



LIQUID ALPHA EQUITY PROTECTION

Emittente: DEUTSCHE BANK

SCADENZA:	3 gennaio 2011
PREZZO DI EMISSIONE:	100 euro
PREZZO DI QUOTAZIONE:	non ancora quotato

COME FUNZIONA:

Il certificato verrà rimborsato alla scadenza a un prezzo che dipende dal valore dell'indice Db Liquid alpha euro 4 excess return, un paniere abbastanza complesso creato da Deutsche Bank con l'obiettivo di costruire un indice total return poco volatile e poco correlato all'andamento dei mercati. Dunque, se il 3 gennaio 2011 il valore del paniere sottostante sarà cresciuto rispetto alla data del collocamento (4 luglio 2008), il possessore del certificato incasserà un profitto. In caso di ribasso, invece, esiste un livello di protezione: l'investitore ha infatti diritto a farsi rimborsare, sempre alla scadenza, almeno il 90% del valore iniziale stabilito al momento dell'emissione, cioè almeno 90 euro su un prezzo unitario di 100.

COMMISSIONI DI COLLOCAMENTO IMPLICITE FINO AL **4,5** % DEL CAPITALE



PROTECTION CERTIFICATES CON BONUS SUL DOLLARO USA

Emittente: ABN AMRO

SCADENZA:	30 maggio 2011
PREZZO DI EMISSIONE:	100 euro
PREZZO DI QUOTAZIONE AL 24 GIUGNO:	93,6 euro

COME FUNZIONA:

Il certificato è legato al rapporto di cambio tra l'euro e il dollaro americano. È adatto a chi scommette su un apprezzamento della divisa statunitense rispetto alla moneta unica europea. In pratica, se alla scadenza il dollaro avrà guadagnato terreno sull'euro rispetto al rapporto di cambio registrato nella data di emissione (1,54 circa), anche il certificato verrà rimborsato a un prezzo più alto. Per esempio, se il dollaro si sarà apprezzato complessivamente del 40%, il prezzo di rimborso sarà di 140 euro, con un guadagno minimo stabilito al 12%. Se, invece, alla scadenza il biglietto verde avrà perso terreno, il capitale è protetto: il certificato viene, infatti, rimborsato comunque allo stesso valore del collocamento.

COMMISSIONI DI COLLOCAMENTO IMPLICITE PARI AL **3** %

SEI OPZIONI PASSATE AL SETACCIO

Nelle schede da pagina 102 a pagina 104, *Economy* ha analizzato sei certificati emessi nelle ultime settimane dalle principali banche che operano in Italia. Per ciascuna sono stati indicati l'emittente, la scadenza e il prezzo di emissione. Non tutti sono quotati sul listino Sedex di Borsa Italiana, che è il segmento dedicato ai certificati e ai derivati in genere. Per ogni prodotto è descritto il funzionamento della garanzia che viene offerta sul capitale investito ed è segnalato il costo implicito che si paga al momento della sottoscrizione.

CERTIFICATI

ECCO CHI TORNANO AI CAPI

In tempi di crollo dei listini, tornano di moda i prodotti che offrono la garanzia del denaro investito. Ma la protezione si paga a caro prezzo. E non sempre rende.

di Andrea Telara

■ Capitale protetto o garantito. È la «formula magica» che ricorre, nell'offerta delle banche e degli intermediari, ogni volta che le Borse traballano e battono la ritirata. Fu così nel biennio 2000-2001, dopo la bolla internet a Wall Street e il crollo delle Torri gemelle a New York. Ed è così anche oggi, visto che i listini di tutto il mondo faticano a rialzare la testa, dopo i ripetuti capibomboli dell'ultimo anno.

Ma, a differenza di quanto avvenne durante la crisi di inizio millennio, ora la formula del capitale protetto o garantito, un tempo relegata alla ristretta cerchia delle obbligazioni strutturate, ha trovato dei nuovi contenitori molto più sofisticati e complessi. Si tratta dei certificati o certificates, in base al gergo degli addetti ai lavori, cioè prodotti finanziari derivati, che adesso le banche e gli intermediari riescono a collocare in abbondanza nel portafoglio degli italiani.

Per rendersene conto, basta dare un'occhiata alle pagine dei giornali finanziari, piene zeppe di inserzioni pubblicitarie che promuovono le ultime emissioni di questi innovativi strumenti d'investimento. Ma, per avere un'idea più chiara, occorre leggere le sta-



MORDE IL TALE

tistiche del Sedex, il segmento di Borsa Italiana dove i certificates vengono di solito quotati alcune settimane dopo l'emissione: alla fine dello scorso marzo, sul listino venivano scambiati oltre 1.550 prodotti di questa categoria, cioè 136 in più rispetto a dicembre 2007 e oltre il doppio rispetto all'inizio del 2006.

SCAMBI DA RECORD. Un vero e proprio boom, insomma, che trova origine in diversi fattori. I certificates, infatti, sono strumenti abbastanza complessi, che piacciono molto agli investitori professionali. Ma sta indubbiamente crescendo anche l'interesse tra il pubblico retail, cioè tra i risparmiatori privati, un po' meno avvezzi alla finanza.

Ed è proprio la formula del capitale garantito, assieme alla forza di persuasione dei promotori finanziari, a dare una spinta decisiva al mercato. Le banche e gli intermediari, infatti, grazie al collocamento dei certificati riescono spesso a incassare delle ricche commissioni, in genere tra il 2 e il 5% del capitale versato dal cliente, come dimostrano le schede da pagina 102 a pagina 104, che riassumono le principali caratteristiche di sei prodotti emessi nelle ultime settimane o negli ultimi mesi da alcuni dei maggiori intermediari attivi sul mercato.

Gli investitori non hanno di che lamentarsi, almeno in teoria. Spesso, infatti, grazie ai certificates riescono a mettere in atto strategie di ampio respiro, senza rischiare il capitale di partenza. Come è possibile? Per capirlo occorre analizzare il meccanismo di funzionamento dei certificates. Si tratta di prodotti che, come tutti i derivati, hanno ▶



EXPRESS DJ EURO STOXX 50

Emittente: UNICREDIT-HYPOVEREINSBANK

SCADENZA:	30 dicembre 2009
PREZZO DI EMISSIONE:	100 euro
PREZZO DI QUOTAZIONE:	non ancora quotato

COME FUNZIONA:

Il certificato ha un valore che dipende da quello dell'indice Dj Euro Stoxx 50, rappresentativo delle 50 azioni più importanti quotate sulle principali Borse europee. Prima della scadenza, l'indice sottostante viene osservato due volte. Se il 29 dicembre 2009 il valore del paniere sarà superiore a quello registrato al momento dell'emissione (3.756 punti), il certificato verrà rimborsato a un prezzo di 106,2 euro (con un guadagno del 6,2% per l'investitore). In caso contrario, l'indice viene osservato in una seconda data, il 26 giugno 2009. Se quel giorno il valore del paniere sarà superiore a quello dell'emissione, il certificato verrà rimborsato a 112,4 euro (con un guadagno del 12,4%). In caso contrario, il certificato verrà liquidato solo alla scadenza. Il prezzo di rimborso è di 118,6 euro (con un guadagno del 18,6%), ma soltanto se l'indice sottostante non ha mai perso più del 30% rispetto alla data di emissione, il cosiddetto livello barriera. Se, invece, il livello barriera è stato oltrepassato almeno una volta, il prezzo finale del certificato dipenderà da quello dell'indice. Per esempio, se il paniere sottostante ha perso il 35%, anche l'investitore perderà il 35%.

COMMISSIONI DI COLLOCAMENTO IMPLICITE PARI AL **2,3**%



BORSA PROTETTA CON CAP BASKET BANKS

Emittente: BANCA ALETTI

SCADENZA:	20 giugno 2011
PREZZO DI EMISSIONE:	100 euro
PREZZO DI QUOTAZIONE:	non ancora quotato

COME FUNZIONA:

Il certificato viene rimborsato alla scadenza a un prezzo che dipende dal valore di un paniere di azioni italiane del settore bancario (Unicredit, Intesa Sanpaolo, Mediobanca, Mediolanum e Ubi Banca). Esiste, però, un livello di protezione del 100%: il 20 giugno 2011 l'investitore avrà diritto alla restituzione dell'intero capitale investito, qualunque sia la performance delle azioni sottostanti. Esiste anche un cap, cioè un tetto massimo per i guadagni, pari al 28%. Dunque, se alla scadenza il paniere sottostante avrà guadagnato più di 28 punti percentuali rispetto alla data di emissione, il certificato verrà comunque rimborsato al prezzo di 128 euro (il 28% in più rispetto al prezzo d'emissione).

COMMISSIONI DI COLLOCAMENTO **2**% INCLUSE NEL PREZZO DI EMISSIONE



EQUITY PROTECTION SU AZIONI UNICREDIT

Emittente: BNP PARIBAS

SCADENZA:	20 luglio 2012
PREZZO DI EMISSIONE:	100 euro
PREZZO DI QUOTAZIONE AL 24 GIUGNO:	94,53 euro

COME FUNZIONA:

Il valore certificato dipende dall'andamento delle azioni Unicredit. Se alla scadenza il titolo sottostante avrà un prezzo superiore a quello registrato prima dell'emissione (attorno a 4,2 euro), il possessore del certificato otterrà un guadagno. Esiste, però, un cap, cioè un tetto massimo per i potenziali rialzi, che è pari al 30%. Dunque, se alla scadenza le azioni Unicredit avranno guadagnato più di 30 punti percentuali, il certificato verrà comunque rimborsato al prezzo di 130 euro (il 30% in più rispetto al valore di emissione). Esiste anche un livello di protezione del 100%, per cui chi ha acquistato il certificato nella fase di collocamento ha infatti diritto alla restituzione dell'intero capitale investito il 20 luglio 2012.

COMMISSIONI DI COLLOCAMENTO FINO ALLO **0,8**% ALL'ANNO

PREZZI CHIARI

Nella scheda a fianco, l'unica tra le sei emissioni analizzate da *Economy* che non ha commissioni implicite di collocamento. Il costo che si paga varia tra lo 0,2 e lo 0,5% del capitale investito, come per l'acquisto di un normale titolo azionario.

► una scadenza prestabilita (in genere tra i 2 e i 5 anni) e un valore che dipende da quello di un'altra attività finanziaria sottostante, per esempio un titolo azionario, un indice di Borsa o anche un tasso di cambio o un paniere di materie prime.

I certificates nascono dalla combinazione di altri strumenti finanziari derivati, in particolare di opzioni di tipo *put*, cioè di vendita, e *call*, cioè d'acquisto, che «impacchettate assieme» riescono a creare uno strumento finanziario in apparenza perfetto, capace di puntare sui rialzi di un titolo senza intaccare la somma investita (certificati equity protection) oppure di guadagnare sempre, o quasi, sia quando un determinato indice sale sia quando scende (è il caso dei certificati twin win).

Un risultato legato ai prodigi dell'ingegneria finanziaria. Peccato, però, che ci sia anche l'altra faccia della medaglia. Innanzitutto, come dimostrano le schede pubblicate in queste pagine, il meccanismo di funzionamento di questi prodotti a volte è abbastanza complesso, almeno per un piccolo investitore privato. Chi non riesce a comprenderli fino a fondo è bene, dunque, che eviti di acquistarli.

Inoltre, la formula del capitale protetto o garantito, quando è pre-

sente, funziona soltanto per chi acquista i certificates durante il collocamento e li mantiene sino alla scadenza, non per chi decide, invece, di rivenderli in Borsa prima della data di rimborso. «Per questo siamo sempre molto selettivi nell'acquistare i certificates per i nostri clienti, consigliandoli soltanto a chi ha una strategia d'investimento di medio e lungo periodo» dice Giuseppe Romano, responsabile dell'ufficio studi di **Consultique** e autore con Cesare Armellini e Luca Mainò della *Guida sulla consulenza finanziaria indipendente*, edita da *Il Sole 24 ore*.

Con questi prodotti conta moltissimo la **selezione**. Sono adatti soltanto a chi adotta una strategia a lungo termine.

CARLO MAZZOLA
NORISK

Non sono semplici da capire e per questo se chi investe non **comprende** il meccanismo deve starne lontano.

GIUSEPPE ROMANO
CONSULTIQUE



EQUITY PROTECTION SU AZIONI ENEL

Emittente: SOCIÉTÉ GÉNÉRALE

SCADENZA:	16 aprile 2010
PREZZO DI EMISSIONE:	100 euro
PREZZO DI QUOTAZIONE AL 24 GIUGNO:	96,98 euro

COME FUNZIONA:

Il certificato viene rimborsato alla scadenza a un prezzo che dipende dal valore delle azioni Enel. Se il 16 aprile 2010 il titolo sottostante avrà subito un rialzo rispetto al prezzo registrato nel giorno di emissione (6,98 euro) anche il possessore del certificato avrà un guadagno. Esiste però un *cap*, cioè un tetto massimo per i rialzi, pari al 25%. Dunque, se alla scadenza le azioni Enel hanno guadagnato 25 punti percentuali rispetto alla data di emissione, il certificato verrà comunque rimborsato al prezzo di 125 euro (il 25% in più rispetto al prezzo di emissione). Esiste, inoltre, una barriera per le potenziali perdite. In pratica, anche se la performance del titolo sottostante è fortemente negativa, alla scadenza il certificato verrà rimborsato a un prezzo di 95 euro, cioè il 95% del valore di emissione.

NON CI SONO COSTI DI COLLOCAMENTO IMPLICITI. L'INVESTITORE PAGA SOLO LE NORMALI COMMISSIONI DI NEGOZIAZIONE SE ACQUISTA I CERTIFICATES IN BORSA.

Quello che non piace a consulenti ed esperti, invece, è la crescente tendenza, da parte degli emittenti e degli intermediari, ad applicare sui certificati delle voci di costo tutt'altro che trascurabili. Si tratta per lo più di commissioni implicite, che spesso sfuggono all'occhio degli investitori meno attenti, perché già incluse nel prezzo di emissione: in pratica, durante la fase di collocamento, ogni certificato viene venduto a un valore nominale di 100 euro, anche se il prezzo di mercato delle varie opzioni che lo compongono è complessivamente di 97-98 euro, o anche più basso.

OCCHIO AI COSTI NASCOSTI. La differenza di 2 o 3 euro, quindi, finisce direttamente nelle tasche dei collocatori, come attestano le stesse note informative di quasi tutti i certificates, che vanno dunque sempre lette con attenzione da chi li acquista.

Ma le voci di costo non finiscono qui. Gli emittenti incassano anche un ricco guadagno quando i certificati vengono negoziati in Borsa, grazie a quello che gli addetti ai lavori chiamano lo spread denaro-lettera. Chi emette i certificati opera, infatti, sul listino anche come market maker, cioè come intermediario che si impegna sempre a comprare i certificates a un determinato prezzo e a rivenderli a chiunque ne faccia richiesta a un valore leggermente più elevato. La differenza è in genere di pochi decimi di punto ma, nel mare magnum delle contrattazioni giornaliera, consente agli emittenti di incassare guadagni piuttosto corposi. ■