

# Certificate JOURNAL

LA GUIDA N.1 DEI PRODOTTI STRUTTURATI IN ITALIA

Un anno alla moviola  
Emittenti alle prese con il mercato

Acepi compie un anno  
Obiettivo informazione

Italian Certificate Awards  
In arrivo la seconda edizione

## Trovare la rotta nella tempesta

Quando i mercati finanziari  
sono in burrasca diventa  
fondamentale scegliere gli  
strumenti giusti per non  
farsi travolgere



# X-markets Certificates

## Scendete in campo con una squadra vincente



I mercati finanziari sempre più veloci e dinamici, rappresentano una sfida costante per i risparmiatori. Infatti, negli investimenti, come nello sport, anche un secondo può essere decisivo per il raggiungimento dei propri obiettivi. Con **X-markets** è più facile tenere il ritmo: un team di esperti di finanza Vi tiene aggiornati e riorganizza indici ed azioni in nuovi strumenti d'investimento più semplici ed efficaci.

**X-markets** offre un mondo di possibilità d'investimento. Scegliete quelle più adatte a Voi:

- Equity Protection
- Express Certificate
- Twin Win
- Bonus Certificate
- PEPP Certificate

**Scegliete la squadra X-markets.**

**X-markets. Il team Deutsche Bank che crea prodotti finanziari avanzati e li quota permettendone la negoziabilità e liquidità.**

[www.xmarkets.it](http://www.xmarkets.it)  
[x-markets.italia@db.com](mailto:x-markets.italia@db.com)  
Numero verde 800 90 22 55  
Fax +39 02 8637 9821

**A Passion to Perform.**

**Deutsche Bank**



a cura di Pierpaolo Scandurra

# EDITORIALE

Ha ufficialmente preso il via a Rimini la nona edizione dell'Italian Trading Forum, il principale appuntamento del Belpaese per chi vuole investire bene il proprio denaro. Tra le tante novità presentate quest'anno spicca il Certificate village, una vasta area didattica nella quale si alterneranno, in un virtuale percorso formativo volto ad accompagnare l'investitore alle prime armi verso un elevato grado di conoscenza delle tante opportunità offerte dal mercato, i principali protagonisti del segmento italiano dei certificati di investimento. L'iniziativa Certificate village ha trovato l'appoggio di Scoach, prima piattaforma europea dedicata ai prodotti strutturati e dell'Acepi, l'Associazione italiana degli emittenti di certificati e prodotti di investimento nata poco meno di un anno fa per garantire al mercato italiano, il terzo in Europa per volumi e dimensioni, un processo di crescita regolamentato.

Il Certificate village non è l'unica novità che proponiamo a Rimini. Il Certificate Journal, svestiti i panni virtuali per farsi sfogliare, propone tra l'altro una lettura in chiave certificati degli eventi che hanno caratterizzato l'andamento dei mercati nell'ultimo anno. Si scoprirà così che mentre gli indici azionari toccavano i livelli massimi degli ultimi cinque anni venivano riversate sul mercato decine di emissioni di certificati in grado di difendere il capitale ma anche molte proposte autocallable. O che negli ultimi tre mesi, caratterizzati da una brusca correzione, sono stati offerti agli investitori dei certificati capaci di centrare il timing ottimale di entrata grazie a un'opzione esotica tecnicamente definita lookback. La crescita del mercato italiano è testimoniata, oltre che dalla varietà di strutture proposte, dalle statistiche elaborate dal Sedex.

Al segmento degli strumenti derivati di Borsa Italiana è dedicato un ampio speciale mentre attorno a un'analisi dei profili di rimborso di una selezione di certificati quotati su questo mercato che meglio sapranno rendere in un futuro scenario rialzista, laterale o ribassista, ruota lo speciale "investire sull'S&P/Mib". E ora, buon Itf a tutti. Inoltre non dimenticate che venendoci a trovare al Certificate village potrete esprimere la vostra preferenza per premiare la migliore emittente dell'anno: la seconda edizione degli Italian certificate awards è in arrivo!

## VALUTIAMO TUTTE LE OPPORTUNITÀ DEL MERCATO.

Banca IMI offre una gamma completa di servizi alle banche, alle imprese, agli investitori istituzionali, ai governi ed alle pubbliche amministrazioni, in Italia e all'estero. Fra i servizi offerti alle banche, cura in particolare quelli rivolti agli investitori privati ed alle piccole imprese. Banca IMI è tra i principali emittenti di Covered Warrant, Reflex ed altri Investment Certificates quotati al SeDeX di Borsa Italiana ed è uno dei più attivi operatori specialisti di strumenti ad indice e di derivati sulle principali borse europee.

Per saperne di più visitate il sito [www.bancaimi.com](http://www.bancaimi.com) oppure chiamate il Numero Verde 800.99.66.99.



# BANCA IMI

# CONTENUTI

## Approfondimento

6 Un anno alla moviola

## Sedex

14 I derivati in Borsa Italiana

## Acepi

18 Acepi compie un anno

## Italian Certificate Awards

22 Ica seconda edizione

## Investimenti

26 Commodity ed euro

## Punto tecnico

28 Butterfly certificate

## Investimenti

30 Investire sull'S&P/Mib

## Educational

34 Il mondo dei certificati

# UN ANNO ALLA MOVIOLA

## Emittenti alle prese con il mercato

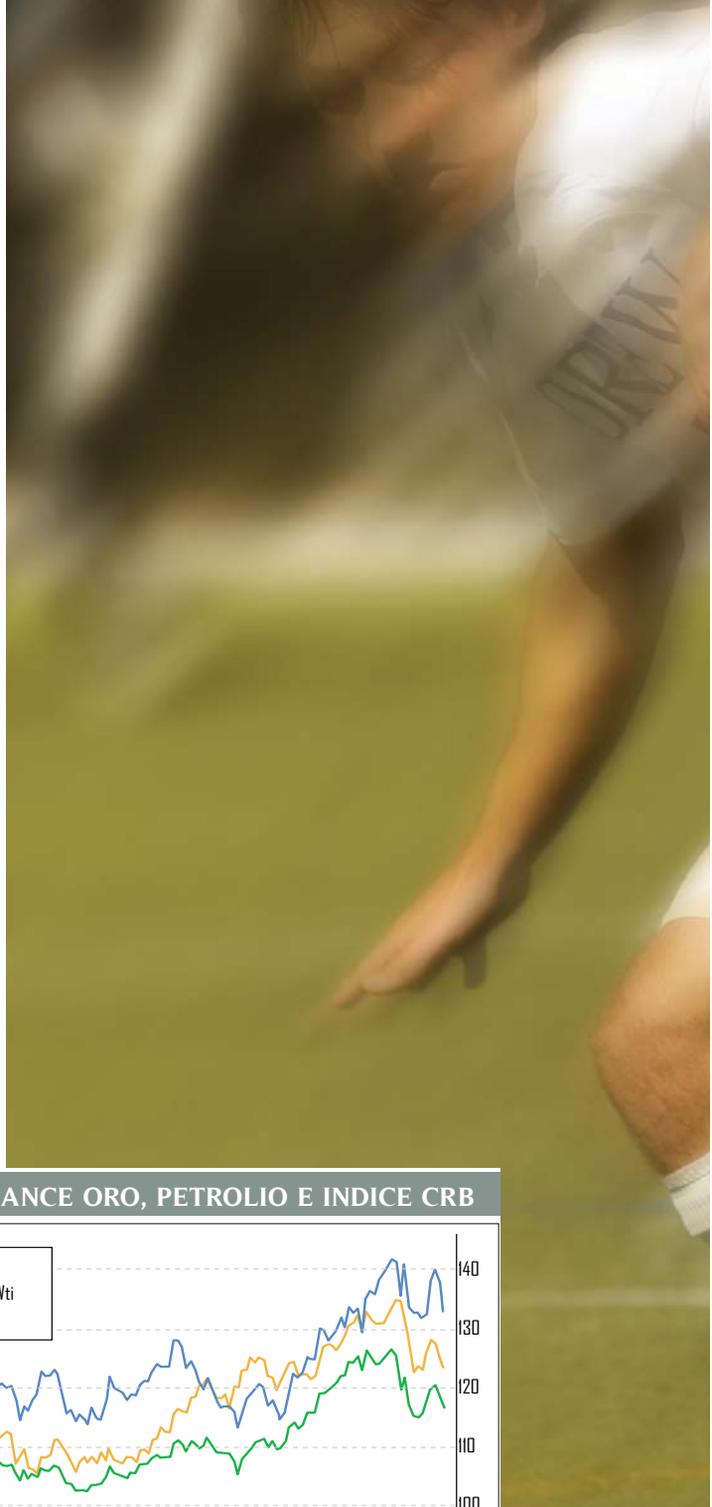
Un anno vissuto pericolosamente. Potrebbe essere sintetizzato così il comportamento dei mercati finanziari globali nelle ultime cinquantadue settimane. Dopo quattro anni di trend rialzista, tanto tranquillo da sembrare irreali, improvvisamente anche se a dire il vero qualche scricchiolio si era già avvertito, quello che sembrava un temporale di fine primavera si è trasformato in una tempesta tropicale e poi in un uragano che ha rischiato di travolgere l'intero settore del credito e le cui conseguenze non sono ancora completamente emerse.

Da maggio dello scorso anno, mese che può essere preso come punto di rottura, i mercati azionari mondiali hanno affrontato un percorso caratterizzato da forte volatilità e incertezza. Una strada accidentata che gli emittenti hanno cercato di seguire proponendo prodotti appartenenti a tipologie diverse in grado di soddisfare le esigenze "congiunturali" dell'investitore.

### PRIMAVERA BOLLENTE PER I MUTUI AMERICANI

Sebbene le prime reazioni negative dei mercati allo sgonfiamento dei prezzi nel comparto immobiliare americano, la cui crescita era stato il volano dei consumi dei cittadini statunitensi ma anche del loro forte indebitamento, possano essere fatte risalire al mese di marzo, è a maggio che la crisi del comparto diventa conclamata. Significativa, sotto questo aspetto, la "trappola per tori" scattata il 18 maggio sull'S&P/Mib, con una chiusura sui massimi oltre 44.000 punti (record storico).

Da lì l'indice delle blue chip milanesi ha iniziato a scendere risultando uno dei peggiori tra quelli dei mercati più sviluppati. Il venerdì seguente (25 maggio 2007) l'S&P/Mib si trovava già 3 punti percentuali sotto il livello massimo mentre il resto del Vecchio continente stentava e Wall Street proseguiva la corsa



PERFORMANCE ORO, PETROLIO E INDICE CRB



Fonte: BLOOMBERG

ancora per qualche settimana, forte di una fiducia nella forza dell'economia a stelle e strisce che lo stesso Bernanke riteneva ancora a prova di mutui subprime.

Una fiducia destinata a svanire presto lasciando spazio ai timori di un pericolo di contagio della crisi al credito in prima battuta e poi a tutta l'economia, eventi poi puntualmente realizzatisi.

### Cade la prima barriera di un Bonus

Nel clima di euforia per i massimi raggiunti dall'indice S&P/Mib, dopo 4 anni di rialzi, è giunto come un fulmine a ciel sereno il 25 maggio 2007 il primo evento barriera per un Bonus



Certificate. Il knock-out provocato dal progressivo declino delle quotazioni di Mediaset uno dei worst performer degli ultimi 5 anni, verrà ricordato come il primo di una lunga serie: saranno 101 nel corso dell'anno solare. Sebbene il mercato stia tentando di rinnovare i propri record, aumentano tra gli economisti e di riflesso tra gli investitori i dubbi sulla reale solidità delle basi su cui si sta costruendo il rialzo. Il rischio di una brusca correzione si palesa all'orizzonte ed è in questo contesto che si mettono in evidenza nei mesi di giugno e luglio 2007 le emissioni di certificati basati sul concetto di performance generata dall'Alpha.

### **Alpha certificates prima dell'estate**

L'obiettivo dichiarato dalle sette banche emittenti che nel corso dei dodici mesi si renderanno protagoniste del collocamento ed

emissione di ben 23 Alpha certificates è di replicare una strategia "absolute return" decorrelata dai movimenti del mercato e fondata sulle capacità di un indice di sovraperformare un secondo indice di riferimento. I primi certificati strutturati per generare un ritorno assoluto risalgono in realtà alla fine del 2006. Furono lanciati da Unicredit con il nome di Delta, ma solo a partire dal mese di giugno 2007 l'attività di emissione di Alpha certificates si è intensificata. Uno dei primi Alpha collocato sul mercato è stato proposto il 31 maggio dello scorso anno da Société Générale.

Si tratta di un Alpha Coupon Plus, un certificato della durata di 4 anni che a scadenza offre la protezione del 95% del capitale investito all'emissione con riconoscimento di un rendimento dato dal confronto dei risultati di due distinte attività: un paniere di tre fondi comuni d'investimento e l'indice DJ Eurostoxx 50 Total return. Il meccanismo di payout del certificato prevede il pagamento di quattro cedole annuali calcolate sulla base della migliore performance, chiamata tecnicamente Alpha, che il gestore riuscirà a produrre rispetto al benchmark.

È tuttavia con gli Alpha Express, proposti in sequenza da Deutsche Bank e Merrill Lynch, che la tendenza prende corpo. L'Alpha Express mette a confronto due sottostanti e dall'andamento di questa "sfida" ricava gli elementi necessari per calcolare il rendimento. Una delle prime emissioni vede protagonista un prodotto a capitale garantito che misura le performance del DivDax Index, l'indice che raggruppa le migliori aziende tedesche per dividend yield, rispetto all'indice delle blue chip tedesche, il Dax. Il successo degli Alpha deriva dall'opportunità di offrire un risultato positivo slegato dall'andamento di mercato. Infatti, la condizione essenziale affinché si possa giungere a un rendimento è che si crei un gap, una differenza, tra il primo e il secondo componente della struttura. Si giunge così tra un Alpha Express e l'altro, alla metà del mese di luglio. Il mercato azionario europeo, idealmente rappresentato dall'indice delle blue chip DJ Eurostoxx 50, per la terza volta negli ultimi tre mesi tenta un break dei massimi in zona 4.560 punti. Diversi titoli vengono scambiati ai livelli più alti degli ultimi quattro anni e pertanto non può passare inosservata l'attività di emissione di certificati dotati di una particolare opzione: l'autocallable.

### **I Twin Win a rimborso anticipato**

L'opzione autocallable viene presentata sulle più svariate strutture di certificato di investimento, non solo sui Twin Win. Tuttavia, a tenere banco nella prima metà del 2007, è proprio l'accoppiata Autocallable + Twin Win. Sul mercato, solamente da aprile a luglio, ne vengono collocati oltre 25 e in pochi mesi il totale supera le 100 unità. Si tratta di certificati di tipo investment in grado di offrire l'opzione di rimborso anticipato già al termine del primo anno, tipica della struttura degli Express certificates, associata alla possibilità di ottenere, a scadenza, un



guadagno in due direzioni caratteristica dal Twin Win tradizionale. Di durata variabile, generalmente tra i due e i cinque anni, gli Autocallable Twin Win promettono, in caso di rimborso, cedole di rendimento anche a due cifre o comunque di gran lunga superiori ai dividendi a cui si rinuncia investendo sul certificato anziché direttamente sul titolo o sull'indice sottostante. Il meccanismo alla base di questa tipologia di certificato è semplice e può essere riassunto come di seguito:

**Data x:** emissione e determinazione del prezzo iniziale

**Data y:** rilevazione del primo anno

**Data z:** rilevazione secondo anno e successivi

**Data w:** scadenza finale

Alla data *x* viene determinato il prezzo iniziale del sottostante. Da quel momento il certificato inizia a quotare sul relativo mercato (generalmente il Sedex) e segue in maniera sostanzialmente lineare i movimenti del sottostante. Alla data *y* viene effettuata la prima osservazione e se il prezzo del sottostante è almeno pari a quello rilevato all'emissione, la condizione callable è soddisfatta e il certificato viene rimborsato in anticipo sulla scadenza con il pagamento del nominale maggiorato del coupon previsto in fase di emissione.

Nel caso in cui invece il prezzo del titolo alla data *y* non risulti essere almeno uguale a quello di emissione il certificato proseguirà la sua vita fino alla data *z*. A questo punto, dopo una nuova osservazione dei livelli, se sarà verificata la condizione per il rimborso anticipato verranno corrisposte, oltre al nominale e al coupon di competenza per l'anno trascorso, anche le cedole maturate negli anni precedenti e non godute. Si procederà nella stessa maniera anche negli anni successivi fino alla data di scadenza finale. Soltanto nel caso in cui si dovesse giungere a quest'ultimo punto si dovrà osservare il livello della barriera, posta generalmente a una distanza percentuale variabile tra il 30 e il 40% dal prezzo di emissione. Se la barriera non sarà mai stata toccata, la performance del sottostante verrà pagata al possessore del certificato in termini assoluti cioè prendendo come riferimento la variazione positiva o negativa privata del segno. Nel caso in cui la barriera sia stata toccata anche solo una volta nel corso della vita del certificato si parteciperà invece interamente all'andamento del sottostante, guadagnando in caso di crescita e perdendo in misura proporzionale in caso di discesa dello stesso.

Alla luce della violenta correzione subita dai mercati azionari nei primi mesi del 2008 ha assunto un risvolto negativo l'intensa attività di emissione di certificati autocallable avvenuta dodici mesi prima. Di 31 autocallable che hanno già passato la prima data di rilevazione ben 22 sono stati rimandati all'anno successivo e di questi sette hanno già perso l'opzione di ribaltamento della performance negativa per effetto del sopravvenuto evento barriera.

## AD AGOSTO IL PRIMO TERREMOTO

Se l'S&P/Mib inizia a perdere quota a maggio, l'inerzia rialzista spinge gli altri listini verso nuovi massimi fino a luglio inoltrato, sia negli Stati Uniti che nel Vecchio continente. La seconda metà di luglio e la prima quindicina di agosto sono drammatiche e per la prima volta il dubbio di stare assistendo a un'inversione ribassistica dei mercati viene espresso con chiarezza e timore dagli analisti.

Il flusso di notizie negative dall'immobiliare statunitense prosegue copioso mentre i problemi nel mercato dei mutui subprime mettono in seria difficoltà alcuni fondi hedge, portandoli alla chiusura, mentre altri sono costretti a chiudere le posizioni in attivo per coprire perdite e rientrare nei margini. Dal 13 luglio al 15 agosto il DJ Eurostoxx 50 ha perso quasi 8 punti percentuali, l'S&P500 arretra di circa il 9,5%, il Dax lascia sul terreno l'8%. Sono minimi relativi importanti, destinati a rilanciare gli indici in direzione dei massimi, ma ormai appariva chiaro che qualcosa, nel gioco della crescita si era rotto.

### I multi-sottostanti

A pochi giorni dal primo terremoto finanziario innescato dalla crisi dei mutui subprime, sul mercato italiano dei certificati si diffonde la tendenza a utilizzare come sottostante non più una singola azione, indice o materia prima, bensì un basket, o paniere, composto da un numero variabile tra tre e cinque elementi. I primi certificati legati a basket sono stati proposti tra la fine del 2006 e gli inizi del 2007 e hanno riguardato principalmente panieri di materie prime: si ricordano tra i tanti il Commodity Accelerator, il Catapult e i Metal Protection. Con riferimento a certificati su titoli e indici azionari ad oggi si contano cinque Multibonus di Sal.Oppenheim, due Express Shares e nove Tris Express di Deutsche Bank, sei Express Coupon Plus di Société Générale oltre a numerosi View tematici emessi da Banca Aletti. Non tutti i certificati con multi-sottostanti sono uguali. Le differenze tra un basket di cinque titoli che adotta il sistema della media aritmetica per il calcolo della performance finale e un paniere di cinque titoli slegati e indipendenti sono diverse e importanti. Nel primo caso i componenti sono equipesati e quindi ogni singolo elemento ha un peso del 20% sul risultato dell'intero paniere. Ne deriva che gli eccessi vengono smussati e che al termine di un periodo di rilevazione il valore finale del basket potrà essere positivo anche con uno o più componenti negativi. Chiaramente vale anche il contrario e cioè che potrebbero non bastare uno o più titoli positivi per portare in positivo il valore finale del basket. Nel secondo caso, con i titoli slegati l'uno dall'altro, non ci sono medie aritmetiche da applicare e così gli eccessi in positivo o negativo vengono conservati e riconosciuti nel calcolo del rendimento. Ciò non rappresenta sempre un aspetto positivo, soprattutto nelle strutture

# EQUITY PROTECTION CERTIFICATES DI BNP PARIBAS SULLE PIÙ IMPORTANTI AZIONI ITALIANE

Prima dell'adesione leggere le Condizioni Definitive disponibili in filiale o al Numero Verde 800 92 40 43

ARTURO, SA CHE CON GLI EQUITY PROTECTION CERTIFICATES DI BNP PARIBAS POSSO INVESTIRE SULLE PIÙ IMPORTANTI AZIONI ITALIANE CON LA TRANQUILLITÀ DEL CAPITALE PROTETTO?

SIGNORE, QUANDO SI PARLA DI INVESTIMENTI LEI SA SEMPRE PRENDERE LE GIUSTE MISURE!

**GLI EQUITY PROTECTION CERTIFICATES SONO DISPONIBILI SOLO FINO AL 28 MAGGIO IN TUTTE LE FILIALI BNL**

Gli **Equity Protection Certificates**, disponibili solo a maggio in esclusiva presso tutte le **filiali BNL**, ti permettono di beneficiare delle performance di alcune tra le più importanti **azioni italiane**, con la tranquillità del capitale garantito a scadenza e un rendimento che può arrivare **fino al 30%**. Puoi investire anche soli 100 euro e negoziare il Certificate in qualunque momento in Borsa Italiana.

Per scoprire tutte le possibilità d'investimento rivolgiti alle filiali BNL, chiama il **Numero Verde 800 92 40 43** oppure visita **prodottidiborsa.bnpparibas.com**



**BNP PARIBAS**

La banca per un mondo che cambia



**BNL**

Gruppo BNP PARIBAS

Autocallable o Bonus che necessitano al momento della rilevazione di un valore del sottostante positivo o almeno uguale a quello iniziale. Nella totalità delle emissioni, per poter procedere all'esercizio dell'opzione che sia Autocallable o Bonus, è necessario che tutti i singoli componenti si trovino in una situazione di parità o di guadagno, il che rende oggettivamente più difficile il verificarsi della condizione. Ciò che rende più rischiosa una struttura con più sottostanti è il metodo di determinazione del payoff a scadenza. In tutte le emissioni dotate di opzioni autocallable che non sono state rimborsate in anticipo e che quindi giungono a scadenza si fa riferimento per il calcolo del rimborso al risultato del sottostante peggiore. Ciò implica una rinuncia a priori ai migliori risultati e, in un mercato che non è fortemente rialzista al punto da coinvolgere tutti i titoli o indici, questo può portare a una perdita se anche uno solo dei sottostanti risulta negativo. Maggiori sono le difficoltà per giungere al successo (ossia a un guadagno), più alta è la posta in palio. Anche e soprattutto grazie a diverse fonti di introito quali dividendi e volatilità per il finanziamento della struttura, gli emittenti propongono coupon e bonus superiori a quelli promessi nelle emissioni indicizzate a un singolo sottostante. Quindi si può misurare il rischio in rapporto al rendimento che si potrebbe ottenere.

### IL CANTO DEI CIGNI

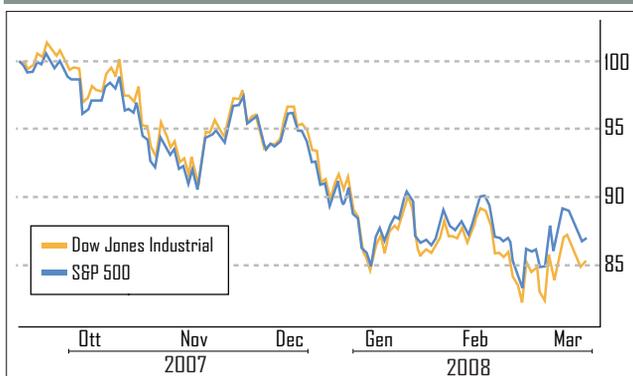
Dopo una prima metà di agosto al calor bianco, i mercati si risollevarono fino ad arrivare, nel caso degli indici azionari di Wall Street, a rinnovare i massimi di luglio. L'S&P/Mib è ancora una volta il meno performante, con un rialzo che dal 16 agosto al 12 ottobre si è aggirato nei pressi dell'8,50%. Oltre due i punti percentuali in meno recuperati rispetto al Dax e tre rispetto al Cac40. Al di là della singola storia milanese, le Borse mondiali beneficiano dei ripetuti interventi delle banche centrali sui mercati con forti iniezioni di liquidità. Una cifra per tutte: la Federal Reserve tra il 16 e il 17 agosto, dopo i minimi di ferragosto, immette 23 miliardi per evitare che il credit crunch travolga il comparto bancario. In quelle stesse date opera un primo taglio, del tasso di sconto, e diviene chiaro l'intento di non abbandona-

re il mercato a se stesso. Con una volatilità altissima, notizie che si susseguono di giorno in giorno con nuovi timori di un'estensione delle difficoltà al settore delle carte di credito, i mercati riescono comunque a virare verso l'alto. I minimi di agosto sembrano una buona occasione per acquistare, lo afferma anche un guru del calibro di Warren Buffet, ma le Borse sono ormai diventate un gioco pericoloso, un saliscendi non adatto ai deboli di cuore. La prova sta nella sbandata del 28-29 agosto quando l'S&P/500 prima perde oltre 2 punti percentuali dopo la diffusione delle minute della riunione Fed di inizio mese per recuperarli e proseguire nel rialzo i giorni seguenti. Nei verbali appare ancora stabile la volontà della banca centrale americana di lasciare i tassi invariati al 5,25% e il mercato, schizofrenico, non gradisce. La Fed ci ripenserà il mese seguente, precisamente il 18 settembre, con un ritocco di mezzo punto percentuale che spingerà l'S&P500 a un rialzo di quasi il 3%. Il giorno precedente, le file davanti agli sportelli della banca inglese Northern Rock avevano certificato l'estensione della crisi "americana" al Vecchio continente, convincendo anche la Bank of England a intervenire sul mercato dopo le prime dichiarazioni di "neutralità". Il rimbalzo si esaurisce a ottobre inoltrato, con l'arrivo delle trimestrali bancarie ricche di svalutazioni di portafoglio per perdite derivanti da mutui subprime e prodotti a questi collegati. Fino a fine anno i mercati saranno in balia del flusso di notizie negative in arrivo dal comparto del credito, positive in arrivo dalla Federal Reserve, decisa a intervenire ancora e con forza sui tassi, di nuovo negative con riferimento alla recessione statunitense e al rallentamento dell'economia globale. I minimi di agosto tengono e fanno sperare qualcuno che la situazione possa risolversi, prova ne sia la realizzazione di un breve rally tra fine novembre e prima quindicina di dicembre.

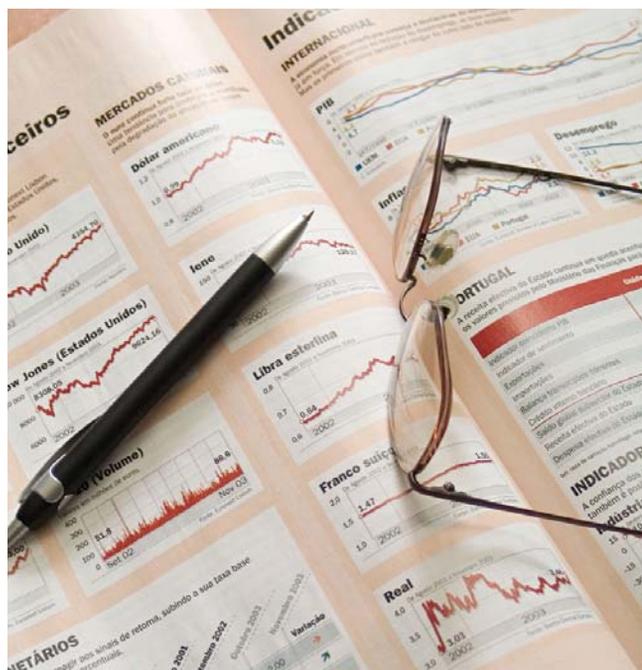
### Valuta plus cash euro, un rifugio per la liquidità

Dai minimi toccati in agosto il mercato si risollewa in maniera vigorosa e in soli due mesi torna a rivedere da molto vicino i livelli massimi toccati più volte nella prima parte dell'anno. Ma la paura che il giocattolo si sia quantomeno guastato è tanta tra gli investitori e così il mercato tende a offrire strumenti di liquidità di facile accesso. Pochi giorni dopo la quotazione sul mercato di un Etf Euro Cash, Abn Amro porta al Sedex un Valuta Plus, ovvero un certificato di investimento di tipo Benchmark che replica l'andamento di un indice monetario remunerato giornalmente al tasso europeo Eonia (Euro Overnight Index Average) dedotto di uno spread dello 0,15%. Il certificato, grazie alla sua particolare efficienza fiscale, in quanto i redditi generati sono totalmente assoggettati alla tassazione classica e possono essere compensati con minusvalenze pregresse cosa non possibile con ETF o altri strumenti di liquidità, si afferma ben presto come alternativa più che valida per parcheggiare temporaneamente la liquidità o per sostituire i classici investimenti in

**PERFORMANCE INDICI USA**



Fonte: BLOOMBERG



le non rimarrà indenne e che all'orizzonte si sta profilando il rischio di vedere accoppiata la frenata delle economie con un'inflazione elevata. Uno scenario che spingerà le Borse verso nuovi minimi, a metà marzo, sebbene con una discesa più ordinata, quasi rassegnata e con una volatilità in calo.

### Blue chip a prova di ribasso

Se il 2007 si archivia infine tra molti alti e pochi bassi e con un buon risultato complessivo per molte piazze mondiali tra le quali fa eccezione Milano, fanalino di coda assieme al Nikkei 225, il 2008 si presenta nel peggiore dei modi. In poche sedute vengono bruciati i guadagni degli ultimi dodici mesi e così non colpiscono positivamente, per il timing di quotazione, i nuovi Express Coupon Plus che approdano al Sedex a partire dal 30 gennaio. Strutturati su un basket di tre o più titoli azionari e dotati dell'opzione autocallable, che permette a determinate condizioni il rimborso anticipato prima della scadenza naturale, gli Express Coupon Plus propongono un rendimento annuo pari o superiore al 10% del valore nominale. Tuttavia, come avviene in gran parte delle emissioni proposte sul mercato negli ultimi diciotto mesi, anche per gli Express Coupon Plus le chance di successo dell'investimento sono legate a doppio filo ad una barriera. Quali differenze può riscontrare l'investitore che ha già imparato a familiarizzare con le strutture Express, tecnicamente definite autocallable? Innanzitutto si consideri l'adozione di un multi-sottostante che consente di migliorare il rapporto rischio/rendimento, intesi rispettivamente come barriera e come percentuale del coupon, in relazione a una minore durata. Oltre a questo, a differenza di quanto accade nelle strutture Express o Express Bonus, i Coupon Plus consentono di ottenere un profitto anche in assenza delle condizioni necessarie per il rimborso anticipato sotto forma di una vera e propria cedola. Tuttavia, se nelle classiche emissioni Express il premio di rendimento annuale viene accantonato anno dopo anno fino a concorrere al premio finale che sarà dato dalla somma dei coupon annuali, nei Coupon Plus ciò non avviene e ogni annualità fa storia a sé. Infine, con riferimento alla scadenza, in caso di mancato rimborso anticipato e di evento barriera verificatosi nel corso della vita del certificato, si parteciperà alla peggiore delle performance registrate dai singoli componenti del basket secondo il principio del "worst of", traducibile in italiano con "il peggiore dei".

### Febbraio è il mese dei sotto 100

In un mercato ancora scosso dalla violenza con cui si è rifatto vivo l'Orso dopo quasi cinque anni di letargo trovano sempre maggiore spazio i cosiddetti certificati "sotto 100". Capaci non solo di garantire il ritorno del capitale investito ma, grazie ad una quotazione sotto la pari, anche di offrire un guadagno

titoli di stato a tasso variabile. Il tasso di interesse viene riconosciuto quotidianamente e non esistono vincoli temporali in quanto la quotazione al Sedex consente di acquistare o liquidare la posizione in qualsiasi momento.

### Il peggiore esordio d'anno di sempre

A inizio 2008, se possibile, il quadro peggiora nettamente. Il calo dei mercati azionari è forte e corale. In Europa si sfiorano i 20 punti percentuali di ribasso nelle prime venti sedute di gennaio, l'America si difende meglio. La data simbolo di questo periodo temporale è il 21 gennaio, quando l'indice Dax, fino a quel momento tra i più resistenti, perde in una sola seduta oltre 7 punti percentuali. Nella stessa data vengono bruciati sui mercati europei 743 miliardi di euro di capitalizzazione. È un gennaio in cui tutti i parametri sembrano finire fuori controllo. Oro e petrolio corrono su record mai raggiunti, le altre commodity soprattutto agricole non sono da meno, i mercati azionari traballano con forza e con loro grandi banche internazionali entrano in difficoltà venendo ulteriormente punite dai mercati. I Credit default swap, titoli che assicurano contro il rischio di credito puntano verso livelli elevati, la liquidità interbancaria è praticamente ferma. La situazione è drammatica e rischia di precipitare, la terapia shock, decisa dalla Federal Reserve è un taglio netto dei tassi di interesse sui Fed funds. Tre quarti di punto percentuale in una sola riunione, straordinaria per giunta, un intervento che non si vedeva dall'11 settembre 2001. Nove giorni dopo, nella seduta ordinaria della banca centrale europea, Ben Bernanke e il Comitato di politica monetaria danno un'altra sforbiciata ai tassi: mezzo punto percentuale. I mercati possono tornare a respirare, anche se ormai gli Stati Uniti scivolano verso la recessione, anche se è chiaro a tutti che la crescita globa-



minimo a scadenza, questi certificati di investimento dotati dell'opzione di protezione parziale o totale del capitale entrano rapidamente nei portafogli degli investitori. In molti casi garantiscono guadagni annualizzati inferiori al tasso free risk eppure l'elevato potenziale di rendimento in caso di ripresa del trend rialzista fa preferire alcuni dei 60 certificati finiti abbondantemente al di sotto del prezzo di rimborso ad altre forme di investimento più classiche. Pur essendo a volte molto diversi tra loro, per quanto riguarda caratteristiche e sottostante, i numerosi "sotto 100" distribuiti in ordine sparso per il Sedex sono accomunati dall'opzione di capitale protetto, da una partecipazione ai rialzi non sempre integrale e in alcuni casi da un tetto massimo al rendimento conseguibile in caso di rialzo del sottostante. E' inoltre valido per tutti questi certificati il principio del rendimento a scadenza: non essendo in nessun caso possibile prevedere l'esatto prezzo del certificato prima della data di esercizio automatico sarà possibile assistere a un ulteriore deprezzamento delle quotazioni in caso di ribasso del sottostante.

### Easy Express per un solo anno

A partire dal 25 febbraio gli investitori hanno potuto beneficiare della quotazione di una nuova tipologia di certificato per puntare nel breve termine sui principali indici azionari mondiali. Gli Easy Express, questo il nome con cui vengono identificati i sei nuovi certificati di Sal.Oppenheim si propongono con un funzionamento semplice: investendo si partecipa per un periodo massimo di un anno all'andamento di un indice azionario e al momento della scadenza si riceverà il rimborso maggiorato di un premio fisso, predeterminato all'emissione, non solo se il sottostante si troverà in positivo rispetto al livello iniziale ma anche se avrà subito un ribasso contenuto entro una determinata percentuale. Il certificato è costituito da una strategia che combina la copertura parziale dei rischi con l'opportunità di conseguire un rimborso a doppia dopo un solo anno. Come per tutti i certificati di investimento anche per gli Easy Express vale il principio del "dividendo del sottostante in cambio di un'opzione". Nel caso specifico l'opzione è un ammortizzatore del rischio che consente di trarre profitto e quindi di proteggere il capitale, anche in caso di ribasso contenuto dell'indice sottostante. Le barriere dei sei certificati sono poste al 25% di distanza dai rispettivi strike ma ciò che rende gli Easy Express differenti dai molti certificati dotati di barriera "disattivante" già in quotazione sul mercato italiano è che la barriera verrà osservata esclusivamente al momento della scadenza. Il sottostante potrà quindi anche scendere nel corso dell'anno al di sotto del livello di protezione ma se per la scadenza riuscirà a recuperarlo si avrà diritto al premio di rimborso. Gli indici su cui si può puntare sono sei e nello specifico il Dax tedesco, il DJ Eurostoxx 50, lo Smi di Zurigo, l'S&P/Mib, il Nikkei 225 e l'S&P500 americano. Tra la fine di aprile e gli inizi di maggio la quotazione degli Easy Express è stata estesa a sei azioni italiane.

### Benchmark senza scadenza

Il 2008 verrà ricordato anche come l'anno della definitiva affermazione dei Benchmark senza scadenza. Diffusi oltre confine da diversi anni gli Open End permettono di seguire il sottostante linearmente e senza opzioni accessorie, meccanismo tipico dei Benchmark, ma con la differenza di non essere soggetti a una data di scadenza. L'evidente vantaggio rispetto agli oltre 1.500 certificati collocati e quotati negli ultimi tre anni sta nel poter decidere di acquistare e vendere quando si vuole e di non dover passare da un'emissione all'altra se si ha intenzione di tenere la posizione per molti anni in portafoglio. E ciò significa minori costi, a cominciare da quelli di negoziazione e spread. Inoltre, almeno per le emissioni legate a indici azionari o tematici, i sottostanti sono Total return, ossia sono calcolati tenendo conto del reinvestimento dei dividendi e questo consente di recuperare buona parte di quel rendimento finora lasciato alla discrezionalità del market maker. L'assenza di una scadenza fa sì che il certificato possa essere utilizzato per investimenti di lungo termine e, così come avviene già per fondi comuni ed Etf caratterizzati per l'appunto da una scadenza aperta, è possibile impostare delle strategie di accumulo mensile o periodico, i cosiddetti Pac. A partire dal 10 marzo sette nuovi Open End targati Unicredit, con emittente Bayerische Hypo-und Vereinsbank, sono approdati in quotazione sul mercato Sedex. La serie di sette certificati comprende due Open End per investire su Russia e Turchia e cinque Open End agganciati ad altrettanti indici di commodity. La scelta, per gli indici di materie prime, è caduta sugli indici della Dow Jones Indexes, scelti già come sottostanti degli Etc proposti in Borsa Italiana poco meno di un anno prima. Attenzione tuttavia, perchè Hvb ha scelto gli indici Total return.

### Il mercato al ribasso fa fiorire le lookback

Il nuovo affondo degli indici azionari a metà marzo ha prodotto almeno un effetto positivo. Tra le nuove emissioni è spuntata una nuova opzione accessoria, la lookback. Letteralmente traducibile in "guarda indietro", permette di sollevare l'investitore dal dilemma della scelta del momento di investimento: comprare adesso o attendere segnali più confortanti? La risposta è fornita da una serie di nuove proposte accomunate dal suffisso "Best Entry o Best Timing" che permettono di investire con ottimo timing di entrata. In un momento di mercato volatile è da considerare positivamente un'opzione che fissa il "prezzo di carico" sul minimo di un periodo successivo di tre mesi, sei mesi e perfino un anno. In un solo mese sono state sette le emissioni caratterizzate da questa nuova opzione.

*Alessandro Piu  
Pierpaolo Scandurra*

# VALUTA PLUS CERTIFICATES. **PORTA INTERESSI.**

Investimenti semplici su tassi d'interesse e cambi.

I Valuta Plus Certificates ABN AMRO corrispondono all'investimento diretto in un deposito in valuta. Puoi beneficiare dell'accredito giornaliero del tasso di interesse del Paese di riferimento e avvantaggiarti dell'eventuale apprezzamento della valuta prescelta rispetto all'Euro. Nel caso dei Valuta Plus sull'Euro hai l'accredito del tasso monetario europeo EONIA meno uno spread ridotto (0,15%). Un grande vantaggio è la tassazione pari al 12,50% anziché il 27% che si paga sui depositi. I Valuta Plus Certificates sono negoziabili, tramite la tua banca di fiducia, sulla Borsa Italiana.

VALUTA PLUS	PAESE	CODICE ISIN	VALUTA PLUS	PAESE	CODICE ISIN
CZK	Rep. Ceca	NL0000081669	EUR	Europa	NL0006061608
NOK	Norvegia	NL0000081727	HUF	Ungheria	NL0000081693
SEK	Svezia	NL0000081750	CHF	Svizzera	NL0000081651
USD	Stati Uniti	NL0000081776	TRY	Turchia	NL0000707933
AUD	Australia	NL0000081636	MXN	Messico	NL0000081719
CAD	Canada	NL0000081644	ZAR	Sud Africa	NL0000081628
SGD	Singapore	NL0000081768	GBP	Regno Unito	NL0000081677
HKD	Hong Kong	NL0000081685	JPY	Giappone	NL0000081701
NZD	N. Zelanda	NL0000081735	PLN	Polonia	NL0000081743

In relazione alle 'US Persons' possono essere applicabili leggi USA. Le suddette informazioni, ivi comprese quelle sui rischi, sul trattamento fiscale e sul dettaglio dei costi, devono essere necessariamente integrate con quelle, a cui si rinvia, messe a disposizione dall'intermediario in base alla normativa di volta in volta applicabile, e con quelle reperibili nel Prospetto di Base di Certificates e nelle pertinenti Condizioni Definitive scaricabili dal sito oppure richiedibili al Numero Verde e presso la sede di via Meravigli 7, Milano. PRIMA DELLA NEGOZIAZIONE LEGGERE ATTENTAMENTE IL PROSPETTO DI BASE DI CERTIFICATES E LE PERTINENTI CONDIZIONI DEFINITIVE.



**INFORMATI *ORA***

RICEVERAI ANCHE LA BROCHURE:

800 920 960 Numero Verde  
[www.abnamromarkets.it](http://www.abnamromarkets.it)  
[info@abnamromarkets.it](mailto:info@abnamromarkets.it)

Making more possible



**ABN·AMRO**

# I DERIVATI IN BORSA ITALIANA

## Le statistiche del Sedex



Il 2007 ha visto crescere in maniera importante il segmento dei certificati di investimento e nel 2008 ci si attende la conferma del trend in atto. L'impegno da parte delle emittenti è stato importante e la creazione dell'Acipi, l'Associazione italiana certificati e prodotti di investimento, ne è una dimostrazione tangibile.

Anche i dati che arrivano dal Sedex, il segmento dei securitised derivatives di Borsa Italiana, dove vengono quotati i certificati confermano la tendenza e l'avvento della legislazione Mifid e in particolare del passporting hanno aiutato il processo in corso. E' proprio da questi dati che parte la nostra analisi.

### I NUMERI DEL SEDEX

La crescita degli strumenti quotati prosegue a buon ritmo ma non esprime appieno il movimento che c'è stato dietro le quinte. Infatti, sebbene la fotografia del numero di strumenti quotati a marzo 2008 evidenzia un incremento di 594 unità rispetto a dicembre 2006, va rilevato che il numero dei certificati ammessi alla quotazione mese dopo mese è stato di gran lunga maggiore: si tratta di 1.645 tra certificati leverage e investment.

La corretta chiave di lettura delle statistiche sta nell'elevato numero di certificati leverage che sono stati revocati, ben 750, a causa del sopraggiunto evento di stop loss o per il raggiungimento della data di scadenza. Depurando il totale delle nuove quotazioni dalle scadenze, dagli stop loss

dei leverage e dai richiami anticipati delle strutture auto-callable, si ottiene un dato a fine marzo 2008 di 1.134 investment quotati pari a un incremento del 66% rispetto alla fine del 2006 e di 417 leverage con un aumento del 50% principalmente dovuto alle numerose emissioni di certificati con leva su titoli azionari.

### NON SOLO SEDEX

Il mercato dei certificati, soprattutto per gli Investment, non si ferma al solo Sedex. Nonostante una maggiore apertura rispetto al passato di Borsa Italiana all'autorizzazione alla quotazione di strutture più elaborate, molte nuove emissioni prevedono ancora la quotazione su circuiti alternativi, nella maggior parte dei casi il Luxembourg stock exchange ma pure importante è il Frankfurt stock exchange e, più marginale, l'Irish stock exchange. Sul fronte italiano le alternative sono rappresentate dagli Sso, i sistemi di scambi organizzati interni degli emittenti o delle banche collocatrici, come ad esempio l'EuroTlx o l'Sso di Fineco. In particolare il numero totale di certificati attualmente in circolazione sfiora quota 2.000 strumenti, 1.907 per la precisione, raddoppiando l'offerta attualmente disponibile al Sedex con un totale di 18 emittenti impegnate. Questi 1.907 certificati si dividono in 456 leverage e 1.451 investment e snocciolando i dati di collocamento del segmento investment, 1.193 sono stati collocati o emessi nel 2007 mentre da inizio anno il numero di nuovi certificati investment si attesta a 167.

## I TOP 10 DEL SEDEX

Il 2007 non si è distinto solo per il numero di certificati entrati in quotazione. Anche sotto il profilo dei volumi si è assistito a un vero exploit. Allo stato attuale i certificati producono volumi pari al 71,78% del controvalore totale di scambi sul segmento dei Securitized derivatives. Entrando più nel dettaglio e facendo riferimento a dati del marzo 2008, sugli Equity Protection si è concentrato il 51,63% del turnover complessivo.

Seconda posizione per i Bonus certificate all'11,05%, mentre i covered warrant oramai rappresentano solo il 28,28%. In un simile scenario è stato possibile stilare la classifica dei top 10 del mercato Sedex nel 2007. A dominare la scena è stato un Benchmark certificate legato all'indice Dax emesso da Goldman Sachs che ha registrato scambi per un totale di 8.418 milioni di euro. A ruota seguono un Borsa Protetta di Banca Aletti e un Bonus di Unicredit entrambi legati al colosso energetico Eni con rispettivamente 5.077 e 3.372 milioni di euro di controvalore di scambi. Nei primi mesi del 2008, invece, a dominare la scena con 456.358 milioni di euro scambiati è stato l'Equity Protection su Eni di Unicredit seguito da un Bonus certificate di Deutsche Bank su Telecom Italia. In particolare quest'ultimo ha attirato l'attenzione dei trader fino al 15 febbraio. Poi, l'avvicinarsi della barriera posta a 1,54 euro ha fatto inesorabilmente calare gli scambi. Nell'analizzare questi numeri è doveroso precisare che una fetta importante dei volumi è generata dai day-trader che sfruttano la linearità delle quotazioni di questi strumenti e soprattutto il basso spread presente tra denaro e lettera, normalmente pari al tick minimo come per il sottostante. Gli stessi fattori inoltre giocano eventualmente a favore della costruzione di coperture di operazioni contrarie effettuate direttamente sul sottostante.

## LE NOVITÀ 2008

Il 2008 è nato sotto le insegne della novità e se nel 2007 le nuove strutture presentate al pubblico degli investitori e autorizzate alla quotazione da Borsa Italiana erano state in totale sette, nei primi tre mesi del nuovo anno sono già state presentate sei nuove tipologie di Investment approdate al Sedex, l'apposito segmento di Borsa Italiana.

### I TOP 5 DEL 2008

Cod Isin	Emittente	Tipo	Sottostante	Controvalore
IT0004126956	Unicredit	Equity Protection	Eni	456.358.229
DE000DB748Y9	Deutsche Bank	Bonus	Telecom Italia	279.312.407
DE000DB6Z6Y8	Deutsche Bank	Equity Protection	Fiat	243.326.586
DE000DB6Z9Y2	Deutsche Bank	Equity Protection	Generali	235.644.110
DE000DB7Z0Y0	Deutsche Bank	Equity Protection	Generali	215.184.885

FONTE: BORSA ITALIANA

### I TOTALI ANNUI

Anno	Leverage	Investment	Totali
2007	649	584	1233
2008	242	170	412

FONTE: BORSA ITALIANA

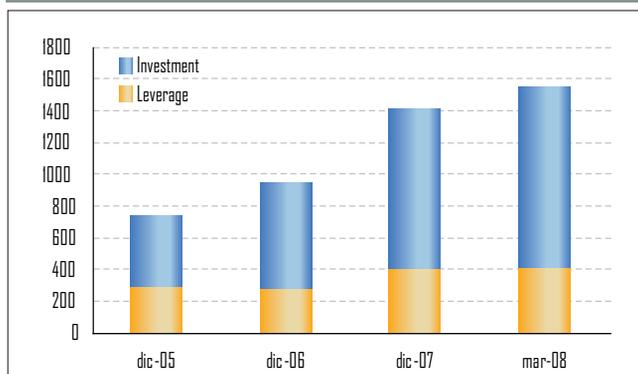
## Le varianti del Bonus

In dettaglio la gran parte delle nuove strutture è stata quotata dall'emittente francese Bnp Paribas, una delle ultime ad approdare al mercato italiano ma anche una delle più attive da inizio anno, con una serie di Bonus certificate innovativi. Le modifiche apportate alla struttura classica mirano a migliorare sensibilmente il profilo rischio/rendimento di questa tipologia di certificati. Ad esempio con il Bonus Pro viene limitato il periodo di validità della barriera: se nei Bonus classici la barriera potrà essere violata in qualsiasi momento della vita del certificato, provocando quindi la perdita delle opzione che garantisce a scadenza il riconoscimento del bonus anche in caso di andamento negativo del sottostante, nel Bonus Pro la violazione della barriera avrà valore solo negli ultimi sei mesi di vita del certificato. Un'altra interessante evoluzione è presente nel Bonus Cliquet che alla struttura classica aggiunge l'effetto "memoria". In particolare con questa tipologia di certificati se il sottostante tocca il livello bonus durante la vita dello strumento, anche in presenza della violazione della barriera si potrà ottenere il rimborso del capitale maggiorato del Bonus previsto. Un'ultima versione del Bonus è il Bonus Rebound, proposto anche dall'olandese Abn Amro che, in caso di violazione del livello barriera, offrirà una sorta di partecipazione attiva al rimbalzo se la rilevazione a scadenza del sottostante sarà superiore allo stesso livello barriera.

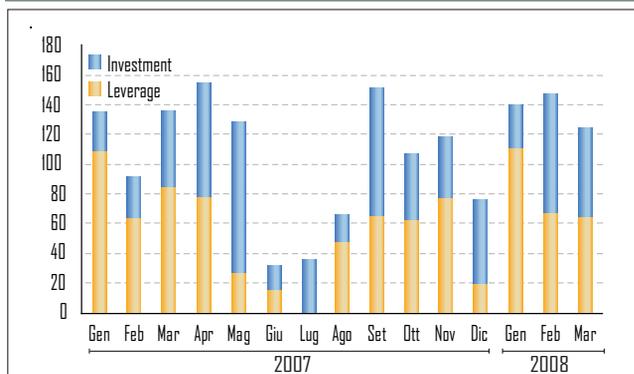
## Crescono i certificati per il ribasso

E dopo i Reflex Short, gli Equity Protection Short e i Bonus Reverse crescono anche le strutture che privilegiano una visione ribassista del mercato con i nuovi Reverse Twin Win e Reverse Autocallable. Presentato da Bnp Paribas, il primo certificato di investimento è stato studiato per offrire un profitto incondizionato in caso di ribasso

dell'indice sottostante e una partecipazione lineare, questa volta subordinata alla tenuta della barriera, in caso di rialzo dell'indice. La struttura prevede quindi, a differenza delle emissioni classiche, un guadagno certo se dovesse confer-

**NUMERO DI STRUMENTI QUOTATI**


FONTE: BORSA ITALIANA

**NUOVE QUOTAZIONI**


FONTE: BORSA ITALIANA

marsi la tendenza ribassista in atto mentre la partecipazione al rialzo sarà riconosciuta solo se l'indice non avrà mai realizzato rialzi pari o superiori al livello barriera. In caso ciò avvenga i rialzi dell'indice verranno riconosciuti in negativo dal certificato. Il Reverse Autocallable invece è stato presentato al mercato italiano da Goldman Sachs. Il certificato, legato all'andamento dell'indice delle blue chip europee DJ Eurostoxx 50, prevede la possibilità del rimborso anticipato a distanza di soli sei mesi dall'emissione nel caso in cui l'indice abbia perso almeno il 5% del suo valore. Al verificarsi di questa condizione all'investitore verrà rimborsato il capitale nominale investito all'emissione maggiorato della performance realizzata dall'indice stesso privata del segno, ovvero ribaltata in positivo. In altre parole ciò significa che se il DJ Eurostoxx 50 avrà realizzato una performance negativa del 10%, il certificato rimborserà il 10%. Se ciò non avverrà alla prima data di osservazione con lo stesso principio e modalità di rimborso ogni sei mesi il certificato potrà essere richiamato dall'emittente. Nel caso infine in cui si arrivi alla scadenza finale del certificato sarà sufficiente che il DJ Eurostoxx 50 non abbia mai realizzato rialzi superiori al 35% rispetto al livello di emissione iniziale per ottenere un rimborso del capitale nominale maggiorato di un coupon dell'8%, altrimenti il valore di

rimborso sarà calcolato in funzione del livello raggiunto dall'indice riconoscendo le performance positive dello stesso come negative per il certificato e viceversa.

**Protezione anche prima della scadenza**

Altra novità sono gli Equity Protection Puttable che offrono la possibilità di beneficiare anche prima della scadenza della protezione del capitale. Presentati da Citigroup e Abn Amro, la struttura è la stessa degli Equity Protection e consente a scadenza sia di contare sulla protezione del capitale investito che di seguire il sottostante in caso di rialzo con un limite imposto dal Cap al 40%. Alla scadenza si arriverà solo se l'investitore non avrà mai esercitato l'opzione Put. A date prefissate, a partire dal secondo anno, e successivamente ogni sei mesi e senza condizione, si avrà la possibilità di rientrare del capitale investito anche in caso di andamento negativo del sottostante.

**I sottostanti**

Ultimo punto dell'analisi riguarda i sottostanti. Ai certificati è spesso riconosciuta la capacità di copertura di indici, materie prime, cambi e titoli. Si conferma l'interesse verso temi innovativi con indici o panieri legati al settore delle nuove energie, del clima, e degli indici tematici ed emergenti. Per la prima volta inoltre, è stato adottato come sottostante un paniere composto da Etf. Al momento l'investitore che si avvicina al Sedex ha la possibilità di investire su un totale di 274 sottostanti.

**I TOP 10 DEL 2007**

Cod Isin	Emittente	Tipo	Sottostante	Totali anno
GB00B01NPF77	Goldman Sachs	Benchmark	Dax	8418.200.000
IT0004196116	Banca Aletti	Borsa Protetta	Eni	5.077.190.000
IT0004035918	Unicredit	Bonus	Eni	3.372.510.000
IT0004126956	Unicredit	Equity Protection	Eni	3.023.360.000
DE000DB026Y0	Deutsche Bank	Equity Protection	Eni	2.912.040.000
IT0004126972	Unicredit	Equity Protection	Eni	2.216.670.000
DE000DB025Y2	Deutsche Bank	Equity Protection	Eni	1.260.200.000
IT0004094451	Unicredit	Equity Protection	Eni	979.550.000
DE000DB039Y3	Deutsche Bank	Equity Protection	Fiat	767.470.000
DE000DB034Y4	Deutsche Bank	Equity Protection	Intesa Sanpaolo	648.370.000

FONTE: BORSA ITALIANA

Vincenzo Gallo

# Precisione svizzera

per i prodotti finanziari.



ISIN DE000VTA0AA0

## Vontobel Climate Protection Index Open End Certificates

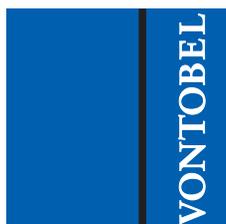
Vontobel è una banca privata che offre prodotti finanziari sviluppati con la massima precisione. Leader del mercato svizzero degli strumenti quotati, offre per la prima volta la propria gamma anche agli investitori italiani.

I **Vontobel Climate Protection Index Open End Certificates** replicano l'evoluzione di un indice composto da titoli azionari di società quotate attive nei settori delle energie rinnovabili e delle tecnologie efficienti. I Certificates sull'indice della protezione climatica non hanno scadenza e sono quotati sul SeDex di Borsa Italiana. Con una semplice operazione è quindi possibile effettuare un investimento sul futuro del nostro pianeta.

Volete saperne di più? Tutte le informazioni su [www.derinet.it](http://www.derinet.it)

Vontobel Europe SA Milan Branch, Financial Products, Via Galileo Galilei, 5, 20124 Milano  
Telefono 848 78 14 15, E-mail [financialproducts@vontobel.it](mailto:financialproducts@vontobel.it)

**Avvertenze:** il presente messaggio ha carattere meramente illustrativo e non costituisce né un consiglio né una raccomandazione di investimento, né sostituisce, quindi, la necessaria consultazione con il proprio intermediario prima di qualsiasi investimento. Prima di procedere all'acquisto o alla negoziazione l'investitore deve leggere il prospetto di base e le relative condizioni definitive disponibili gratuitamente presso la sede legale dell'emittente Vontobel Financial Products GmbH, in Kaiserstrasse 6, 60311 Francoforte sul Meno o sul sito Internet [www.derinet.it](http://www.derinet.it). Si prega di considerare le restrizioni di vendita attualmente vigenti. In caso di negoziazioni in borsa possono essere applicati costi di transazione ed eventuali commissioni di negoziazione.



Private Banking  
Investment Banking  
Asset Management

Performance creates trust

# ACEPI COMPIE UN ANNO

## Intervista ad Adele Bricchi

*Certificate Journal ha intervistato Adele Bricchi, segretario di Acepi, Associazione italiana certificati e prodotti di investimento.*

**Fra due mesi l'Acepi, l'Associazione italiana certificati e prodotti di investimento, compirà il primo anno di vita. Perché si è sentita la necessità di creare un'associazione degli emittenti?**

Negli ultimi anni in Italia abbiamo assistito a uno sviluppo a due cifre del mercato dei certificati e proprio per tale motivo si è sentita l'esigenza di creare un'associazione ad hoc per supportare in modo regolamentato l'ulteriore crescita del settore. Acepi è nata in Italia nel 2007 con l'obiettivo di promuovere una cultura evoluta dei prodotti di investimento, in particolare dei certificati, sull'esempio della Germania e della Svizzera. Al momento fanno parte dell'Associazione sette dei principali emittenti sia italiani che esteri e tutti di livello internazionale, ovvero Abn Amro, Banca Imi, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Sal.Oppenheimer, Société Générale e Unicredit. L'Associazione intende favorire la circolazione di informazioni relative ai prodotti finanziari strutturati, tanto tra gli associati quanto tra questi ultimi, gli intermediari finanziari e il pubblico degli investitori e promuovere i contatti istituzionali con le autorità regolamentari e con le società di gestione dei mercati regolamentati sui quali i prodotti finanziari strutturati vengono scambiati.

**In che modo la nascita dell'associazione può rappresentare un valore aggiunto per l'investitore?**

Come accennato prima Acepi ha lo scopo di promuovere i prodotti di investimento e di contribuire alla conoscenza dei medesimi e allo sviluppo sostenibile del mercato di tali prodotti. In questo contesto, l'associazione ha recentemente predisposto un decalogo di regole e impegni che gli

emittenti a essa associati hanno deciso di condividere e rispettare. Il decalogo intende rispondere a esigenze di chiarezza, trasparenza, omogeneità e standardizzazione per favorire l'efficienza del mercato e creare come conseguenza un valore aggiunto per l'investitore.

**Oltre al decalogo in questi primi dieci mesi cosa è stato fatto di concreto?**

Il decalogo è stata una delle prime iniziative a cui ha fatto seguito ben presto la realizzazione della "Mappa dei Certificati", cioè una griglia che cataloga puntualmente i certificati presenti nel mercato italiano secondo la loro natura e definendone graficamente il payout rispetto al sottostante. Inoltre l'Acepi raccoglie presso ciascun emittente i dati relativi al mercato primario e li rielabora in aggregato, rendendoli pubblici ogni tre mesi e offrendo una fotografia completa della reale diffusione dei certificati.

L'Associazione fornisce poi il suo contributo in ambito istituzionale. Tanto per fare un esempio concreto Acepi ha lavorato su una proposta di standardizzazione dei prospetti che è stata presentata a Consob.

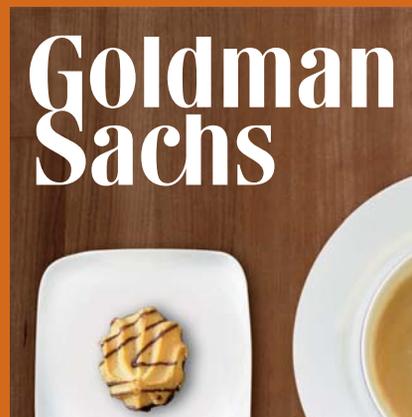
**Quali saranno i prossimi passi?**

Abbiamo in progetto l'organizzazione di convegni e seminari e la pubblicazione di ricerche e studi sul mercato dei prodotti strutturati.

Nei prossimi mesi l'obiettivo primario di Acepi sarà anche di continuare a lavorare al fianco delle principali istituzioni finanziarie per fornire questi servizi.

**Acepi fa parte dell'associazione europea dei certificati. Sotto quali aspetti il mercato italiano può migliorare per ridurre e recuperare il gap di crescita e diffusione che ci separa dai mercati europei, in particolare Germania e Svizzera?**





Con l'azione giusta puoi regalarti un Bonus:  
**Certificati Bonus Goldman Sachs su Azioni Italiane**

- **La gamma più completa di sottostanti:  
tutte le principali blue chip di Borsa Italiana**
- **La più ampia serie di combinazioni bonus-barriera**

**Tutti i prodotti sono quotati sul mercato SeDeX e sono  
acquistabili comunicando il codice ISIN alla Vostra banca.**

Per maggiori informazioni non esitate a contattarci:

Numero Verde: 800 302 303

Internet: [www.goldman-sachs.it](http://www.goldman-sachs.it)

Telefono: 02 8022 3217

Fax: 02 8022 3229

E-Mail: [gs-securitised-derivativesitalia@gs.com](mailto:gs-securitised-derivativesitalia@gs.com)



In effetti Acepi insieme alle associazioni nazionali dei prodotti derivati di Germania, Austria e Svizzera ha dato vita a un'associazione europea con lo scopo di coordinare le future iniziative volte a garantire la trasparenza e a divulgare la conoscenza del mercato in Europa.

Tuttavia le differenze tra i diversi paesi sono ancora tante e nel mercato finanziario italiano è ancora forte una componente bancaria nel senso più tradizionale del termine. Proprio per questo che il mercato italiano ha grosse potenzialità di sviluppo rispetto agli altri mercati.

### Il mercato italiano si può definire un mercato maturo e trasparente in materia di certificati?

Di trasparenza non ce n'è mai troppa. La sfida di Acepi e quella degli associati tutti è quella di creare un mercato ancora più trasparente perché riteniamo che, nel lungo periodo, questo settore potrà esprimere tutto il proprio potenziale se saprà distinguersi dagli altri per un livello di trasparenza marcatamente superiore.



### ACEPI, OBIETTIVO CONOSCENZA

Acepi, l'Associazione italiana degli emittenti di prodotti derivati e di investimento, è nata nel 2007 e attualmente annovera sette membri, tutti tra i maggiori istituti bancari internazionali. Abn Amro, Deutsche Bank, Unicredit, Société Générale e Sal. Oppenheim hanno dato impulso per la fondazione dell'Associazione a cui si sono aggiunte in un secondo momento Banca Imi e Goldman Sachs. Insieme i sei aderenti all'Acepi coprono il 70% del mercato dei derivati della Penisola. L'Italia è riuscita a diventare negli ultimi anni uno dei Paesi più interessanti per questa tipologia di investimento, come testimoniano le cifre relative ai volumi intermediati, superiori ai 4 miliardi di euro nel primo trimestre del 2008 (dati Borsa Italiana). E tuttavia nel Belpaese l'ampiezza del mercato dei certificati è ben poca cosa se confrontato con quello di Germania o Svizzera, considerate zone d'origine di questa forma di investimento, con rispettivamente 230.000 e 18.000 strumenti quotati contro i meno di 2.000 "italiani". Proprio per mutuare l'esperienza di questi due Paesi nel campo dei derivati e per promuovere i prodotti finanziari strutturati favorendone una migliore conoscenza è stata creata l'Acepi. Tra i compiti "istituzionali" dell'associazione la rappresentanza degli

associati presso le autorità di regolamentazione, lo sviluppo delle relazioni tra gli associati e con autorità ed enti professionalmente coinvolti nel mercato, il perseguimento della trasparenza nel comparto, il proporsi come punto di incontro tra gli esperti del settore per consentire un confronto e un'evoluzione delle conoscenze in materia, l'organizzazione di convegni, studi, seminari, corsi e pubblicazioni informative rivolte agli operatori del settore e al pubblico interessato a questa forma di investimento del risparmio.

### I dati sul mercato italiano dei certificati

Tra le attività svolte da Acepi c'è la raccolta e la pubblicazione, su base trimestrale, dei dati relativi al mercato primario dei certificati, ossia valore e numero di prodotti collocati. Dalle rilevazioni si può notare lo stacco esistente tra terzo e quarto trimestre 2006, con un raddoppio del numero di Isin emessi, evento ripetutosi tra il terzo e il quarto trimestre dello scorso anno quando i nuovi prodotti lanciati sono passati da 89 a 163.

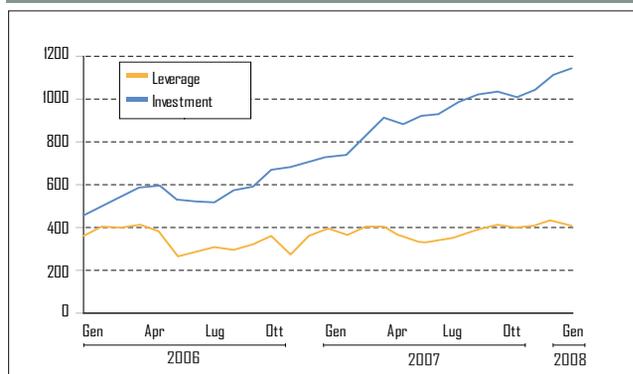
Il valore collocato è stato invece massimo nel primo trimestre del 2007 con poco più di un miliardo di euro. Gli ultimi dati raccolti da Acepi presso i suoi associati evidenziano un rallentamento del trend, una probabile conseguenza del forte rallentamento e dell'elevata volatilità e incertezza presente su molti mercati finanziari.

### Le iniziative di Acepi, il decalogo

Uno degli obiettivi principali dell'Associazione consiste nell'incrementare la conoscenza del mondo dei certificati. A tale proposito uno dei temi più accesi riguarda la scarsa trasparenza e le regole di funzionamento dei prodotti che spesso variano da emittente a emittente pur essendo relative a prodotti della stessa tipologia.

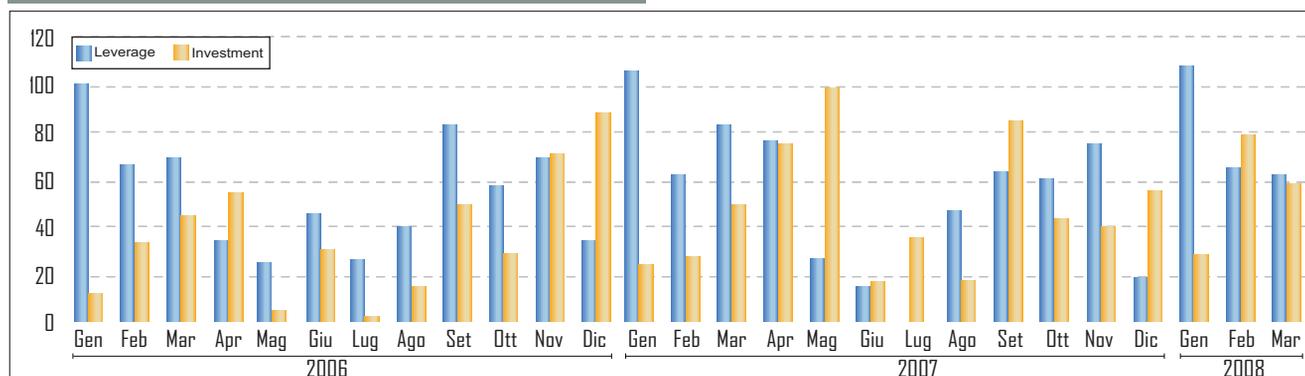
Con la pubblicazione del decalogo, gli emittenti membri di Acepi si sono impegnati ad adottare una serie di regole comuni e impegni.

### LA CRESCITA DEI CERTIFICATI AL SEDEX



Fonte: ELABORAZIONE FINANZAONLINE SU DATI BORSA ITALIANA

## INGRESSI MENSILI CERTIFICATI AL SEDEX



FONTE: ELABORAZIONE FINANZAONLINE SU DATI BORSA ITALIANA

## Il Decalogo

- Regola 1 – La documentazione che accompagna ogni emissione sarà trasparente, completa e chiara.
- Regola 2 – Le informazioni riguardanti gli emittenti saranno diffuse tempestivamente.
- Regola 3 – Il funzionamento del prodotto sarà spiegato con chiarezza.
- Regola 4 – Le informazioni sul sottostante saranno liberamente disponibili e trasparenti.
- Regola 5 – Gli emittenti forniranno informazioni sull'andamento del prodotto anche successivamente all'acquisto.
- Regola 6 – Gli emittenti forniranno i dettagli relativi alle modalità di formazione del prezzo anche dopo l'emissione.
- Regola 7 – Le informazioni sui costi saranno facilmente reperibili.
- Regola 8 – Gli emittenti assicurano l'esistenza di un mercato secondario.
- Regola 9 – Conflitti di interessi
- Regola 10 – Ogni associato Acepi si impegna al rispetto del decalogo.

Non si può non notare, scorrendo queste regole, il forte accento posto su trasparenza e informazione, temi che pervadono sette regole su dieci del decalogo dell'Acepi. Di particolare rilevanza la seconda regola, in quanto i certificati sono sottoposti al rischio emittente ed è dunque di fondamentale importanza sapere con chi si ha a che fare, qua-

le sia la sua situazione finanziaria e patrimoniale e che rating abbia. Gli emittenti sono usualmente grandi istituzioni finanziarie con una solidità elevata.

La terza regola trova invece un limite nelle difficoltà che spesso si incontrano nello spiegare la struttura di prodotti complessi, una difficoltà che richiede una certa dose di impegno da parte del potenziale sottoscrittore nel leggere i documenti contrattuali.

Le regole cinque e sei e otto hanno il loro fulcro nei movimenti di prezzo che possono riguardare il certificato nel corso della sua vita, in quanto quotato sul Sedex o su un altro mercato regolamento.

## La mappa dei certificati

Sempre nel solco della ricerca della chiarezza e della divulgazione dell'informazione, l'Acepi ha proceduto a compilare un'utile mappa dei certificati, reperibile sul sito dell'Associazione [www.acepi.it](http://www.acepi.it).

La mappa raccoglie sotto differenti categorie legate alla maggiore o minore protezione del capitale investito all'emissione, tutti i certificati investment e leverage emessi e dopo averli collegato al rispettivo emittente ne spiega schematicamente le caratteristiche principali: i sottostanti disponibili, le durate tipiche, l'orizzonte temporale d'investimento e il suo obiettivo, le caratteristiche principali e lo schema di funzionamento a scadenza, il livello di protezione offerta alla scadenza.

C&D

## LE RILEVAZIONI DI ACEPI

	1° trim. 2006	2° trim. 2006	3° trim. 2006	4° trim. 2006	1° trim. 2007	2° trim. 2007	3° trim. 2007	4° trim. 2007	1° trim. 2008
Collocato (mln €)	215,407	418,417	221,084	944,100	1.018,515	572,411	461,411	713,816	571,818
Numero Isin emessi	32	36	33	62	84	90	89	163	66

FONTE: DATI AGGREGATI ASSOCIATI ACEPI



# ICA SECONDA EDIZIONE

## Appuntamento al 22 maggio

E' in arrivo la seconda edizione degli Italian Certificate Awards, il concorso ideato da Certificati e Derivati e da Finanzaonline.it per premiare l'eccellenza nel campo della più innovativa forma di investimento arrivata sul mercato negli ultimi anni, i certificati.

Dopo il successo della prima edizione, l'appuntamento per la premiazione sarà quest'anno al Palazzo della Triennale di Milano, il 22 maggio 2008 ma le votazioni per l'assegnazione dei premi sono già aperte e lo rimarranno fino alle ore 20 del 21 maggio 2008.

Infatti, in linea con l'obiettivo di divulgare in maniera chiara

l'informazione sul mondo dei derivati e certificare l'accresciuta attenzione verso questa forma di investimento, Italian Certificate Awards prevede due categorie di premi, una attribuita da

una speciale giuria composta da cinque tecnici tra i maggiori conoscitori italiani della materia e due esperti di comunicazione e un'altra attribuita con votazioni aperte al pubblico.

Il voto potrà essere espresso presso il sito della manifestazione [www.italiancertificateawards.it](http://www.italiancertificateawards.it) o nell'area del Certificate Village all'Italian trading forum di Rimini.

### I PREMI DELLA GIURIA

#### Premio speciale Certificate Journal

Il premio verrà assegnato dalla giuria di qualità all'emittente che, nel corso dell'anno, è stata in grado di offrire il migliore servizio di assistenza e informazione alla propria clientela. Le coordinate in base alle quali verrà espresso il giudizio saranno la qualità del sito dell'emittente,

la piattaforma messa a disposizione del cliente, la funzionalità nella ricerca dei prodotti e l'aggiornamento del relativo database, i prezzi, la comunicazione agli investitori, le emissioni effettuate nel corso dell'anno, l'efficacia comunicativa delle campagne pubblicitarie effettuate, la semplicità e la qualità delle brochure e delle newsletter rivolte al pubblico, i servizi di formazione e didattica e i seminari organizzati nel corso dei roadshow dagli emittenti. E' prevista la premiazione dei primi tre emittenti.



#### Premio per la Struttura più innovativa

In questo caso a essere premiate saranno le prime due strutture di prodotto giudicate in base all'innovazione che sono state in grado di introdurre.

L'assegnazione dei premi verrà effettuata sulla base della capacità dell'emittente di proporre al pubblico il certificato più innovativo.

Oggetto della valutazione per l'assegnazione del premio saranno prodotti dotati di un pay off particolare, non standard.

#### Premio speciale Scoach: miglior broker per certificati

Il premio verrà assegnato al broker che è stato in grado di garantire la migliore accessibilità al mercato dei certificati, promuovendone cultura e investimento.

### I PREMI DEL PUBBLICO

#### Certificato dell'anno

Il premio verrà assegnato ai primi tre certificati, al migliore certificato leverage o investment, che sia stato emesso o quotato nel corso dell'anno.

In collaborazione con:

Gold partner



Main Sponsor



# Italian Certificate Awards



Il primo evento  
completamente  
dedicato al mondo  
dei certificati

Diventa protagonista  
dando il tuo voto!

Partecipa e decidi il migliore  
per ogni categoria su:

[www.italiancertificateawards.it](http://www.italiancertificateawards.it)

LA PREMIAZIONE SARA' A  
MILANO IL 22 MAGGIO 2008

**Queste le categorie e premi in gara:**

- Certificato dell'anno
- Emittente dell'anno
- Premio speciale Certificate Journal
- Premio per la Struttura più innovativa
- Premio per il sottostante più innovativo
- Miglior certificato ed emittente Capital Protection certificates
- Miglior certificato ed emittente Strategy certificates
- Miglior emittente Investment certificates
- Miglior emittente Leverage certificates
- Premio best newcomer
- Premio Speciale Scoach miglior Broker



### **Emittente dell'anno**

Anche in questo caso verranno premiate le prime tre posizioni tra gli emittenti che nel corso dell'anno hanno svolto attività di collocamento, emissione o quotazione di certificati investment o leverage.

### **Premio per il sottostante più innovativo**

Il premio andrà ai primi tre emittenti sulla base della loro capacità di proporre il sottostante più innovativo ossia inedito o difficilmente accessibile altrimenti.

### **Miglior certificato ed emittente capital protection**

A essere premiati dal pubblico saranno le due migliori proposte a capitale parzialmente o totalmente protetto, in grado di difendere l'investimento di capitale su sottostanti azionari, a tema o di commodity, inediti o caratterizzati da elevata volatilità. Tra gli elementi sui quali valutare i certificati, i livelli di protezione e partecipazione, la presenza eventuale di un Cap al guadagno e il rapporto di questi con la durata del prodotto, il criterio di determinazione della performance positiva.

### **Miglior emittente investment certificates**

Il pubblico assegnerà il premio ai migliori due emittenti che nell'anno hanno svolto attività di emissione e quotazione di certificati investment.

### **Miglior emittente leverage certificates**

I votanti assegneranno il premio al miglior emittente tra quelli che nel corso dell'anno hanno svolto attività di emissione e quotazione di certificati leverage. Verranno premiate le prime due posizioni.

## **PREMI ASSEGNATI DA GIURIA E PUBBLICO**

### **Premio best newcomer**

E' l'unico premio che viene assegnato da giuria e pubblico ai tre emittenti che, nel corso dell'anno, si sono resi protagonisti del migliore esordio sul mercato italiano dei certificati. Verranno effettuati solo quegli emittenti che, per la prima volta nel periodo considerato, hanno effettuato attività di collocamento, emissione o quotazione di almeno un certificato investment o leverage.

C&D





# FOR AGRIBUSINESS.

## DWS GO AgriX Protect Note

- L'incremento demografico mondiale, la scarsità delle aree coltivabili e più in generale il processo di globalizzazione, favoriranno la continua crescita della domanda di prodotti agricoli, fertilizzanti, sementi, generando nuove opportunità di business.
- Per consentire agli investitori di cogliere le opportunità offerte da questo megatrend, gli specialisti di DWS hanno effettuato una selezione mirata su 34 titoli di aziende che operano nel settore agricolo o che traggono vantaggio dal suo potenziale di crescita: è nato così DWS AgriX Index.
- DWS GO AgriX Protect Note è la soluzione che consente di investire nell'agribusiness con la garanzia del rimborso del 100% del capitale investito, un rendimento minimo del 4% e massimo almeno del 60% in soli 3 anni!

### DWS GO AgriX Protect Note

WKN: DWS0JW

ISIN: DE000DWS0JW2

- Struttura: Cliquet trimestrale a Capitale Garantito
- Sottostante: DWS AgriX Index (.DWSGAXVT)
- Durata: 3 anni
- Bonus minimo: 4%
- Bonus massimo: almeno 60%
- Garanzia del Capitale: 100% a scadenza
- In collocamento dal 28/04/2008 al 01/07/2008

Per maggiori informazioni contatta:

Deutsche Asset Management SIM S.p.A.

Via Melchiorre Gioia 8 - 20124 Milano

Tel.: +39.02.6299.5229

Fax: +39.02.6299.6499

E-mail: [contattadws.it@db.com](mailto:contattadws.it@db.com)

Internet: [www.DWSGO.it](http://www.DWSGO.it)



Messaggio pubblicitario. DWS GO AgriX Protect Note è emesso da DWS GO S.A. 2, Boulevard Konrad Adenauer L -1115 Luxembourg. Maggiori informazioni sull'offerta, sul trattamento fiscale, sul dettaglio dei costi relativi alle Notes ed all'indice, sulla loro natura e sui connessi conflitti di interesse, sono messe a disposizione dall'intermediario in base alla normativa applicabile, e sono reperibili nel Base Prospectus of DWS GO S.A. of 14 September 2007 e nei relativi Final Terms. Per quanto attiene in particolare ai rischi riconducibili a questi strumenti, si rinvia alle Sezioni "Avvertenze" e "Sintesi dei principali fattori di rischio" della Nota di Sintesi e al paragrafo del Base Prospectus denominato "RISK FACTORS OF THE SECURITIES ISSUED WITHIN THE RELEVANT COMPARTMENT" ("Fattori di rischio dei Titoli emessi nell'ambito del relativo Comparto"). L'investimento nel DWS GO AgriX Protect Note è sostanzialmente assimilabile, salve le peculiarità proprie di questi valori mobiliari, ad un investimento in azioni. PRIMA DELLA ADESIONE LEGGERE IL BASE PROSPECTUS E I RELATIVI FINAL TERMS disponibili sul sito [www.DWSGO.it](http://www.DWSGO.it).

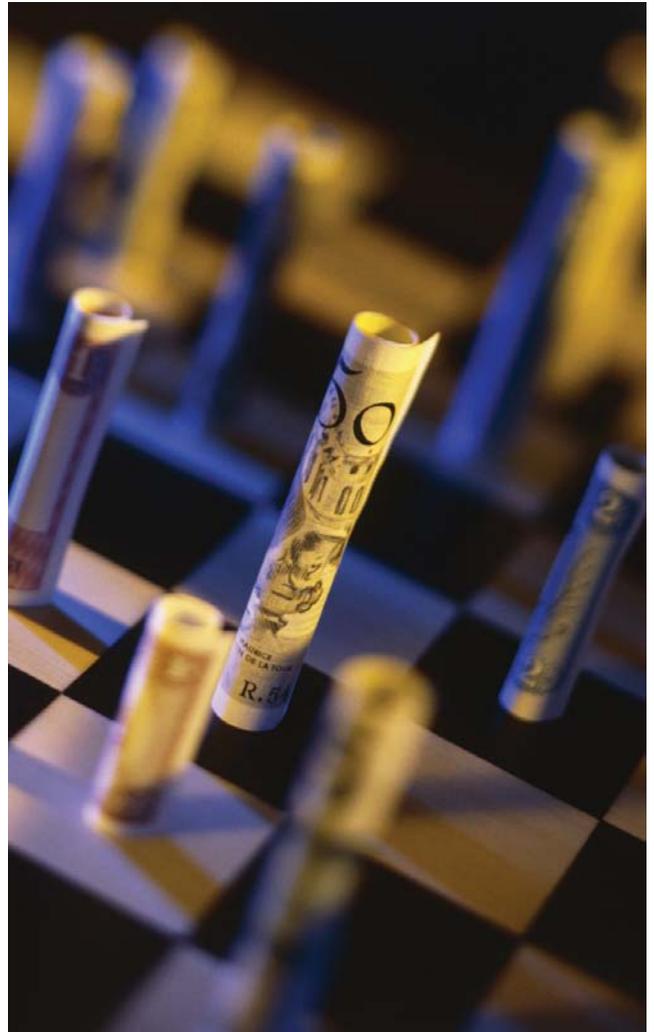
# COMMODITY ED EURO

## Il punto della situazione

I primi due mesi del 2008 hanno visto un'accelerazione corale delle quotazioni delle commodity che in alcuni casi, come per il frumento, ha assunto connotazioni drammatiche per le conseguenze sul fronte dell'alimentazione globale. Diverse materie prime sono giunte a toccare nuovi livelli massimi mentre oro e petrolio hanno abbattuto due soglie psicologicamente importanti come, rispettivamente, i 1000 dollari l'oncia e i 100 dollari al barile. Il forte movimento in acquisto, legato a operazioni di carattere speculativo e alla volontà di cercare un riparo sicuro per la liquidità a fronte dell'inizio d'anno disastroso dei mercati azionari, ha avuto un improvviso stop verso la metà del mese di marzo. Alla base dell'inversione la chiusura delle posizioni in attivo da parte di numerosi hedge fund per ricavare la liquidità necessaria a rispondere alle richieste di copertura dei margini sulle posizioni in perdita ma anche la necessità di riportare le quotazioni su valori più consoni con i fondamentali.

Il brusco calo ha tuttavia fatto temere lo scoppio di una bolla speculativa e paventare la fine di quel superciclo delle materie prime che ne ha sostenuto e ne dovrebbe sostenere ancora i prezzi. Forse però non si è ancora giunti a questo punto e a sostenerlo sono non pochi analisti ed esperti. I fondamentali indicano infatti una direzione univoca che, al di là di correzioni temporanee, guarda verso l'alto. In un recente report, il team di Barclays Capital sottolinea come l'improvviso crollo di marzo non sia affatto una cosa rara in questi comparti e che qualche cosa di simile si sia verificato più volte nei due anni passati. Depurato da questi eventi il trend rimane rialzista e spinto da fondamentali che rimangono oltremodo solidi. "Il divario tra domanda e offerta di materie prime" - aggiunge un altro report redatto da Jay Buthani, gestore del Julius Baer Natural Resources Fund - è destinato a crescere nei prossimi anni".

Soprattutto per quanto riguarda le materie prime agricole, man mano che sempre più ampi strati della popolazione mondiale raggiungeranno soglie di benessere che permetteranno loro un maggiore e migliore consumo alimentare. "A differenza di quanto accaduto in altre situazioni nel passato - aggiunge Buthani - il boom delle materie prime è stato provocato in questo caso dalla for-



EURO/DOLLARO A UN ANNO



FONTE: BLOOMBERG

te crescita dei Paesi emergenti e l'eccesso di capacità produttiva su alcune di queste a livello mondiale è a livelli minimi o addirittura assente". E' così sicuramente per le commodity agricole e per quelle energetiche. Nel primo caso, scrivono in un report gli analisti di Banca Imi "alla richiesta di carattere alimentare si accompagna la domanda da parte del settore energetico, che ha aumentato in modo significativo l'utilizzo dei biocarburanti. Le tensioni di marzo hanno introdotto una fortissima volatilità che è proseguita anche nel mese di aprile. Nel complesso le aspettative rimangono positive". Per quanto riguarda le materie prime energetiche, dopo aver infranto la soglia dei 100 dollari al barile il petrolio Wti è arrivato a far segnare nuovi record oltre i 120 dollari, una chiara evidenza delle tensioni che si stanno scaricando sul mercato dell'oro nero. Anche in questo caso l'outlook fornito dagli esperti di Banca Imi è positivo in quanto la domanda rimarrà sostenuta per le "forti richieste provenienti dai Paesi emergenti a fronte di una moderata elasticità dell'offerta". La frenata dell'economia mondiale e quindi anche di Cina e India dovrebbe infatti avere effetti trascurabili.

A spingersi oltre è Arjun N.Murti di Goldman Sachs, lo stesso analista che in tempi non sospetti, con il prezzo del barile ampiamente sotto i 100 dollari, aveva ipotizzato che si sarebbe presto arrivati ad abbattere tale soglia psicologica. Ora Murti rischia di trasformarsi in una cassandra ortatrice di "sventure" che poi puntualmente si verificano. Nel report elaborato dagli analisti di Goldman Sachs viene posto un traguardo a 150-200 dollari nel giro di un paio di anni.

Secondo l'analisi la crescita dell'offerta di Wti non è adeguata. Mentre il consumo in Cina è raddoppiato rispetto alla fine del 2001, la produzione non è andata di pari passo e la maggiore domanda si è scaricata sulle riserve di produzione Opec, ridotte ora a livelli molto bassi. Il che spiega come ogni interruzione della produzione o qualsiasi difficoltà in un Paese produttore, come quelle che si stanno verificando attualmente in Nigeria, scarichino tensione sulle quotazioni del greggio. Due gli scenari proposti dal report. Una crescita non traumatica ma costante che porterà il prezzo del barile a una media di 110 dollari nel 2009 e di 120 nel 2010 e 2011, o un picco a 200 dollari nel 2009 con ritracciamento verso quota 150 nel 2010 e a 75 nel 2011 determinato da un razionamento della domanda negli Stati Uniti.

Minore ottimismo ma scenario comunque moderatamente positivo per i metalli industriali mentre, sempre secondo gli analisti di Banca Imi, sarebbe al capolinea la sovraperformance dei metalli preziosi: "La decisione della Federal Reserve che nell'ultima riunione di politica monetaria ha di fatto sancito la probabile fine della politica monetaria espansiva, ha anche arginato il deprezza-

mento del dollaro, creando i presupposti per un ritracciamento dei metalli preziosi". In ogni caso, anche per le commodity che sembrano essere in questo momento favorite, non sono da escludere storni anche pesanti. Tobias Levkovich, strategist di Citigroup, evidenzia come negli anni '70 i periodi di recessione abbiano spinto a "poderosi ritracciamenti di breve termine. Non si può assolutamente escludere che ciò accada di nuovo specie in un contesto di quotazioni elevate delle materie prime quale quello attuale". Se nel breve periodo quindi è lecito aspettarsi "vuoti d'aria", il trend che accompagna il comparto nel lungo periodo non dovrebbe essere ancora giunto al capolinea dove potrebbe trovarsi, invece il declino del dollaro.

### **DOLLARO PRONTO A RIPARTIRE?**

La stabilizzazione dei mercati azionari e un flusso di notizie dal comparto creditizio meno negativo e in parte già scontato dai mercati hanno infatti portato a una schiarita in un panorama fino a un paio di mesi fa plumbeo. Ancora una volta si è giunti a parlare di "peggio dietro alle spalle" e molti analisti di mercato si attendono ora che la Federal Reserve possa prendersi una lunga pausa nel cammino di taglio dei tassi di interesse dopo l'ultimo taglio dello 0,25% effettuato mercoledì 30 aprile.

Chi invece al contrario potrebbe iniziare a tagliare i tassi è la Banca centrale europea, in special modo se lo scenario economico confermerà i segnali di rallentamento emersi a inizio anno. Anche se il numero uno di Francoforte, Jean-Claude Trichet, ha confermato l'estrema attenzione alla variabile inflazionistica, in special modo dopo le ultime rilevazioni, la forza dell'euro o meglio la debolezza del dollaro potrebbe essere vicina a un punto di massimo. A meno che non sopravvengano ulteriori tensioni sul mercato del credito non ancora scontate dai mercati azionari o la Fed non decida nuovi interventi. Potrebbe essere così secondo Keith Wade, chief economist di Schroders, secondo il quale il rischio maggiore è che la politica fiscale espansiva adottata dall'amministrazione Bush per alleviare le pene del consumatore americano abbia un effetto solo temporaneo sui consumi. In tal caso sarà di nuovo la Banca centrale statunitense a dover manovrare a sostegno dell'economia a stelle e strisce. E che i tassi negli Stati Uniti siano destinati a scendere ancora, magari verso la fine dell'anno, è un'ipotesi che Nick Gartside, fund manager di Schroders considera molto probabile "in risposta a una continuazione dell'indebolimento dell'economia. Uno scenario che attualmente non viene prezzato dal mercato e che potrebbe nuovamente mettere in difficoltà il dollaro".

CeD

# BUTTERFLY CERTIFICATE

## Passato, presente e futuro

Questa settimana in occasione dell'Italian trading forum anche il Punto tecnico si presenta in veste diversa e per l'occasione sceglie di trattare una tra le più innovative strutture introdotte sul mercato dei certificati. Stiamo parlando della struttura Butterfly, nata in casa Sal.Oppenheim, che visto il riscontro ottenuto dagli investitori che vogliono migliorare le performance del proprio portafoglio è stata ripresa successivamente da altre due emittenti, Abn Amro e Banca Aletti. Volendo ripercorrere dalle origini l'evoluzione della struttura non possiamo che partire dal marzo 2007, data di emissione sul mercato dei certificati del primo Butterfly agganciato al DJ Eurostoxx 50. Prima di analizzare nel dettaglio alcune delle otto proposte attualmente disponibili entriamo nel merito della struttura cercando di capire come l'emittente riesca a realizzare il prodotto.

### RAPIDO RIPASSO SULLE EXOTIC OPTIONS

Nelle diverse edizioni del Punto tecnico abbiamo più volte trattato differenti opzioni negoziate sui mercati Otc. Ciò ha permesso di accumulare nuove conoscenze in vista di un loro utilizzo nel mondo degli investment certificate. E' giunto ora il momento di sfruttare il know-how maturato e di affrontare il Butterfly cercando di scomporre la struttura sottostante. Per prima cosa l'emittente sceglie un indice con buoni dividendi attesi.

Questo permette di avere una fetta della percentuale del prezzo d'emissione pari a 100 a propria disposizione per la componente derivativa. Si pensi a un dividendo del 5% annuo. Se il prodotto ha una vita residua di 3 anni la somma a disposizione da spendere sul mercato Otc è approssimativamente stimabile in un 15%.

### QUALI SONO LE EXOTIC SOTTOSTANTI?

Il Butterfly si compone di Exotic Options appartenenti alla macrocategoria delle path-dependent (sentiero-dipendenti) trattate nei numeri precedenti. Le Barrier options sono tutte quelle opzioni il cui payoff dipende dal livello raggiunto dal prezzo del sottostante nel corso della vita dell'opzione stessa. I meccanismi applicati che modificano il risultato a scadenza sono Up&In, Up&Out, Down&In, Down&Out.

**Up and out** = se il sottostante dell'opzione supera il livello barriera l'opzione stessa scade immediatamente. Può prevedere il rebate ovvero il pagamento di un coupon.

**Up and in** = l'opzione nasce nel momento in cui la barriera viene superata dando diritto al payoff prestabilito contrattualmente. Il contratto sottostante può essere una vanilla call o un'altra struttura esotica.

**Down and out** = se il sottostante scende sotto un certo livello l'opzione scade e cessa di esistere generando una perdita pari al premio pagato. Anche in questo caso può essere previsto il rebate.

**Down and in** = se il sottostante scende sotto il livello della barriera allora l'opzione si attiva e dà diritto all'investitore di beneficiare del payoff a scadenza.

### “LE MANI IN PASTA”: LA STRUTTURA

Se pensiamo di voler strutturare il prodotto Butterfly Max, a capitale garantito a scadenza con l'aggiunta di un rebate (coupon di rimborso) in caso di evento barriera si deve procedere come segue. L'investimento diretto nel sottostante si replica mediante una call strike zero al livello strike del certificato. Il costo dell'operazione grava sul "portafoglio di costruzione" per l'85% del costo totale della struttura. Con il restante 15% l'emittente decide di acquistare una put down and out con strike pari al livello strike del certificato e barriera pari al livello di protezione del certificato stesso. In questo modo permette al Butterfly di ribaltare la performance negativa in positivo e di trarre profitto anche dai ribassi del mercato. Terza operazione, l'acquisto di una call up and out che garantisce fino al raggiungimento della barriera ottime performance al rialzo. Il livello di strike della call up and out è pari al livello strike del certificato e la barriera pari al livello superiore del Butterfly. Se in un qualsiasi momento della vita del certificato il sottostante dovesse scendere al di sotto del livello Barriera per la put o sovraperformare al di sopra del livello barriera per la call, le due opzioni scadrebbero immediatamente pagando un rebate del 2%. Questo permette allo strutturatore di ottenere in

caso di forte ribasso o di rapido rialzo oltre i livelli superiori e inferiori del certificato il pagamento di un rimborso da consegnare all'investitore a protezione aggiuntiva del capitale investito.

## LE STRUTTURE PRESENTI SUL MERCATO

La differenza sostanziale tra le strutture è essenzialmente che alcune garantiscono oltre al capitale a scadenza un rimborso minimo (rebate) mentre il Butterfly non lo prevede e rimborsa in caso di evento barriera sia up che down il valore nominale (in questo secondo caso i livelli delle barriere o i coefficienti di partecipazione possono essere migliorativi rispetto alla versione Max).

Abn Amro punta su una leva simmetrica capace di dare una partecipazione in leva 145% sia ai rialzi che ai ribassi. L'ultima emissione è stata firmata da Banca Aletti e propone di investire per i prossimi tre anni sullo S&P/Mib con una barriera Up posta al 150% dello strike. Vediamo alcune strutture.

**DE000SAL5B31:** agganciato alla performance dell'indice DJ Eurostoxx 50 fa la sua prima comparsa nel marzo 2007 il Butterfly Certificate. Da apprezzare il buon posizionamento delle barriere fissate a una distanza del 50% up e del 60% down. Ad oggi infatti, a distanza di oltre un anno dall'emissione, nonostante i forti ribassi di questo primo trimestre 2008 il livello inferiore non ha preoccupato eccessivamente l'investitore. La barriera down si trova a 2.406.97 punti mentre il livello oltre al quale non si deve salire per evitare di perdere la partecipazione ai rialzi è 6.017.45 punti. Anche considerando i futuri stacchi dei dividendi, il risk buffer, ovvero la distanza percentuale che porta alla barriera, è ancora elevato. La barriera up è distante un 37,45% dai livelli attuali. Interessante la partecipazione up del 190%.

**DE000SAL5B98:** seconda struttura emessa sul mercato, essa è capace di replicare uno a uno i rialzi, ha cioè una partecipazione del 100%, e di ribaltare le performance negative in positive sempre con leva pari a uno se il sottostante rimane compreso entro le barriere. In questo caso però si tratta del primo Butterfly Max che aggiunge al meccanismo classico di payoff il pagamento di un importo addizionale del 2% in caso di evento barriera. In data 17 marzo 2008 si è verificato l'evento barriera al ribasso e ciò ha modificato la struttura del certificato. A questo punto, essendosi estinta la put down and out, è andata persa la partecipazione positiva ai ribassi e se il sottostante a scadenza risulterà essere maggiore del valore iniziale si riceverà un importo pari alla somma del valore nominale, di un importo addizionale e dell'eventuale performance positiva dell'indice. Viceversa semplicemente valore nominale più importo addizionale.

**NL0000863538:** Abn Amro ha inserito nella sua offerta di certificati anche una struttura Leva Butterfly sull'S&P/Mib. Il certificato garantisce interessanti profitti a scadenza anche se il sottostante assume un andamento laterale o moderatamente rialzista o ribassista. La distanza dalle barriere non è elevata e permette un'oscillazione del sottostante entro un range del +/-20%. Infatti la barriera down pari a un livello indice di 33.404 è stata toccata il 23 gennaio 2008 modificando la natura del certificato. Il funzionamento di payoff è quello del Butterfly senza rimborso minimo ma con partecipazione in leva del 145% e un'opzione di protezione totale. Sebbene sia già saltata la barriera al ribasso rimane aperta la possibilità di fruire dei rialzi mentre se il sottostante finale dovesse scendere sotto il valore iniziale si riceverà il capitale investito a scadenza.

## L'ANGOLO DELLA FORMULA

Cercando di uniformare le informazioni offerte dai vari prospetti messi a disposizione dagli emittenti abbiamo ricavato una formula univoca che aiuti nella valutazione del payoff di un Butterfly certificate. Le ipotesi sottostanti vanno così scomposte. In primo luogo si osserva se durante la vita del certificato siano o meno state toccate o superate le barriere. Se non è successo si calcola il payoff come segue:

Se il Valore finale è maggiore o uguale al Valore iniziale:

$$\text{Valore nominale} \times (1 + P \text{ Up} \times ((\text{Valore finale} - \text{Valore iniziale}) / \text{Valore iniziale}))$$

Se il Valore finale è minore o uguale al Valore iniziale:

$$\text{Valore nominale} \times (1 + P \text{ Down} \times ((\text{Valore iniziale} - \text{Valore finale}) / \text{Valore iniziale}))$$

*Nota 1) P Up = se la partecipazione up è del 45%, P Up = 0,45*

*Nota 2) P Down = se la partecipazione down è del 80%, P Down = 0,80*

Se invece le barriere sono state infrante almeno una volta durante la vita del certificato si ottiene la restituzione del Valore nominale pari a 100. Per concludere se si verifica un solo evento barriera, per esempio al ribasso, rimane intatta la partecipazione ai rialzi e si perde quella ai ribassi con la conseguenza che il risultato a scadenza dipenderà dal valore finale. Resta invariata la possibilità di proteggere i 100 euro investiti anche quando, avendo perso la partecipazione ai ribassi, il sottostante chiuda a un valore inferiore al livello iniziale.

*Stefano Cenna*



# INVESTIRE SULL'S&P/MIB

## Certificati per cavalcare il torello

Dopo aver chiuso il 2007 in calo di quasi 7 punti percentuali e aver accumulato un passivo di oltre 12 punti nei primi quattro mesi del 2008, l'indice S&P/Mib ha tentato di risollevarsi facendo affidamento sulla tenuta dei 30.000 punti. La stagione dei dividendi è entrata nel vivo e già all'indomani del corposo stacco cedole del 19 maggio si potrà capire se la tenuta mostrata dopo aver toccato i nuovi minimi nel mese di marzo è legata solo all'attesa dei ricchi dividendi. Ipotizzando una ripartenza sostenuta dai livelli attuali, l'investitore potrà contare su diversi certificati di investimento con o senza leva. Per facilitare il compito di selezione al lettore, dal lungo elenco di oltre 100 strumenti quotati sul Sedex ne abbiamo estratti sei rigorosamente elencati in ordine cronologico di scadenza. Per la maggior parte di questi vale il principio della garanzia a scadenza. Sarà pertanto possibile assistere a una mancata corrispondenza delle quotazioni del certificato e dell'indice sottostante prima della data di scadenza. Il primo certificato che permetterà di sfruttare un'eventuale ripresa del trend rialzista scadrà fra soli cinque mesi e quindi può essere considerato anche per investimenti di brevissimo termine. Si tratta di un Airbag emesso da Abn Amro che a scadenza riconoscerà il rimborso dei 100 euro nominali maggiorati dell'intera performance positiva messa a segno dall'indice se questo riuscirà a portarsi al di sopra dei 34.074 punti dello strike. Stando alla quotazione corrente prossima al nominale, anche considerando i dividendi che prossimamente verranno staccati dall'indice si potrà partecipare linearmente all'auspicato rialzo dell'S&P/Mib. In caso di mancato recupero dello strike, grazie al livello di protezione posizionato all'80% del livello iniziale, l'acquisto a 100 euro condurrà a un nulla di fatto se l'indice si manterrà a scadenza al di sopra dei 27.259,20 punti. Infine, anche ipotizzando una discesa superiore al consentito, tale da portare l'indice a fermarsi appena al di sopra dei 25.000 punti, per effetto del meccanismo Airbag si

subirà una perdita di soli 5 euro sui 100 investiti. La seconda proposta selezionata è un certificato a capitale parzialmente protetto quotato da Banca Aletti. La scadenza è fissata al 30 giugno 2009 e a quella data verranno rimborsati almeno 90 euro se l'indice si fermerà al di sotto dei 33.021 punti del livello protetto. La quotazione attuale, di poco superiore ai 90 euro garantiti, permette di partecipare quasi integralmente all'eventuale ripresa dell'indice. Ipotizzando un ritorno a 40.000 punti, il certificato rimborserà un importo di 109 euro per certificato, pari a un rendimento del 17,77% dall'attuale quotazione esposta in lettera. In caso di discesa la massima perdita che si potrà subire sarà data dalla differenza tra il prezzo di acquisto e i 90 euro protetti. Garantirà invece il rimborso dei 100 euro nominali l'Equity Protection che Deutsche Bank ha strutturato con scadenza fissata al 16 luglio 2010. Emesso con strike a 32.378 punti, il certificato, per effetto della quotazione appena superiore al nominale, permetterà di partecipare in maniera pressoché lineare al rialzo dell'indice. In caso di andamento avverso, ovvero di una discesa dai livelli attuali, la massima perdita sostenibile sarà data dalla differenza tra il prezzo di acquisto e i 100 euro nominali. Certificato Benchmark per eccellenza è il quarto strumento inserito in elenco. La particolarità di questa proposta non è insita nella struttura, semplice e lineare quanto un Etf, bensì nel prezzo offerto sul mercato. Questo benchmark è al momento il certificato che più sconta i dividendi che l'indice distribuirà fino alla scadenza, fissata per il 17 dicembre 2010. Pertanto, acquistandolo, non si percepiranno i dividendi annui ma per effetto dello sconto di circa 4.460 punti indice si potrà partecipare senza alcuna penalizzazione all'andamento rialzista del sottostante. Tra l'altro, e ciò vale per tutti i certificati esposti nel corso di questo speciale, si consideri l'opportunità di compensare eventuali minusvalenze pregresse al fine di rendere netti i rendimenti conseguiti dalla vendita in utile dei

### CERTIFICATI PER CAVALCARE IL TORO

Codice Isin	Tipo	Emittente	Strike	Protezione Barriera	Livello protetto/barriera	Partecipaz.	Bonus	Scadenza	Prezzo €
NL0000030690	Airbag	Abn Amro	34074	80%	27259,20	100%		16/09/2008	100,50
IT0004069172	Borsa Protetta	Banca Aletti	36690	90%	33021,00	100%		30/06/2009	92,55
DE000DB03920	Equity Protection	Deutsche Bank	32378	100%	32378,00	100%		16/07/2010	101,45
IT0004126840	Benchmark	Unicredit				100%		17/12/2010	2,92
DE000DB08119	Equity Protection	Deutsche Bank	35836	90%	3225240	100%		21/12/2010	92,40
NL00000759876	Bonus	Abn Amro	42184	65%	27419,60	100%	123,00%	31/01/2011	76,50

**CERTIFICATI PER SFRUTTARE IL LATERALE**

Codice Isin	Tipo	Emittente	Strike	Protezione Barriera	Livello protetto/barriera	Partecipaz.	Bonus	Scadenza	Prezzo €
DE000SAL5CD2	Easy Express	SalOppenheim	34014	75%	25510,50	100%	110,25%	20/02/2009	101,28
DE000SBLISPO	Protect Bonus	SalOppenheim	32827	70%	22978,90	100%	120,00%	22/01/2010	32,50
IT0004291578	Up&Up	Banca Aletti	38106	63%	24006,78	120 Down; 100% Up		20/12/2010	88,22
DE000DB292Z5	Pepp	Deutsche Bank	34948	65%	22716,20	150%		25/06/2011	80,70
DE000SAL5B07	Twin Win	SalOppenheim	41315	60%	24789,00	145%		20/12/2011	73,47
JE00BIMINK83	Bonus	Goldman Sachs	40841	47%	19195,27	100%	120,00%	20/01/2012	8,76

certificati. Si torna su un Equity Protection con la quinta proposta utile per sfruttare il ritorno in auge del Toro. Il certificato, targato Deutsche Bank, rimborserà almeno 90 euro sui 100 nominali se l'indice si fermerà alla data del 21 dicembre 2010 al di sotto dei 32.252,40 punti. In caso di riferimento finale superiore a tale livello si parteciperà in maniera integrale alla performance positiva messa a segno dall'indice con conseguente rimborso agganciato all'effettiva variazione realizzata: un livello finale di 39.416 punti varrà un rimborso di 110 euro. Analogamente a quanto scritto per il Borsa Protetta di Banca Aletti anche per questo Equity Protection la massima perdita che si potrà subire sarà data dalla differenza tra il prezzo di acquisto e i 90 euro protetti. E' infine un Bonus emesso da Abn Amro il sesto certificato maggiormente indicato per cogliere i frutti di un rialzo dell'S&P/Mib. Il certificato, emesso quando l'indice viaggiava in prossimità dei massimi del 2007 rimborserà il 31 gennaio 2011 un importo pari ai 100 euro nominali maggiorati di un Bonus minimo del 23% se nel corso dei prossimi 2 anni e sette mesi l'indice non toccherà mai il livello barriera posto a 27.419,60 punti. Stando alla quotazione attuale di 76,50 euro si potrà dunque contare su un rendimento complessivo del 60,78% anche se l'indice rimarrà sostanzialmente stabile, anche includendo nel computo i tre dividendi annui che l'indice distribuirà. In caso di evento barriera il certificato assumerà le sembianze di un Benchmark e quindi perderà l'opzione Bonus. Il rimborso sarà quindi agganciato all'effettiva performance dell'indice, l'attuale quotazione riflette già il valore dell'indice al lordo dei dividendi.

**I CERTIFICATI PER SFRUTTARE IL TRADING RANGE**

Esiste tuttavia la possibilità che dopo un ciclo vissuto al ribasso, quello partito nel marzo 2000 e terminato nel marzo 2003, e uno nettamente rialzista iniziato dai minimi di marzo 2003 e culminato sui massimi del maggio 2007, l'indice italiano voglia prendersi un prolungato periodo di pausa. Per affrontare nel migliore dei modi uno scenario laterale è possibile affidarsi a uno dei sei certificati proposti nella tabella. Con un meccanismo semplice e lineare l'Easy Express proposto da SalOppenheim scadrà il 20 febbraio 2009 e rimborserà un importo fisso di 110,25 euro se l'indice si troverà a scadenza a

un qualsiasi livello superiore ai 25.510,50 punti della barriera. Considerando che la quotazione attuale del certificato è di poco più alta del valore di emissione, un eventuale acquisto produrrebbe fatta salva la barriera a scadenza un rendimento complessivo dell'8,85% (annualizzato all'11,79%). Solo nel caso in cui alla data del 13 febbraio 2009 l'indice si trovi al di sotto del livello di protezione, il rimborso verrà determinato dall'effettiva performance realizzata dal sottostante. Viene proposto da SalOppenheim anche il secondo certificato adatto alle fasi laterali. Si tratta di un Protect Bonus che alla scadenza, del 22 gennaio 2010, rimborserà 32,87 euro nominali, dati dai 32.827 punti dello strike moltiplicati per la parità, maggiorati di un Bonus del 20% se nel corso dei 20 mesi restanti l'indice non verrà mai rilevato a un livello pari o inferiore ai 22.978,90 punti. Ipotizzando una sostanziale stabilità dell'indice sarà quindi possibile contare su un premio di rendimento del 21,18% dai 32,50 euro attualmente necessari per l'acquisto. In caso di evento barriera, analogamente all'Easy Express, si parteciperà all'effettivo andamento dell'indice. Il medesimo criterio di rimborso verrà adottato anche nell'eventualità che l'indice riesca a superare i 39.380 punti del livello Bonus. Un trading range sarebbe lo scenario auspicabile anche se si decidesse di puntare sull'Up&Up, certificato più noto come Twin Win, quotato da Banca Aletti. Soggetto a una barriera posta a 24.006,78 punti questo certificato dalla durata residua di due anni e sette mesi rimborserà a scadenza i 100 euro nominali maggiorati della performance assoluta realizzata dall'indice. In pratica si prenderà la sola variazione percentuale privata del segno se non verrà mai toccata la barriera. Alla luce dei valori espressi attualmente da certificato e indice e dei dividendi che verranno "persi" dall'S&P/Mib fino a scadenza, sarà possibile ottenere un guadagno maggiore proprio in caso di assoluta lateralità. Valorizzando infatti in circa 4.000 punti i dividendi dei prossimi tre anni si potrà stimare in circa 29.500 il livello dell'indice alla scadenza. Stando agli 88,22 euro esposti in lettera dal market maker e al rimborso teorico di 127,10 euro dato dalla variazione percentuale assoluta, che divide i 29.500 di ipotetico riferimento finale dai 38.106 punti dello strike, alla quale deve essere poi applicata la partecipazione in leva al ribasso pari al 120%, si può quantificare in un 44,1% il rendimento potenziale a bocce ferme. Sei mesi più tardi sarà la volta della scadenza di un Pepp,

a parziale protezione del capitale, proposto da Deutsche Bank. Anche in questo caso una lateralità finirebbe con il premiare l'acquisto del certificato a 80,70 euro. Infatti, anche con un riferimento finale inferiore allo strike, in assenza di evento barriera nel corso dei tre anni residui, si potrà conseguire un rendimento del 24% pari all'8% annualizzato grazie al rimborso dei 100 euro nominali. A differenza dell'Up&Up che renderà maggiormente in caso di ulteriore ribasso dovuto allo stacco dei dividendi, il Pepp potrà esprimere il meglio di sé in caso di un eventuale rialzo, per effetto di una leva del 150% che si attiverà se l'indice riuscirà a terminare sopra i 34.948 punti di strike. L'evento barriera, che si verificherà solo se l'indice toccherà almeno una volta i 22.716,20 punti, provocherà l'estinzione dell'opzione di protezione del capitale ma non impedirà, in caso di ritorno dell'indice sopra lo strike, di partecipare in leva all'eventuale rialzo. La scelta di fissare la barriera a una distanza del 40% dallo strike permette al Twin Win emesso da Sal.Oppenheim di sopperire a un timing di emissione non esattamente felice. Il certificato, che scadrà il 20 dicembre 2011, permetterà di ribaltare in positivo la variazione negativa dell'indice dai 41.315 punti di riferimento iniziale se nel corso della vita del prodotto non si verificherà mai una discesa tale da portare l'indice a toccare i 24.789 punti della barriera. Scommettendo su uno scenario di stabilità per i prossimi tre anni e mezzo si potrà portare in cassa un rendimento del 61% per effetto del ribaltamento in positivo del ribasso fin qui accumulato dall'indice a partire dallo strike, calcolato sui 33.663 punti dai 41.315 iniziali. Se poi l'indice non dovesse recuperare i punti che perderà a causa dello stacco dei dividendi, il guadagno crescerà ulteriormente. L'evento da scongiurare per evitare la perdita dell'opzione esotica insita nella struttura, quella put down&out che permette di ribaltare la variazione negativa, è il ribasso fino alla barriera. Si consideri infine che in caso di recupero dello strike il certificato riconoscerà la variazione positiva con una leva del 145%. Merita di essere valutata, per il risk buffer abbondante, la proposta di Goldman Sachs, che con un classico Bonus permetterà di incassare un rendimento minimo del 42% se non verranno mai visti dall'indice i 19.195,27 barriera, livello che non è stato neanche avvicinato dall'indice negli ultimi 10 anni. Sia che l'S&P/Mib resti stabile, sia che scenda ancora di un 30%, oltre ai dividendi, o che salga fino a 49.000 punti, il rimborso del certificato sarà sempre 12,42 euro. Solamente in caso di evento barriera o di livello finale superiore allo strike maggiorato del

20% (lo strike è fissato a 40.841 punti), il rimborso sarà determinato dall'effettiva variazione dell'indice.

## I CERTIFICATI CHE BATTONO L'ORSO

L'ipotesi che sembra tenere banco in queste settimane, è di un prolungamento del ribasso iniziato ormai più di un anno fa. Tre i certificati idonei a sfruttare un ribasso delle quotazioni. Il primo è un Twin Win di Banca Imi. Applicando una partecipazione dell'1% ai rialzi, lo strutturatore ha fissato una barriera a un livello al momento irraggiungibile dall'indice anche in considerazione della breve durata residua del prodotto. Qualora si riesca a giungere al 24 luglio 2009 con la barriera inviolata, all'investitore verrà riconosciuta la variazione negativa del sottostante a partire dai 39.710 punti dello strike. E' invece un certificato valido per tutte le occasioni e si adatta anche allo scopo di performare in caso di prosecuzione del ribasso, il Double Win di Deutsche Bank con scadenza 20 dicembre 2011. Al termine dei prossimi tre anni e sette mesi si otterrà il rimborso di almeno 100 euro se l'indice si fermerà a 38.172 punti, lo strike. Qualsiasi scostamento negativo o positivo da tale livello verrà riconosciuto come performance positiva nella misura del 50%. In pratica che l'indice finisca a scadenza al 50% in più o meno sui valori attuali si percepirà un rimborso pari a 125 euro. In tal caso i dividendi concorreranno positivamente alla crescita del valore di rimborso. Abn Amro è infine protagonista dell'ultima proposta ribassista sull'S&P/Mib. Il certificato è un Twin Win con barriera a 26.313 punti che riconoscerà la performance negativa dell'indice dai 43.855 punti di strike con una partecipazione del 180%. Fatta salva la barriera, a scadenza si potrà ricevere un rimborso di 165 euro se l'indice si fermerà a ridosso dei 28.000 punti, ipotesi plausibile se si considerano i tre dividendi e un ulteriore ribasso del 6%. Stando ai 75,80 euro esposti in lettera dal market maker il guadagno a scadenza sarebbe un 117%. Tuttavia va posta la massima cautela. La distanza della barriera, al netto dei dividendi è estremamente ridotta e sarà sufficiente un ribasso del 10%, in aggiunta ai punti persi per lo stacco cedole, per smontare la struttura e portare a un rimborso agganciato all'effettiva perdita dell'indice.

*Pierpaolo Scandurra*

### CERTIFICATI PER BATTERE L'ORSO

Codice Isin	Tipo	Emittente	Strike	Protezione Barriera	Livello protetto/barriera	Partecipaz. Bonus	Scadenza	Prezzo €
IT0004247182	Twin Win	Banca Imi	39710	40%	15884,00	100% Down ; 1% Up	24/07/2009	109,30
DE000DB259Z4	Double Win	Deutsche Bank	38172	100%	38172,00	50%	20/12/2011	99,25
NL0000854750	Twin Win	Abn Amro	43855	60%	26313,00	180% Down	02/05/2011	75,80

# Certificate VILLAGE

Un evento organizzato da:



In collaborazione con:



## CERTIFICATI D'INVESTIMENTO, tutte le risposte alle tue domande al CERTIFICATE VILLAGE!

Per la prima volta all'ITF un punto di **INCONTRO** tra le emittenti e gli investitori per approfondire la **CONOSCENZA** dei certificati di investimento.

Dagli Equity Protection ai Twin Win, alle strategie per la costruzione di portafogli efficienti, nulla è lasciato al caso.

**VIENI A TROVARCI!**

Per maggiori informazioni <http://www.finanzaonline.com/cvillage/index.php>

### GIOVEDÌ 15 MAGGIO

	ORARIO	RELATORE	TITOLO
CERTIFICATE JOURNAL	9:30 - 10:00	P. Scandurra <i>Resp. Contenuti Certificate Journal</i>	Certificati, la nuova frontiera dell'investimento
BANCA ALETTI	10:00 - 11:00	M. Magni, <i>Certificate Product Manager</i> , G. Sarandria, <i>Equity Volatility Trader</i>	Mercati incerti? Scegli il certificate per approfittarne.
VONTOBEL	11:10 - 12:10	S. Miserendino <i>Head of Advisory Italy Financial Products</i>	Open End Certificates - trasparenza e dinamicità per un asset allocation a lungo termine
SAL. OPPENHEIM	12:10 - 13:10	D. Mandiya <i>Resp. per l'Italia di Sal. Oppenheim</i>	Cedole? Anche con i certificati.
DEUTSCHE BANK	14:00 - 15:00	I. Liso <i>X-Markets Team Sales</i>	Attacco e difesa: le strategie possibili con i certificati d'investimento
ABN AMRO	15:10 - 16:10	E. Medaglia <i>ABN Amro Markets</i>	Investire a leva al rialzo e al ribasso sulle azioni italiane
BANCA IMI	16:20 - 17:20	E. Ferrari, <i>Volatility Trader</i> , D. Finardi, <i>Head of listed products</i>	Portafogli efficienti con certificati a capitale garantito e benchmark
CERTIFICATE JOURNAL	17:30 - 18:00	P. Scandurra; <i>Resp. Contenuti Certificate Journal</i>	Chiusura Lavori prima giornata

### VENERDÌ 16 MAGGIO

	ORARIO	RELATORE	TITOLO
CERTIFICATE JOURNAL	9:30 - 10:00	V. Gallo <i>Certificate Journal</i>	Un anno di certificati, analisi del mercato
SG	10:00 - 11:00	C. Mannocchi <i>Deputy Head Listed Products Italy</i>	Strategie di investimento Absolute Return e capitale garantito con i Certificates
BNP	11:10 - 12:10	V. Riflesso <i>Head of Volatility Trading</i>	Mercati altalenanti? Volgiti a tuo favore con i Covered Warrants e i Certificates di BNP Paribas
ABN AMRO	12:20 - 13:20	E. Medaglia <i>ABN Amro Markets</i>	Investire facilmente sui tassi di interesse e di cambio
CERTIFICATE JOURNAL	13:30 - 14:00	P. Scandurra <i>Resp. Contenuti Certificate Journal</i>	Portafogli efficienti con i Certificati. Simulazione di mercato
SAL. OPPENHEIM	14:00 - 15:00	D. Mandiya <i>Resp. per l'Italia di Sal. Oppenheim</i>	Livello di protezione: il compagno ideale!
CERTIFICATE JOURNAL	15:00 - 16:00	S. Cenna <i>Certificate Journal</i>	Analisi delle strutture dei certificati. Il punto tecnico.
CERTIFICATE JOURNAL	16:00 - 17:00	M. Volpe <i>Certificate Journal</i>	Strategie di Hedging con i Certificati



# IL MONDO DEI CERTIFICATI

## Alcune nozioni utili

I certificati sono derivati emessi da banche che replicano una o più attività finanziarie sottostanti. Si dividono in leverage e investment. I primi sono certificati che, dotati di leva, consentono di operare sia al rialzo che al ribasso sul sottostante scelto. Si prestano particolarmente a un utilizzo in operazioni a carattere speculativo o di copertura di portafogli in essere. Gli investment sono invece indicati per un obiettivo di investimento di medio-lungo termine anche se sono in aumento le emissioni con durate fino a un anno. La categoria degli Investment certificate è ulteriormente suddivisa in sette micro-tipologie.

**Benchmark:** offrono una replica fedele del sottostante.

**Open end:** Benchmark caratterizzati da assenza di scadenza.

**Quanto:** particolare opzione che consente di annullare il rischio cambio per i sottostanti quotati in valuta diversa dall'euro.

**Discount:** strumenti emessi a sconto sulla quotazione del sottostante. Consentono di proteggere il capitale investito dai ribassi nei limiti previsti e di beneficiare dei rialzi fino a un massimo.

**Outperformance:** strumenti dotati di una o più opzioni accessorie, quali possibilità di guadagno sia al rialzo che al ribasso, raddoppio delle performance o rendimento cedolare. La peculiarità di questa tipologia di certificati è offrire una performance slegata dalla semplice replica del sottostante.

**Capitale protetto:** consentono di partecipare alla performance positiva del sottostante, o negativa nelle versioni short, e allo stesso tempo di proteggere il capitale da ribassi, o rialzi nelle versioni short. Possono prevedere che a scadenza la restituzione del valore nominale o sue frazioni, di solito non inferiori all'80%, sia compensata da rinuncia a parte delle performance.

**Bonus:** adatti a una visione di mercato stabile o moderatamente negativa consentono, a predeterminate condizioni, di ottenere a scadenza il rimborso del capitale più un Bonus anche in caso di andamento negativo del sottostante. Unica condizione è che eventuali ribassi del sottostante durante la vita del certificato non violino la barriera, pena il decadimento dell'opzione.

### LA VITA DEI CERTIFICATI

La vita dei certificati ha inizio con il collocamento presso gli investitori, fase di mercato primario. In alcuni casi è possibile che l'emittente salti questa fase e proceda con l'emissione del certificato che verrà proposto in quotazione sul mercato secon-

dario. Terminato il collocamento i certificati vengono emessi e quotati fino alla naturale scadenza. L'esercizio, e il conseguente accredito del rimborso, è automatico. Per la sottoscrizione di norma è prevista una commissione. Osservando i collocamenti degli ultimi due anni possiamo fare una suddivisione in tre scaglioni: nella fascia bassa i certificati che prevedono una fee iniziale tra l'1% e il 2,5%, nella fascia media la commissione è tra il 2,5% e il 5% mentre nella fascia alta rientrano i certificati con fee superiore al 5%. Nell'ultimo periodo le emittenti tendono ad agevolare i sottoscrittori con l'applicazione di una commissione ripartita sull'intera durata del certificato.

### Dove sono quotati

La maggior parte viene quotata nel segmento Securitised derivatives, il Sedex di Borsa Italiana. In alcuni casi la quotazione può avvenire su mercati diversi quali il Luxembourg Stock Exchange o lo Schoach di Francoforte o su sistemi di scambi organizzati dell'emittente o del collocatore come Euto1x o Sso di Fineco. Barissimi i casi in cui non è prevista la quotazione. Le opzioni del certificato valgono solo a scadenza mentre il prezzo esposto dall'emittente rifletterà l'andamento delle opzioni che ne compongono la struttura. Quindi la quotazione sarà influenzata dall'andamento del sottostante e da fattori tipici delle opzioni quali la volatilità, time decay e tasso risk free. Da ciò deriva che se si è acquistato ad esempio un certificato a capitale interamente protetto, una vendita prima della scadenza potrà avvenire anche a un valore inferiore al nominale.

### La tassazione

Mentre gli Etf sono sottoposti a doppia tassazione, ovvero redditi diversi derivanti dalla differenza tra Nav del giorno di acquisto e Nav del giorno di vendita e redditi da capitale derivanti dalla differenza tra prezzo di acquisto e di vendita effettivi, nei certificati la tassazione è il 12,50% sulla plusvalenza maturata. Nel caso di un certificato le plusvalenze potranno essere compensate con le minusvalenze generate da titoli azionari o derivati e viceversa mentre nel caso degli Etf non potranno essere compensati i redditi diversi.

# SAL. OPPENHEIM

Banca privata dal 1789

**NOVITÀ:**  
ora anche su azioni!

## EASY EXPRESS CERTIFICATES

*Acquista ora sul SeDeX!*

- > Rendimenti elevati anche con ribassi fino al 25%\*!
- > Scadenza già al 29.06.2009
- > Considera solo il livello del sottostante a scadenza!

### 130,00 EUR su Fiat

Prezzo lettera: 109,00 EUR • ISIN: DE 000 SAL 5CM 3

Livello di protezione: 10,26 EUR • Livello iniziale sottostante: 13,68 EUR

### 125,25 EUR su UniCredit

Prezzo lettera: 107,05 EUR • ISIN: DE 000 SAL 5CN 1

Livello di protezione: 3,44 EUR • Livello iniziale sottostante: 4,58 EUR

### 123,25 EUR su Telecom Italia

Prezzo lettera: 104,60 EUR • ISIN: DE 000 SAL 5CL 5

Livello di protezione: 1,04 EUR • Livello iniziale sottostante: 1,39 EUR

### 115,50 EUR su ENI

Prezzo lettera: 104,60 EUR • ISIN: DE 000 SAL 5CJ 9

Livello di protezione: 17,23 EUR • Livello iniziale sottostante: 22,97 EUR

Anche su ENEL e STMicroelectronics!

**Come funzionano:** Per il rimborso degli Easy Express è determinante solo il livello di ogni sottostante al 29.06.2009. In tale data, se l'azione sottostante è pari o superiore al livello di protezione, pari al 75% del livello iniziale di ogni sottostante, per ogni Easy Express Certificate viene pagato l'importo di rimborso più cedola. Si ottiene quindi un guadagno anche con ribassi contenuti del sottostante. Se invece il livello dell'azione è inferiore al livello di protezione, viene pagato un importo pari all'andamento del sottostante stesso. Solo in questo caso, l'investitore partecipa alle perdite registrate dal sottostante.

### Esempio di rimborso a scadenza – Fiat al 29.06.2009

18,47 EUR (+35%)\* -> 130 EUR

14,36 EUR (+5%)\* -> 130 EUR

11,63 EUR (-15%)\* -> 130 EUR

9,58 EUR (-30%)\* -> 70 EUR

**Lotto di negoziazione:** minimo 1 certificato o multiplo • **Ulteriori informazioni sul prodotto:** [www.oppenheim-derivati.it](http://www.oppenheim-derivati.it) • **Comunicazione pubblicitaria:** Prima dell'acquisto leggere attentamente il Prospetto di Base, ogni eventuale supplemento e le Condizioni Definitive disponibili presso Sal. Oppenheim jr. & Cie. KGaA, Trading & Derivatives, Untermainanlage 1, 60329 Francoforte sul Meno/Germania e presso la filiale italiana di IFP, via Vittor Pisani 22, 20124 Milano. La presente pubblicazione non costituisce consulenza o raccomandazione di investimento e non sostituisce in alcun caso la consulenza necessaria prima di qualsiasi sottoscrizione o acquisto da parte della propria banca od altro esperto abilitato. Non può essere assunta alcuna responsabilità da parte dell'emittente Sal. Oppenheim jr. & Cie. KGaA nel caso di eventuali perdite di capitale che sono da addebitarsi esclusivamente alle decisioni di investimento prese dagli investitori anche se sulla base del presente documento. Condizioni aggiornate al 02.05.2008. Il prezzo di vendita viene adeguato costantemente all'andamento del mercato. \* In riferimento ai livelli iniziali.

--- Per conoscere tutta la gamma di prodotti visita il nostro sito [www.oppenheim-derivati.it](http://www.oppenheim-derivati.it) ---

--- Numero verde: 800 782 217 --- [certificati@oppenheim.it](mailto:certificati@oppenheim.it) --- [www.oppenheim-derivati.it](http://www.oppenheim-derivati.it) ---



**CAPITALE  
GARANTITO\***



# SG

Equity Protection  
Certificate su indice  
SGI WISE Long/Short

## Per una strategia Long/Short

SGI WISE Long/Short è un indice unico ed innovativo proposto da SG per permettere agli investitori di realizzare una strategia Long/Short con l'obiettivo di conseguire:

- Performance decorrelate dall'andamento del mercato
- Volatilità inferiore rispetto ai mercati azionari europei

L'indice è ottenuto combinando **posizioni lunghe (acquisto)** e **posizioni corte (vendita)** su azioni europee selezionate sulla base del modello matematico WISE, sviluppato dal team di Ricerca Quantitativa di Société Générale.

È ora possibile investire sull'indice SGI WISE Long/Short tramite un Certificato Equity Protection caratterizzato da:

- Partecipazione al 100% dei rialzi dell'indice SGI WISE Long/Short
- Capitale garantito al 100% a scadenza in ogni scenario di mercato\*

A scadenza l'investitore riceverà un rimborso minimo di 100 € (pari al capitale investito in fase di sottoscrizione) maggiorato della performance positiva realizzata dall'indice di riferimento SGI WISE Long/Short.

Equity Protection Certificate su indice SGI WISE Long/Short è in collocamento fino al 30/04/2008 e verrà richiesta la quotazione su Borsa Italiana con liquidità garantita da Société Générale.

INDICE SOTTOSTANTE	CARATTERISTICHE	PROTEZIONE	SCADENZA	ISIN	CODICE DI NEGOZIAZIONE
SGI WISE Long/Short	Indice quantitativo che attua una strategia Long/Short	100 €	08/05/2013	DE000SG1E7T3	S08540

La **gamma completa** di Certificate SG è disponibile sul sito [www.certificate.it](http://www.certificate.it)

 **SOCIETE  
GENERALE**

Per maggiori informazioni:

[www.certificate.it](http://www.certificate.it)  
[info@sgborsa.it](mailto:info@sgborsa.it)

Numero Verde  
**800-790491**

\*A scadenza sarà garantito un rimborso minimo di 100 €, pari all'intero capitale investito in fase di sottoscrizione. In caso, invece, di acquisto del Certificato sul mercato secondario ad un prezzo superiore a 100 € si avrà la protezione di parte del capitale investito, mentre a fronte di un prezzo inferiore a 100 € si avrà sia il capitale garantito sia un rendimento minimo.

Il presente annuncio è un messaggio pubblicitario e non costituisce offerta di vendita o sollecitazione all'investimento. Prima dell'acquisto leggere il Programma di Emissione e le Condizioni Definitive (Final Terms) disponibili sul sito [www.certificate.it](http://www.certificate.it) e presso Société Générale Via Olona, 2 - 20123 Milano.