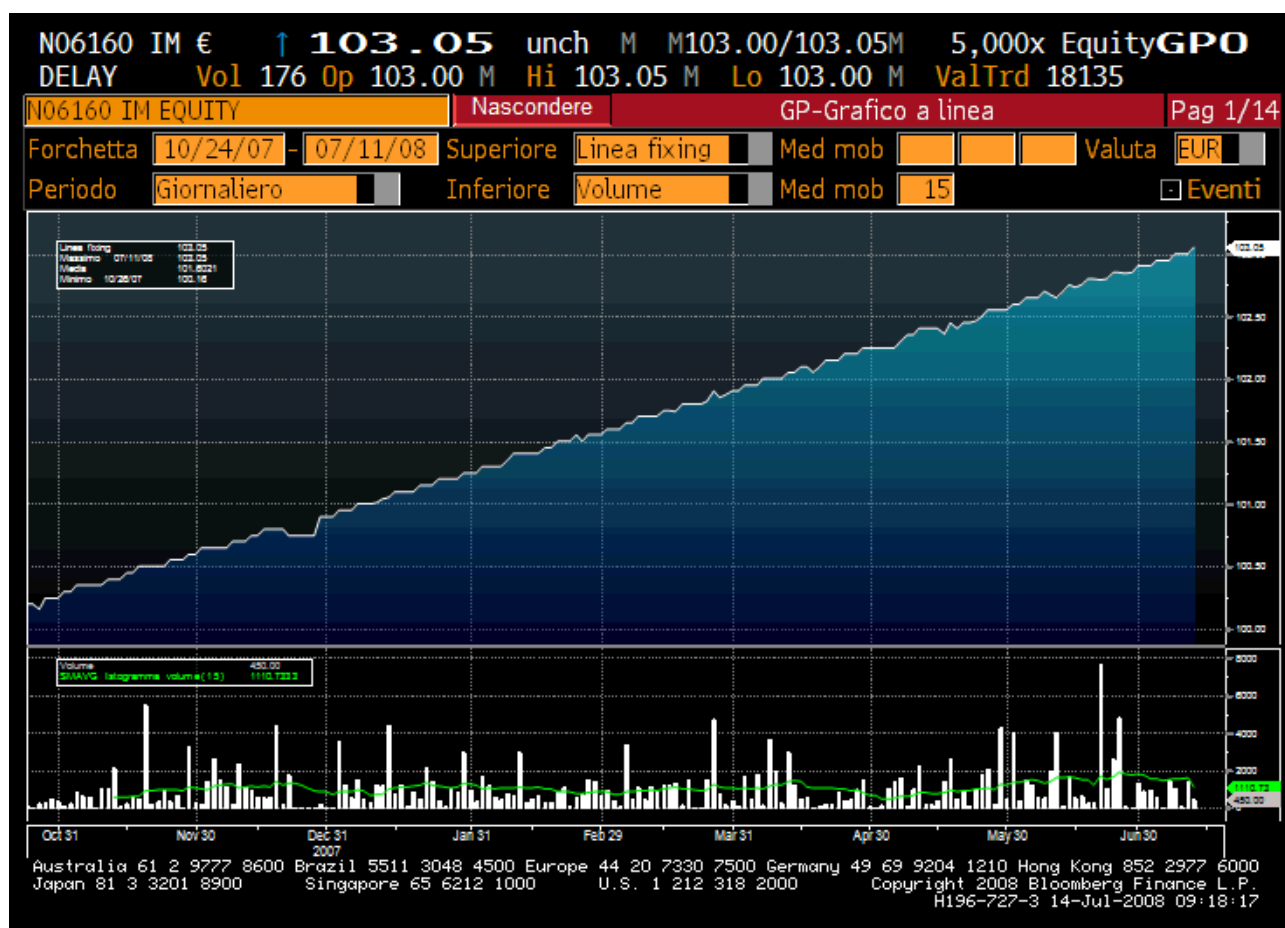


## DALL' EONIA ALL' EURIBOR PER UN PORTO SICURO

Per otto mesi è stato l'unico certificato monetario di tipo investment quotato sul Sedex e per questo ha attirato l'interesse e i volumi di coloro che al materasso, e soprattutto ai sempre più depressi mercati azionari, preferivano un rendimento certo di breve termine. Con la quotazione del Valuta Plus sull'Euribor a 3 mesi avvenuta a partire dal 15 luglio, il Valuta Plus Cash Euro e gli ETF agganciati all'Eonia rischiano ora di perdere quella leadership conquistata nel segmento degli investimenti di liquidità. Della novità sull'Euribor 3M ci occuperemo però subito dopo aver fatto il punto della situazione sui principali strumenti legati al tasso Eonia.

### Valuta Plus Cash Euro per l'Eonia

La novità 2007 nel panorama dei certificati di investimento indicati per parcheggiare la liquidità è stata presentata sul mercato di Borsa Italiana da Abn Amro il 24 ottobre, ossia a pochi giorni di distanza dalla quotazione, sempre in Borsa Italiana ma sul segmento ETFPlus, dell'ETF della Lyxor. Il Valuta Plus Cash Euro è un certificato di tipo benchmark che riflette le variazioni giornaliere di un indice ( il TRMMI, acronimo di Total Return Money Market Index) creato appositamente per replicare un deposito monetario remunerato al tasso Eonia ( European Overnight Index Average) dedotto di uno spread dello 0,15%.



## GLI SPECIALI CeD

Attualmente l'Eonia, calcolato come media ponderata dei tassi overnight applicati su tutte le operazioni di finanziamento non garantite concluse sul mercato interbancario dalle *reference banks* rende il 4,273% e quindi ipotizzando assoluta stabilità, il certificato restituirà al termine di un anno il 4,22% al netto dello spread ( la capitalizzazione degli interessi è composta). Questo rendimento, di norma lordo in quanto soggetto alla successiva tassazione al 12,5% secondo la normativa vigente, può diventare netto se si hanno delle minusvalenze accantonate nei 4 anni precedenti ( 5 se si considera l'anno in corso).

Al momento il Valuta Plus viene scambiato a 103,05 euro in denaro e 103,10 euro in lettera e pertanto considerando l'emissione a 100 euro, il suo rendimento appare in linea con l'obiettivo prospettato.

Sono invece tre gli ETF quotati sul segmento di Borsa Italiana che consentono di seguire l'evoluzione del tasso Eonia. Il primo è stato quotato dalla Lyxor ( codice LEONIA) a partire dal 18 ottobre 2007 mentre sono giunti sul mercato poco più tardi lo XEON e lo XEOD (la versione che prevede la distribuzione annuale dei proventi) di DB X-trackers.

I tre ETF sono soggetti ad una commissione di gestione annua dello 0,15% ( a conti fatti rendono quanto il certificato) e permettono di godere di uno spread denaro-lettera inferiore, da considerare come costo al momento dell'acquisto, e di una liquidità maggiore; per contro non generano redditi diversi e quindi il rendimento conseguito non può essere mai considerato netto.

Essendo indicizzati all'Eonia i quattro strumenti potranno risentire negativamente del ribasso dell'indice ( si consideri ad esempio che ad ottobre 2005 viaggiava al 2%, che la media degli ultimi 500 giorni è del 3,762% e che solo nell'ultimo anno l'indice ha reso in media il 3,945% ) rallentando il passo di crescita ma mai potranno muoversi in negativo se il tasso resterà al di sopra dello 0,15% annuo.

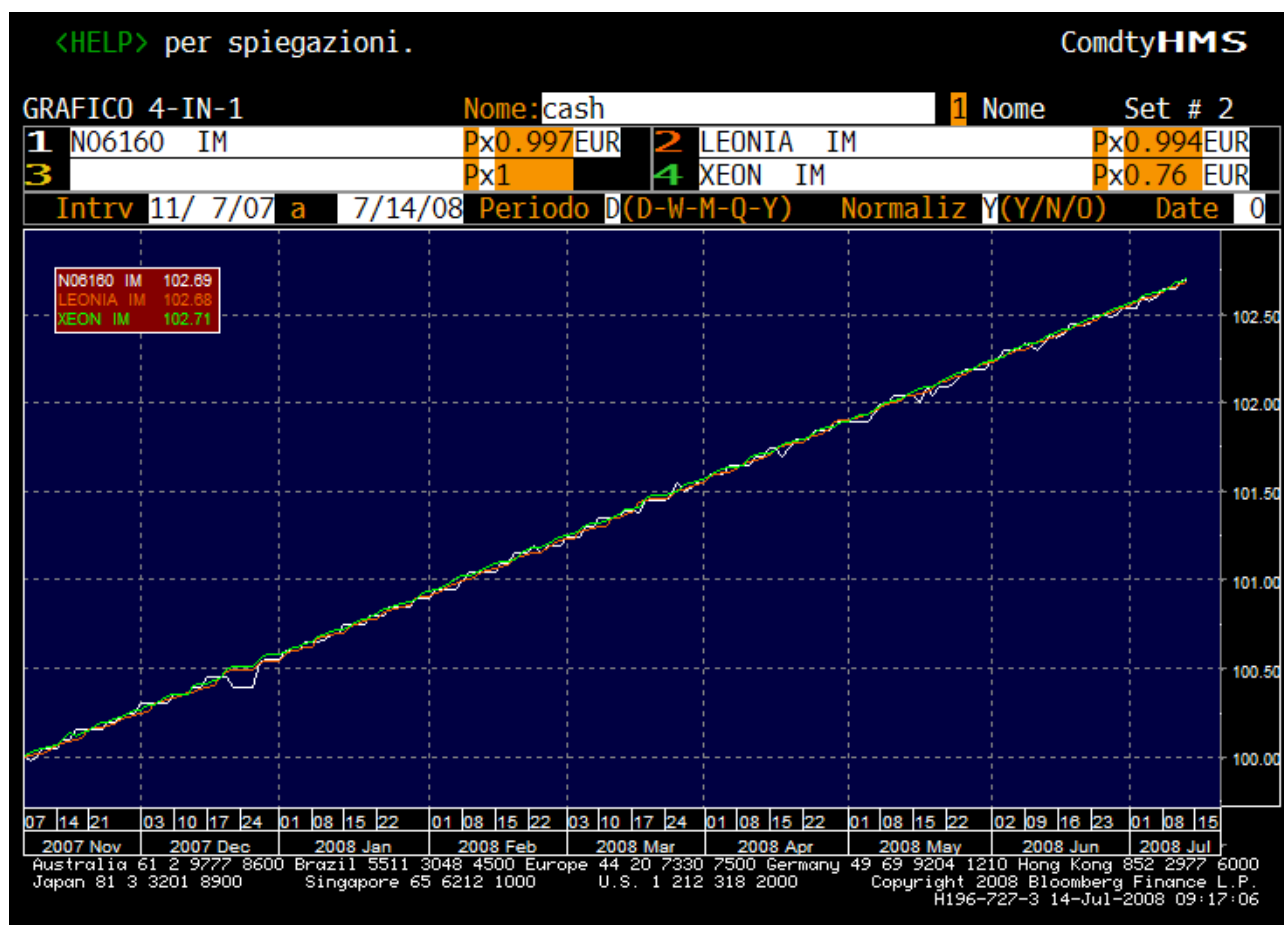
Per questo i tre ETF, ma soprattutto il certificato per la sua massima efficienza fiscale, possono essere considerati un porto sicuro per la remunerazione della liquidità.

Prima di passare al Valuta Plus sull'Euribor 3M diamo uno sguardo al modo con cui i differenti replicanti dell'Eonia si muovono giornalmente e al rischio emittente a cui ci si espone. Gli ETF aggiornano i propri prezzi con un tick pari a 0,01 euro ( il Lyxor è al momento quotato con uno spread assoluto di 0,005 euro) mentre il tick del certificato è pari a 0,05 euro: ciò implica un maggior movimento degli ETF rispetto al certificato che invece aggiornerà i propri prezzi solo quando la remunerazione del deposito sottostante raggiungerà l'equivalente dei 0,05 euro.

Lo spread denaro-lettera è quindi percentualmente maggiore per il certificato ( 0,0485% per il certificato, 0,0048% per l'ETF Lyxor), anche se comprando il giorno precedente all'aggiornamento del prezzo lo spread si annulla ( in sostanza l'ETF si muove con denaro 103,290 e lettera 103,295 mentre il certificato con denaro 103,05 e lettera 103,10): acquistando dopo 3gg dallo scatto delle due proposte, si otterrà la parità già all'indomani.

Il rischio emittente va misurato invece quando si sceglie di puntare su un certificato e cioè va posta la massima attenzione all'eventualità che l'emittente, per effetto di un deterioramento della sua solidità patrimoniale, non sia in grado di corrispondere l'importo di liquidazione, con suo conseguente inadempimento. Gli obblighi nascenti dai certificati a carico dell'emittente non sono assistiti da alcuna garanzia e quindi non godono di priorità rispetto agli altri crediti non privilegiati dell'emittente.

Tuttavia il rischio di finire tra i creditori chirografari riguarda esclusivamente il caso di assoluto default dell'emittente ( in questo caso Abn Amro Bank N.V.).



Dal grafico degli utili comparati del certificato ( linea bianca) dell'ETF della Lyxor ( linea arancio) e dell'ETF della DB X-trackers ( linea verde) si evince un sostanziale equilibrio nel periodo considerato ( ultimi otto mesi). Ciò rende ancora più evidente il vantaggio offerto in termini fiscali dal certificato.

### Valuta Plus Certificate Euro (Euribor)

Dal 15 luglio il ventaglio delle offerte di strumenti di liquidità si è arricchito di una proposta che al momento rappresenta una novità assoluta. Il Valuta Plus Certificates Euro (Euribor) emesso da Abn Amro permette di ottenere come rendimento esattamente il tasso Euribor a 3 mesi, con la capitalizzazione degli interessi. Come indica il suo nome per esteso, "Euro Interbank Offered Rate", l'Euribor è il tasso medio a cui avvengono le transazioni finanziarie in Euro tra le grandi banche europee ed è il tasso maggiormente utilizzato come parametro di riferimento per il calcolo delle rate dei mutui a tasso variabile; per questo motivo il certificato, con scadenza fissata al 15 luglio 2013, può essere utilizzato anche per proteggere il proprio mutuo dall'eventuale incremento dei tassi. L'investimento minimo è di 100 Euro (= 1 Valuta Plus Certificate) e il rendimento, accreditato giornalmente su base di calcolo a 360 giorni, viene aggiornato di 3 mesi in 3 mesi in funzione delle variazioni dell'indice Total Return Money Market Euribor 3M, ovvero quel TRMMI già sottostante di tutti i Valuta Plus. Quanto scritto a proposito del Valuta Plus Eonia vale naturalmente anche per questo omologo certificato sull'Euribor. La tassazione è al 12,5% (e non al 27% come per conti e depositi) e con le plusvalenze derivanti dai Valuta Plus si possono compensare eventuali minusvalenze di altri titoli in portafoglio. Simulando a titolo esemplificativo che l'iniziale tasso Euribor si mantenga costante nel tempo, ecco quanto renderebbe al lordo il Valuta Plus di anno in anno, con la capitalizzazione degli interessi.

GLI SPECIALI CeD

| Euribor iniziale | Rend. lordo 1 anno | Rend. lordo 2 anni | Rend. lordo 3 anni | Rend. lordo 4 anni | Rend. lordo 5 anni |
|------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 4,96%            | 5,11%              | 10,49%             | 16,14%             | 22,08%             | 28,32%             |

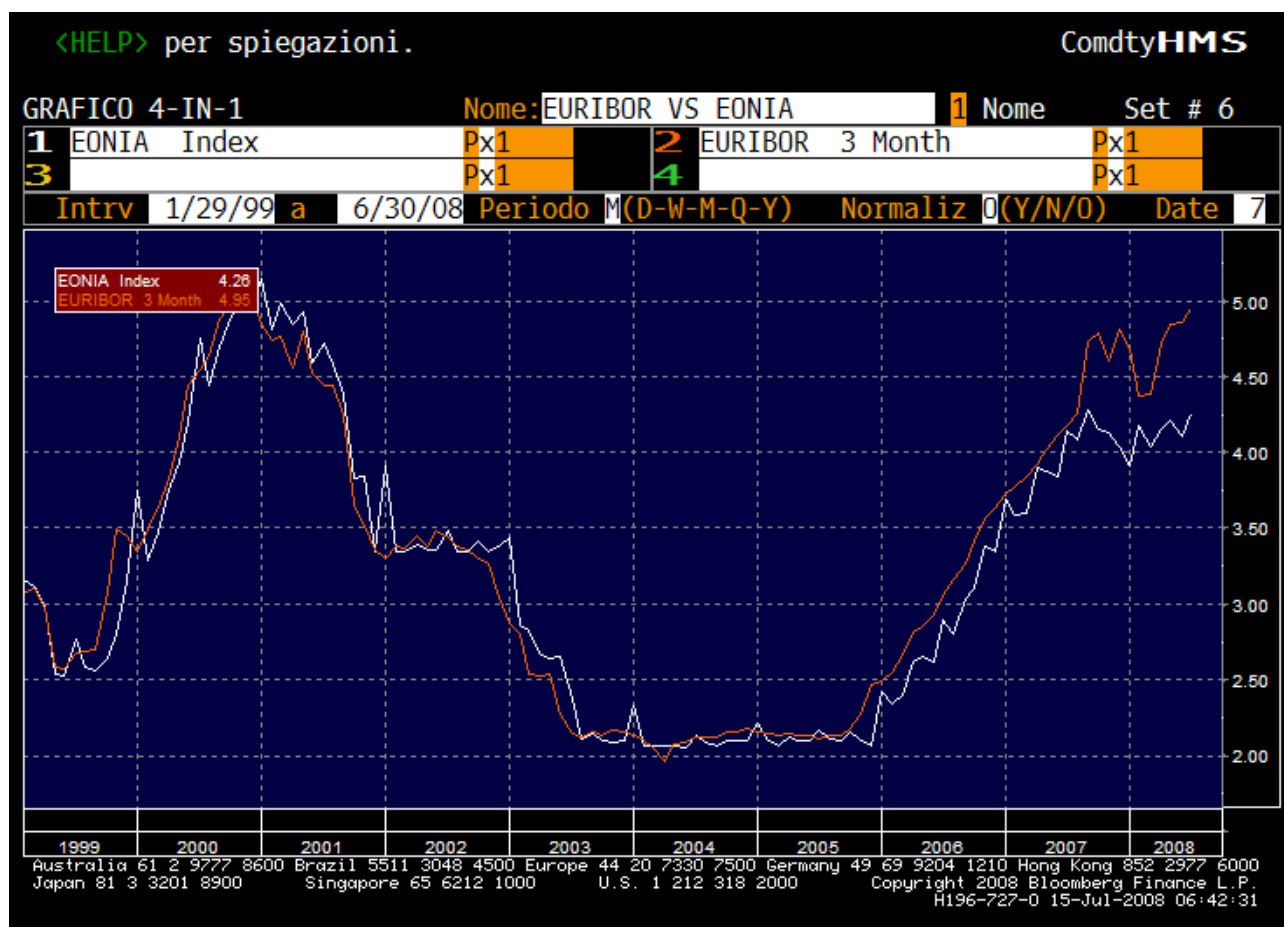
Nel grafico seguente viene mostrato l'andamento dell'Euribor a 3 mesi nell'ultimo anno. Le aspettative di un rialzo dei tassi nell'area Euro, confermate dal ritocco verso l'alto di 0,25 punti base nella seduta del 3 luglio, hanno portato l'indice ad un passo dal livello massimo segnato il 31 ottobre 2000 a 5,14. Il rialzo era stato ampiamente preannunciato dalla Banca centrale europea, che stando a quanto dichiarato da Trichet, ha deciso di reagire all'aggravamento dei rischi inflazionistici portando i tassi di riferimento al 4,25 per cento: inflazione che ha accusato a giugno una nuova accelerazione, raggiungendo un tasso di incremento annuo del 4%. Resta da capire cosa potrà accadere nel prossimo futuro e quali potranno essere le mosse che potrebbero influenzare anche il tasso interbancario Euribor sulla scadenza a tre mesi. Fino a pochi giorni fa lo stesso Trichet e diversi esponenti della Bce avevano precisato che questa singola mossa non preludeva all'avvio di una vera e propria manovra restrittiva, fatta di rialzi in serie. Tuttavia l'andamento dell'inflazione non è confortante, e ancor meno quello delle sottostanti componenti che creano pressioni al rialzo sui prezzi.



## GLI SPECIALI CeD

A questo punto l'ultimo quesito sembra essere "meglio investire sull'Eonia o sull'Euribor?". La risposta, guardando ai livelli correnti dei due indici sembra essere scontata. Inoltre, se si guarda allo spread dello 0,15% trattenuto dall'emittente sul Valuta Plus sull'Eonia, il confronto sembra reggere ancora meno. Tuttavia, osservando l'andamento dei due tassi a partire dal 1999, qualche dubbio può sorgere. Se le attese dovessero essere in futuro per un raffreddamento del livello dei tassi, l'Eonia potrebbe ancora risultare interessante, nonostante lo spread; e proprio in tema di spread, si presti particolare attenzione al differenziale denaro-lettera applicato dal market maker sulla quotazione del nuovo certificato sull'Euribor. Al debutto sul Sedex, con oltre 15 milioni di euro scambiati, il certificato si è presentato con uno spread bid-ask di 0,25 euro fissi, corrispondenti quindi allo 0,25% sui 100 euro di emissione (0,0485% per il Valuta Plus Eonia). L'emittente ha scelto la strada della fee zero per recuperare dallo spread sul mercato. Una scelta che potrebbe risultare doppiamente vantaggiosa per l'investitore: da una parte si potrà decidere di posizionarsi in denaro sopra il market maker sperando di essere serviti da chi, nei prossimi giorni o settimane, venderà (con conseguente risparmio di parte dello spread). Dall'altra si pagherà lo spread solo una volta, al momento dell'acquisto, anziché pagarlo sotto forma di fee annua dello 0,15% applicata giornalmente; in caso di possesso del certificato per almeno due anni il piatto della bilancia penderebbe a favore del Valuta Plus Euribor.

Nei primi cinque giorni di contrattazione il certificato ha registrato un volume di scambi pari ad oltre 45 milioni di euro.



## GLI SPECIALI CeD

### I SOTTO 100 AL 5%

Nel segmento dei certificati di investimento esistono poi delle opportunità alternative per ottenere un rendimento simile, se non addirittura sensibilmente superiore, a quello offerto da Eonia e Euribor. Le caratteristiche di questi certificati a rendimento minimo garantito sono tuttavia molto differenti, trattandosi essenzialmente di prodotti che resituiscono il capitale, e quindi il rendimento, esclusivamente ad una data di scadenza futura. Si parta dunque dal presupposto che questi prodotti, commercialmente denominati Equity Protection ,Equity Collar o Borsa Protetta, non sono indicati per chi ha necessità di conseguire un rendimento certo a breve scadenza. Per contro, essendo posto dalla struttura naturale del certificato il vincolo dell'esercizio a scadenza, sarà possibile ottenere un rendimento talvolta superiore al 5% annuo; ma soprattutto il rendimento non potrà essere in alcun modo inferiore ( cosa invece del tutto possibile negli strumenti di liquidità agganciati agli indici Eonia o Euribor). Inoltre, sebbene per i "sotto 100" selezionati sia altamente improbabile che ciò avvenga, con questi certificati esiste pur sempre la possibilità di riuscire a portare a casa un rendimento di gran lunga maggiore dal momento in cui il sottostante dovesse riuscire a riportarsi al di sopra del livello minimo che verrà restituito a scadenza. Ma vediamo assieme alcune di queste proposte al fine di comprendere al meglio questo meccanismo di rendita pressoché certa ( il beneficio del dubbio è relativo al sempre presente rischio emittente).

| Codice ISIN  | Sottostante              | Strike    | Protezione | Partecipaz. | Scadenza   | Prezzo € | Gain % | Gain % ann. |
|--------------|--------------------------|-----------|------------|-------------|------------|----------|--------|-------------|
| IT0004096688 | Enel                     | 6,97      | 95%        | 100%        | 28/02/2009 | 88,60    | 7,22   | 11,61       |
| DE000HV5S8H8 | Fiat                     | 22,04     | 100%       | 100%        | 26/10/2010 | 89,45    | 11,79  | 5,17        |
| IT0004144777 | S&P/MIB                  | 40.614    | 100%       | 70%         | 18/12/2009 | 93,15    | 7,35   | 5,17        |
| IT0004220171 | S&P/MIB                  | 43.629    | 100%       | 100%        | 24/06/2011 | 86,90    | 15,07  | 5,13        |
| IT0004098494 | S&P/MIB                  | 39.459    | 100%       | 70%         | 18/12/2009 | 93,25    | 7,24   | 5,09        |
| IT0004235054 | DJ Stoxx Select Dividend | 3.324,93  | 100%       | 100%        | 04/07/2011 | 86,95    | 15,01  | 5,06        |
| NL0006045403 | Hang Seng China          | 20.194,14 | 100%       | 40%         | 29/10/2010 | 90,16    | 10,91  | 4,77        |
| DE000DB226Z3 | S&P/MIB                  | 38.115    | 100%       | 100%        | 11/07/2012 | 84,60    | 18,20  | 4,57        |

Tra i titoli più pesanti del semestre, con un calo del 42%, Fiat è il sottostante che allo stato attuale permette all'Equity Collar di HVB, emittente del Gruppo UniCredit, di prospettare a scadenza un rendimento minimo, pari al 5,24% annuo. Tuttavia la considerevole distanza tra il prezzo attuale del titolo e lo strike corrispondente ai 100 euro nominali non consente di ambire a qualcosa di più del rendimento minimo dato dalla quotazione a sconto. Nel dettaglio, il Collar è quotato 89,45 euro in lettera e quindi porta in dote un rendimento minimo dell'11,79% in poco più di due anni e tre mesi; ma per far passare a Fiat i 22,04 euro dello strike ed ottenere di più servirebbe un recupero superiore al 140% dai 9,155 euro attuali. Superfluo , almeno stando alla situazione attuale, sottolineare la presenza di un Cap del 127% sulla struttura.

Tra i certificati su indici non potevano essere che quelli legati allo S&P/MIB ad offrire il maggior rendimento annualizzato. Il forte ribasso da inizio anno, giunto ormai alla soglia del -30%, unito all'elevato dividend yield ( a questi prezzi il rendimento dividendi ammonta al 6,62% annuo) fa' sì che gli Equity Protection siano offerti in lettera ad un livello tale da consentire un guadagno annualizzato superiore al 5,10%. Tre le proposte, tutte targate Banca Imi: due sono in scadenza per il 18 dicembre 2009 e vista la distanza abissale tra i 26800 punti correnti e i 40614 o 39459 punti dei rispettivi strike , non ha alcun senso sperare in un rendimento maggiore. La terza scadrà un anno e mezzo più tardi e stupisce per il timing di emissione dato lo strike a 43629 punti ( a soli 400 punti dai massimi degli ultimi 7 anni),

L'indice più redditizio in termini di dividend yield è però il Dj Stoxx Select Dividend 30, finito in rovina da inizio anno con un tracollo di 50 punti percentuali. Stando ai 1504 punti attuali il rendimento annuo dato dai dividendi ammonta al 12,24%: una dote forse troppo ricca anche per chi teme che le cose possano ancora andar male.

## GLI SPECIALI CeD

Tuttavia per chi volesse "barattare" questo ricco introito con una protezione totale del capitale investito, Banca Imi offre un Equity Protection che al 4 luglio 2011 rimborserà almeno 100 euro se l'indice non riuscirà a recuperare i 3324,93 punti dello strike: considerando gli 86,95 euro di quotazione del certificato, il rendimento minimo ammonta ad un 15,01% ( 5,03% annualizzato) ma le probabilità di ottenere un rimborso maggiore di 100 euro sono pressoché nulle anche se la scadenza è ancora lontana.

Renderà infine il 4,85% annuo, potenzialmente netto se si hanno minusvalenze accantonate, il Protection Bull di Abn Amro sull'Hang Seng China Enterprises. Le caratteristiche di questo certificato di tipo Quanto prevedono un rimborso di 100 euro se l'indice delle azioni cinesi quotate ad Hong Kong non riuscirà a superare i 20194,14 punti dello strike (dagli 11687,32 punti attuali è necessaria una cavalcata del 72,78%). Il rendimento minimo dato dalla protezione dei 100 euro si attesta al momento al 10,91%.

**CeD**