INVESTIRE

Mensile

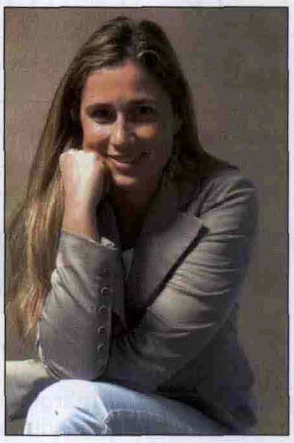
Data 05-2010
Pagina 82/85
Foglio 1 / 4

www.ecostampa.it

DIVERSIFICARE IL RISCHIO CON I CERTIFICATI

Francesco Saita

Così li usano in prevalenza private banker e consulenti per gli investimenti dei clienti, come risulta da una recente ricerca Carefin-Acepi. Ma anche se non pensano a scommesse di breve periodo, gli investitori continuano a giudicare il profilo di rischio del prodotto più a sé stante che in relazione al contributo che può dare al portafoglio



Giovanna Zanotti

■ di Francesco Saita e Giovanna Zanotti*

I certificati rappresentano un prodotto guardato spesso dagli investitori e dai private banker da un lato con interesse, per la varietà delle forme che possono assumere e dei ritorni che possono offrire, e dall'altro lato a volte con timore, per la maggiore complessità percepita. Nel complesso, tuttavia, i certificati si sono guadagnati uno spazio crescente nel panorama dei prodotti di investimento.

I dati del mercato primario, inerenti alle emissioni effettuate dagli aderenti ACEPI (Associazione Italiana Certificati e Prodotti di Investimento), che comprende la quasi totalità degli emittenti, mostrano che nel 2009 sono stati collocati 2 miliardi e 716 milioni di euro, con un incremento del +124% rispetto all'ammontare collocato nel 2008. Dopo la fase di crisi del 2008 il mercato dei Certificati sembra quindi essersi ripreso ed essere ritornato sui livelli che aveva raggiunto a fine 2007. Sempre sul fronte del mercato primario, il 2009 si è caratterizzato per una riduzione delle nuove emissioni, a testimonianza di una certa concentrazione del mercato. Anche sul fronte del mercato secondario su cui sono quotati, il SEDEX, i Certificati hanno saputo ritagliarsi nel tempo un loro spazio. A febbraio 2010 figuravano sul SEDEX 3286 strumenti di cui 1788 Covered Warrant (1680 plain vanilla e 108 strutturati) e 1.498 Certificati (di cui 383 Leverage). Se si considera l'evoluzione in termini di numeri di strumenti quotati (vedere grafico a pagina) è evidente che il numero di Certificati è cresciuto costantemente nel tempo: oggi rappresentano circa il 45% del mercato.

SCAMBI IN CALO, MA...

Diverso è il quadro se si considerano i controvalori scambiati. Gli ultimi due anni sono stati caratterizzati da una forte riduzione che ha interessato sia i Covered Warrant sia i Certificati, che in termini di volumi rappresentano ad oggi circa il 30% del mercato. Questo dato, che viene spesso indicato come un sintomo della ridotta liquidità del mercato, potrebbe anche essere interpretato come una tendenza a percepire questi strumenti più in un'ottica di portafoglio, come strumenti da detenere fino alla loro scadenza in un'ottica di medio-lungo periodo, piuttosto che come strumenti di trading.

Questa interpretazione sembrerebbe confermata dai risultati della ricerca, condotta dal centro di ricerca Carefin (Centre for Applied Research in Finance) dell'Università Bocconi in collaborazione con ACEPI, sulla percezione dei certificati da parte degli investitori. La ricerca è stata condotta mediante questionari rivolti a private banker, promotori finanziari e financial advisor (raccolti nel primo semestre del 2009, con un totale di 424 questionari provenienti da 30 reti diverse) e successive interviste personali al medesimo target nei mesi di novembre e dicembre 2009.

Una prima considerazione che emerge dall'indagine concerne le motivazioni all'acquisto dei certificati, che sono legate più alla ricerca

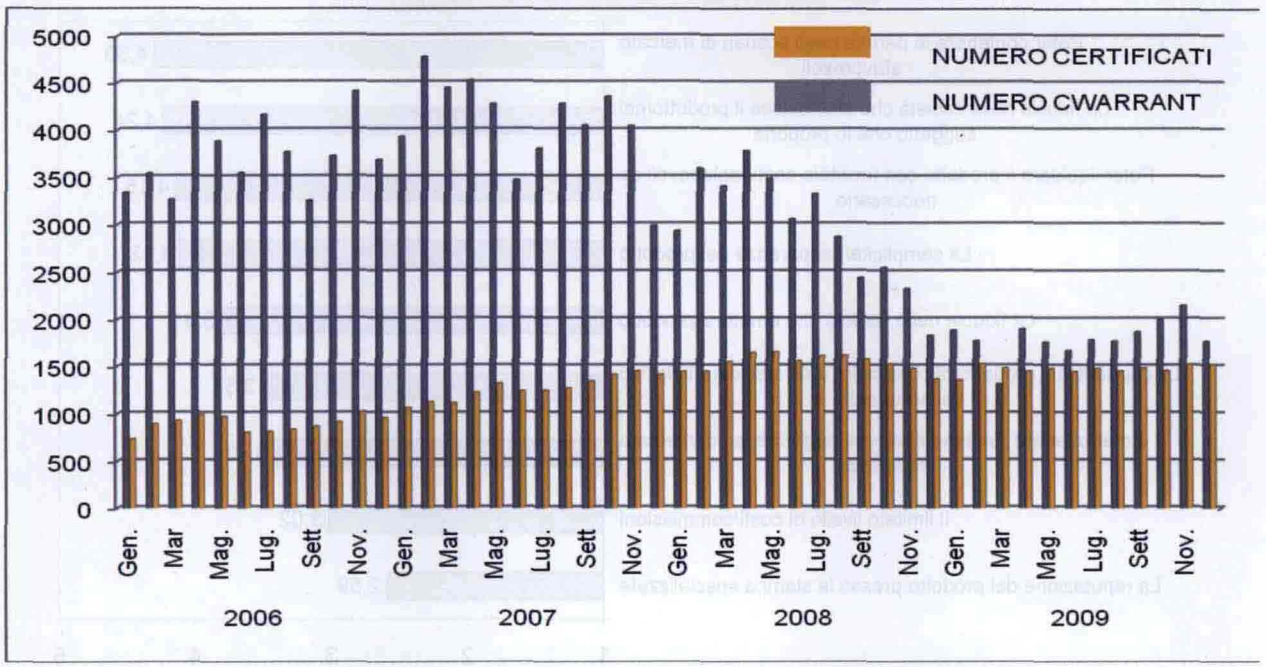
087681

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

ACEPI

www.ecostampa.it

Quante emissioni dal 2006 al 2009



Il numero di certificati e di covered warrant emessi sul mercato primario, 2006-2009.

Perché fanno bene ai portafogli

QUANTO PESANO IN MEDIA I CERTIFICATI NEI PORTAFOGLI DEI VOSTRI CLIENTI?	FRA TUTTI I RISPONDENTI	FRA CHI RITIENE CHE LA CAPACITÀ DEI CERTIFICATI DI DIVERSIFICARE GRAZIE AI PARTICOLARI ASSET SOTTOSTANTI SIA...		FRA CHI RITIENE CHE LA CAPACITÀ DEI CERTIFICATI DI DIVERSIFICARE GRAZIE AI PARTICOLARI PAYOFF OFFERTI SIA...	
		...MEDIO-ALTA	...ALTA	...MEDIO-ALTA	...ALTA
0%	17,2%	12,1%	10,3%	12,1%	10,3%
0%-5%	58,9%	59,7%	59,0%	59,7%	59,0%
5%-10%	16,5%	21,0%	15,4%	21,0%	15,4%
PIÙ DEL 10%	7,5%	7,3%	15,4%	7,3%	15,4%

Il legame fra capacità percepita dei certificati di diversificare e peso dei certificati in portafoglio.
La somma delle percentuali può differire da 100% di 0,1% per effetto degli arrotondamenti.

di una modalità per diversificare il rischio del portafoglio che a scommesse speculative di breve periodo. La diversificazione è ricercata selezionando certificati o con asset sottostanti diversi da quelli su cui si è già investito, o con payoff particolari diversi da quelli dell'investimento diretto. Occorre ricordare infatti che se sul fronte delle attività sottostanti a febbraio 2010 risultavano quotati sul mercato secondario certificati con oltre 300 diverse tipologie di sottostante (pur con una forte prevalenza di azioni o indici azionari italiani), sul fronte dei payoff alla stessa data erano quotati certificati con 12 diverse strutture di payoff (secondo la classificazione proposta dalla stessa ACEPI), con tipologie molto diverse comprese fra gli estremi degli strumenti che offrono la protezione del capitale e degli strumenti a leva.

L'INDAGINE

Dai questionari emerge chiaramente che la percezione che il private banker ha della capacità del certificato di contribuire a diversificare il portafoglio del cliente ha un legame molto forte con l'investimento effettivo in certificati. Ciò si osserva confrontando le due domande in cui si chiedeva al private banker: 1) di valutare su una scala da 1 (minimo) a 5 (massimo) la capacità dei certificati di diversificare il portafoglio grazie al particolare asset sottostante oppure grazie alla particolare tipologia di payoff; 2) di indicare quale fosse in media il peso dei certificati nel portafoglio dei propri clienti. E' emerso come per i private banker che assegnano punteggi più elevati alla capacità del prodotto di diversificare per asset o per payoff il peso percentuale dei

087681

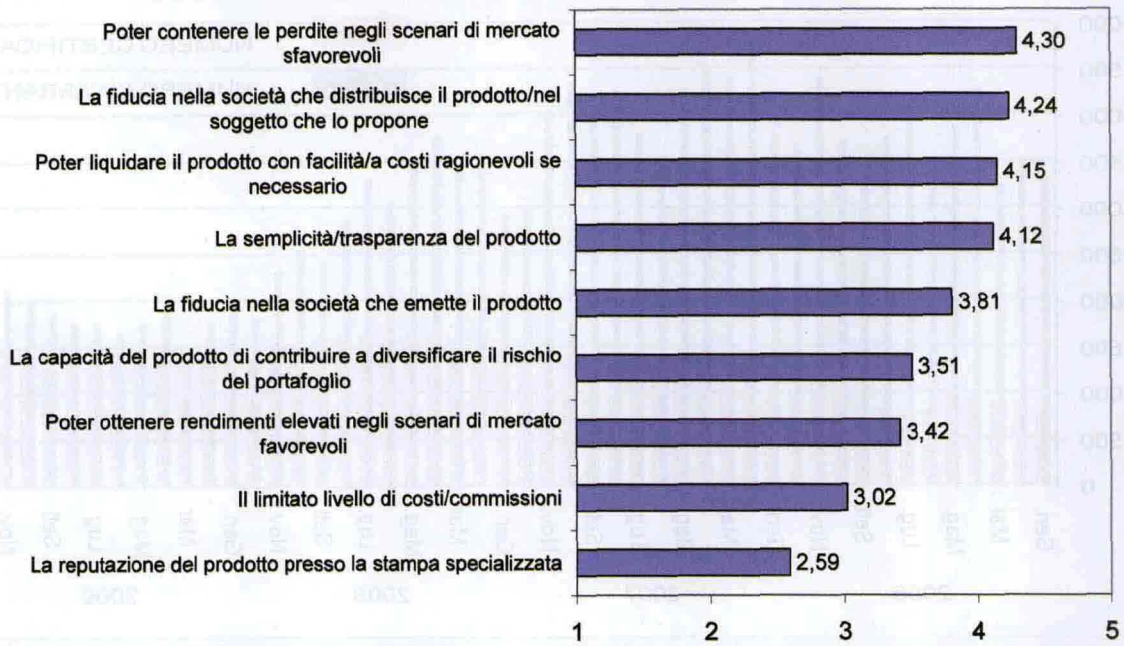
Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

ACEPI

INVESTIRE
Mensile
Data 05-2010
Pagina 82/85
Foglio 3 / 4

www.ecostampa.it

Per quale motivo avete scelto quel prodotto?



Quanto pesano per il cliente queste caratteristiche nella scelta di investire in un prodotto? (1=minimo, 5=massimo).

certificati nei portafogli dei clienti sia decisamente più elevato della media (vedere tabella a pagina).
Come si può rilevare, la percentuale di chi investe in certificati più del 10% del proprio portafoglio è pari al 7,5% sulla media del campione, ma è pari al doppio fra chi assegna ai certificati una elevata capacità di diversificare in base al tipo di asset sottostante e quasi al triplo fra chi assegna ai certificati una elevata capacità di diversificare in base al tipo di payoff offerto.

MA IL CLIENTE GUARDA IL PRODOTTO

L'uso dei certificati al fine di diversificare il portafoglio si scontra peraltro con il fatto che spesso, secondo quanto appare dall'indagine, i clienti tendono a valutare il profilo di rischio del singolo prodotto più valutandolo a sé stante che in funzione del suo contributo all'interno del portafoglio. Infatti alla domanda "Quanto pesano per il cliente queste caratteristiche nella scelta di investire in un prodotto?" la risposta "poter contenere le perdite negli scenari sfavorevoli" (che presuppone una valutazione del prodotto su base individuale) ha ricevuto un punteggio molto più elevato della risposta "la capacità del prodotto di contribuire a diversificare il rischio di portafoglio" (vedere grafico in questa pagina). Anche combinando tale risultato con quello di altre domande, emerge abbastanza chiaramente come non sempre i clienti tendono ad adottare davvero un approccio di portafoglio nella valutazione dei prodotti su cui investire. E le interviste qualitative svolte successivamente al questionario hanno confermato che tale problema vale spesso sia ex ante che ex post. Ex ante la tendenza a valutare tutti i possibili prodotti su base individuale porta spesso a non considerare adeguatamente quelli che possono avere nell'effetto diversificazione il proprio beneficio principale. Ex post il problema che si verifica spesso è che anche il prodotto originariamente scelto per diversificare tende a essere valutato su base individuale: in altri termini, anche se si è acquistato il fondo X o il certificato Y per diversificare il portafoglio, si tende a valutare il prodotto come "buono" o "cattivo" a posteriori soprattutto sulla base della singola performance ottenuta, e non anche su quanto abbia contribuito a stabilizzare quella complessiva del proprio portafoglio (spesso serve più tempo e pazienza per calcolarlo correttamente).

FAME DI INFORMAZIONI

Un secondo aspetto che emerge in modo chiaro dalla ricerca è come un prodotto pur solo relativamente nuovo come i certificati richieda ancora uno sforzo di formazione non banale nei confronti dei clienti finali e dei private banker/financial advisor. Ciò emerge non solo dal fatto che i private banker hanno mostrato grande interesse verso qualsiasi tipo di informazione supplementare sia stato loro chiesto di valutare. Particolare interesse è stato manifestato per la possibilità di disporre di informazioni sulla liquidità del certificato o sulla dinamica dei prezzi sul mercato secondario, di informazioni sul livello di rischio del certificato (con particolare interesse per l'ipotesi di una classificazione per rischio proposta da un soggetto terzo rispetto all'emittente), di informazioni circa il possibile rendimento atteso

087681
Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.
ACEPI

www.ecostampa.it

"...in genere la larga parte dei certificati diversi da quelli a capitale protetto offre un profilo di rischio di tipo lineare che nei casi di perdite non dovrebbe discostarsi di molto da quello di un fondo comune esposto al medesimo tipo di indice azionario"

del certificato nei diversi scenari di mercato. La comprensione di quest'ultimo aspetto non è sempre così chiara, se si considera che ad esempio in media i private banker/financial advisor hanno assegnato un punteggio particolarmente basso alla propria capacità di valutare i rendimenti attesi di un certificato negli scenari sfavorevoli, mentre si ritengono molto più in grado in termini relativi di valutare i rendimenti negli scenari sfavorevoli per un fondo comune di investimento. L'impressione che si ricava è che molti financial advisor, faticando talora a comprendere le caratteristiche dei payoff offerti da alcuni certificati, tendano a volte a valutare il rischio specialmente dei certificati diversi da quelli a capitale protetto come se essi fossero tutti certificati a leva, mentre in realtà in genere la larga parte dei certificati diversi da quelli a capitale protetto offre un profilo di rischio di tipo lineare che nei casi di perdite non dovrebbe discostarsi di molto da quello di un fondo comune esposto al medesimo tipo di indice azionario.

SE LI CONOSCONO...

Anche nelle interviste qualitative svolte dopo il questionario è emersa una marcata divaricazione fra i private banker/financial advisor con una maggiore conoscenza del prodotto e mediamente più attivi, quelli più cauti ma comunque attivamente impegnati a cercare di valutare il prodotto meglio e/o a iniziare a utilizzarlo anche in chiave sperimentale, e il segmento dei financial advisor tendenzialmente più dubbioso sulla propria capacità di comprendere il prodotto ma anche purtroppo spesso meno disponibile a investire il proprio tempo per conoscerlo meglio. Conoscendo gli sforzi fatti dall'associazione dei produttori di certificati ACEPI per diffondere la cultura sui certificati e sulle loro diverse categorie, pare di poter dire che tali sforzi sono verosimilmente assai utili con un segmento importante dei private banker/financial advisor ma non sono stati ancora in grado di raggiungere la totalità del proprio target, anche per un interesse purtroppo spesso troppo modesto da parte delle reti stesse.

OSTACOLI ALL'ACQUISTO

La ricerca ha analizzato anche gli ostacoli all'acquisto dei certificati, fra i quali i financial advisor citano in particolare i timori circa la liquidabilità dell'investimento. E' chiaro che tale aspetto può dipendere in parte dal timing delle interviste (il primo semestre 2009, ancora molto vicino alla fase di picco delle crisi sui mercati), e può anche in parte sottendere una visione un po' di trading dello strumento che non è del tutto appropriata. Tuttavia tale timore evidenzia anche qualche difficoltà che in alcune reti si può riscontrare nell'esecuzione di ordini di vendita e sui quali un prodotto offerto da emittenti terzi può essere caratterizzato a volte da un processo meno rapido. Inoltre non sempre il financial advisor pare essere a conoscenza del fatto se la singola emissione sia quotata o meno sul mercato secondario del Sedex, e ancora più raramente questa informazione è nota all'investitore finale. E' chiaro che questo può ulteriormente aumentare le percezioni o i dubbi di alcuni clienti in tema di liquidità, malgrado gli emittenti facciano di norma ogni possibile sforzo per garantire un mercato secondario trasparente ed efficiente.
In questo contesto, tuttavia, i financial advisor nel loro complesso continuano ad essere ottimisti sul tasso di crescita del mercato dei certificati, dato che sull'arco dei prossimi 5 anni l'88,6% si attende un tasso di crescita del mercato positivo, e per un financial advisor su quattro la crescita attesa sarà pari almeno al 15% annuo. ■

***Francesco Saita** è professore ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari presso l'Università Bocconi, dove dirige il Dipartimento di Finanza.

***Giovanna Zanotti** è professore associato di Economia degli Intermediari Finanziari presso l'Università di Bergamo e ricercatrice per il Carefin (Centre for Applied Research in Finance) della Bocconi.

087681

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

ACEPI