

Benefici e limiti dell'investimento in certificati

Un'indagine dell'Università Bocconi



Giovanna Zanotti

Professore associato di Economia degli Intermediari finanziari presso l'Università degli studi di Bergamo e professore presso SDA Bocconi nell'area Intermediazione Finanziaria e assicurazioni, ha curato numerose pubblicazioni di libri e articoli su riviste italiane e internazionali. I suoi principali temi di studio e di interesse sono la struttura e l'efficienza dei mercati finanziari e gli strumenti derivati.

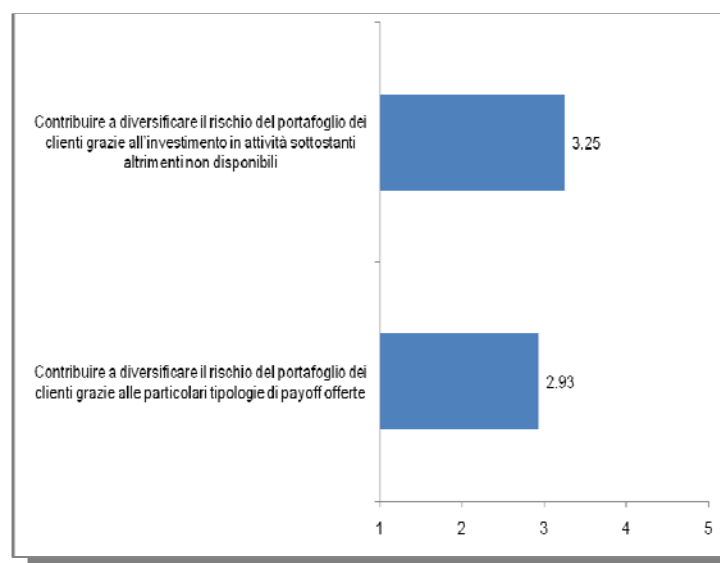
I Certificati hanno fatto la loro comparsa sul mercato Italiano da una decina di anni. Ma quali sono i benefici che gli investitori ricercano quando scelgono questi prodotti e quali invece gli ostacoli al loro utilizzo? Queste sono alcune delle domande cui la ricerca, condotta da Carefin, centro di ricerca dell'Università Bocconi in collaborazione con ACEPI, si propone di dare risposta. La metodologia utilizzata nello studio è stata quella del questionario online cui sono stati invitati a rispondere, nel periodo compreso tra gennaio e maggio 2009, i financial advisors. Ipotesi sottostante la ricerca è quindi che i financial advisors siano in grado di comprendere le esigenze di investimento dei propri clienti e che l'accesso al mercato dei Certificati avvenga prioritariamente su suggerimento/consiglio del financial advisor piuttosto che su iniziativa autonoma del cliente. Il questionario è stato compilato da 424 financial advisor appartenenti a circa 30 reti diverse.

Un primo beneficio ottenibile investendo in Certificati può essere rintracciato nel contributo che questi strumenti possono dare in termini di una maggiore diversificazione di portafoglio. I Certificati consentono infatti di investire in una gamma molto ampia di sottostanti (a febbraio 2010 sono più di 300 i sottostanti dei Certificati) in alcuni casi difficilmente raggiungibili con altri strumenti finanziari. Inoltre, i Certificati possono avere un payoff a scadenza diverso dalle tradizionali posizioni direzionali long o short e consentono quindi di prendere posizione su variabili altrimenti difficilmente presenti in portafoglio quali, ad esempio, la volatilità (si pensi ad esempio ai bonus in caso di mercato tendenzialmente stabile con tendenza al ribasso) o l'outperformance in un determinato range.

Alcune domande della ricerca si proponevano proprio di indagare questo aspetto.

Innanzitutto si chiedeva di valutare, su una scala da 1 a 5, la capacità dei certificati di contribuire a diversificare il portafoglio sotto il profilo del sottostante e del payoff. Come si nota dalla figura 1 i punteggi ottenuti dalle due risposte non sono particolarmente elevati (rispettivamente 3.25 per la diversificazione degli assets e 2.93 per a diversificazione dei payoffs). Questo risultato sembra indicare che uno dei principali benefici associati ai certificati non è ancora pienamente percepito dagli investitori e che una maggiore education e sensibilizzazione sul tema potrebbe favorire un ulteriore sviluppo del mercato.

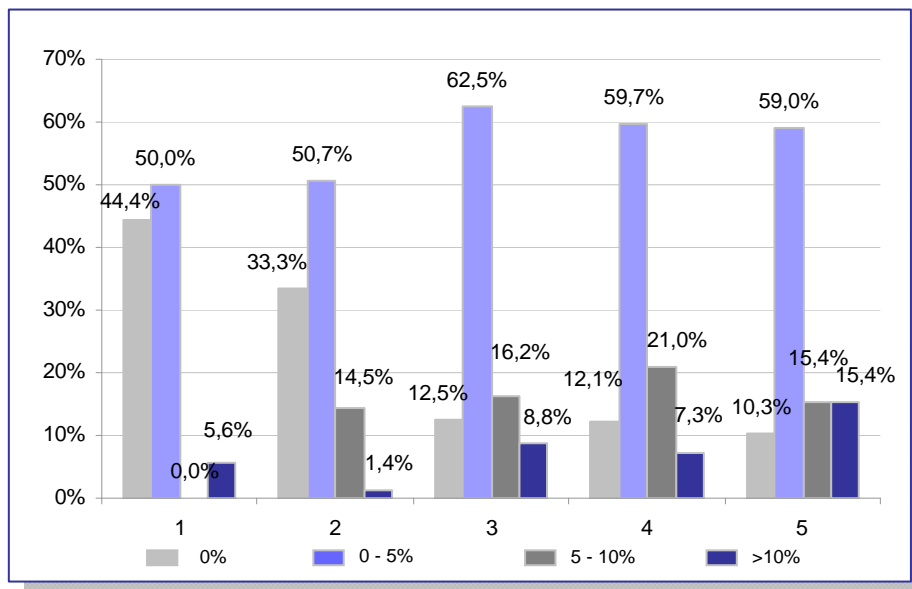
Figura 1: qual è a suo avviso la capacità dei certificati di...



Questa conclusione è supportata dall'analisi della relazione tra ammontare di certificati in portafoglio e percezione della loro capacità di contribuire a diversificare il portafoglio. Come si nota dalla figura 2, tra chi attribuisce valore 1 o 2 (cioè molto modesti) alla capacità dei certificati di diversificare grazie alle particolari tipologie di asset il peso medio dei certificati in portafoglio è infatti molto basso. Il peso medio in portafoglio cresce invece significativamente per coloro che associano punteggi più alti alla capacità di diversificazione per asset.



Figura 2: Il legame tra la capacità percepita dei certificati di diversificare grazie agli asset sottostanti e il peso dei certificati nei portafogli dei clienti

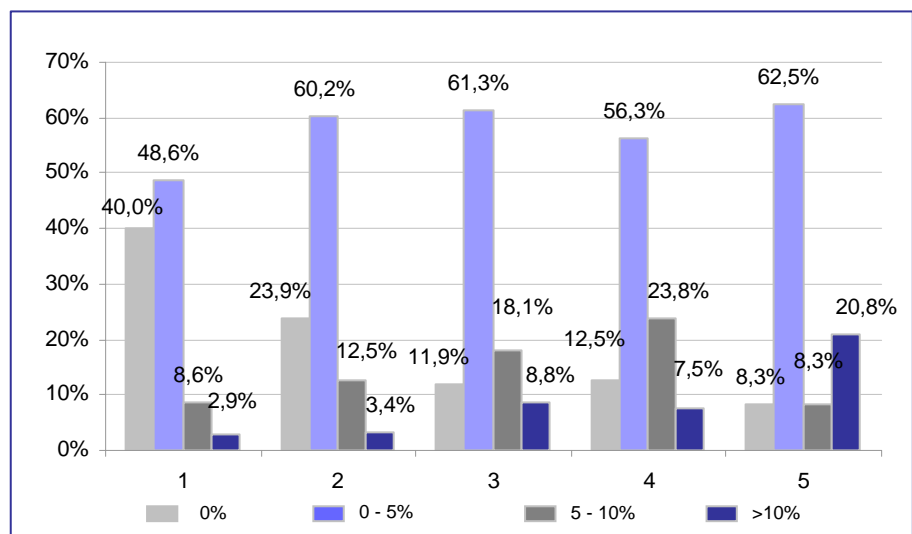


Lo stesso fenomeno si osserva anche con riferimento alla capacità di diversificare il profilo di rischio grazie alla particolare tipologia di payoff offerto: fra chi attribuisce massimo valore a questa variabile la percentuale di coloro per i quali i certificati pesano più del 20% del portafoglio è pari al 20,8%, contro poco meno del 3% per chi attribuisce minimo peso a tale variabile.

Inoltre, la capacità dei certificati a capitale protetto di contenere le perdite negli scenari di mercato più sfavorevoli è chiaramente percepita.

Lo stesso si può dire per la capacità dei certificati a capitale non protetto di generare rendimenti elevati se le aspettative sulla base dei quali sono costruiti si verificano. Infine è interessante notare che anche con riferimento a questi due benefici risulta verificata la

Figura 3: Il legame fra la capacità percepita dei certificati di diversificare grazie alle tipologie di payoff e il peso dei certificati nei portafogli dei clienti

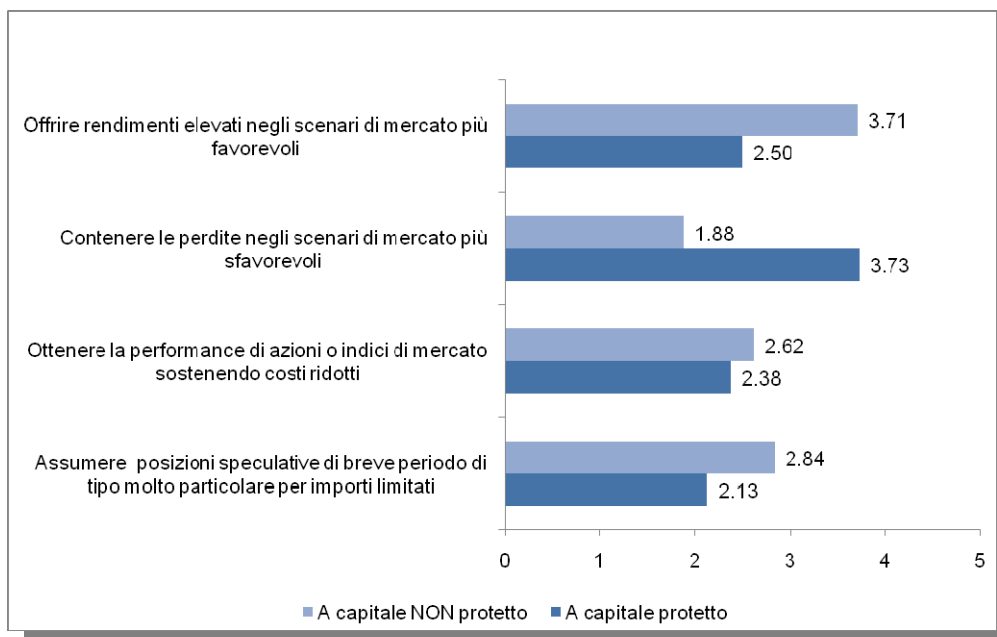


relazione secondo cui maggiore è il peso dei certificati migliore la loro valutazione della capacità di contribuire a proteggere il capitale o a generare rendimenti elevati in scenari favorevoli.

Sul fronte degli ostacoli alla diffusione dei certificati la ricerca si chiedeva quali potrebbero essere i fattori di ostacolo alla vendita dei certificati e in particolare cosa potrebbe rendere un financial advisor restio a proporre a un suo cliente l'investimento in Certificati. I fattori individuati ex-ante come potenziali ostacoli sono stati: il rischio di mercato eccessivo, la redditività attesa bassa, l'insufficiente conoscenza del prodotto, la difficoltà nello spiegare il prodotto, le brutte esperienze passate, il rischio di credito eccessivo, il costo troppo elevato, i timori sulla liquidità, le difficoltà di comprendere l'andamento del secondario e infine la difficoltà di introdurre nei portafogli dei clienti prodotti nuovi.

Per ciascuno di questi fattori la ricerca chiedeva di dare un giudizio su una scala 1 a 5 (1 = poco importante, 5 = molto importante).

Figura 4: Qual è a suo avviso la capacità dei certificati di...



Come si nota dalla figura 4 i fattori che hanno ricevuto il maggiore punteggio e che quindi limitano maggiormente il financial advisor nel proporre i certificati sono il rischio (per i certificati a capitale non protetto), la limitata liquidità, le brutte esperienze passate e l'insufficiente conoscenza del prodotto. Per quanto riguarda il rischio è importante fare una precisazione. Innanzitutto il fatto che l'analisi sia stata condotta tra gennaio e maggio 2009 può avere in qualche modo amplificato l'importanza attribuita al fattore rischio. E' però vero che come emerge anche da un'altra sessione del questionario in cui si chiedeva agli investitori di fare un confronto tra Certificati, fondi e BTP, gli investitori sembrano sovrastimare il rischio dei Certificati a capitale non protetto attribuendo a questi strumenti un grado di rischio decisamente più elevato rispetto a quello dei fondi comuni di investimento. Anche sul giudizio relativo alla liquidità dello strumento, il particolare momento di analisi può avere avuto un impatto. Inoltre una serie di interviste effettuate successivamente ha evidenziato che, a fronte di una generale

preoccupazione per la liquidità, non sempre essere chiaro il fatto che un particolare Certificato sia quotato o meno e nel caso su quale mercato (mercato regolamentato, multilateral trading facility o internalizzatore interno). Ne deriva l'importanza attribuita alla non sufficiente conoscenza come ostacolo.

Di fatto uno dei risultati che sembrano emergere dalla ricerca e' che la conoscenza dei Certificati e' ancora piuttosto limitata e questa limitata conoscenza porta a sovrastimarne i rischi e a percepirla come strumenti poco liquidi e poco utili per la diversificazione. Una volta superata la barriera iniziale la valutazione dei Certificati sembra però cambiare significativamente: la percezione dei benefici aumenta e quella dei rischi si riduce.

Giovanna Zanotti

Professore associato di Economia degli Intermediari finanziari presso l'Università degli studi di Bergamo e professore presso SDA Bocconi