	Nike Inc	Abbigliamento	USA	969,46	1000	04/08/2023	28/07/2025	55,00%	0,55%	20,36%	20,00%	21	20.358,66	
IT0005482176	UniCredit	Tesla Motors Inc	Automotive	USA	963,29	1000	18/05/2022	19/05/2025	50,00%	1,03%	20,23%	20,00%	21	20.229,09	
XS2542288696	Barclays	Mercedes-Benz Group AG	Automotive	Germania	988,24	1000	31/07/2023	24/07/2025	40,00%	0,53%	19,76%	20,00%	20	19.764,80	
											99,40%	100%	liquidità rimanente	601,65	100.000,00

Tabella 5.5 Composizione di un Portafoglio Compensazione Minusvalenze

	20					DE000UK77RU2	19,61%					
Var % Sottostante	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%	
Prezzo Sottostante	1,889	3,149	4,409	5,038	5,668	6,298	6,928	7,558	8,187	9,447	10,707	
Rimborso Certificato	428,06	576,63	1.212,80	1.212,80	1.212,80	1.212,80	1.212,80	1.212,80	1.212,80	1.212,80	1.212,80	
P&L % Certificato	-56,34%	-41,18%	23,71%	23,71%	23,71%	23,71%	23,71%	23,71%	23,71%	23,71%	23,71%	
P&L % Annuo Certificato	-25,02%	-18,29%	10,53%	10,53%	10,53%	10,53%	10,53%	10,53%	10,53%	10,53%	10,53%	
Durata (Anni)	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	

Figura 5.37 Analisi di scenario Certificato DE000UK77RU2. Fonte: Cedlab Pro

	20					XS2395038024	19,44%					
Var % Sottostante	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%	
Prezzo Sottostante	24,474	40,79	57,106	65,264	73,422	81,58	89,738	97,896	106,05	122,37	138,69	
Rimborso Certificato	305,11	489,18	1.133,40	1.133,40	1.133,40	1.133,40	1.133,40	1.133,40	1.133,40	1.133,40	1.133,40	
P&L % Certificato	-68,61%	-49,67%	16,62%	16,62%	16,62%	16,62%	16,62%	16,62%	16,62%	16,62%	16,62%	
P&L % Annuo Certificato	-37,15%	-26,90%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	
Durata (Anni)	1,85	1,85	1,85	1,85	1,85	1,85	1,85	1,85	1,85	1,85	1,85	

Figura 5.38 Analisi di scenario Certificato XS2395038024. Fonte: Cedlab Pro

	21					DE000UL5FTB6	20,36%					
Var % Sottostante	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%	
Prezzo Sottostante	29,301	48,835	68,369	78,136	87,903	97,67	107,44	117,2	126,97	146,51	166,04	
Rimborso Certificato	296,32	475,43	1.127,19	1.127,19	1.127,19	1.127,19	1.127,19	1.127,19	1.127,19	1.127,19	1.127,19	
P&L % Certificato	-69,43%	-50,96%	16,27%	16,27%	16,27%	16,27%	16,27%	16,27%	16,27%	16,27%	16,27%	
P&L % Annuo Certificato	-36,84%	-27,04%	8,63%	8,63%	8,63%	8,63%	8,63%	8,63%	8,63%	8,63%	8,63%	
Durata (Anni)	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	1,88	

Figura 5.39 Analisi di scenario Certificato DE000UL5FTB6. Fonte: Cedlab Pro

	21					IT0005482176	20,23%					
Var % Sottostante	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%	
Prezzo Sottostante	74,55	124,25	173,95	198,8	223,65	248,5	273,35	298,2	323,05	372,75	422,45	
Rimborso Certificato	256,84	428,07	1.216,30	1.216,30	1.216,30	1.216,30	1.216,30	1.216,30	1.216,30	1.216,30	1.216,30	
P&L % Certificato	-73,34%	-55,56%	26,27%	26,27%	26,27%	26,27%	26,27%	26,27%	26,27%	26,27%	26,27%	
P&L % Annuo Certificato	-43,31%	-32,81%	15,51%	15,51%	15,51%	15,51%	15,51%	15,51%	15,51%	15,51%	15,51%	
Durata (Anni)	1,69	1,69	1,69	1,69	1,69	1,69	1,69	1,69	1,69	1,69	1,69	

Figura 5.40 Analisi di scenario Certificato IT0005482176. Fonte: Cedlab Pro

	20					XS2542288696	19,76%					
Var % Sottostante	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%	
Prezzo Sottostante	19,749	32,915	46,081	52,664	59,247	65,83	72,413	78,996	85,579	98,745	111,91	
Rimborso Certificato	298,82	1026,5	1.121,90	1.121,90	1.121,90	1.121,90	1.121,90	1.121,90	1.121,90	1.121,90	1.121,90	
P&L % Certificato	-69,76%	3,87%	13,53%	13,53%	13,53%	13,53%	13,53%	13,53%	13,53%	13,53%	13,53%	
P&L % Annuo Certificato	-37,23%	2,07%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	
Durata (Anni)	1,87	1,87	1,87	1,87	1,87	1,87	1,87	1,87	1,87	1,87	1,87	

Figura 5.41 Analisi di scenario Certificato XS2542288696. Fonte: Cedlab Pro

Come è possibile vedere dall'analisi di scenario in caso di lateralità dei sottostanti in portafoglio si otterrebbe un rendimento del 19,18% che permette di compensare le minusvalenze presenti nello zainetto fiscale. Il capitale è protetto oltre il 30% e non permette di partecipare ai rialzi dei sottostanti, ma ha una performance prefissata.

	Portafoglio Minus										
Var % Portafoglio	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%
P&L % Portafoglio	-67,14%	-38,58%	19,18%	19,18%	19,18%	19,18%	19,18%	19,18%	19,18%	19,18%	19,18%
P&L % Annuo Portafoglio	-35,75%	-20,55%	10,14%	10,14%	10,14%	10,14%	10,14%	10,14%	10,14%	10,14%	10,14%
Durata Portafoglio (Anni)	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89	1,89

Figura 5.42 Analisi di scenario Portafoglio Compensazione Minusvalenze

Di seguito è possibile vedere la compensazione divisa anno per anno delle minusvalenze.

ISIN	2023	2024	2025
DE000UK77RU2	456,00 €	1.824,00 €	2.216,20 €
XS2395038024	348,00 €	1.392,00 €	1.374,00 €
DE000UL5FTB6	348,39 €	1.393,56 €	1.454,25 €
IT0005482176	648,90 €	2.595,60 €	1.852,41 €
XS2542288696	318,00 €	1.272,00 €	977,20 €
PLUSVALENZE	2.119,29 €	8.477,16 €	7.874,06 €
MINUS	3.213,00 €	5.498,00 €	4.523,00 €
MINUS RIMANENTE	11.114,71 €	2.637,55 €	- €
% COMPENSAZIONE	16,01%	80,07%	139,57%

Tabella 5.6 Compensazione delle minusvalenze diviso per anno

In ogni caso questo è solo un esempio generico dei possibili portafoglio rischiosi costruibili con i Certificati e non tiene conto della situazione personale dell'investitore. Un investitore con un maggiore profilo di rischio potrebbe preferire premi con periodicità diversa o di diverso importo, oppure potrebbe preferire sottostanti diversi da quelli selezionati. Anche a seconda delle minusvalenze da recuperare è bene scegliere portafogli più o meno aggressivi sia in termini di premi che di protezione.

5.3.5 Portafoglio Speculativo

Un portafoglio speculativo è adatto a investitori con una chiara visione di mercato e un'elevata propensione al rischio. È una soluzione di breve periodo dato che sfrutta l'effetto leva per amplificare i guadagni (o le perdite) e non offre protezione.

Andando a selezionare alcuni Certificati a leva è possibile determinare un rendimento maggiorato dei sottostanti, sia al rialzo che al ribasso. È possibile scegliere sottostanti che sono indici per ridurre il rischio e diversificare per indice, ma la rischiosità dell'investimento rimane molto elevata. L'ipotesi d'investimento è stata fatta con 10.000 dato che i tagli nominali sono piccoli perché considerando l'effetto leva il portafoglio ha movimenti più ampi di circa 7 volte; quindi, è come se si stesse investendo un capitale di 70.000.

ISIN	Emittente	Sottostante	Tipo	Prezzo	Strike	Barriera	Leva	Valore Sottostante	Massimo Ribasso	% Portafoglio	% obiettivo	n. cert	Controvalore	Controvalore reale	Capitale investibile
DE000SV9M8B0	Societe Generale	S&P 500	Long	5,90	3845,97	3845,97	7,10	4458,18	-13,73%	25,02%	25,00%	424	2.502	17.761,36	
DE000SV9M737	Societe Generale	Nasdaq-100 Index(R)	Long	2,05	13173,08	13173,08	7,00	15281,25	-13,80%	24,99%	25,00%	1219	2.499	17.492,65	
DE000SV9M794	Societe Generale	FTSE MIB	Long	0,41	24213,45	24213,45	6,80	28240,81	-14,26%	25,00%	25,00%	6097	2.500	16.998,44	
DE000SV9M8C8	Societe Generale	EURO STOXX 50	Long	0,51	3741,75	3741,75	8,30	4237,76	-11,70%	25,00%	25,00%	4901	2.500	20.745,93	
										100,00%	100%	liquidità rimanente	0,17	729,98%	10.000

Tabella 5.7 Composizione di un Portafoglio Speculativo

	-30%	-20%	-14%	-12%	-10%	7,10	DE000SV9M8B0	25,02%						
Var % Sottostante	-30%	-20%	-14%	-12%	-10%		0%	10%	20%	30%	50%	70%		
Prezzo Sottostante	3120,7246	3566,5424	3845,97	3923,19664	4012,3602		4458,178	4903,9958	5349,8136	5795,6314	6687,267	7578,9026		
Rimborso Certificato	0	0	0	0,8732	1,711		5,9	10,089	14,278	18,467	26,845	35,223		
P&L % Certificato	-100%	-100%	-100%	-85%	-71%		0%	71%	142%	213%	355%	497%		

Figura 5.43 Analisi di scenario Certificato DE000SV9M8B0

	-30%	-20%	-14%	-12%	-10%	7,00	DE000SV9M737	24,99%						
Var % Sottostante	-30%	-20%	-14%	-12%	-10%		0%	10%	20%	30%	50%	70%		
Prezzo Sottostante	10696,876	12225,001	13173,08	13447,5009	13753,126		15281,251	16809,376	18337,501	19865,626	22921,877	25978,127		
Rimborso Certificato	0	0	0	0,328	0,615		2,05	3,485	4,92	6,355	9,225	12,095		
P&L % Certificato	-100%	-100%	-100%	-84%	-70%		0%	70%	140%	210%	350%	490%		

Figura 5.44 Analisi di scenario Certificato DE000SV9M737

	-30%	-20%	-14%	-12%	-10%	6,80	DE000SV9M794	25,00%						
Var % Sottostante	-30%	-20%	-14%	-12%	-10%		0%	10%	20%	30%	50%	70%		
Prezzo Sottostante	19768,565	22592,646	24213,45	24851,9102	25416,726		28240,807	31064,888	33888,968	36713,049	42361,211	48009,372		
Rimborso Certificato	0	0	0	0,07544	0,1312		0,41	0,6888	0,9676	1,2464	1,804	2,3616		
P&L % Certificato	-100%	-100%	-100%	-82%	-68%		0%	68%	136%	204%	340%	476%		

Figura 5.45 Analisi di scenario Certificato DE000SV9M794

	8,30					DE000SV9M8C8	25,00%				
Var % Sottostante	-30%	-20%	-14%	-12%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%
Prezzo Sottostante	2966,4327	3390,2088	3644,4745	3741,75	3813,9849	4237,761	4661,5371	5085,3132	5509,0893	6356,6415	7204,1937
Rimborso Certificato	0	0	0	0	0,0867	0,51	0,9333	1,3566	1,7799	2,6265	3,4731
P&L % Certificato	-100%	-100%	-100%	-100%	-83%	0%	83%	166%	249%	415%	581%

Figura 5.46 Analisi di scenario Certificato DE000SV9M8C8

I portafogli hanno leve diverse ma simili tutte tra 6,8 e 8,3. Analizzando il portafoglio speculativo è possibile vedere che anche a fronte di una discesa del portafoglio del 14% si andrebbe a perdere l'intero capitale investito. Dall'altra parte non si hanno guadagni in condizioni di lateralità ma la leva amplifica i rendimenti positivi del portafoglio.

	7,30					Portafoglio Speculativo					
Var % Portafoglio	-30%	-20%	-14%	-12%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%
P&L % Certificato	-100%	-100%	-100%	-88%	-73%	0%	73%	146%	219%	365%	511%

Figura 5.47 Analisi di scenario Portafoglio Speculativo

In ogni caso questo è solo un esempio generico dei possibili portafogli ad alto rischio costruibili con i Certificati e non tiene conto della situazione personale dell'investitore. Un investitore con un alto profilo di rischio potrebbe preferire Certificati diversi, oppure potrebbe preferire sottostanti diversi da quelli selezionati.

5.3.6 Confronto Portafogli

Confrontando singolarmente i diversi portafogli è possibile fare alcune considerazioni. Ogni portafoglio deve essere studiato in base alla propria propensione al rischio e ai propri obiettivi finanziari. Non esiste un portafoglio che domina gli altri in ogni situazione di mercato. A seconda poi della propria visione di mercato è possibile scegliere un portafoglio diverso. Qualora si dovesse analizzare a posteriori quale sarebbe stato il portafoglio migliore è possibile vedere che in caso di ribassi superiori al 50% sarebbe stato conveniente optare per un portafoglio difensivo. In caso di ribassi inferiori, ad esempio del 30% sarebbe stato conveniente optare per un portafoglio moderato. In caso di lateralità del portafoglio si sarebbe ottenuto un rendimento maggiore con un portafoglio aggressivo, mentre in caso di forti rialzi si sarebbe ottenuto un rendimento maggiore con un portafoglio speculativo. Non c'è quindi una dominanza di nessun portafoglio sugli altri, almeno in termini di rendimento. Considerando anche il rischio sicuramente il portafoglio difensivo permette di esporsi solamente al rischio di rialzo del portafoglio. Non sarebbe però scelto da tutti gli investitori perché non tutti desiderano coprirsi così tanto da ribassi del portafoglio perché la loro visione potrebbe essere più ottimistica quindi preferiscono rischiare un po' di più ma anche avere un rendimento potenziale maggiore.

						Portafoglio Difensivo					
Var % Portafoglio	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%
P&L % Portafoglio	12,90%	12,90%	12,90%	12,90%	12,90%	12,90%	15,06%	21,75%	31,72%	50,21%	62,50%
P&L % Annuo Portafoglio	3,19%	3,19%	3,19%	3,19%	3,19%	3,19%	3,92%	5,80%	8,52%	13,24%	16,42%
Durata Portafoglio (Anni)	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87

Figura 5.48 Analisi di scenario Portafoglio Difensivo

						Portafoglio Moderato					
Var % Portafoglio	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%
P&L % Portafoglio	-15,72%	-0,55%	19,66%	19,66%	19,79%	21,25%	22,71%	26,60%	32,46%	45,50%	55,26%
P&L % Annuo Portafoglio	-5,63%	-0,66%	5,34%	5,34%	5,37%	5,73%	6,08%	7,02%	8,43%	11,53%	13,92%
Durata Portafoglio (Anni)	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87	3,87

Figura 5.49 Analisi di scenario Portafoglio Moderato

						Portafoglio Aggressivo					
Var % Portafoglio	-70%	-50%	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%
P&L % Portafoglio	-66,74%	-36,97%	7,81%	7,81%	12,51%	20,65%	34,70%	45,14%	55,58%	58,00%	58,00%
&L % Annuo Portafoglio	-26,24%	-14,54%	3,07%	3,07%	4,92%	8,12%	13,64%	17,75%	21,85%	22,81%	22,81%
Dutata Media (Anni)	2,54	2,54	2,54	2,54	2,54	2,54	2,54	2,54	2,54	2,54	2,54

Figura 5.50 Analisi di scenario Portafoglio Aggressivo

						7,30	Portafoglio Speculativo					
Var % Portafoglio	-30%	-20%	-14%	-12%	-10%	0%	10%	20%	30%	50%	70%	
P&L % Certificato	-100%	-100%	-100%	-88%	-73%	0%	73%	146%	219%	365%	511%	

Figura 5.51 Analisi di scenario Portafoglio Speculativo

CONCLUSIONI

La finanza, in quanto disciplina, ha sempre rappresentato un microcosmo in continua evoluzione, un universo in cui l'innovazione e l'adattabilità sono cruciali per il successo. I prodotti strutturati rappresentano una di queste innovazioni, offrendo soluzioni su misura per gli investitori in un mondo finanziario sempre più complesso e interconnesso. La capacità dei prodotti strutturati di combinare vari strumenti finanziari in modi nuovi e creativi ha reso possibile la creazione di soluzioni d'investimento personalizzate, capaci di rispondere a una vasta gamma di esigenze e scenari di mercato. Questa flessibilità, unita alla possibilità di generare rendimenti in vari contesti di mercato, li ha resi strumenti di prim'ordine per gli investitori. Tuttavia, come con qualsiasi innovazione, l'adozione dei prodotti strutturati non è esente da sfide. La loro stessa natura complessa richiede una profonda comprensione da parte degli investitori. Non è sufficiente semplicemente comprendere i singoli componenti; è essenziale capire come questi componenti interagiscano tra loro all'interno del prodotto strutturato. Questa interazione può, in determinate circostanze, portare a rischi inaspettati o a comportamenti di mercato imprevisti.

La ricerca e l'analisi sono fondamentali perché forniscono agli investitori le informazioni e gli strumenti necessari per navigare in questo nuovo territorio, garantendo che i benefici dei prodotti strutturati possano essere sfruttati pienamente, mentre i potenziali rischi vengono compresi e mitigati. Inoltre, è essenziale sottolineare l'importanza della trasparenza nel mondo dei prodotti strutturati. Gli emittenti e i distributori di tali prodotti devono garantire che gli investitori abbiano accesso a tutte le informazioni necessarie per prendere decisioni informate. Questo non solo protegge gli investitori, ma rafforza anche la fiducia nel sistema finanziario nel suo complesso.

Guardando al futuro, è probabile che i prodotti strutturati continueranno a evolversi in risposta alle mutevoli condizioni di mercato e alle esigenze degli investitori. Nuovi strumenti e strategie verranno sviluppati, ampliando ulteriormente l'orizzonte delle possibilità. Tuttavia, la formazione e l'educazione saranno fondamentali per garantire che gli investitori possano trarre il massimo beneficio da queste innovazioni. Mentre il futuro della finanza potrebbe essere incerto, una cosa è chiara: con la giusta conoscenza e preparazione, gli investitori sono in una posizione ideale per sfruttare le opportunità offerte dai prodotti strutturati e per affrontare le sfide del domani.

BIBLIOGRAFIA

- Bateson Richard D.. Financial Derivatives Investment. An Introduction to Structured Products. Londra: Imperial College Press. 2011;
- Bellelli Gabriele, Fossatelli Francesca. Investire con i Certificati. Selezionare, costruire e gestire un portafoglio con un rischio contenuto. Milano: Hoepli. 2021;
- Benvenuto Cecilia. Le Opzioni Esotiche: Problemi di Pricing e Copertura. Università degli studi di Ancona. 1996;
- Blümke Andreas. How to Invest in Structured Products. A Guide for Investors and Investment Advisors. Londra: John Wiley & Sons Ltd. 2009;
- Borsi Giovanni, Velardo Luana. I Certificati d'Investimento, come Giovanni Borsi sceglie i migliori. Parma: G Investing. 2022;
- Bouzoubaa Mohamed, Osseiran Adel. Exotic Options and Hybrids. A guide to Structuring, Pricing and Trading. Regno Unito: Wiley Finance. 2010;
- Camelia Mauro, Zanaboni Bruno. I prodotti strutturati nel private banking. AIPB. 2015;
- Chorafas Dimitris N.. Wealth Management. Private Banking, Investment Decisions and Structured Financial Products. Burlington: Elsevier. 2006;
- Das Satyajit. Credit Derivatives. Trading & Management of Credit and Default Risk. Londra: John Wiley & Son Pte Ltd. 1998;
- De Weert Frans. Exotic Options Trading. Londra: John Wiley & Son Pte Ltd. 2008;
- Degregori & Partners. I Certificati d'Investimento. R.E.I. Editions. 2016,
- Elton Edwin J., Gruber Martin J., Brown Stephen J., Goetzmann Willia N.. Teorie di portafoglio e analisi degli investimenti. Milano: Apogeo. 2007;
- EUSIPA. Inside Structured Products. A comprehensive guide on how to invest in Structured Retail Investment Products. Svizzera: Derivative Partners AG. 2016;
- Fittipaldi Gioacchino. Investment Certificates: A Developing Frontier for Structured Products. Università Luigi Bocconi. 2016;
- Hernández Rodrigo, Liu Pu. An Economic Analysis of Bonus Certificates: Second-Generation of Structured Products. Review of Futures Markets. 2008;
- Hull John. Opzioni, Future, e altri Derivati. New Jersey: Pearson Education. 2017;
- Lancaster Brian P., Schultz Glenn M., Fabozzi Frank J.. Structured Products and Related Credit Derivatives. Londra: John Wiley & Son Pte Ltd. 2008;
- Mauro Camelia. I Certificati nell'asset allocation della clientela private. Milano: AIPB. 2019;
- Natenberg Sheldon. Option Volatility and Pricing: Advanced Trading Strategies and Techniques. Mc Graw Hi Education. 2015;
- Nicolini Gianni. Gli Strumenti Finanziari Derivati: Definizioni, caratteristiche e utilizzi. Università Di Roma Tor Vergata. 2012;
- Pampurini Francesca. Le Obbligazioni Strutturate. Novara: Isedi. 2010;
- Picone Giovanni. I Certificato di InvestimentoNel Mercato Italiano. Luiss Guido Carli. 2011;
- Puthenpurackal Jess. Analysis and Valuation of Bonus Certificates. Verlag. 2008;
- Reilly Frank K., Brown Keith C.,Leeds Sanford J.. Investment Analysis & Portfolio Management. Cengage. 2018;

Savioli Daniele, Larese Filon Riccardo. Certificato di Investimento . Manuale pratico per consulenti finanziari e investitori. 2021;

SSPA. World Structured Products. The book relating to the SSPA Swiss Derivative Map. Svizzera: Avalog Group AG. 2020;

Stellato Luca. Fare trading con le opzioni. Operare sui mercati finanziari in modo professionale e consapevole. Milano: Hoepli. 2021;

Taleb Nassim. Dynamic Hedging. Managing vanilla and exotic options. Londra: John Wiley & Son Pte Ltd. 1997;

Viganò Brando, Vitali Sebastiano, Moriggia Vittorio, Zanotti Giovanna. The investment certificates in the Italian Market: a comparison of quoted And estimated prices. Journal of Financial Management, Markets and Institutions. 2019;

Wiley. FX Options and Structured Products. Uwe Wystup. 2006;

Xella Giuseppe. La valutazione comparata delle opzioni strutturate: un applicazione al caso delle Outside barrier options e delle correlation digital options. Università Degli Studi Di Napoli “Federico II”. 2011;

Yen Jerme, Keung Lai Kin. Emerging Financial Derivatives. Understanding Exotic Options and Structured Products. London: Routledge. 2015.

SITOGRAFIA

<https://acepi.it/it>

<https://afpdb.org/>

<https://aipb.it/>

<https://borsaitaliana.it/>

<https://cbonds.com/>

<https://cedlabpro.it>

<https://Certificatiederivati.it/>

<https://consob.it/>

<https://derivateverband.de/>

<https://eusipa.org/>

<https://finanzanow.com/>

<https://freefinance.biz/>

<https://gbinvesting.com/>

<https://investire-Certificati.it/>

<https://investopedia.com/>

<https://it.investing.com/>

<https://nedsipa.nl/>

<https://payoff.ch/>

<https://quantoptionsacademy.it/>

<https://setipa.se/>

<https://sspa.ch/>

<https://sunnymoney.it/>

<https://websim.it/>

<https://zertifikateforum.at/>