

Abstract

I Certificates rappresentano una delle formule di investimento alternative maggiormente accessibili agli investitori, così come in realtà lo sono anche gli ETF, per i quali, di contro, l'informazione finanziaria ha fatto molto in questi anni.

La scarsa conoscenza da parte degli investitori delle dinamiche che regolano i prezzi dei singoli certificati, ha influito in maniera massiccia sul relegare a mercato di nicchia tale segmento, nel quale si celano però molte opportunità per coloro che siano in grado di cogliere la portata dell'innovazione di prodotto messa in campo, non solo in ottica di asset allocation tattica (*trading*), ma soprattutto in ottica di gestione di portafoglio.

Il trattamento fiscale, di fatto eguagliato a quello delle classiche azioni, con imposta sostitutiva applicata alle sole plusvalenze e con possibilità di compensare le stesse con eventuali *minus* pregresse in portafoglio, ha fatto dei Certificates forse gli unici prodotti classificabili come "alternativi" all'investimento diretto, in grado di avere una fiscalità efficiente. Apprendo una breve parentesi, si ricorda, pertanto che per i fondi di diritto italiano è prevista la tassazione in capo al fondo del 12,5% sul rendimento positivo ottenuto ogni anno. In tal caso l'investitore non deve porre in essere alcun adempimento fiscale perché le imposte sono prelevate direttamente a monte dal fondo. Il risparmiatore al momento in cui disinveste dal fondo e incassa un provento non deve più nulla al Fisco in quanto il valore della quota viene calcolato al netto dell'imposta. E' consentita la compensazione delle minusvalenze da redditi diversi per le SICAV armonizzate, mentre le plusvalenze non consentono compensazione in nessun caso perché considerati redditi da capitale. Facendo un raffronto, poi, con gli ETF, i loro proventi, invece, derivano da due valorizzazioni e rientrano quindi in due differenti tipologie di reddito:

- Redditi da capitale: derivante dai dividendi percepiti e dall'incremento del valore delle quote (NAV)
- Redditi diversi: ossia il capital gain/capital loss derivante dalla discrepanza tra i prezzi di compravendita ed il valore effettivo delle quote, misurato tramite il NAV dei giorni in cui vengono effettuate le transazioni

I redditi da capitale, oltre ai dividendi eventualmente percepiti, sono pari alla differenza tra il valore del NAV del giorno in cui le quote dell'ETF sono state vendute ed il valore del NAV del giorno in cui le quote dell'ETF sono state acquistate. Tale differenza viene definita come delta NAV. I redditi diversi, invece, si ottengono sottraendo il delta NAV alla differenza determinata dal prezzo di vendita dell'ETF ed il prezzo di acquisto dello stesso. Detto ciò, il lineare regime fiscale degli ETF si è di fatto scontrato su una valorizzazione aleatoria del valore NAV al momento dell'operazione di acquisto e di vendita. Ciò comporta molto spesso per gli ETF "lineari", quasi sempre per quelli strutturati, che il prezzo di acquisto della quota non coincida con il valore del NAV dell'ETF. Detto ciò il *profit & loss* generato dall'operazione di compravendita, potrebbe non coincidere con il risultato in termini fiscali.

Per tale ragione, gli ETF, ovvero i prodotti più idonei ad essere accostati ai Certificates, in ottica di opportunità di diversificazione e di *payoffs* asimmetrici proposti, sono di fatto considerati come fiscalmente inefficienti.

Guardando ora all'evoluzione del mercato, dal 1998, anno dell'esordio del primo Benchmark Certificate sul mercato italiano, il segmento dei certificati di investimento ha vissuto una fase di forte espansione arrestatasi agli inizi del 2008, dove lo scoppio della bolla finanziaria, non solo produsse un

numero rilevante di eventi knock-out, ma tolse dal panorama italiano molti dei *big player* che operavano in qualità di emittenti.

Il consistente ritorno della volatilità, fino a quel momento rimasta per anni su valori storicamente molto bassi ma soprattutto variabile mal interpretata dagli investitori, divenne presto il vero elemento caratterizzante delle varie crisi economico-finanziarie che si sono susseguite nel corso di questi anni.

Nei certificati, che non sono altro che portafogli di derivati, prettamente opzioni e *futures*, cartolarizzati non possono che essere influenzati dai movimenti di tale importantissima variabile la quale gioca un ruolo fondamentale all'interno del segmento dei *Securitized Derivatives*.

I certificati di investimento, che costituiscono una famiglia di prodotti molto flessibile, hanno saputo adattarsi alle mutate condizioni di mercato, spostando progressivamente la propria offerta verso strumenti più semplici, che uniscono elementi di protezione del capitale alla possibilità di partecipare alle diverse fasi che caratterizzano i mercati finanziari.

Oltre alle mutate propensioni al rischio degli investitori, gli emittenti hanno nel corso dei questi anni, dovuto riadattare la propria offerta in relazione alle mutevoli condizioni di mercato.

Infatti, i motivi sottostanti all'alternanza tra le tipologie di certificati emessi, è proprio da ricercare nell'instabilità delle variabili di mercato, con particolare riferimento ai valori assunti dalla volatilità che ha costretto gli emittenti non solo a scegliere accuratamente il timing di strutturazione, ma anche ad apportare significative modifiche nei *payoffs* di molti degli strutturati fino a quel momento emessi.

La mancanza di un'adeguata cultura finanziaria, ha impedito a molti investitori di comprendere sia le caratteristiche, che le modifiche e innovazioni apportate ai certificates anche in ottica di rischio-rendimento, creando di fatto un profondo legame di sfiducia verso questo comparto che continua ad essere guardato con molta diffidenza.

Il forte legame asimmetrico che la maggior parte dei certificati di investimento possiede, per propria natura, nei confronti del sottostante di riferimento, è stato ancor più evidente proprio nel corso di questo biennio; per cui diviene oggi necessario comprendere in che modo l'inserimento di tali strutturati in portafoglio, sia in grado di generare rendimento aggiuntivo o, analogamente, di ridurre il rischio complessivo.

Le analisi condotte, hanno evidenziato sotto varie sfaccettature, il contributo non marginale che i certificati possono assicurare alla realizzazione di profili di rischio/rendimento atteso non rinvenibili nelle *asset class* tradizionali. Infatti, la possibilità di sintetizzare all'interno dello stesso strumento finanziario una componente passiva e una attiva, pone le basi per l'inserimento a pieno titolo dei certificati nel processo di *asset allocation*, con particolare riferimento alla strategia di tipo *core-satellite*.

Pertanto, negli ultimi anni, la diffusione delle strategie di investimento semi-attive è avvenuta contemporaneamente a cambiamenti sostanziali intervenuti nelle modalità di percezione del rischio da parte degli investitori. Le fasi di elevata instabilità dei mercati finanziari osservate a partire dagli anni 2000, con la crisi dei titoli "*dot com*" e la successiva crisi finanziaria legata ai muti *subprime* del 2009, hanno contribuito a rendere consapevoli gli investitori che i mercati attuali sono diversi da quelli del passato e che ignorare la volatilità che li caratterizza nel breve termine può ostacolare la piena realizzazione degli obiettivi di rendimento.

Il percorso centrale dell'elaborato è stato quindi volutamente incentrato sul tema della volatilità, sia come fondamentale variabile di mercato, che influenza quindi il valore delle opzioni sottostanti ai certificates, sia come *asset class* investibile.

Andando per ordine, l'analisi delle opzioni esotiche e della loro sensibilità, comunemente contenute all'interno delle principali strutture, ovvero le responsabili principali del *payoff* asimetrico, risulta essere il primo passo fondamentale di un investimento consapevole, che porta l'investitore soprattutto a comprendere le dinamiche che legano in maniera inversamente proporzionale, l'andamento dei prezzi di tali certificati in relazione all'andamento della volatilità.

Il forte recupero dei mercati azionari, dopo il bottom toccato nel marzo 2009, è coinciso con un repentino ritorno della volatilità implicita verso i suoi livelli minimi, mettendo *out of market* molte delle strutture a capitale protetto condizionato, che toccarono proprio prima di tale periodo, il loro livello più elevato in termini di emissioni. L'introduzione del Cap ai rendimenti è stata la prima scorciatoia che gli emittenti hanno utilizzato per continuare a proporre le medesime strutture. La vendita di opzioni call con strike price pari al livello del sottostante che ne identifica il rimborso massimo ottenibile, consente infatti un notevole risparmio in fase di emissione dato dall'immediato flusso di cassa in entrata pari al premio dell'opzione call venduta.

Sono stati quindi strutturati prodotti, con specifico riferimento a quei Securitised Derivatives creati per tramite di opzioni *plain vanilla*, poco reattivi ai movimenti del sottostante i quali hanno presentato scostamenti in termini di TEV sempre più significativi.

Con le opzioni con barriera (*knock-out*), le opzioni esotiche più comunemente utilizzate, divenute sempre più care con la rapida diminuzione della *skew* di volatilità dei principali sottostanti utilizzati, le basket options hanno rappresentato in tale contesto la soluzione più conveniente, che ha consentito agli emittenti di strutturare i medesimi *payoffs*, grazie al rilevante sconto in fase di emissione. Non a caso, proprio nei frangenti di minore volatilità del mercato, si è assistito ad un netto incremento di tali emissioni, che hanno toccato picchi del 38% del collocato mensile per singolo prodotto.

Le *basket options* presentano, infatti, un payoff legato all'andamento di un paniere di azioni o indici sottostanti. L'*underlying* risulterà così meno volatile della media delle volatilità dei singoli titoli e ciò garantisce una riduzione di premio rispetto ad un'opzione analoga su un titolo singolo del paniere, secondo cui minore è la correlazione minore il costo dell'opzione.

Dopo quindi aver analizzato in che modo la volatilità, in termini di variabile di mercato, sia un elemento di assoluto rilievo nel panorama degli investment certificates, si è passati ad analizzare l'indice di deviazione standard come attività investibile.

L'importanza della volatilità sotto questo relativamente nuovo punto di vista, è stato particolarmente tangibile proprio nel corso dell'ultimo biennio. Eseguendo infatti un rapido screening, si è infatti constatato come tutti gli assets di mercato, ovvero in particolare, commodity, bond, equity, FX, hanno teso a muoversi all'unisono con una correlazione a un anno positiva e in media pari allo 0,7. Tale scenario ha di fatto contribuito a mettere a dura prova sia il concetto di diversificazione che quello di gestione del rischio, data l'apparente assenza di assets decorrelati.

La volatilità, ha rappresentato in tale ottica l'unica attività investibile che si è contraddistinta per una correlazione stabilmente negativa rispetto alle attività precedentemente elencate. Proprio per tale ragione,

la volatilità assume un ruolo fondamentale non solo come variabile di mercato, ma anche come attività investibile in ottica di gestione del portafoglio.

L'innovazione di prodotto, anche in questo campo, ha di fatto consentito di poter investire direttamente sui maggiori indici di volatilità dei mercati azionari, rimasti inaccessibili fino agli anni 2000, dove era possibile andare lunghi o corti di volatilità esclusivamente per tramite di strategie di opzioni lineari.

A partire dal 2009 prima Standard & Poor's poi la stessa Stoxx Ltd, hanno messo a disposizione degli investitori i futures Index su VIX e VSTOXX, in grado di replicare l'andamento della volatilità ad un mese rispettivamente dell'S&P 500 e dell'Eurostoxx 50.

Barclays Bank Plc, dopo il successo riscontrato in termini di AUM del primo ETN (Exchange Traded Notes) sul VIX quotato sul mercato statunitense, a partire dall'ottobre 2010 ha quotato in Italia il primo certificato di investimento benchmark sull'indice di volatilità di breve termine dell'indice europeo Eurostoxx 50, precisamente prendendo come underlying l'Eurostoxx 50 Volatility short-term futures TR Index.

L'emittente inglese attraverso questa innovativa emissione sotto il punto di vista del sottostante, mette a disposizione anche agli investitori *retail* un *asset class* fino a quel momento riservata prettamente a soli investitori istituzionali, importantissima sia in ottica di gestione di portafoglio, in quanto caratterizzata da una correlazione negativa con l'indice di riferimento, ma utile soprattutto utile in ottica di copertura per quei certificati particolarmente sensibili ai movimenti dell'indice di volatilità.

Analizzando sotto il punto di vista della gestione di portafoglio la portata di tale innovazione di prodotto, si sono messe a confronto alcune tra le strategie di copertura tradizionali comunemente utilizzate per proteggere un investimento diretto nel sottostante. Per fare ciò, si è effettuato un back test nel periodo compreso tra gennaio 2006 e gennaio 2010, comparando i risultati ottenuti di un investimento diretto nel sottostante (Eurostoxx 50), con una strategia protettiva composta da opzioni put (*rolling 3 months ATM put*, *rolling 3 months ATM 85% Put spread*), e da volatilità (VSTOXX Index Future; Volatility Short-Term Futures TR Index).

Si è dimostrato analiticamente come sebbene ogni strategia di copertura vada a migliorare la perdita massima ottenibile, è in realtà la strategia che affianca il sottostante (85%) con il VSTOXX (15%), a contraddistinguersi per il miglior ritorno su base mensile, nonché al miglior *Sharpe Ratio* complessivo.

E' doveroso sottolineare come la medesima strategia effettuata per tramite dell'iPath ETN firmato Barclays Bank Plc, presenti risultati nettamente inferiori rispetto a quella ottenibile acquistando direttamente il future di riferimento sottostante dell'ETN. I motivi che sono alla base di tale evidente sottoperformance, sono insiti nella natura del prodotto, ovvero nella metodologia utilizzata dall'emittente per replicare la volatilità di breve termine dell'indice di deviazione standard dell'Eurostoxx 50.

Infatti l'indice Eurostoxx Volatility Short-Term Futures TR Index viene strutturato in modo tale da mantenere costate ad un mese l'esposizione alla volatilità implicita dell'indice europeo. Ciò significa che su base giornaliera verrà venduta una frazione dei futures sul VSTOXX del primo mese e verrà analogamente acquistata, per un identico ammontare nozionale, una frazione di contratti futures del secondo mese. La situazione di *contango* che ha caratterizzato per lungo tempo i contratti oggetto della transazione, ha di fatto posto le basi per un ritardo "cronico" di tale indice nei confronti del *generic futures* di riferimento.