

# DISTRIBUZIONE? È IL PROBLEMA

Tutti gli intermediari aprano il mercato e accettino una vera concorrenza. Solo così i certificati si diffonderanno.

di **Mauro Camelia**

**L**a crisi finanziaria globale ha trasmesso rapidamente i suoi effetti all'economia reale, causando, nella seconda metà del 2008, una rapida contrazione dei principali indici di attività economica a livello globale.

L'interagire fra crisi finanziaria ed economica ha fortemente condizionato i mercati delle diverse tipologie di *asset class* che hanno chiuso il 2008 con forti perdite (**figura 1**). Le flessioni sono risultate pressoché generalizzate, non risparmiando nemmeno quegli investimenti alternativi (*commodities*, immobiliare), in grado solitamente di contribuire alla stabilizzazione del profilo di rendimento - rischio di portafoglio.

Il deciso allentamento della leva monetaria, a cui hanno fatto ricorso le Banche Centrali dei paesi industrializzati, ha contribuito solo in parte a sostenere i progressi dei corsi obbligazionari dei titoli governativi; progressi che, in molti casi, sono stati ridimensionati dal contestuale aumento dei premi per il rischio di credito. Lo scenario finanziario si presenta a tutt'oggi molto incerto: gli interventi a sostegno del sistema finanziario globale non sembrano essere stati efficaci finora nel-

l'attenuare l'instabilità dei mercati. Molto probabilmente, nei prossimi mesi, le difficoltà del quadro macroeconomico spingeranno le Banche Centrali dei paesi industrializzati a ridurre ulteriormente il livello dei tassi ufficiali, ponendo le basi per un sostanziale livellamento, in prossimità dello zero, dei rendimenti di mercato monetario a livello globale: al realizzarsi di tale scenario, nessuna *asset class* potrebbe rappresentare una soluzione di investimento sicura ("investimento rifugio in senso stretto") per i risparmiatori.

In tali condizioni occorre chiedersi: **come poter realizzare un ottimale bilanciamento tra rendimento e rischio di portafoglio?** L'individuazione di soluzioni di investimento efficienti richiede, in primo luogo, un'attenta valutazione del profilo di rischio degli investitori, accompagnata da un'efficace diversificazione tra *asset class* tradizionali e alternative.

Il significativo innalzamento dell'avversione al rischio, osservato nella seconda parte del 2008, si è tradotto finora in una crescente domanda di sicurezza da parte degli investitori. A tale domanda possono rispondere anche **i certificati di investimento**: un utilizzo efficiente di tali attività finanziarie consente, infatti, di modellizzare distribuzioni dei rendimenti di portafoglio in grado di soddisfare l'esigenza degli investitori di controllare l'elevata incertezza presente nei mercati finanziari.

In fasi di elevata instabilità dei mercati emerge in tutta evidenza l'utilità dei certificati di investimento **a capitale garantito totale e a capitale condizionatamente protetto**. Per gli investitori caratterizzati da una bassa propensione al ri-



**Carta  
d'identità**

**Nome:** Mauro Camelia  
**Ruolo:** professore alla Facoltà di Economia  
**Società:** Università di Siena  
**Sito internet:** [www.unisi.it](http://www.unisi.it)

schio, la prima categoria di certificati (in particolare gli *Equity Protection*, i *Collar Certificates*, i *CP Bonus* ed i *Cp Twin Win*) consente di realizzare un'adeguata diversificazione di portafoglio, mediante l'inserimento di componenti di rischio che assicurano a scadenza la protezione (totale o parziale) del capitale investito in fase di collocamento. La selezione dei certificati a capitale garantito deve essere effettuata prestando particolare attenzione al livello di protezione del capitale e alla percentuale di partecipazione alla rivalutazione del sottostante.

Per gli **investitori dinamici**, il rapporto tra tolleranza al rischio ed incertezza dei mercati finanziari può essere gestito utilizzando anche certificati a capitale condizionatamente protetto (tra i quali i *Bonus*, gli *Express* ed i *Twin Win*), che consentono di soddisfare contemporaneamente esigenze di diversificazione di portafoglio, di contenimento del rischio e di miglioramento della redditività attesa. Nella selezione di questi ultimi certificati gli investitori dovranno valutare soprattutto la componente protezione implicita nel certificato, misurata attraverso la distanza intercorrente tra il prezzo del sottostante e la barriera. La scelta della tipologia di certificato deve accompagnarsi ad un'attenta analisi dei possibili mercati su cui investire; l'estrema debolezza del quadro reale e di quello finanziario non consente di fornire una risposta univoca sulle prospettive dei diversi comparti dei mercati finanziari.

Nonostante ciò, riteniamo che i certificati su indici e titoli azionari possano rappresentare una interessante opportunità di investimento, in grado di migliorare il pro-

filo di rendimento - rischio di portafoglio. Le vistose correzioni dei mercati azionari, registrate a partire dalla seconda metà del 2008, non sono state causate da quotazioni sopravvalutate: i principali indici azionari si collocano attualmente in prossimità dei livelli raggiunti dieci anni or sono. A ciò si aggiunge un'ulteriore considerazione: pur scontando un ulteriore deterioramento del quadro macroeconomico nei prossimi mesi, dal punto di vista fondamentale le valutazioni azionarie, soprattutto nell'area Euro, si caratterizzano per livelli di *Price/Earning* e *Price/Book Value* relativamente bassi. Gli stessi indicatori di convenienza relativa bond/equity evidenziano una elevata attrattività degli investimenti azionari in rapporto a quelli obbligazionari. Una riflessione sulle prospettive del mercato dei

certificati di investimento non può inoltre trascurare quegli interventi che potrebbero essere realizzati da emittenti e distributori (banche, reti di promotori finanziari, ecc...) per favorire la ripresa del comparto nel corso del 2009 e per assicurarne una crescita stabile nei prossimi anni. Dal lato degli emittenti, è essenziale che venga **arricchita ed ampliata l'offerta di**

“ L'avversione al rischio da parte di chi investe si è tradotta finora in una crescente domanda di sicurezza. Alla quale risponde bene questo tipo di prodotti. ”

**certificati** aventi caratteristiche (in termini di livelli di riferimento dei sottostanti, protezione e barriere) allineate alle attuali quotazioni di mercato delle attività finanziarie, affinché gli investitori possano sfruttare al meglio tali prodotti nella gestione del proprio portafoglio. Interventi ancor più incisivi si rendono necessari **dal lato dei distributori.**

E' ben noto che il sistema finanziario si caratterizza

per la presenza di asimmetrie informative nei rapporti tra emittenti e investitori ma soprattutto tra distributori e investitori che ostacolano la realizzazione di un assetto pienamente concorrenziale nel settore finanziario. Il legislatore comunitario e quello nazionale, attraverso la direttiva MiFID sui servizi di investimento, hanno inteso porre le basi per colmare il gap informativo esistente tra i diversi attori presenti nei mercati finanziari. La sfida della MiFID potrà dirsi definitivamente vinta dagli intermediari/distributori soltanto se essi saranno in grado di trasmettere agli investitori quelle informazioni, di cui sono in possesso, per valutare in modo completo le diverse tipologie di strumenti finanziari. Il compimento di tale percorso consentirebbe di conciliare l'obiettivo dell'accrescimento della cultura finanziaria degli investitori, indispensabile per effettuare scelte consapevoli anche in strumenti complessi, quali i certificati, con le esigenze di business degli stessi intermediari. **A**

**Figura 1 - Principali tipologie di asset class a confronto (02/01/2008 = 100)**

