

UN APPROCCIO QUANTITATIVO *RISK-BASED* PER LA TRASPARENZA DEI PRODOTTI D'INVESTIMENTO NON-*EQUITY*

Extended Abstract

La normativa di trasparenza sul profilo di rischio dei prodotti di investimento non-*equity*⁽¹⁾ è tra le principali competenze delle Autorità preposte alla vigilanza sul settore finanziario. La definizione di adeguate disposizioni in materia è da tempo al centro del dibattito comunitario e, anche alla luce degli eventi che hanno recentemente interessato i mercati finanziari internazionali, essa è sempre più orientata verso il ricorso ad indicatori sintetici di rischio, basati su metriche quantitative robuste, oggettive e ricostruibili a ritroso. La tradizionale descrizione narrativa dei diversi rischi connessi a un prodotto finanziario appare, infatti, inadeguata per consentire agli investitori l'assunzione di scelte d'investimento consapevoli in un contesto ove l'integrazione di mercati, prodotti e operatori finanziari rende spesso difficile analizzare singolarmente le varie tipologie di rischio, e consente piuttosto la misurazione e il monitoraggio del profilo di rischio complessivo dei prodotti.

In particolare, il processo di integrazione dei prodotti d'investimento non-*equity* risulta oramai completo. Il risultato è una situazione caratterizzata da una classificazione dei prodotti trasversale rispetto alle specifiche modalità con cui si svolge la fase di offerta. Infatti, nonostante l'eterogeneità dei nomi dei prodotti, dei soggetti emittenti, dei canali distributivi e dei costi applicati crei l'apparenza di un'effettiva diversità anche nell'ingegneria finanziaria sottostante, nella sostanza l'intero universo dei prodotti d'investimento non-*equity* può essere classificato in relazione all'appartenenza ad una delle tre seguenti tipologie di strutture finanziarie: prodotti "a obiettivo di rischio", prodotti "a *benchmark*" e prodotti "a obiettivo di rendimento".

I prodotti "a obiettivo di rischio" si caratterizzano per la libertà di investimento in ogni mercato e in ogni strumento finanziario funzionale ad ottimizzare nel tempo un obiettivo relativo appunto al rischio assunto; solo in seconda istanza, perseguono determinati *target* di rendimento. In altri termini, nell'ambito del tradizionale approccio rischio-rendimento, ove l'alternativa è tra massimizzare il rendimento per un dato livello di rischio oppure minimizzare il rischio dato un obiettivo di rendimento, in questi prodotti le scelte di *asset allocation* privilegiano la prima opzione. A tal fine, tipicamente si definiscono *ex ante* soglie minime e massime ai valori di una misura di rischio che guidano le decisioni di *risk taking*.

I prodotti "a *benchmark*" hanno una politica d'investimento ancorata a un parametro di riferimento (c.d. *benchmark*) rispetto al quale si caratterizzano per uno stile di gestione che può essere alternativamente di tipo passivo o attivo; nel primo caso il prodotto è sostanzialmente una replica del *benchmark*, mentre nel secondo caso la composizione del portafoglio di attività differisce più o meno significativamente dal *benchmark* in relazione agli obiettivi specifici che il soggetto gestore intende perseguire.

I prodotti "a obiettivo di rendimento" si caratterizzano per un'ingegneria finanziaria (e talora una conseguente politica gestionale) che persegue un obiettivo in termini di rendimento minimo dell'investimento finanziario. Questa tipologia di strutture finanziarie include tutti i prodotti ottenibili come combinazione statica o dinamica di una o più attività finanziarie non rischiose (o, comunque, a basso rischio) e di una o più attività finanziarie rischiose. La prime consentono di perseguire l'obiettivo di rendimento, mentre la seconde generano, al termine dell'orizzonte d'investimento consigliato, un'eventuale maggiorazione rispetto a tale obiettivo⁽²⁾.

⁽¹⁾ Con questa espressione si fa riferimento ad esempio ai fondi comuni d'investimento aperti, alle Sicav, ai prodotti finanziario-assicurativi di tipo *unit-linked* e *index-linked*, e ai prodotti finanziari emessi da banche quali i *covered warrant*, i *certificates* e le obbligazioni strutturate.

⁽²⁾ In alcuni casi si possono avere strutture miste con un duplice meccanismo di protezione oppure con la presenza di una protezione e di una garanzia nelle quali di solito la gestione protetta è funzionale a ridurre il ruolo svolto dalla garanzia – e, quindi, anche il suo costo – che viene limitato alla copertura di un minor numero di stati di natura.

La compenetrazione dei diversi fattori di rischio e la riconducibilità di tutti i prodotti a una delle tre strutture finanziarie sopra elencate costituiscono una chiara indicazione per le Autorità preposte alla vigilanza di trasparenza sui rischi: la disciplina in materia deve essere uniforme e deve trasporre in opportuni presidi normativi un approccio organico alla misurazione del rischio e alla sua corretta rappresentazione al pubblico degli investitori. In tal modo si creerà un contesto compatibile con la concreta realizzazione del principio di livellamento del campo di gioco e con la prevenzione degli arbitraggi normativi resi possibili dalla frammentazione dell'attuale quadro normativo. In questa prospettiva, la soluzione va individuata in una revisione sostanziale della disciplina di riferimento, sia Europeo che nazionale nella direzione di una direttiva unica in materia di trasparenza sui prodotti d'investimento non-*equity*.

A livello comunitario tale iniziativa potrebbe essere promossa nell'ambito dell'attuale processo di revisione delle tre direttive che hanno definito standard eterogenei per la trasparenza informativa sui prodotti accomunati dalla stessa ingegneria finanziaria, i.e.:

- la UCITS III per i fondi comuni aperti armonizzati;
- la direttiva Prospetto per i prodotti non-*equity* emessi da banche e per i fondi comuni chiusi;
- la direttiva Vita per i prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione.

Un primo, utile passo per favorire la naturale convergenza verso una direttiva unica in materia di trasparenza dei prodotti non-*equity* potrebbe essere l'introduzione, a livello comunitario, di un assetto normativo che preveda la possibilità, per le Autorità competenti di ciascuno Stato membro, di definire i contenuti dell'informativa da prospetto per tutti i prodotti d'investimento non-*equity* offerti in tale Stato, come attualmente previsto per i soli prodotti finanziario-assicurativi. Tale normativa sarebbe peraltro più coerente con la circostanza che le Autorità competenti di ciascuno Stato membro sono incaricate della vigilanza di trasparenza a tutela degli investitori, anche laddove questi ultimi sottoscrivano prodotti d'investimento offerti da emittenti esteri.

La trasposizione delle disposizioni di una nuova ed unica direttiva sulla trasparenza nell'ordinamento nazionale contribuirebbe a superare l'attuale frammentazione di competenza tra le diverse Autorità di vigilanza sul sistema finanziario. Inoltre, essa completerebbe il processo di standardizzazione della disciplina del prospetto e, più in generale, dell'intera informativa di trasparenza fornita al pubblico degli investitori avviato dalla Consob nell'esercizio dei suoi poteri regolamentari.

Infatti, le scelte di regolamentazione compiute dalla Consob sin dagli inizi del decennio riflettono un'impostazione secondo cui il prospetto è il canale informativo privilegiato per realizzare un'effettiva trasparenza sia in sede di offerta che di distribuzione dei prodotti d'investimento non-*equity*. La normativa definita dalla Consob non richiede nulla-osta preventivi bensì tempestivi interventi *ex post* secondo un approccio *risk-based*.

Tale approccio, sviluppato e progressivamente implementato dalla Consob, è basato su tre pilastri, cui corrispondono altrettanti indicatori sintetici di rischio definiti tramite l'applicazione di specifiche metodologie quantitative e la preliminare classificazione dei prodotti in una delle tre tipologie di strutture finanziarie sopra elencate, in linea con la prassi adottata dagli intermediari finanziari.

Inoltre, l'approccio a tre pilastri può essere utilmente impiegato anche ai fini di una più efficace trasparenza sui rischi e i costi dei prodotti di indebitamento finanziario, le cui caratteristiche di ingegnerizzazione finanziaria sono omogenee e speculari rispetto a quelle dei prodotti d'investimento, e tipicamente comportano anch'esse l'assunzione di una specifica esposizione al rischio ovvero la ristrutturazione di un'esposizione preesistente, anche attraverso il ricorso a componenti derivative.

Il primo pilastro, già previsto nella disciplina Consob dal 2004, è una tabella che riporta gli scenari probabilistici di rendimento dell'investimento finanziario al termine dell'orizzonte temporale consigliato. Questo indicatore illustra le principali caratteristiche della distribuzione di probabilità dei possibili *payoff* del prodotto attraverso una rappresentazione sintetica del c.d. "*pricing a scadenza*". Per questa via, esso completa l'informativa riveniente dall'*unbundling* del prezzo del

prodotto finanziario al momento della sottoscrizione e fornisce chiare ed immediate indicazioni sui possibili esiti dell'investimento e sui costi dello stesso. Inoltre, grazie al confronto con i risultati di un investimento di pari durata nell'attività finanziaria priva di rischio (c.d. *risk-free asset*), esso consente un migliore apprezzamento del c.d. "rischio di *performance*" del prodotto, inteso come capacità di quest'ultimo di creare valore aggiunto per l'investitore con probabilità più o meno elevate sia in termini assoluti sia rispetto all'attività finanziaria priva di rischio. A tal fine si considerano quattro scenari alternativi:

1. *scenario di rendimento negativo;*
2. *scenario di rendimento positivo o nullo ma inferiore a quello del risk-free asset;*
3. *scenario di rendimento positivo e in linea con quello del risk-free asset;*
4. *scenario di rendimento positivo e superiore a quello del risk-free asset.*

La rappresentazione di un numero limitato di scenari riduce la granularità, spesso elevata, della distribuzione di probabilità del "pricing a scadenza", consentendo sia una maggiore fruibilità da parte del lettore sia una minimizzazione del c.d. "rischio-modello", ossia della possibilità di ottenere probabilità significativamente diverse a seconda dello specifico modello di valutazione utilizzato dall'intermediario. Pertanto, i valori di probabilità da inserire nella tabella degli scenari possono essere ottenuti ricorrendo alle stesse soluzioni sviluppate per le attività di *pricing* e di gestione del rischio dell'intermediario, a condizione che il modello proprietario adottato da quest'ultimo consideri e misuri adeguatamente i parametri e le variabili connessi a tutti i fattori di rischio che influenzano il prodotto offerto.

L'unico requisito metodologico che i modelli interni degli intermediari devono rispettare è il principio di neutralità al rischio. L'applicazione di tale principio è finalizzata a garantire l'oggettività dei valori riportati in tabella, rendendoli indipendenti dalle valutazioni soggettive connesse alla più o meno elevata avversione al rischio dei singoli operatori (le c.d. "probabilità reali").

Per ciascuno dei quattro eventi considerati la tabella degli scenari riporta anche un valore di sintesi del *payoff* finale del prodotto, determinato come la mediana dei valori ottenuti, per via simulativa, in corrispondenza di ogni scenario. Ciò consente di cogliere i più importanti elementi informativi collegati alla specifica forma della distribuzione del controvalore finale del *capitale investito* e di associare alla probabilità di ogni scenario una quantificazione, sia pure sintetica, dello stesso.

Il secondo pilastro, già previsto nella disciplina Consob dal 2001, completa l'informazione fornita dalla tabella degli scenari offrendo un'esplicita rappresentazione della rischiosità complessiva del prodotto al momento della sottoscrizione e nel corso dell'orizzonte temporale d'investimento consigliato. Tale rappresentazione illustra il grado di rischio del prodotto determinato in funzione di indicatori sintetici di natura quantitativa che elaborano l'informazione contenuta negli scenari probabilistici del primo pilastro attraverso appropriate misure di volatilità dei rendimenti potenziali.

In particolare, il grado di rischio può assumere valori in una scala crescente di sei classi qualitative: *basso*, *medio-basso*, *medio*, *medio-alto*, *alto* e *molto alto*, cui corrispondono sei intervalli di valori della specifica misura di rischio utilizzata dagli intermediari e basata sulla volatilità dei rendimenti del prodotto. Questa soluzione costituisce un valido compromesso tra la complessità del fenomeno che si intende rappresentare e la necessità di garantire l'univocità di comprensione da parte dell'investitore.

Per ogni prodotto deve essere dichiarata una classe iniziale coerente con le caratteristiche di rischio sottese alla sua ingegnerizzazione finanziaria e all'eventuale politica gestionale che si intende perseguire, avendo, quindi, riguardo al suo posizionamento in termini della misura di rischio quantitativa adottata. In quest'ottica la migrazione verso una classe a maggiore o minore rischiosità rispetto a quella iniziale si verifica in relazione all'evoluzione nel tempo di tale misura.

Nel caso dei prodotti "a *benchmark*", come previsto dalla disciplina Consob già dal 2007, le sei classi di rischio qualitative sono integrate da quattro classi (c.d. classi gestionali) che segnalano

l'intensità e la direzione dello stile di gestione in termini di deviazione dal *benchmark* prescelto: *passivo, contenuto, significativo e rilevante*⁽³⁾. Quest'ulteriore informativa per i prodotti "a *benchmark*" consente di qualificare lo specifico contributo dell'attività gestionale alla rischiosità complessiva dell'investimento finanziario rispetto alla fonte di rischio esogena connessa all'evoluzione stocastica del *benchmark* nel tempo. Le gestioni passive replicano sostanzialmente il *benchmark* e ne condividono, pertanto, il grado di rischio; al contrario, nelle gestioni attive le scelte di *asset allocation* riflettono anche autonome decisioni d'investimento del soggetto gestore che comportano scostamenti più o meno consistenti dal parametro di riferimento e costituiscono, quindi, una componente addizionale di rischio, di natura endogena. Chiaramente, anche la significatività di questa informazione è assicurata dall'associazione univoca tra classi gestionali e intervalli, adeguatamente calibrati, di una misura quantitativa basata sul confronto tra la volatilità dei rendimenti del prodotto e quella del suo *benchmark*.

Il terzo pilastro, introdotto nella regolamentazione Consob sin dal 2001, è l'orizzonte temporale d'investimento consigliato, ossia un'indicazione sul periodo ottimale di permanenza nell'investimento, da formulare, evidentemente, in relazione alle caratteristiche della struttura finanziaria del prodotto e ai connessi profili di rischio e onerosità.

Per i prodotti "a obiettivo di rendimento" e per quelli assistiti da una garanzia finanziaria l'orizzonte temporale d'investimento consigliato è determinato in base all'analisi dello specifico meccanismo di protezione o garanzia che li caratterizza. Nelle strutture finanziarie più semplici il funzionamento di questi meccanismi permette di individuare immediatamente il periodo ottimale di permanenza nel prodotto come l'orizzonte tecnico della protezione o della garanzia. Nel caso di strutture più complesse, l'identificazione dell'orizzonte temporale consigliato richiede un attento studio delle diverse componenti di base del prodotto al fine di ottenere un quadro chiaro delle modalità di funzionamento dei singoli meccanismi di protezione o garanzia.

Nei prodotti "a obiettivo di rischio" o "a *benchmark*" l'assenza di un obiettivo di rendimento o di una garanzia finanziaria che indichino un orizzonte d'investimento ottimale, almeno *ex ante*, per l'investitore, richiede di impostare la determinazione dell'orizzonte d'investimento consigliato secondo un criterio di *break-even* dei costi, dato il grado di rischio del prodotto. Infatti, considerando il punto di vista dell'investitore, si può ritenere che per queste tipologie di prodotti l'orizzonte temporale d'investimento consigliato debba esprimere una raccomandazione sul periodo di tempo minimo entro cui i costi sostenuti potrebbero essere recuperati, tenuto conto del rischio associato alla loro ingegneria finanziaria⁽⁴⁾.

L'orizzonte temporale d'investimento consigliato è la chiave per un'interpretazione coerente ed organica dei primi due pilastri: l'interdipendenza tra grado di rischio e rendimenti potenziali diventa infatti apprezzabile solo se considerata con riferimento a tale orizzonte. E ciò in quanto l'informativa sul grado di rischio e sulla *performance* futura del prodotto finanziario acquisisce significatività rispetto alle finalità che guidano la scelta dell'investitore solo se considerata in relazione alla durata ottimale insita nell'ingegneria finanziaria sottostante.

I tre pilastri definiscono integralmente il contenuto di una *scheda-prodotto* in grado di supportare efficacemente il processo di selezione del prodotto di investimento *non-equity* operato dall'investitore.

Tale processo prevede, infatti, tre livelli di selezione successivi che intersecano l'informativa dei tre pilastri con le preferenze dell'investitore. Il primo livello di selezione è supportato dall'informativa inerente all'orizzonte d'investimento consigliato; questa consente all'investitore di individuare i prodotti compatibili con il proprio *holding period*, vale a dire il periodo per il quale l'investitore decide di rinunciare alle proprie disponibilità liquide. Nel livello successivo del processo, la propensione al rischio dell'investitore restringe il novero dei prodotti a quelli che presentano un grado di rischio con essa compatibile. Ed infine, attraverso gli scenari di probabilità l'investitore è in

⁽³⁾Questo approccio è stato adottato nell'ambito della regolamentazione di trasparenza nazionale inerente alla documentazione d'offerta di OICR e prodotti finanziario-assicurativi del ramo III e V ed è peraltro alla base dell'impostazione metodologica sottesa alla revisione della disciplina comunitaria inerente al *Prospetto Semplificato*.

⁽⁴⁾Questo concetto è formalizzato metodologicamente identificando l'orizzonte in parola come il primo anno entro cui la probabilità di recuperare almeno una volta i costi dell'investimento finanziario – calcolata sotto la misura *risk-neutral* – raggiunge una soglia prefissata.

grado di identificare il prodotto che presenta la struttura di *payoff* finali più in linea con le proprie aspettative di rendimento.

L'approccio *risk-based* per la trasparenza sui prodotti d'investimento non-*equity* è basato su metodologie e strumenti di analisi quantitativa che sono finalizzati a garantire la significatività e l'oggettività dell'informativa offerta agli investitori e che prescindono dall'imposizione dei modelli da utilizzare. In altri termini l'approccio proposto riflette un'impostazione metodologica funzionale a produrre informazioni chiare, significative, comparabili e ricostruibili a ritroso; gli aspetti implementativi sono lasciati ai modelli proprietari adottati dagli intermediari per lo svolgimento delle attività di *pricing* e controllo dei rischi, evidentemente preliminari, connesse e spesso coincidenti con le suddette informazioni di carattere quali-quantitativo da fornire nella documentazione d'offerta dei prodotti non-*equity* destinati alla clientela *retail*.

In tal modo si evita tra l'altro l'oneroso quanto inutile sviluppo di una modellistica parallela e si favorisce un processo di convergenza a prassi di mercato virtuose a beneficio sia degli investitori che degli intermediari finanziari.

Infatti, dal lato della domanda, gli investitori possono disporre di un'informativa che sintetizza in modo organico ed unitario l'esposizione complessiva dei prodotti finanziari non-*equity* ai diversi fattori di rischio. Per questa via, grazie ad indicatori facilmente fruibili e ad elevato valore segnaleitico, essi possono perciò valutare autonomamente anche prodotti particolarmente sofisticati; mentre dal lato dell'offerta, gli intermediari possono estendere l'utilizzo dei modelli proprietari alla produzione dell'informativa di trasparenza, con evidenti vantaggi per le loro funzioni di *compliance*. Inoltre il rispetto di una regolamentazione di trasparenza *risk-based* costituisce una concreta opportunità per la minimizzazione del rischio reputazionale attraverso la rappresentazione chiara ed oggettiva degli aspetti fondamentali sottesi all'ingegnerizzazione finanziaria dei prodotti.

Si auspica che questo lavoro possa contribuire ai lavori comunitari in corso inerenti alla rappresentazione dei profili di rischio-rendimento nei prospetti, stimolare i lavori per una direttiva comunitaria unica per l'offerta di prodotti non-*equity* indirizzati agli investitori *retail* ed offrire utili spunti di riflessione per la risoluzione della crisi finanziaria internazionale in corso.

Riferimenti bibliografici

- [Abramowitz, Steygun, 1964] Abramowitz, M. e Steygun, I., (1964). Handbook of Mathematical Functions with Formulas, Graphs, and Mathematical Tables. *US Department of Commerce - National Bureau of Standards - Applied Mathematic Series 55*.
- [Bollerslev, 1986] Bollerslev, T., (1986), Generalized autoregressive conditional heteroskedasticity. *Journal of Econometrics*, 31, pp. 307-327.
- [Minenna, D'Agostino, 2001] D'Agostino, G. e Minenna, M. (2001), Il mercato primario delle obbligazioni bancarie strutturate: alcune considerazioni sui profili di correttezza del comportamento degli intermediari, quaderno di finanza n. 39, Consob.
- [Dixit e Pindyck, 1994] Dixit, A. and Pindyck, R. (1994), Investment under uncertainty, Princeton University Press.
- [Duan, 1997] Duan, J.-C., 1997. Augmented GARCH(p,q) Process and its Diffusion Limits, *Journal of Econometrics*, 79, pp. 97-127.
- [Ethier e Kurtz, 1986] Ethier, S.N. e Kurtz T.G. (1986), Markov Processes: Characterization and Convergence, Wiley, New York NY.
- [Geweke, 1986] Geweke, J., (1986), Modelling the persistence of conditional variances: a comment. *Econometric Review*, 5, pp. 57-61.
- [Hamilton, 1994] Hamilton, J. D., (1994), Time Series Analysis, Princeton University Press.
- [Karatzas e Shreve, 1991] Karatzas, I. e Shreve, S. E., (1991), Brownian Motion and Stochastic Calculus, Second Edition, Springer.
- [Greene, 1993] Greene, W.H., (1993), Econometric Analysis, Prentice Hall.
- [Mihoj, 1987] Mihoj, A., (1987), A multiplicative parameterization of ARCH models. Unpublished manuscript, Department of Statistics, University of Copenhagen.
- [Minenna, 2001] Minenna, M. (2001), Insider trading, abnormal return and preferential information: supervising through a probabilistic approach, quaderno di finanza n. 45, Consob.
- [Minenna, 2003] Minenna, M. (2003), L'individuazione dei fenomeni di abuso di mercato nei mercati finanziari: un approccio quantitativo, quaderno di finanza n. 54, Consob.
- [Minenna, 2006] Minenna, M. (2006), A Guide to Quantitative Finance: tools and techniques for understanding and implementing financial analytics, Risk Books.
- [Nelson, 1990] Nelson, D. (1990), ARCH models as diffusion approximations. *Journal of Econometrics*, 45, pp.7-38.
- [Pantula, 1986] Pantula, S., (1986), Modelling the persistence of conditional variances: a comment. *Econometric Review*, 5, pp. 71-74.
- [Stroock e Varadhan, 1979] Stroock, D.W. e Varadhan S.R.S. (1979), Multidimensional diffusion processes. Springer Verlag, Berlin.
- [Taylor, 1986] Taylor, S., (1986), Modelling financial time series. Wiley, New York.