



operatori finanziari in piazza

Godiasco Salice Terme

14-15-16 settembre 2012

Focus su rischi e probabilità

Le probabilità per una corretta misurazione dei rischi: giocare al gioco di practitioners

Costruire norme moderne e al passo con la realtà dei mercati finanziari

Diritto e trasparenza: un binomio possibile ed auspicabile

Rating: perché l'opinione ha tanto potere e nessuno glielo vuol togliere

Chi comanda tra diritto e finanza? Contrapposizione o miscela esplosiva

Opacità informativa sui rischi: la cinghia di trasmissione della crisi finanziaria all'economia reale

Finanza, PIL e Welfare

La propagazione della crisi finanziaria nell'economia reale: recessione e disoccupazione

Spesa pubblica e politica fiscale: chi paga per la deriva dei mercati finanziari e perché

Indicatori quantitativi per la trasparenza dei rischi

Riccardo Cesari



La Finanza in Piazza DALLO SPREAD ALLE NOSTRE TASCHE

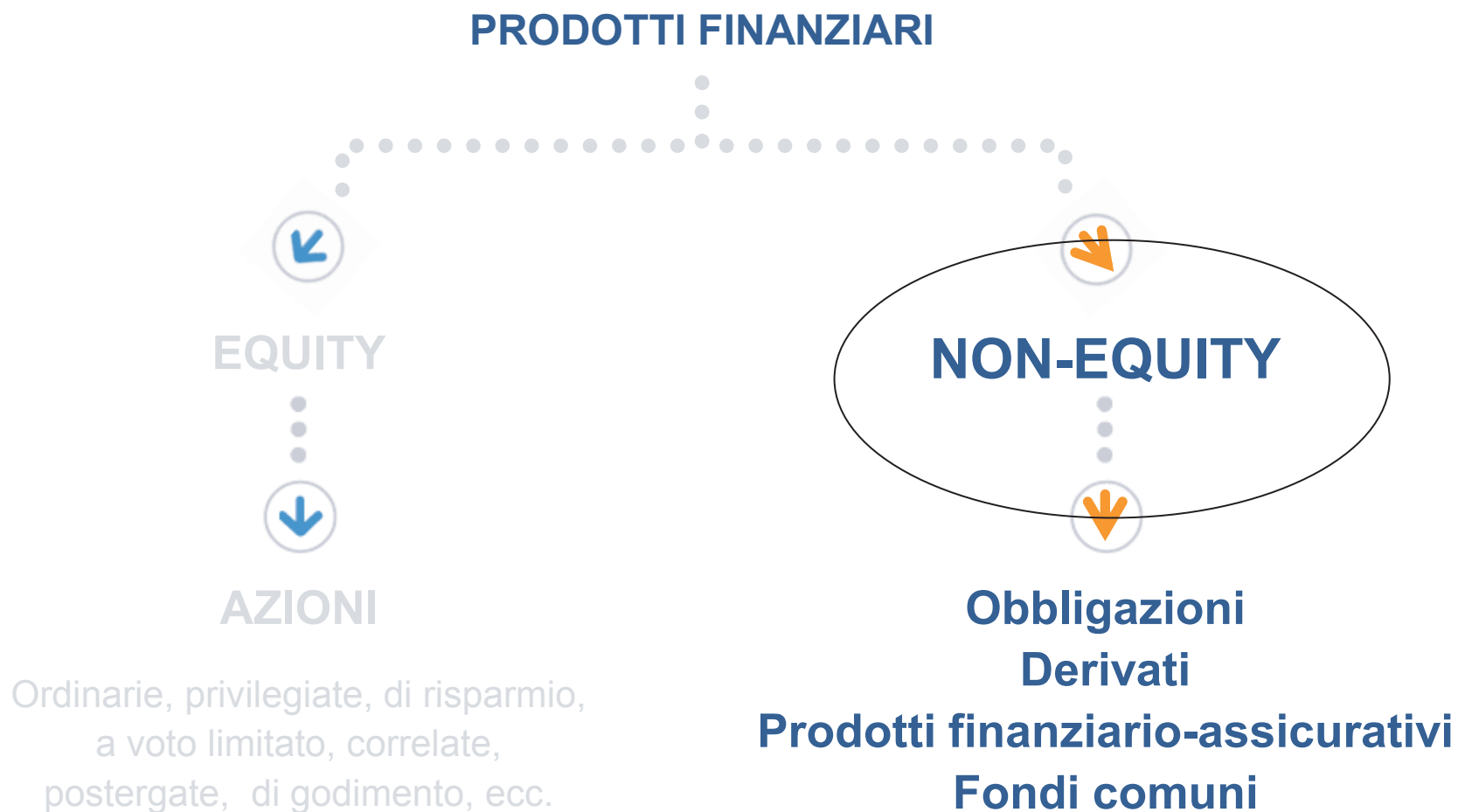
*Finanza a nudo: come condiziona le nostre vite e come cambiarla dal basso
Tutto ciò che avreste voluto sapere sulla finanza e nessuno vi ha mai spiegato
3 giorni in piazza per incontrarsi, discutere, capire*



Premessa



Premessa



Premessa

La disciplina di trasparenza (di derivazione comunitaria) dei prodotti finanziari non-*equity* destinati alla clientela *retail* tende a **differenziare le regole del “prospetto”** in relazione alla **categoria di appartenenza dell'emittente**.



Premessa

Alla disciplina del prospetto si **sovrappon**e la direttiva **MiFID** che contiene le **regole di condotta – anche di trasparenza** – cui sono tenuti gli intermediari **distributori** nell'attività di vendita e/o consulenza di prodotti finanziari non-*equity*.



Warning: a rischio la trasparenza sui PRIPs

La Commissione europea ha avviato un'iniziativa legislativa relativa ai prodotti di investimento preassemblati destinati alla clientela al dettaglio (cc.dd. **PRIPs**) allo scopo di creare un quadro normativo omogeneo con riguardo sia alla trasparenza che alle regole di vendita.



L'iniziativa PRIPs si affianca all'ordinaria attività di revisione delle direttive di riferimento già in vigore: UCITS, Prospetto, IMD e MiFID.



Warning sui PRIPs

Purtroppo, l'approccio di trasparenza che si va delineando a **livello comunitario** in sede di revisione delle direttive di riferimento sembra andare nuovamente verso una logica di “**etichetta**” del prodotto e non di sostanziale materialità dei rischi che lo caratterizzano.

I prodotti **non semplici**, per i quali si ritiene necessaria una trasparenza rafforzata, vengono individuati nei diversi gruppi di lavoro con denominazioni non sempre concordanti, tra cui:



COMPLESSI

IMPACHETTATI

STRUTTURATI

SUPER-COMPLESSI



Warinig sui PRIPs

- il CESR / ESMA ha proposto l'uso di approcci deterministici, discrezionali di tipo *what-if* per l'implementazione dei *performance scenarios*, nonostante numerosi siano stati i soggetti che hanno manifestato perplessità in merito;
- l'orizzonte d'investimento consigliato rappresenta un'informazione da rappresentare a discrezione dell'offerente
- i rischi sono rappresentati in modo molto parziale e scarsamente comprensibile



Approccio *risk-based*

L'approccio *risk-based* proposto dalla CONSOB offre gli strumenti informativi essenziali agli investitori per “ordinare i prodotti” e giungere all'assunzione di scelte d'investimento maggiormente consapevoli.



La Finanza in Piazza
DALLO SPREAD ALLE NOSTRE TASCHE

Approccio *risk-based*

L'approccio *risk-based* proposto dalla CONSOB offre gli strumenti informativi essenziali agli investitori per “ordinare i prodotti” e giungere all'assunzione di scelte d'investimento maggiormente consapevoli.



Approccio *risk-based* Consob (2009)

Viene abbandonata la tradizionale classificazione basata sulle “**etichette**” a vario titolo assegnate ai prodotti dagli emittenti o dalla normativa vigente ...



OBBLIGAZIONI

A tasso fisso
A tasso variabile
Zero-Coupon
Strutturate
Subordinate
Callable
Convertibili
Titoli irredimibili



DERIVATI

Future
Opzioni
Swap
Forward rate agreement
Interest Rate Swap
Certificate
Covered-warrant
Esotici
Strutturati



FONDI COMUNI D'INVESTIMENTO

ETF
Fondi aperti
Fondi a formula



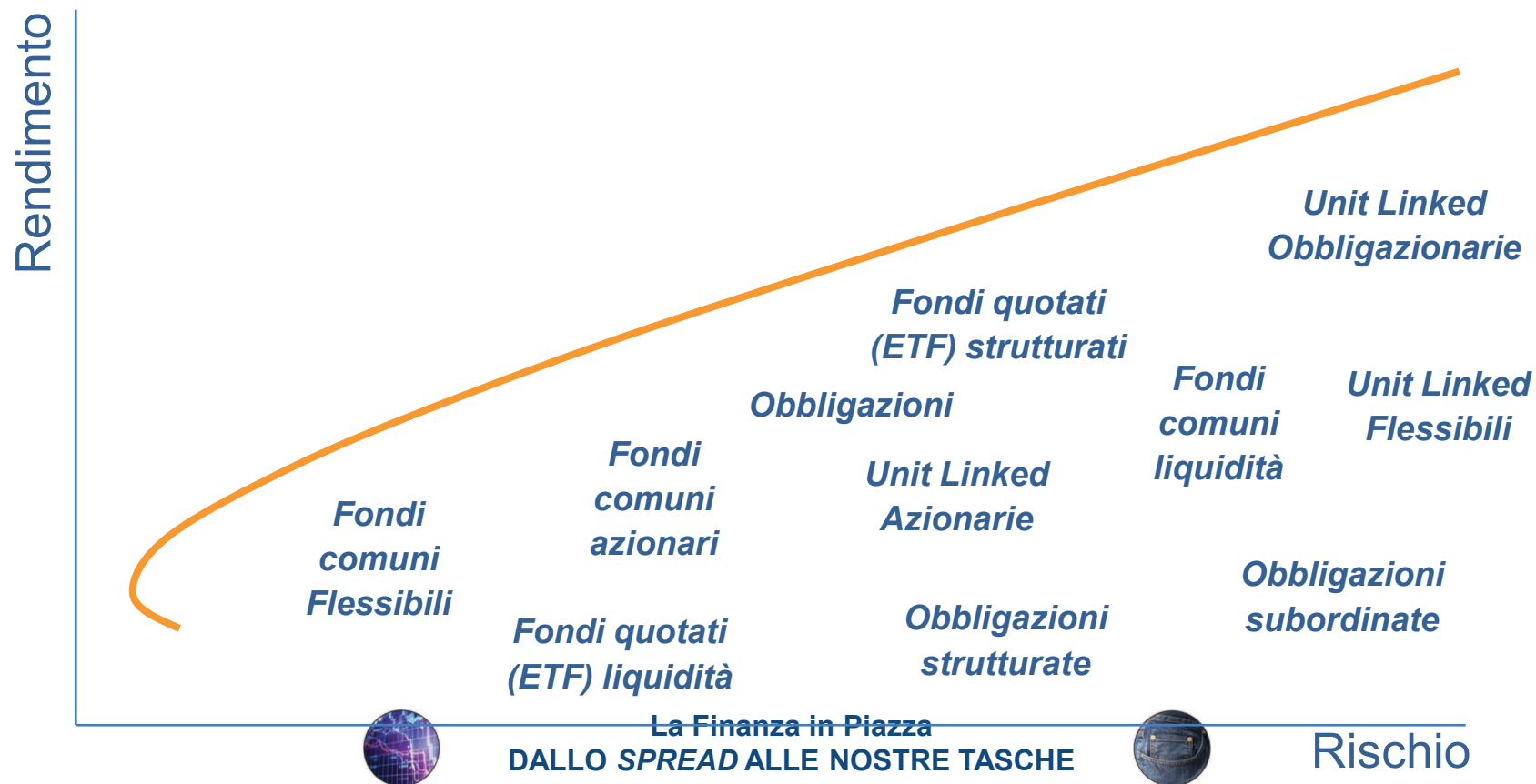
POLIZZE FINANZIARIO- ASSICURATIVE

Unit-linked
Index-linked
Prodotti di
capitalizzazione



Approccio *risk-based*

... in favore di una classificazione a la Markowitz che tiene conto delle caratteristiche finanziarie in termini di rischio-rendimento dei prodotti.



Il diagramma illustra la relazione tra rendimento e rischio per diversi prodotti finanziari, organizzati in tre categorie principali:

- PRODOTTI A OBIETTIVO DI RISCHIO (Icona verde):**
 - Fondi comuni Flessibili (verde)
- PRODOTTI A BENCHMARK (Icona rossa):**
 - Fondi comuni azionari (rosso)
 - Fondi quotati (ETF) liquidità (rosso)
 - Obbligazioni strutturate (blu)
 - Unit Linked Azionarie (rosso)
- PRODOTTI A OBIETTIVO DI RENDIMENTO (Icona blu):**
 - Obbligazioni (blu)
 - Fondi quotati (ETF) strutturati (blu)
 - Unit Linked Obbligazionarie (rosso)
 - Fondi comuni liquidità (rosso)
 - Unit Linked Flessibili (verde)
 - Obbligazioni subordinate (blu)

La curva arancione rappresenta la frontiera efficiente, partendo da un punto di minimo rischio e rendimento e curvando verso l'alto a destra. Il titolo "La Finanza in Piazza DALLO SPREAD ALLE NOSTRE TASCHE" è posizionato in basso al centro, tra due icone di globe.

Approccio *risk-based*

L'approccio *risk-based* proposto dalla CONSOB offre gli strumenti informativi essenziali agli investitori per “ordinare i prodotti” e giungere all'assunzione di scelte d'investimento maggiormente consapevoli.



La Finanza in Piazza
DALLO SPREAD ALLE NOSTRE TASCHE

Approccio *risk-based*

L'approccio di trasparenza *risk-based* qualifica il profilo di rischio dei prodotti non-*equity* tramite semplici **indicatori oggettivi** che ne sintetizzano le informazioni chiave. Si passa:

da

tradizionale descrizione
narrativa di tutti i possibili rischi
associati ad una “**etichetta**”
predefinita



a

indicatori sintetici,
robusti, oggettivi
e ricostruibili a ritroso.



... con conseguente riduzione del
volume della documentazione

(max 2 pagine)



Approccio *risk-based*

Le informazioni chiave sono individuate al fine di rispondere alle domande che si pongono gli investitori all'atto dell'assunzione delle proprie scelte d'investimento:

... ➔ **Preferenza per la liquidità**



... ➔ **Propensione al rischio**

... ➔ **Redditività attesa al netto dei costi**



Approccio *risk-based*

Le informazioni chiave sono individuate al fine di rispondere alle domande che si pongono gli investitori all'atto dell'assunzione delle proprie scelte d'investimento:



Preferenza per la liquidità e durata

... periodo di tempo per il quale un risparmiatore è disposto a rinunciare alle proprie disponibilità finanziarie per investirle.



Approccio *risk-based*

Le informazioni chiave sono individuate al fine di rispondere alle domande che si pongono gli investitori all'atto dell'assunzione delle proprie scelte d'investimento:



propensione al rischio nel durante

... disponibilità a sopportare perdite patrimoniali dovute all'andamento negativo del mercato: quanto più siamo propensi al rischio, tanto più siamo disposti ad accettare che l'investimento non consegua i risultati che ci attendevamo



Approccio *risk-based*

Le informazioni chiave sono individuate al fine di rispondere alle domande che si pongono gli investitori all'atto dell'assunzione delle proprie scelte d'investimento:



Costi e rischi a scadenza

... costi e rischi dell'investimento, avendo presente che redditività attesa e rischio sono positivamente correlati.



La Finanza in Piazza

DALLO SPREAD ALLE NOSTRE TASCHE



Approccio *risk-based*

Le informazioni chiave sono individuate al fine di rispondere alle domande che si pongono gli investitori all'atto dell'assunzione delle proprie scelte d'investimento:

1° Pilastro



**UNBUNDLING
e
SCENARI
PROBABILISTICI DI
RENDIMENTO**

2° Pilastro



**INDICATORE SINTETICO
DI RISCHIO**

3° Pilastro



**ORIZZONTE TEMPORALE
D'INVESTIMENTO
CONSIGLIATO**



Approccio *risk-based*



OBIETTIVI FINANZIARI



INDICATORI *RISK-BASED* (I TRE PILASTRI)

Preferenza
per la liquidità



Documentazione d'offerta



Orizzonte
temporale
d'investimento
consigliato

Rischi nel
durante



Indicatore
sintetico di
rischio

Costi e rischi
a scadenza



Unbundling
e Scenari
probabilistici di
rendimento

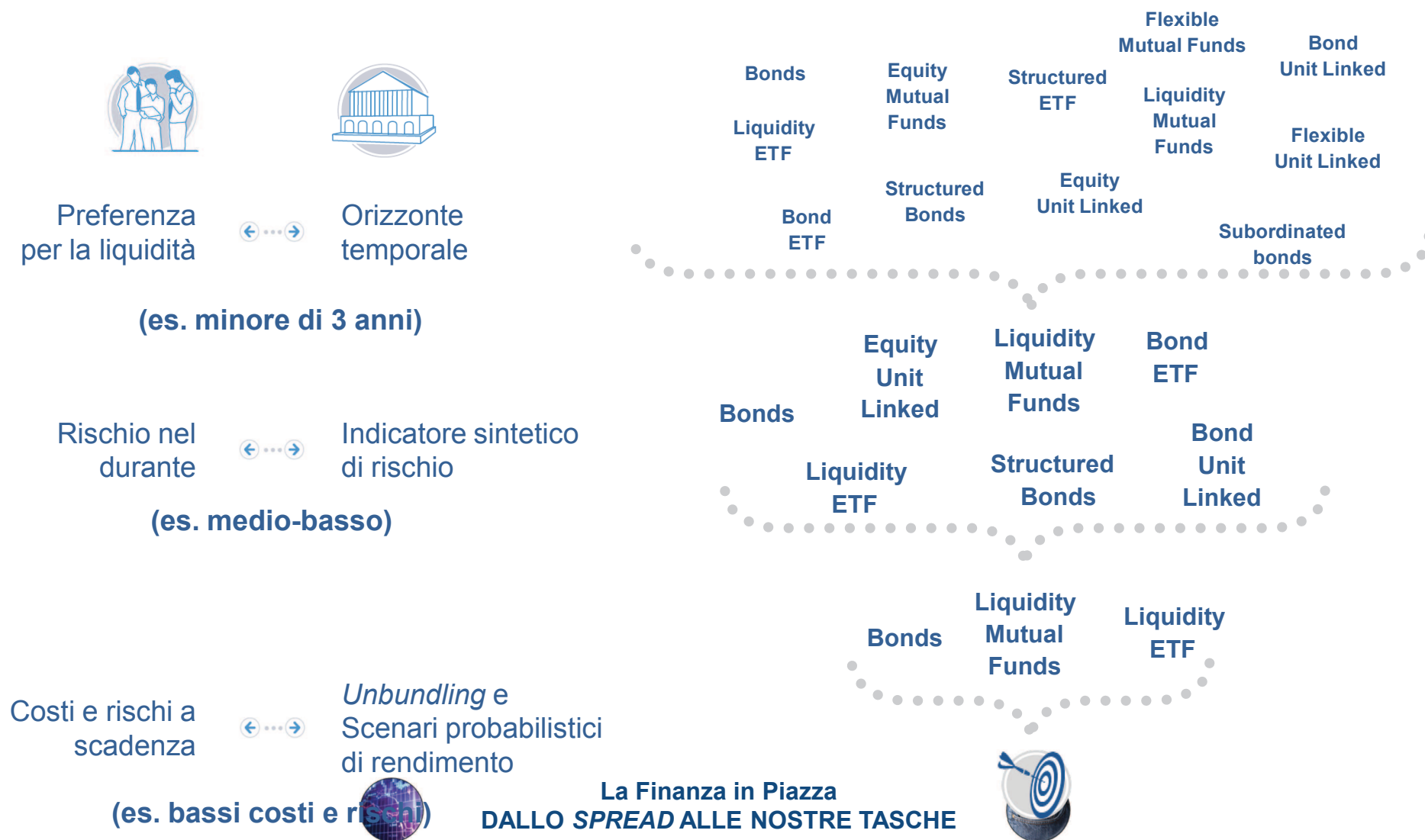


La Finanza in Piazza
DALLO SPREAD ALLE NOSTRE TASCHE



Approccio *risk-based*

Gli indicatori *risk-based* supportano il naturale processo decisionale che conduce alla scelta del prodotto più adatto per mezzo di una procedura di filtro sequenziale:



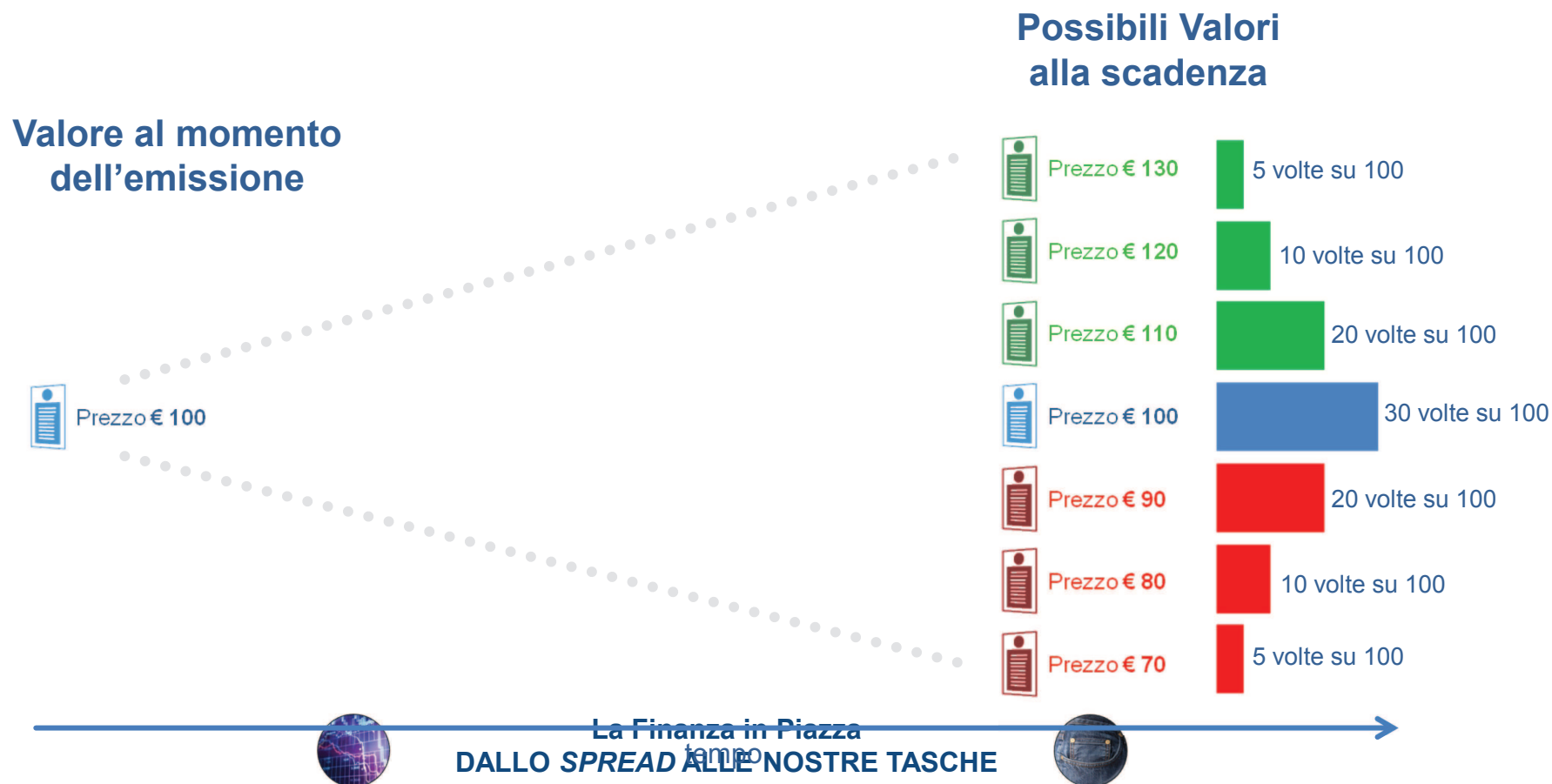
Approccio *risk-based*

INDICATORI *RISK-BASED* (I TRE PILASTRI)



1° Pilastro: *Unbundling* e scenari probabilistici di rendimento

Il primo pilastro si basa su due tabelle che rappresentano il valore del prodotto all'emissione ed alla scadenza dell'orizzonte temporale d'investimento consigliato.



1° Pilastro: *Unbundling* e scenari probabilistici di rendimento

La determinazione del valore di un prodotto finanziario richiede la stima di tutti i fattori di rischio rilevanti che incidono sul medesimo prodotto

OBBLIGAZIONE:

tasso di interesse

Irs		
Scad.	Den.	Let.
Irs (6)		
Euro		
1Y/6M	1,84	1,86
2Y/6M	1,91	1,93
3Y/6M	2,08	2,10
4Y/6M	2,31	2,33
5Y/6M	2,51	2,53
6Y/6M	2,69	2,71
7Y/6M	2,84	2,86
8Y/6M	2,95	2,97
9Y/6M	3,06	3,08
10Y/6M	3,14	3,16
11Y/6M	3,22	3,24
12Y/6M	3,29	3,31
15Y/6M	3,44	3,46
20Y/6M	3,49	3,51
25Y/6M	3,43	3,45
30Y/6M	3,36	3,38
40Y/6M	3,31	3,33
50Y/6M	3,31	3,33

Credit Spread Emittente

CREDIT DEFAULT SWAP			
			Acquisto
Chi migliora			
STATI UNITI			
Gecina (F)	15.07	36,86	
Suedzucker (D)	18.07	150,00	
Fresenius (D)	15.07	65,00	
Tate & Lyle (UK)	18.07	245,00	
Teliasonera (SW)	15.07	75,00	
Vodafone Group (UK)	18.07	72,50	
Vivendi (F)	18.07	70,00	
Glaxosmithkline (UK)	18.07	105,00	
Bmw (D)	18.07	42,00	
Bmw (D)	18.07	79,00	
Chi peggiora			
Bac (D)	18.07	1232,45	
GRECIA	15.07	2686,08	
PORTOGALLO	15.07	1195,95	
IRLANDA	15.07	1176,13	
Edp- Energias (P)	18.07	650,07	
Telecom Italia (I)	18.07	373,75	
ITALIA	15.07	306,51	
Telefonica (E)	18.07	275,00	
Enel (I)	18.07	225,00	
Finmeccanica (I)	18.07	229,10	



Prezzo/Rendimento teorico

Data godim.	Emissioni	Cod. ISIN	Tasso %	Ammon-tare x milioni	Ultimo prezzo denaro	Ultimo Prezzo lettera	Giorno prec. Prezzo ponder.	Rend. Eff. (*)
22.01	Bmw 2014A	XS0282510170	4,250	1400	104,556	104,751	104,50	2,38
18.01	Bmw 2017	XS0478931354	3,875	1500	103,529	103,795	103,36	3,20

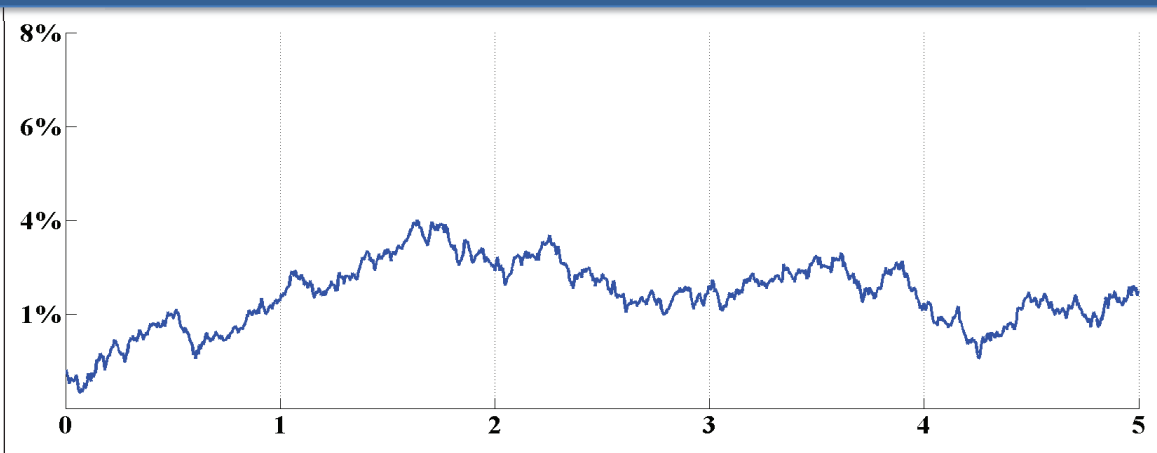
Date godim.	Titolo Spread Tipo ind.	Codice Isin	Rating	Cedola att. fut.	Rateo	Imposta sostitut.	Prezzo ufficiale 18.07	Rend. effett. lordo% netto%
20-08	HellenicRep. 08-14 5.5%	GR0114022479	CCC	5,50	—	5,03288	0,66547	52,67 21,63 30,55
20-07	HellenicRep. 07-17 4,3%	GR0124029639	CCC	4,30	—	—	0,00439	46,73 20,50 19,61
20-07	HellenicRep. 07-18 4,6%	GR0124030645	CCC	4,60	—	—	0,02822	45,36 19,40 18,49

Date godim.	Titolo Spread Tipo ind.	Codice Isin	Cedola att. fut.	Rateo	Imposta sostitut.	Prezzo uffic. 18.07	Rendim. effettivo % lordo netto	Durat. (Anni, giorni)	Vol. %	Prezzo min/max
15-10s	15.4.2016	IT0004712748	3,75	—	0,99385	0,12562	94,653	—	—	—
01-08s	1.8.2016	IT0004019581	3,75	—	1,76105	0,22013	93,575	5,28	4,78	4,217 4,38 -0.39/+0.97
15-09s	15.9.2016*	IT0004682107	2,10	—	0,73043	0,10011	92,930	6,45	5,78	4,329 3,48 -0.60/+1.26
01-08s	1.2.2017	IT0004164775	4,00	—	1,87845	0,29689	95,261	—	—	—
01-08s	1.8.2017	IT0003242747	5,25	—	2,46547	0,43454	99,176	5,48	4,80	5,081 4,98 -0.88/+0.93

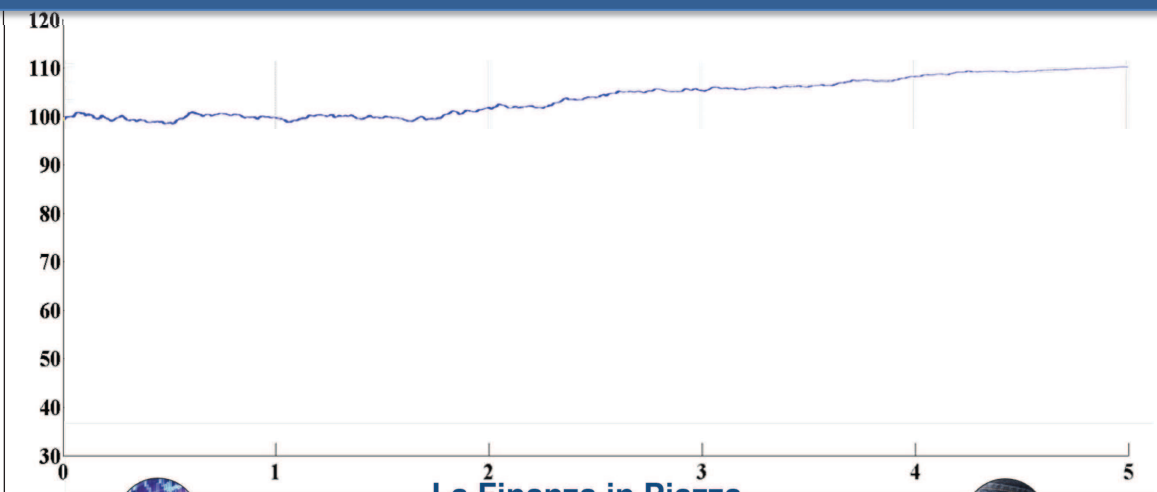


1° Pilastro: *Unbundling* e scenari probabilistici di rendimento

Traiettorie simulate tasso Euribor a 3 mesi

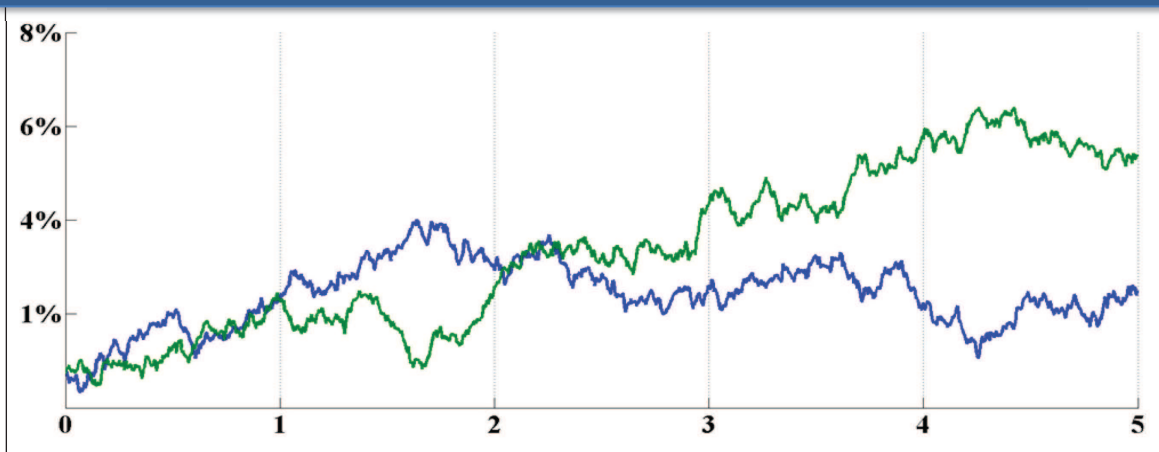


Traiettorie simulate *bond*

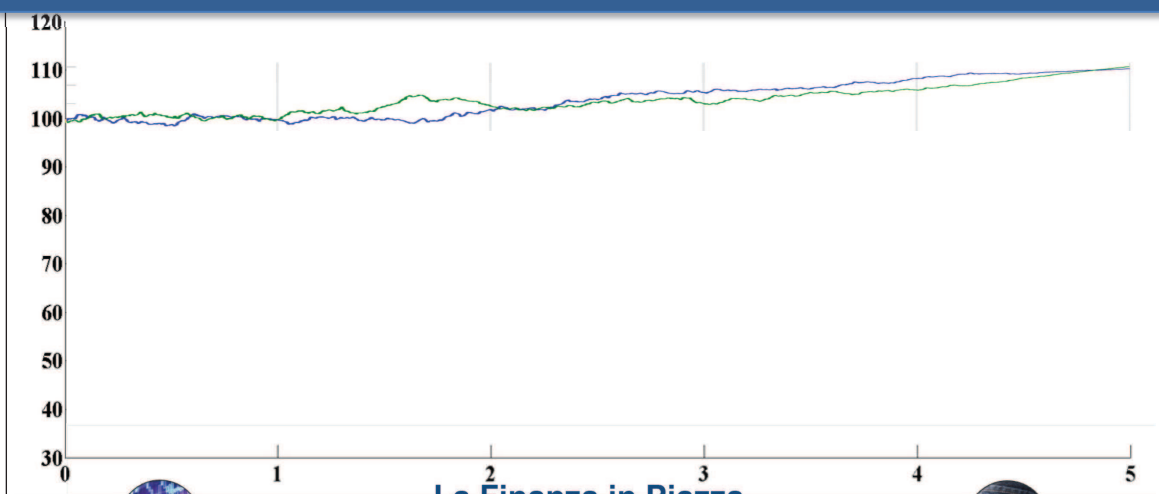


1° Pilastro: *Unbundling* e scenari probabilistici di rendimento

Traiettorie simulate tasso Euribor a 3 mesi

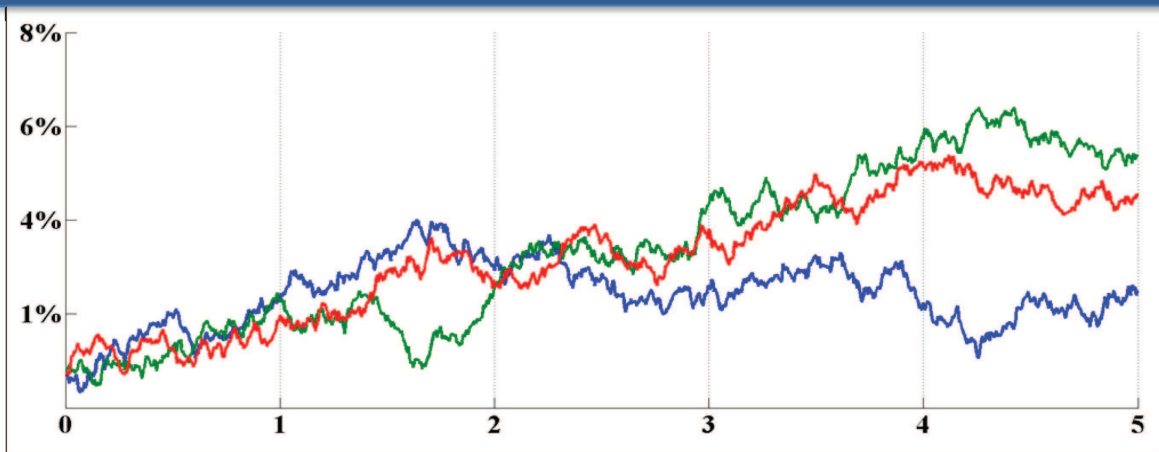


Traiettorie simulate *bond*

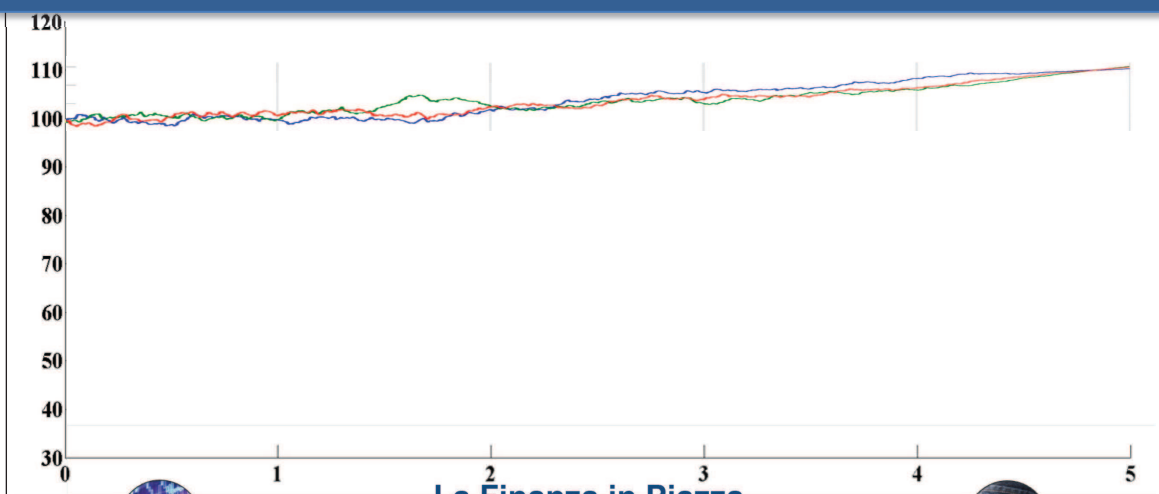


1° Pilastro: *Unbundling* e scenari probabilistici di rendimento

Traiettorie simulate tasso Euribor a 3 mesi

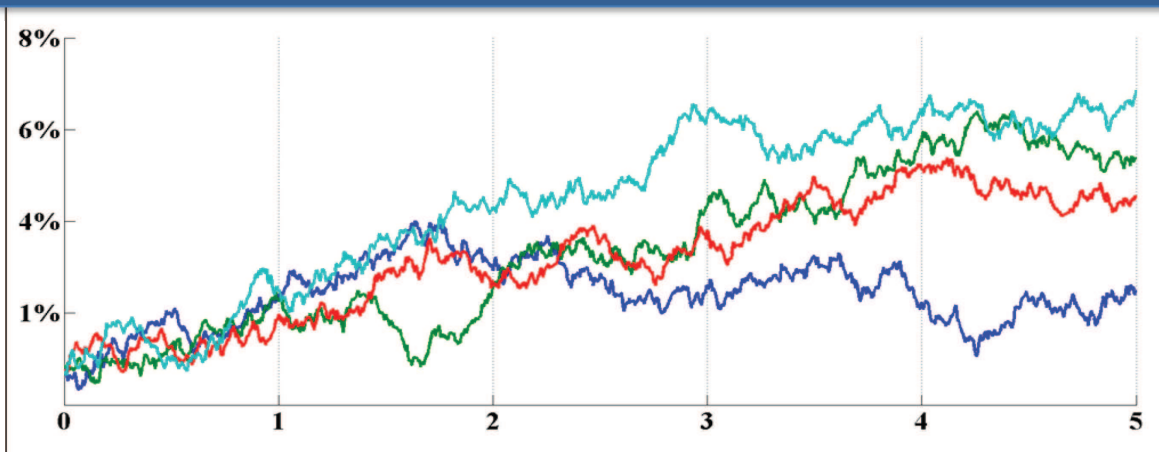


Traiettorie simulate *bond*

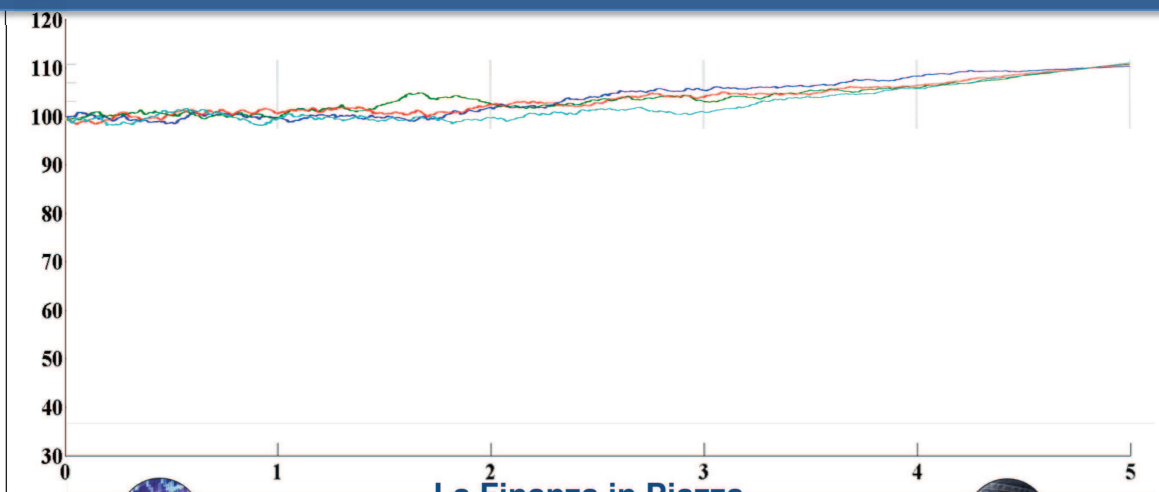


1° Pilastro: *Unbundling* e scenari probabilistici di rendimento

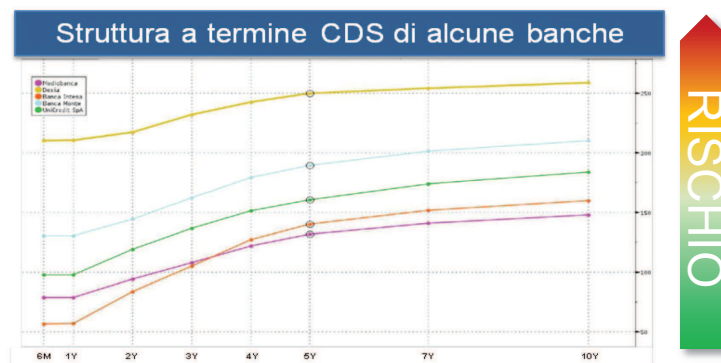
Traiettorie simulate tasso Euribor a 3 mesi



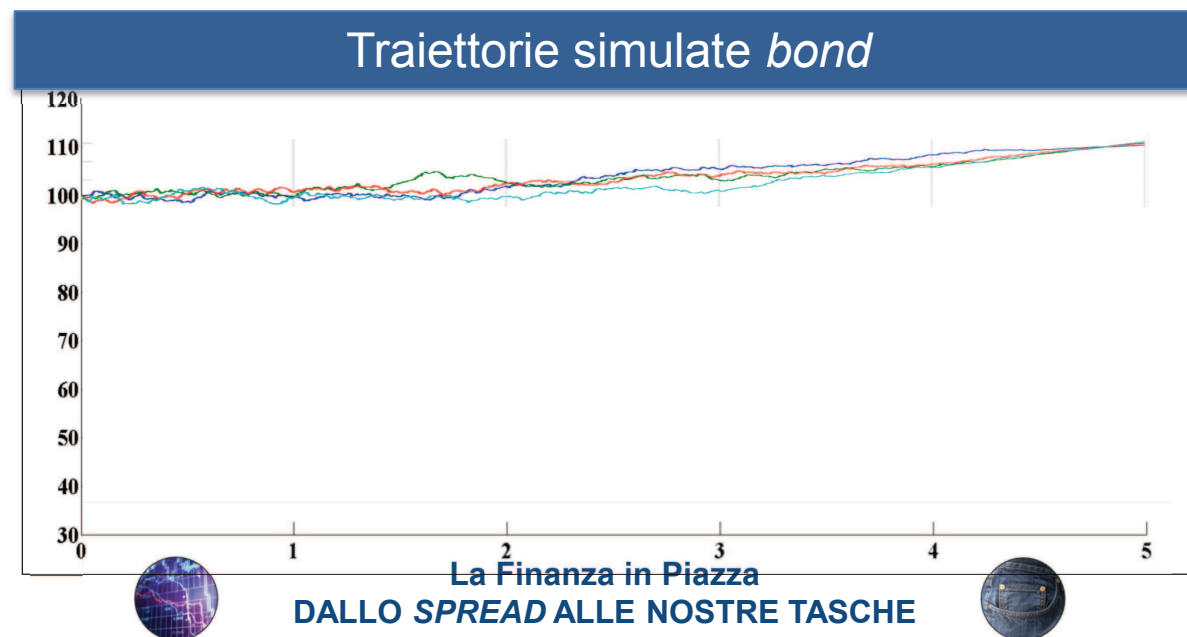
Traiettorie simulate *bond*



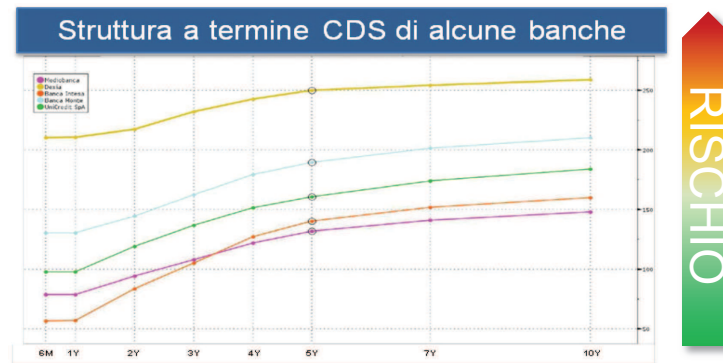
1° Pilastro: *Unbundling* e scenari probabilistici di rendimento



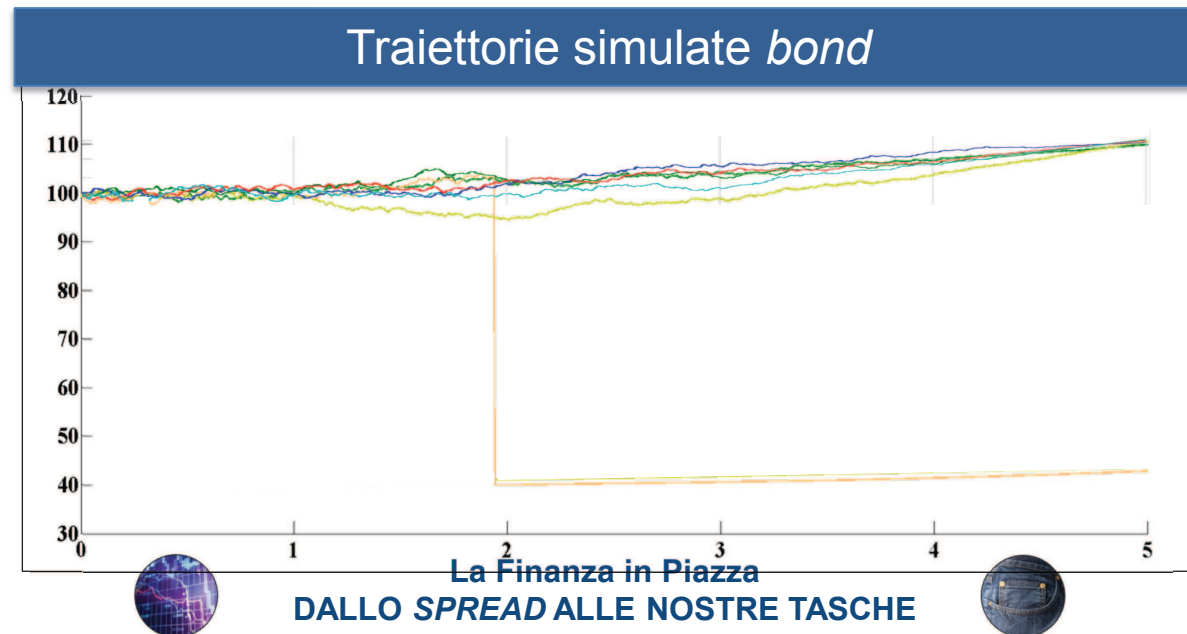
- $dR_t = q(\mu - R_t)dt + \sigma dW_t$
- $dR_t = \mu R_t dt + \sigma R_t dW_t$
-



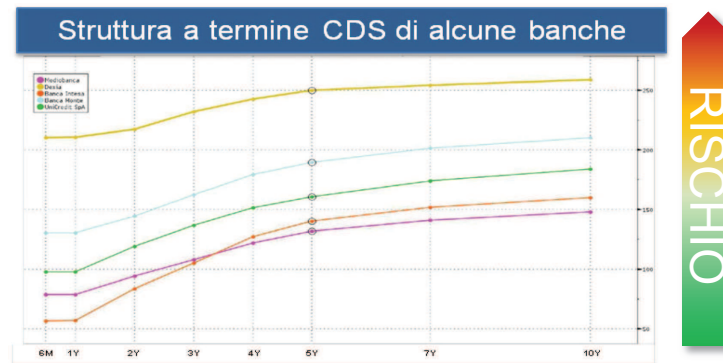
1° Pilastro: *Unbundling* e scenari probabilistici di rendimento



- $dR_t = q(\mu - R_t)dt + \sigma dW_t$
- $dR_t = \mu R_t dt + \sigma R_t dW_t$
-



1° Pilastro: *Unbundling* e scenari probabilistici di rendimento



- $dR_t = q(\mu - R_t)dt + \sigma dW_t$
- $dR_t = \mu R_t dt + \sigma R_t dW_t$
-

