

# La logica dei rendimenti definiti: rimodellare la distribuzione dei rendimenti con gli autocallable

WisdomTree®

WisdomTree.com
+44 (0) 207 448 4330

# La logica dei rendimenti definiti: rimodellare la distribuzione dei rendimenti con gli autocallable

L'investimento azionario tradizionale offre un forte potenziale di rendimento a lungo termine, ma i risultati degli investimenti su orizzonti temporali di breve e medio termine possono essere altamente incerti. L'ampia dispersione dei rendimenti e le forti flessioni possono rappresentare una sfida per gli investitori che intendono costruire portafogli diversificati e perseguire percorsi di investimento più costanti.

L'investimento azionario tradizionale offre un forte potenziale di rendimento a lungo termine, ma i risultati degli investimenti su orizzonti temporali di breve e medio termine possono essere altamente incerti. L'ampia dispersione dei rendimenti e le forti flessioni possono rappresentare una sfida per gli investitori che intendono costruire portafogli diversificati e perseguire percorsi di investimento più costanti.

Le strategie a rendimento definito o a risultato definito mirano a rimodellare questa distribuzione dei rendimenti restringendo la gamma dei possibili risultati, pur mantenendo al contempo l'esposizione alla crescita a lungo termine del mercato azionario.

I titoli autocallable rappresentano una delle forme più consolidate e scalabili di investimento a rendimento definito. Combinando l'esposizione sia al premio di rischio azionario che al premio di rischio di volatilità all'interno di una struttura contrattuale di rendimento, i titoli autocallable possono offrire una fonte differenziata di rendimenti simili a quelli azionari, con risultati di investimento potenzialmente più controllati su orizzonti temporali di medio-lungo termine.

Storicamente, l'accesso agli autocallable è avvenuto principalmente attraverso singoli prodotti strutturati, il che spesso comportava un rischio di concentrazione dell'emittente, complessità operativa e una flessibilità limitata del portafoglio. La struttura degli Exchange Traded Fund (ETF) consente di implementare gli autocallable all'interno di un quadro di portafoglio diversificato, gestito attivamente e di tipo istituzionale.

Il presente articolo approfondisce:

+ il ruolo degli autocallable nel ridefinire la distribuzione dei rendimenti azionari
+ i fattori strutturali che determinano i rendimenti alla base di questa classe di attività
+ l'importanza della gestione attiva del portafoglio
+ in che modo l'adozione degli ETF da parte degli investitori istituzionali potrebbe migliorare i risultati a lungo termine degli investitori

## 1. Rimodellamento delle distribuzioni dei rendimenti

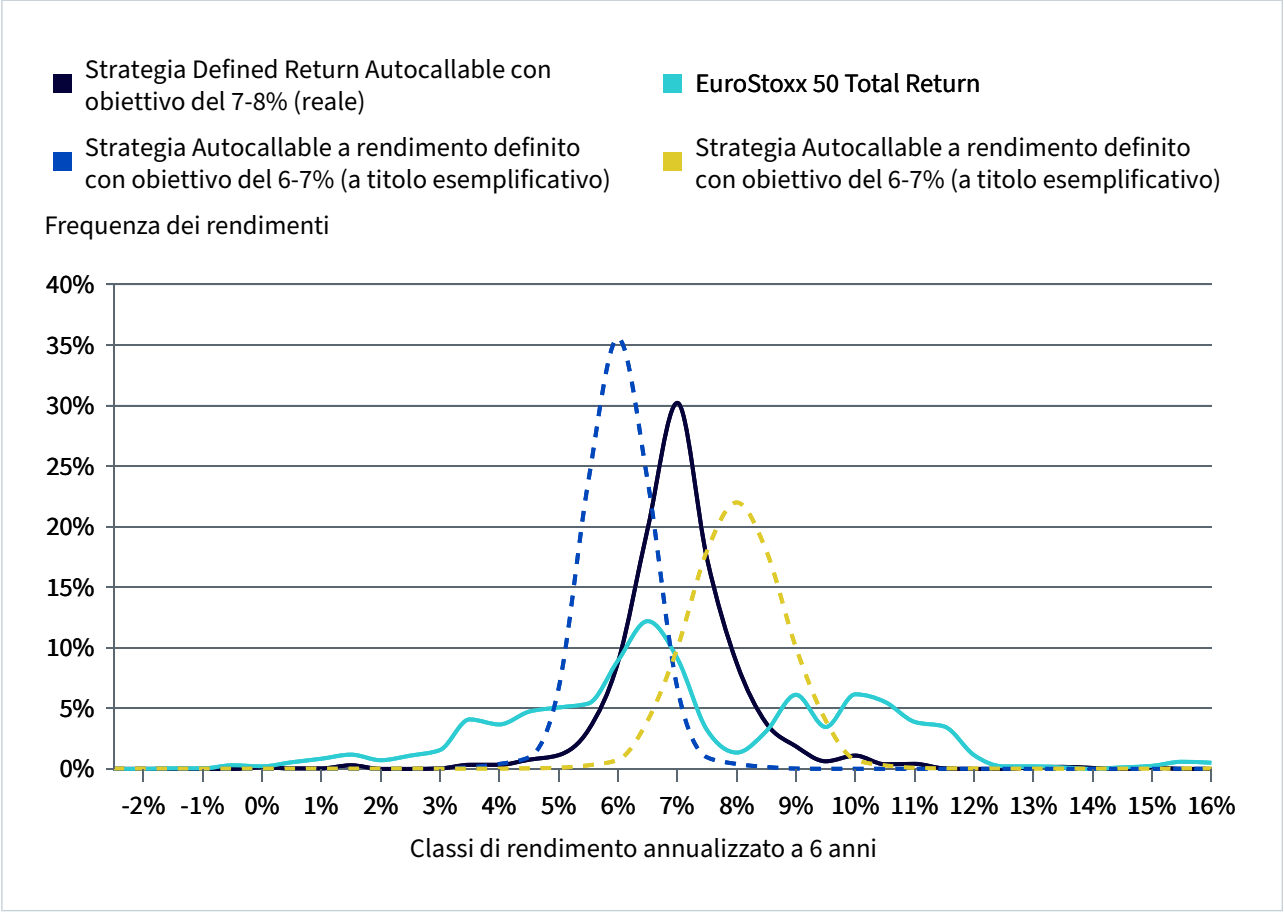
Gli autocallable sono contratti legati all'andamento di uno o più asset sottostanti, in genere indici azionari quali l'Euro Stoxx 50, l'S&P 500 o il FTSE 100. Sono concepiti per offrire profili di rendimento predefiniti e una protezione condizionata dal ribasso, subordinatamente a condizioni contrattuali prestabilite.

Alle date di osservazione periodiche, l'investimento viene valutato rispetto a un livello dell'indice predefinito. Se l'indice sottostante è superiore a tale livello, l'investimento matura anticipatamente e garantisce un rendimento positivo predefinito. In caso contrario, l'investimento prosegue fino alla data di osservazione successiva. Alla scadenza, il risultato finale dipende dall'andamento dell'indice sottostante rispetto alle barriere di protezione predefinite.

Il profilo di rendimento degli autocallable può quindi differire in modo sostanziale da quello degli investimenti azionari tradizionali. Anziché partecipare pienamente alla distribuzione generale

dei rendimenti del mercato azionario, gli autocallable mirano a rimodellare tale distribuzione, rinunciando a una parte del potenziale di rialzo in cambio di una maggiore resistenza al ribasso e di una probabilità più elevata di ottenere rendimenti compresi in un intervallo prestabilito.

Figura 1: Illustrazione - Gli autocallable possono ridefinire la distribuzione dei rendimenti




Fonte: WisdomTree. Solo a scopo illustrativo. La presente analisi si basa su ipotesi e non rappresenta la performance effettiva o garantita del Fondo. I risultati effettivi possono differire in misura significativa, inclusa la possibilità di perdita del capitale. **Le previsioni non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri.**

Investendo attraverso un portafoglio diversificato di titoli con opzione autocallable, è possibile ridurre anche l'impatto sia del rischio di ingresso (“market timing”) sia del rischio di uscita (”pin”). L'approccio basato sul portafoglio mira a garantire percorsi di investimento più lineari e costanti nel tempo, aumentando al contempo la probabilità di ottenere rendimenti compresi in un intervallo prestabilito su periodi di medio termine variabili.

La natura contrattuale degli autocallable consente inoltre di sottoporre le esposizioni a stress test e di elaborare analisi di scenario in un'ampia gamma di condizioni di mercato. Ciò permette

di comprendere in modo più approfondito il potenziale andamento del portafoglio in diversi contesti di mercato.

## Figura 2: I risultati potenziali possono essere modellati attraverso diversi scenari di mercato

| | Andamento del mercato | -30% | -20% | -10% | 0% | 10% | 20% | 30% |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Analisi di scenario | 3 mesi | -18,82% | -9,34% | -2,37% | 2,17% | 4,05% | 4,54% | 4,93% |
| | 1 anno | -15,41% | -5,02% | 3,06% | 7,65% | 9,58% | 10,17% | 10,65% |
| | 2 anni | -10,45% | 1,84% | 10,61% | 15,26% | 17,13% | 17,69% | 18,17% |
| | 3 anni | -4,74% | 9,36% | 18,31% | 22,90% | 24,73% | 25,25% | 25,73% |

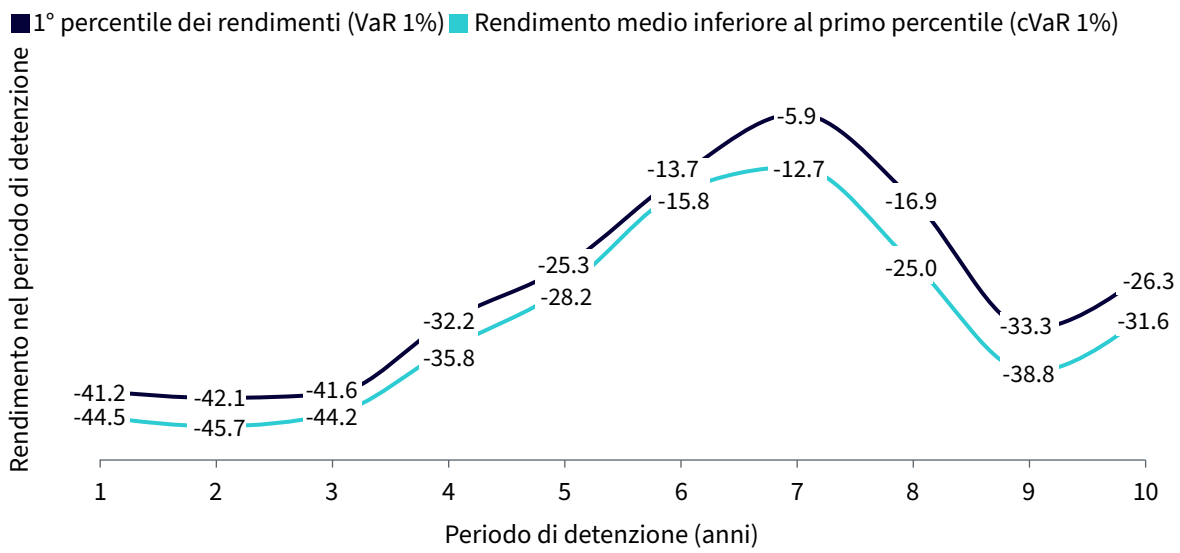
Fonte: WisdomTree Solo a scopo illustrativo. Gli scenari presentati mostrano stime delle performance future basate su condizioni di mercato dei derivati a titolo esemplificativo e non costituiscono un indicatore esatto o affidabile. **Le previsioni non costituiscono un indicatore dei rendimenti futuri e qualsiasi investimento è soggetto a rischi e incertezze.**

Le scadenze più lunghe rivestono particolare importanza per gli investimenti a rendimento definito. La caratteristica di autocall consente agli investimenti di maturare anticipatamente in presenza di condizioni di mercato favorevoli, mentre la scadenza massima più lunga offre ai mercati azionari sottostanti e agli strumenti autocall il tempo necessario per riprendersi dai periodi di tensione sui mercati.

Questa considerazione è importante, perché le strutture con scadenze più brevi potrebbero concretizzare le perdite prima che i mercati si siano ripresi dai ribassi, riducendo la probabilità di raggiungere l'obiettivo di investimento desiderato. Al contrario, scadenze significativamente più lunghe potrebbero aumentare l'esposizione a più cicli di mercato e a scenari di “doppia recessione”.

La Figura 3 illustra questa relazione mostrando come si evolvono i risultati negativi dei titoli azionari globali in base ai diversi orizzonti di investimento. Il grafico evidenzia perché le scadenze di circa sei-sette anni possono rappresentare un equilibrio interessante tra la necessità di concedere un tempo sufficiente per la ripresa dopo le flessioni di mercato e la necessità di limitare l'esposizione a più cicli di mercato.

## Figura 3: Orizzonti temporali più lunghi riducono il rischio di perdita di capitale




Fonte: WisdomTree, Bloomberg. I risultati sono calcolati utilizzando i rendimenti dell'MSCI Global Equity Market dal 31/12/1969 al 24/04/2026. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri e gli investimenti potrebbero registrare perdite di valore.

## 2. Fattori strutturali di rendimento

Gli autocallable derivano il loro profilo di rendimento dall'esposizione a due importanti premi strutturali di mercato:

+ il premio per il rischio azionario (“ERP”)
+ e il premio per il rischio di volatilità (“VRP”)

Il **premio per il rischio azionario** è il rendimento in eccesso che gli investitori richiedono per detenere azioni anziché attività prive di rischio. Esso compensa l'assunzione di rischi non diversificabili: ciclicità degli utili, ribassi, compressione delle valutazioni, stress di liquidità e incertezza sui flussi di cassa a lungo termine. Gli autocallable traggono vantaggio dall'esposizione al premio per il rischio azionario attraverso la loro struttura di rendimento legata alle azioni. Storicamente, i rendimenti realizzati sul mercato azionario hanno tendenzialmente superato i rendimenti futuri impliciti nelle opzioni (calcolati considerando i tassi privi di rischio e il rendimento da dividendi dell’indice) su orizzonti di investimento di lungo periodo, riflettendo la compensazione richiesta dagli investitori per l’assunzione del rischio di mercato azionario.

La figura 4 illustra tale correlazione per i principali indici di mercato in Europa, negli Stati Uniti e nel Regno Unito, dove i rendimenti realizzati hanno storicamente superato i rendimenti futuri impliciti con una frequenza significativamente maggiore su orizzonti temporali di sei anni rispetto a quelli di un anno.

## Figura 4: I rendimenti di mercato realizzati superano costantemente le aspettative implicite

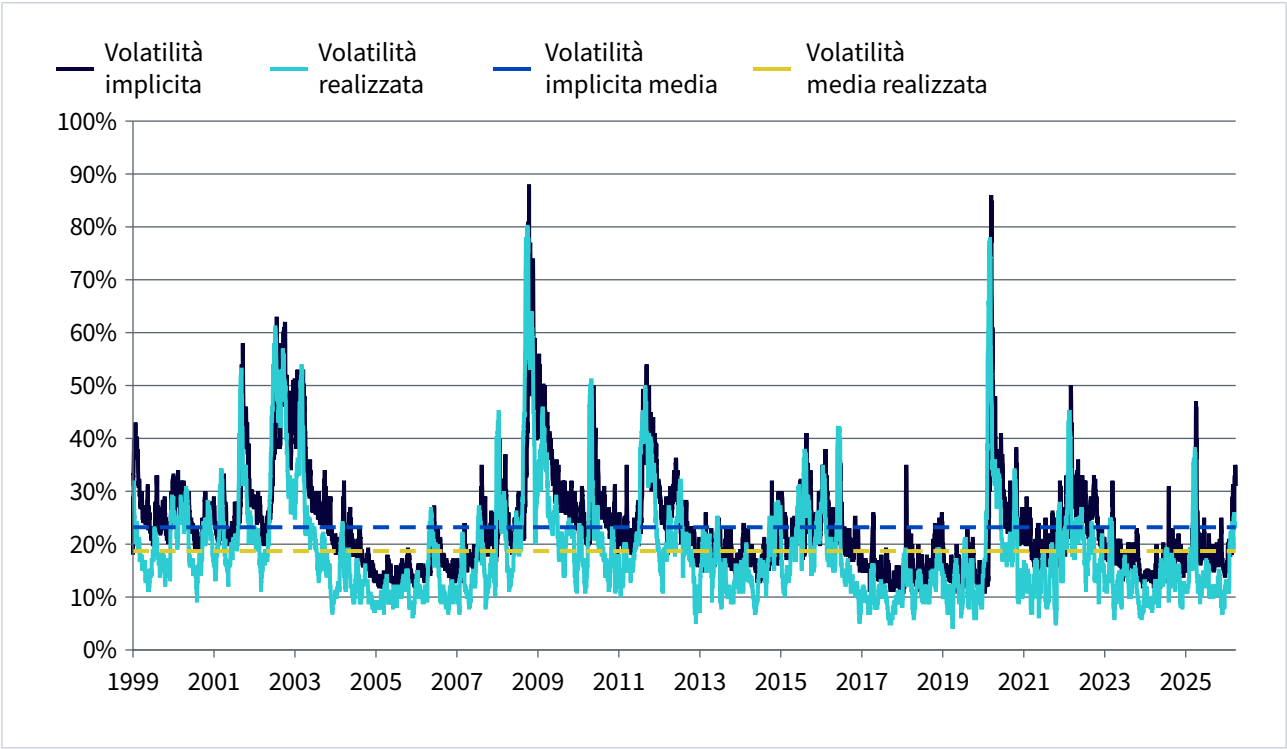
| % di tempo in cui il rendimento di mercato effettivo ha superato il rendimento implicito a termine | Società europee a grande capitalizzazione | Società statunitensi a grande capitalizzazione | Società britanniche a grande capitalizzazione |
|---|---|---|---|
| Periodo di detenzione di 1 anno | 68% | 84% | 74% |
| Periodo di detenzione di 6 anni | 93% | 100% | 94% |

Fonte: WisdomTree, Bloomberg, GS Marquee. I rendimenti a termine neutrali al rischio sono calcolati utilizzando dati a termine derivati dalle opzioni, mentre i rendimenti di mercato realizzati sono calcolati utilizzando i rendimenti dei prezzi degli indici di mercato pertinenti, dal 31/01/2002 al 31/03/2026. **I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri e gli investimenti potrebbero registrare perdite di valore.**

Il premio per il rischio di volatilità riflette la tendenza della volatilità implicita delle opzioni a superare, nel tempo, la volatilità effettivamente realizzata. La Figura 5 mette a confronto la misura della volatilità implicita a un mese dell'indice VIX[1] con la volatilità effettivamente realizzata dell'indice S&P 500. Storicamente, la volatilità implicita (linea blu navy) si è generalmente attestata al di sopra della volatilità effettivamente realizzata (linea verde petrolio), indicando che gli investitori hanno spesso pagato un premio per proteggersi dal rischio di ribasso.

1 Il VIX è calcolato sulla base dei prezzi delle opzioni sull'S&P 500 su diversi prezzi di esercizio e riflette la radice quadrata della varianza implicita nel mercato per una data scadenza.

## Figura 5: Storicamente, gli investitori hanno pagato un prezzo eccessivo per proteggersi dal ribasso



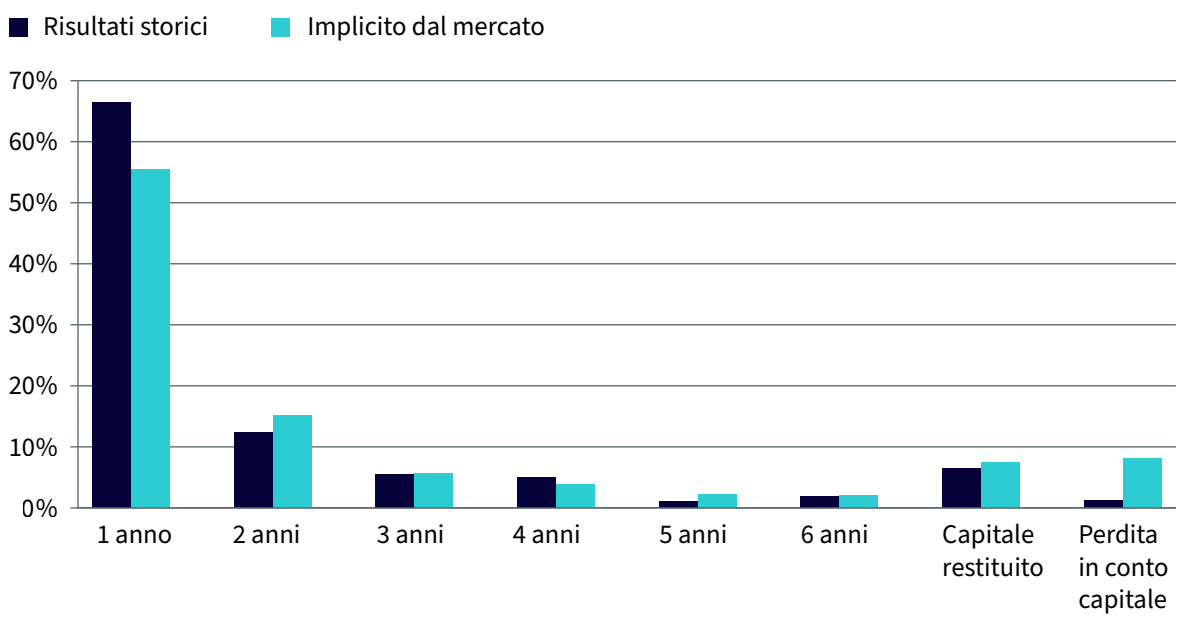

Fonte: WisdomTree, Bloomberg. La volatilità implicita viene misurata utilizzando il VIX Index, mentre la volatilità realizzata viene misurata utilizzando una finestra mobile di 20 giorni basata sui rendimenti giornalieri dell'S&P 500 dal 01/04/1999 al 28/04/2026. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri e gli investimenti potrebbero registrare perdite di valore.

Questo effetto è visibile anche nella forma della superficie di volatilità. La domanda di protezione dal ribasso da parte degli investitori contribuisce spesso all'asimmetria al ribasso, in cui le opzioni con strike inferiore presentano livelli di volatilità implicita strutturalmente più elevati. Di conseguenza, la protezione dal ribasso tende a comportare premi delle opzioni più elevati.

Per gli autocallable, il rendimento definito offerto è in parte finanziato dall'esposizione all'opzionalità put al ribasso. Una maggiore volatilità implicita e una maggiore asimmetria al ribasso migliorano quindi i rendimenti ottenibili e i livelli di protezione. Quando si esaminano strategie a risultato definito, è importante assicurarsi che la strategia sia esposta positivamente a questo VRP, poiché costituisce una componente fondamentale dei rendimenti a lungo termine che gli investitori dovrebbero ottenere.

L'impatto dell'esposizione degli autocallable all'ERP e al VRP è illustrato nella Figura 6, dove si confrontano i risultati storicamente realizzati con le probabilità implicite nei modelli di valutazione dei derivati.

Figura 6: Storicamente, i risultati degli strumenti autocallable hanno ripetutamente superato le probabilità previste dai modelli




Fonte: WisdomTree, Bloomberg. I risultati storici si basano sull'andamento del mercato europeo a grande capitalizzazione dal 1° gennaio 1987 al 20 aprile 2026. La probabilità implicita di mercato è calcolata utilizzando modelli proprietari di valutazione dei derivati azionari. **I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri e gli investimenti potrebbero registrare perdite di valore.**

Le perdite di capitale si sono verificate storicamente con minore frequenza rispetto a quanto suggerito dai modelli derivati, poiché questi ultimi non sono in grado di cogliere appieno l'impatto dell'ERP e del VRP sui risultati di mercato effettivi. Sebbene tali relazioni storiche si siano mantenute nel tempo, i futuri contesti di mercato potrebbero evolversi in modo diverso. Detto questo, su orizzonti di investimento più lunghi, il divario tra i risultati effettivi e quelli suggeriti dai modelli ha mostrato una tendenza ad ampliarsi. Ad esempio, la differenza tra le probabilità storiche e quelle implicite nei modelli che il mercato europeo subisca un calo del 35% su orizzonti temporali di un anno e sei anni è rispettivamente di circa il 2% e il 10%. Ciò evidenzia l'importanza di scadenze più lunghe nell'investimento a rendimento definito. Gli autocallable a più lunga scadenza offrono ai mercati sottostanti più tempo per riprendersi dai periodi di tensione dei mercati, consentendo al contempo agli investitori di beneficiare più pienamente dell'ERP e del VRP nel tempo. Di conseguenza, le strutture di investimento con rendimento prefissato a più lungo termine possono migliorare la probabilità di raggiungere il risultato di investimento desiderato rispetto agli approcci a più breve termine.

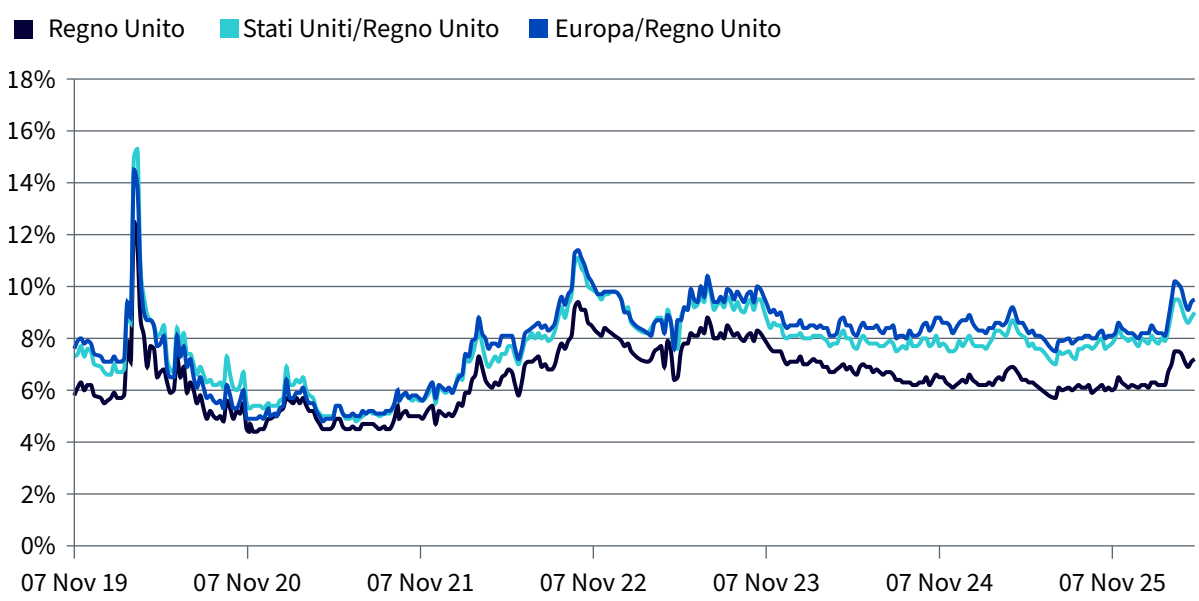
## 3. Perché la gestione attiva è importante

Gli autocallable non sono strumenti statici. Il loro prezzo, la loro attrattiva e il loro profilo di rischio

evolvono continuamente nel tempo al variare delle condizioni di mercato.

Le variazioni dei tassi di interesse, della volatilità implicita, dei dividendi impliciti e della correlazione implicita possono incidere in modo significativo sui rendimenti ottenibili, sui livelli di protezione e sulle opportunità di valore relativo nelle diverse strutture e negli indici sottostanti.

## Figura 7: I mercati dinamici premiano la gestione attiva




Fonte: WisdomTree, Bloomberg, 07/11/2019 – 30/04/2026. Solo a scopo illustrativo. Indica il livello medio dei prezzi rilevato in un sondaggio settimanale condotto da WisdomTree sui prezzi praticati dalle controparti per i prodotti difensivi con opzione autocallable. **I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri e gli investimenti potrebbero registrare perdite di valore.**

Questo contesto di prezzi dinamici offre un'opportunità significativa per la gestione attiva. La scelta dell'indice sottostante è uno dei fattori determinanti sia per l'andamento dei prezzi che per il comportamento degli investimenti a lungo termine, dato che i diversi mercati azionari presentano livelli variabili di volatilità implicita, aspettative di dividendi, liquidità e dinamiche di correlazione.

La capacità di gestire attivamente queste esposizioni è particolarmente importante nell'investimento a rendimento definito, dove gli approcci di implementazione

La capacità di gestire attivamente queste esposizioni è particolarmente importante nell'investimento a rendimento definito, dove gli approcci di implementazione possono differire in modo sostanziale.

possono differire in modo sostanziale.

Molti ETF a rendimento definito o con opzione di rimborso anticipato hanno adottato un approccio che prevede di creare un indice proprietario e di negoziarlo con un unico fornitore di swap. Sebbene più semplice dal punto di vista operativo, questo approccio può ridurre il potere di determinazione dei prezzi a vantaggio degli investitori e limitare la flessibilità necessaria per trarre beneficio dalle variazioni dei tassi di interesse, della volatilità implicita, dei dividendi impliciti e della correlazione implicita. Inoltre, l'indice di riferimento è spesso ottimizzato per migliorare le caratteristiche di prezzo apparenti o i risultati storici dei test retrospettivi, a scapito della performance reale degli investitori.

L'andamento degli indici proprietari può quindi discostarsi in modo significativo dai mercati più ampi a cui fanno riferimento a causa di caratteristiche quali meccanismi di decremento, controlli della volatilità o coperture sintetiche, riducendo così la trasparenza, la prevedibilità e l'intuitività della performance realizzata nel lungo periodo.

WisdomTree si concentra invece sulla gestione attiva di un portafoglio diversificato di autocallable collegati a indici azionari di mercati sviluppati di grandi dimensioni, trasparenti, liquidi e ampiamente monitorati, quali l'EuroStoxx 50, l'S&P 500 e il FTSE 100. Questo approccio istituzionale è operativamente più complesso, ma è reso possibile dal nostro team interno di gestione del portafoglio, che gestisce tali strategie dal 2013. L'approccio mira a migliorare i risultati a lungo termine degli investitori attraverso una costruzione attiva del portafoglio, un'esecuzione competitiva con più controparti e un'esposizione trasparente ai mercati sottostanti.

La gestione attiva consente inoltre ai gestori di portafoglio di ottimizzare:

+ i profili di rendimento
+ le barriere autocall
+ i livelli di protezione dal ribasso
+ i profili di scadenza
+ e gli abbinamenti di indici

in contesti di mercato mutevoli.

La strategia si concentra principalmente su strumenti con scadenze comprese tra i sei e i sette anni, in linea con la durata di un tipico ciclo di mercato. Ciò offre ai mercati azionari sottostanti più tempo per riprendersi dai periodi di tensione, aumentando al contempo la probabilità di raggiungere l'obiettivo di investimento desiderato nel medio-lungo termine.

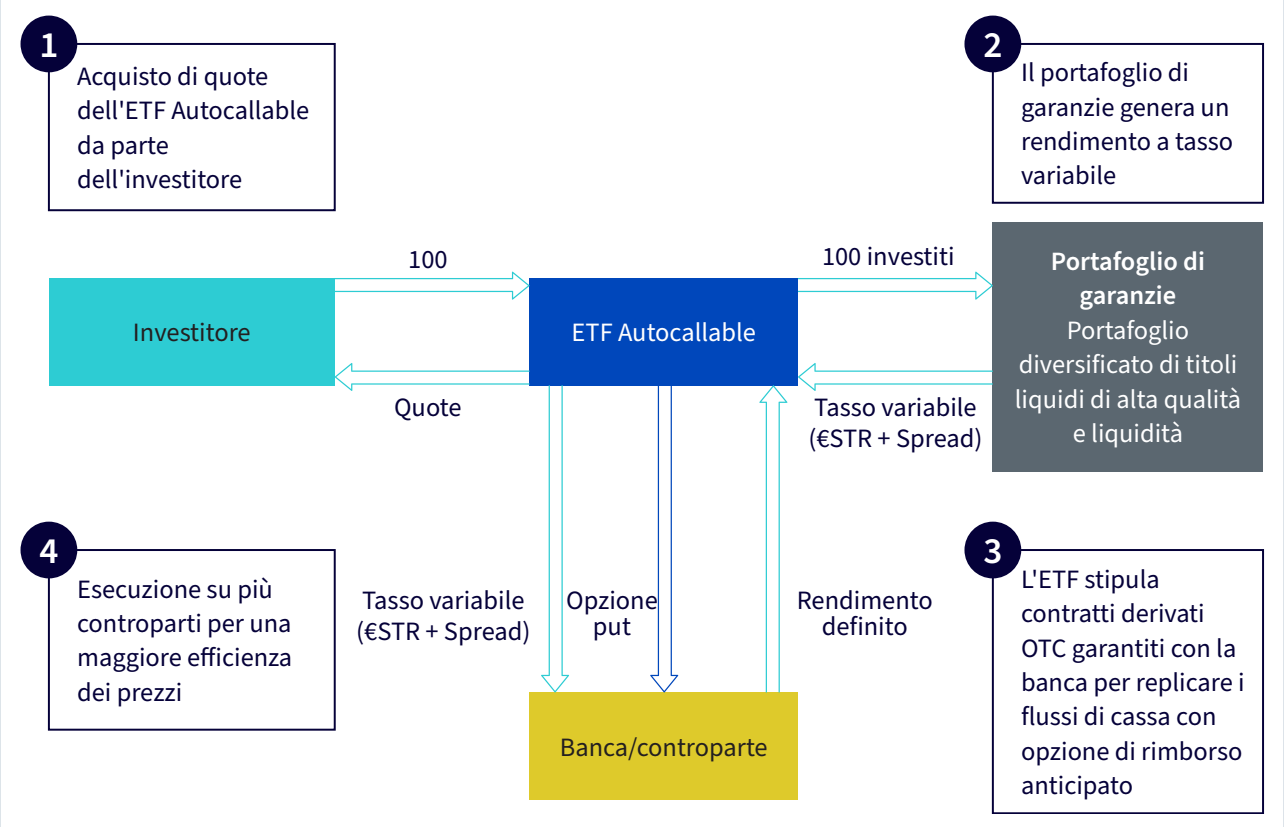
Il risultato è un approccio di portafoglio concepito non solo per massimizzare i rendimenti nominali, ma anche per migliorare la coerenza, la resilienza e la prevedibilità dei risultati degli investimenti nel tempo.

## 4. Implementazione di ETF istituzionali

Gli autocallable sono stati principalmente accessibili tramite singoli prodotti strutturati. Sebbene questi prodotti abbiano storicamente generato rendimenti interessanti , hanno spesso comportato un rischio di credito dell'emittente, limitazioni di liquidità e complessità operativa.

Anziché investire direttamente in titoli strutturati non garantiti, gli ETF WisdomTree ottengono un'esposizione a rendimenti con opzione di rimborso anticipato tramite contratti derivati OTC  garantiti stipulati con più controparti. Tali contratti vengono garantiti quotidianamente, riducendo in modo significativo il rischio di credito di controparte rispetto ai prodotti strutturati tradizionali.

Figura 8: Quadro di riferimento per l'implementazione degli ETF istituzionali




Gli ETF operano con un'ampia gamma di controparti che competono a parità di condizioni per ogni operazione, favorendo un'esecuzione competitiva e l'efficienza dei prezzi.

Man mano che i titoli autocallable giungono a scadenza, il team di gestione del portafoglio reinveste i proventi in nuove strutture, tenendo conto delle condizioni di mercato prevalenti, delle opportunità di valore relativo e delle esposizioni esistenti nel portafoglio. In combinazione con la liquidità giornaliera del mercato, ciò offre agli investitori l'accesso a un portafoglio autocallabile diversificato e gestito in modo continuativo attraverso un unico veicolo di investimento di tipo aperto.

## Considerazioni finali

Gli autocallable rappresentano una forma distintiva di investimento a rendimento definito, in grado di ridefinire le distribuzioni tradizionali dei rendimenti azionari. Combinando l'esposizione sia al premio di rischio di volatilità che al premio di rischio azionario all'interno di una struttura contrattuale di rendimento, gli autocallable possono offrire una fonte più controllata di rendimenti simili a quelli azionari su orizzonti di investimento di medio-lungo termine.

Grazie alla costruzione di portafogli diversificati, alla gestione attiva e all’implementazione di ETF istituzionali, gli autocallable possono trasformarsi da singoli prodotti strutturati in elementi costitutivi scalabili dei portafogli, pensati per migliorare la coerenza e la resilienza dei risultati a lungo termine degli investitori.

# Informazioni importanti

**Comunicazioni di marketing emesse nello Spazio economico europeo ("SEE") e in Svizzera:** Il presente documento è stato emesso e approvato da WisdomTree Ireland Limited, che è autorizzata e regolamentata dalla Banca Centrale d'Irlanda.

**Comunicazioni di marketing emesse in giurisdizioni al di fuori del SEE, ad eccezione della Svizzera:** Il presente documento è stato emesso e approvato da WisdomTree UK Limited o da Atlantic House Investments Limited, che sono entrambe autorizzate e regolamentate dalla Financial Conduct Authority del Regno Unito.

WisdomTree Ireland Limited, WisdomTree UK Limited e Atlantic House Investments Limited sono di seguito denominate "WisdomTree" (a seconda dei casi). La nostra Politica sui conflitti d'interesse e il nostro Registro sono disponibili su richiesta.

**Le informazioni contenute nel presente documento sono fornite a titolo meramente informativo e non costituiscono né un'offerta di vendita né una sollecitazione di un'offerta di acquisto di titoli o azioni. Il presente documento non deve essere utilizzato come base per una qualsiasi decisione d'investimento. Gli investimenti possono aumentare o diminuire di valore e si può perdere una parte o la totalità dell'importo investito. Le performance passate non sono necessariamente indicative di performance future. Qualsiasi decisione d'investimento deve essere basata sulle informazioni contenute nel Prospetto informativo di riferimento e deve essere presa dopo aver richiesto il parere di un consulente d'investimento, fiscale e legale indipendente.**

**L'applicazione di regolamenti e leggi fiscali può spesso portare a una serie di interpretazioni diverse. Eventuali punti di vista o opinioni espresse in questa comunicazione rappresentano le opinioni di WisdomTree e non devono essere interpretate come consulenza normativa, fiscale o legale. WisdomTree non fornisce alcuna garanzia o dichiarazione circa l'accuratezza di qualsiasi punto di vista o opinione espressa in questa comunicazione. Qualsiasi decisione di investimento dovrebbe essere basata sulle informazioni contenute nel prospetto appropriato e dopo aver richiesto una consulenza finanziaria, fiscale e legale indipendente.**

Il presente documento non è, e in nessun caso deve essere interpretato come, una pubblicità o qualsiasi altro strumento di promozione di un'offerta pubblica di azioni o titoli negli Stati Uniti o in qualsiasi provincia o territorio degli Stati Uniti. Né il presente documento né alcuna copia dello stesso devono essere acquisiti, trasmessi o distribuiti (direttamente o indirettamente) negli Stati Uniti.

Benché WisdomTree si adoperi per garantire l'esattezza del contenuto del presente documento, WisdomTree non garantisce né assicura la sua esattezza o correttezza. Qualsiasi terzo fornitore di dati di cui ci si avvalga per reperire le informazioni contenute nel presente documento non rilascia alcuna garanzia o dichiarazione di sorta in relazione ai suddetti dati. Laddove WisdomTree abbia espresso dei pareri relativamente al prodotto o all'attività di mercato, si ricorda che tali pareri possono cambiare. Né WisdomTree, né alcuna consociata, né alcuno dei rispettivi funzionari, amministratori, partner o dipendenti, accetta alcuna responsabilità per qualsiasi perdita, diretta o indiretta, derivante dall'utilizzo del presente documento o del suo contenuto.




WisdomTree.com
+44 (0) 207 448 4330