

## INDICI DECREMENT, COSA SONO E COME FUNZIONANO

*Tramite il loro utilizzo come sottostanti, gli emittenti riescono ad offrire caratteristiche superiori alla media dei prodotti strutturati in maniera classica. Quali sono le differenze tra Decrement in euro o in percentuale e quali rischi corre l'investitore*

Il segmento dei certificati di investimento si distingue da sempre per la capacità di innovazione e per la cosiddetta ingegneria finanziaria, che permette di creare nuove soluzioni in grado di soddisfare le esigenze degli investitori e di adattarsi ai mutevoli scenari di mercato. Tra le ultime proposte quotate si sta osservando una tendenza a innovare non tanto la struttura o il payoff quanto la natura del sottostante, come conseguenza di quanto è accaduto negli ultimi due anni sul fronte dei dividendi pagati dalle società quotate. Prima di addentrarci nell'analisi delle novità ricordiamo che i certificati vengono strutturati in maniera tradizionale facendo ricorso all'utilizzo dei dividendi stimati e pertanto eventuali discrepanze tra quelli effettivamente realizzati e quelli stimati possono generare un ritorno o una perdita per l'emittente, che si traduce sommariamente e rispettivamente in uno svantaggio o vantaggio per l'investitore. Quanto accaduto nel 2020 e in parte nel 2021, con i dividendi ridotti o cancellati da gran parte dei sottostanti adottati in precedenza dagli emittenti per la costruzione dei certificati, ha modificato l'impostazione degli strutturatori inducendo a una maggiore prudenza nella stima futura dei dividendi. Memori infatti delle perdite subite per il mancato introito di dividendi ormai già previsti e "utilizzati" per la struttura opzionale, gli emittenti hanno iniziato ad applicare una sorta di "haircut" sui flussi stimati per le nuove emissioni: a titolo esemplificativo e non esaustivo, se nel 2019 un'emittente stimava e utilizzava per Intesa Sanpaolo un dividendo annuo di 0,19 euro al fine di finanziare l'acquisto della struttura opzionale, a partire dal 2021 a fronte di una stima di 0,19 euro ha iniziato ad utilizzarne gran parte ma non più l'intero importo, con la conseguenza che rispetto al recente passato, a parità delle altre condizioni di mercato, le caratteristiche dei nuovi prodotti sono risultate inevitabilmente peggiorative.

Da qui è partita la tendenza ad adottare per alcune nuove emissioni, dei sottostanti sintetici creati ad hoc su indici o su azioni, definiti "Decrement" . Per una serie di certificati di recente quotazione sono ad esempio stati utilizzati gli indici creati da Qontigo, associata di STOXX, replicanti una determinata azione a stacco fisso di un pre-determinato ammontare: gli **ISTOXX Decrement**.

Sottostante
Istoxx UCG GR Decrement 0.48
iSTOXX ISP GR Decrement 0.197
Istoxx Single Stock on Societe Generale GR Decrement 2.08

L'applicazione di questi sottostanti nelle strutture dei certificati è mirata a far godere l'investitore in certificati del fixing del dividendo sintetico rispetto all'eventuale tasso di crescita del dividendo azionario, variabile a lui avversa: all'aumentare del dividendo, il prodotto tenderà infatti a subire un deprezzamento scontando uno stacco più alto, incrementando ad esempio la probabilità di infrazione della barriera. Allo stesso modo, per lo strutturatore dell'emittente, sarà più facile coprirsi dallo stacco del dividendo raggiungendo la neutralità, evitando perdite in conto capitale e consentendo di creare prodotti con rendimenti più elevati o barriere più profonde. Nel mondo finanziario è persistente tuttavia una nozione: il rischio è proporzionale al rendimento. L'idea di fissare un ammontare sul rendimento lordo produce un rischio implicito dettato dal differenziale tra prezzo corrente e ammontare di fixing in euro prestabilito alla creazione dell'indice: ad esempio, l'indice iSTOXX ISP GR Decrement 0,197 euro ( codice Isin CH1105672039 ) replica l'andamento del titolo Intesa Sanpaolo ( **ma attenzione a non assimilarlo a quest'ultimo** ) togliendo un ammontare di 0,197€ frazionato su base giornaliera e reinvestendo il dividendo effettivo al netto dei costi ( Gross Return) . **All'attuale quotazione di Intesa pari a 2,03 euro si tratta di un dividend yield del 9,70% ma cosa accadrebbe se l'azione perdesse il 50% da valore iniziale? Sarebbe a quel punto verosimile una riduzione del dividendo a 0,10 euro circa per mantenere un dividend yield del 9,70% ma per effetto dello stacco fisso di 0,197 euro si avrà una riduzione dell'indice Decrement pari al 19,40%, con conseguente aumento delle probabilità di avvicinamento e rottura delle barriere.**

Ma anche a parità di sottostante si potrebbe verificare una situazione di rischio sottostimato dall'investitore: ipotizzando che **Intesa Sanpaolo decidesse di tagliare i dividendi per i prossimi 4 anni, si avrebbe una decurtazione dall'indice sempre pari a 0,197 euro con la conseguenza di incrementare i rischi di rottura delle barriere o di non percepire i premi.** Per contro se salissero nel tempo si avrebbe una decurtazione inferiore con potenziale vantaggio.

In un periodo di 3/5 anni, tale discrepanza tra dividendo effettivo e quello prefissato per gli indici Decrement in euro può portare (senza considerare eventuali tagli dei dividendi da parte del management o da parte delle Banche centrali come avvenuto nel corso del 2020) ad un'elevata sottoperformance capace di gravare sul risultato dell'investimento. **E' quindi da qui che viene estrapolato il maggiore rendimento o la maggiore difesa dei prodotti legati a questi sottostanti.**



*(linea bianca l'indice iSTOXX ISP GR Decrement 0.197, linea celeste l'azione Intesa SanPaolo)*

## DECREMENT IN PERCENTUALE

Una seconda modalità di applicazione degli indici Decrement prevede una decurtazione fissa, ma in termini percentuali, del dividendo sintetico. Ipotizzando ad esempio che venga utilizzato per la costruzione di un certificato un indice Decrement 5% su uno specifico indice o azione sottostante, si avrà una riduzione giornaliera su base annua in convenzione 360gg, del dividendo sintetico pari al 5% della quotazione Gross Return del sottostante. Fissando il dividendo in percentuale anziché in valori assoluti si riesce ad evitare all'investitore il rischio di incremento considerevole della divergenza di performance tra sottostante e relativo indice Decrement in uno scenario ribassista. Riprendendo l'esempio descritto in precedenza sul titolo Intesa Sanpaolo e relativo indice Decrement 0,197, dove a fronte di una quotazione corrente di 2,03 euro si ha un dividend yield del 9,70% ma in caso di perdita dell'azione pari al 50% si subirebbe uno stacco pari al 19,40%, utilizzando un indice Decrement 9%, a titolo di esempio, si fisserebbe a tale percentuale la differenza tra le performance del sottostante e dell'indice. Con questa seconda modalità di applicazione l'investitore sarebbe maggiormente tutelato in scenari ribassisti futuri e sostanzialmente allineato al dividend yield che caratterizza storicamente un titolo o un indice.

## QUALI PROSPETTIVE E RISCHI NELL'ATTUALE CONTESTO DI MERCATO

Le fasi di ribasso dei mercati o di contrazione economica (a cui sono direttamente attribuibili stime in riduzione degli utili distribuiti) porteranno quindi ad un ulteriore rischio per l'investitore in certificati su strumenti con sottostanti Decrement, proprio quelle fasi in cui grazie alle barriere protettive, dovrebbe sentirsi più "safe" rispetto all'investitore sui titoli azionari. L'offerta di indici di Qontigo, tuttavia, è numerosa per ciascun sottostante in termini di ammontare reciso dal prezzo, motivo per cui, non sempre la sottoperformance è di entità superiore ai 10 punti percentuali in un orizzonte temporale di 5 anni: questa caratteristica, in ottica cedolare, potrebbe infatti presentarsi come un'opportunità per godere dei maggiori rendimenti corrisposti da questi strumenti riducendo la probabilità di ottenere il capitale anticipatamente, evitando così all'investitore la ricerca di prodotti sul secondario che difficilmente presenterebbero premi della stessa entità a parità di struttura. Questa lettura, come molte altre che si potrebbero fare, andrà tuttavia sempre **ponderata per le prospettive dei titoli sottostanti e ad oggi le stime sui dividendi futuri non sono certamente in crescita.**

## LE DIFFERENZE CON I DIVIDEND ADJUSTED

Un'altra soluzione adottata da alcuni emittenti per eliminare la variabilità dell'impatto dei dividendi sulle strutture è quella definita **Dividend Adjusted**. Mentre per gli indici Decrement l'aggiustamento del dividendo avviene rispetto al sottostante stesso, in questa particolare tipologia sarà l'emittente a quantificare l'impatto del dividendo effettivamente realizzato rispetto alle stime, differenza esplicitata dal differente nome commerciale. I Dividend Adjusted sono certificati la cui strutturazione è legata all'utilizzo di un dividendo "ottimizzato" al fine di sfruttare il reale dividendo corrisposto piuttosto che le stime date: il prodotto verrà costruito ad emissione utilizzando le stime dei dividendi fino alla data di scadenza (come comunemente fatto in fase di strutturazione) con una modifica del valore spot per variazioni in eccesso o in difetto dei dividendi rispetto alle stime, per una contestuale variazione della performance dello strumento. Per esempio, qualora il dividendo sia in eccesso rispetto alla stima in un determinato anno, l'extra ammontare di utile ottenuto dall'emittente verrà redistribuito all'investitore come over performance dello spot "aggiustato" rispetto allo spot effettivo mentre, nel caso opposto, i minori dividendi saranno addebitati allo spot in negativo. Con questa piccola correzione, negativa per l'investitore in fasi di dividendi in riduzione ma positiva per dividendi maggiori, l'emittente è in grado di sfruttare al meglio i dividendi corrisposti per incrementare il rendimento o la protezione dello strumento.

Confrontando le tre tipologie di prodotto, si osserverà il disequilibrio tra i rendimenti e le protezioni (maggiore negli strumenti con sottostanti ISTOXX Decrement in euro e minore nei Dividend Adjusted) ma questo legato ad un aspetto essenziale: in un caso si tratta di assunzione di maggior rischio (per i Decrement in euro), nell'altro di riequilibrio dello stesso. Le relazioni rischio rendimento, come detto, permangono costanti nel mondo finanziario in ipotesi di efficienza.