

## La soluzione probabilistica alla Trasparenza dei Rischi nei prodotti non-equity<sup>1</sup>

**IFA Consulting, Assofinance**

Appena conclusa la consultazione del mercato<sup>2</sup>, la Commissione Europea ora dovrà decidere sulla trasparenza da offrire ai risparmiatori sui Prips, i prodotti finanziari pre-assemblati risultato della combinazione di più strumenti finanziari. Si tratterà di una nuova disciplina, fondamentale, che definirà la strada da seguire per la trasparenza di tutti prodotti finanziari: obbligazioni, fondi, prodotti vita.

Un gruppo di illustri accademici, avvocati magistrati, alleati per l'occasione con le associazioni dei consumatori e i sindacati, hanno espresso decisamente la propria opinione sulla materia: i prodotti da includere sono tutti i prodotti non-*equity* e le informazioni che devono essere fornite ai risparmiatori non possono lasciare spazio alla discrezionalità degli operatori finanziari che anzi devono rappresentare le caratteristiche dei prodotti che vendono utilizzando le medesime regole del gioco che loro stessi usano per la valutazione degli strumenti finanziari.

**Sommario: 1. Premessa. – 2. PRIPs. – 3. *Movement for risk transparency*.**

### 1. Premessa

La Comunità Europea ha avviato un radicale processo di revisione della disciplina che riguarda i prodotti costruiti come combinazione di più strumenti finanziari, i cc.dd. *Packaged Retail Investment Products* o PRIPs, con l'obiettivo di definire una regolamentazione unitaria e trasversale per potenziare il livello di tutela dei risparmiatori attraverso un'efficace *disclosure* delle informazioni chiave dei prodotti.

La nascente regolamentazione sui prodotti d'investimento al dettaglio pre-assemblati è destinata a definire un presidio determinante per la tutela del risparmio, in quanto fornirà le linee di indirizzo alle quali si dovranno presto adeguare le specifiche direttive delle diverse categorie di

---

<sup>1</sup> AVVERTENZA: tutte le presenti informazioni NON DEVONO in alcun modo essere considerate un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di valori mobiliari, avendo carattere meramente informativo. Le presenti informazioni sono state redatte con la massima perizia possibile in ragione dello stato dell'arte delle conoscenze e delle tecnologie. La loro accuratezza e la loro affidabilità non sono comunque in alcun modo e forma fonte di responsabilità da parte di Bancaria Consulting S.r.l., dei suoi soci, delle persone che vi lavorano o collaborano per la preparazione delle medesime. Ogni notizia o opinione espressa nelle presenti informazioni può essere soggetta a cambiamenti o modifiche senza preavviso. In nessun caso Bancaria Consulting S.r.l. o uno qualsiasi dei suoi soci, delle persone che vi lavorano o collaborano potranno essere ritenuti responsabili per danni di qualunque tipo, diretti o indiretti, derivanti o in altro modo legati all'accesso, all'uso o alla divulgazione delle presenti informazioni.

<sup>2</sup> Per gli atti della consultazione v. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2010/prips\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/prips_en.htm).

prodotti: la Direttiva Vita per i prodotti finanziario-assicurativi, la Direttiva Prospetto per le obbligazioni e la UCITS per i prospetti dei fondi. In questa prospettiva quindi rappresenta uno strumento decisivo per superare gli attuali disallineamenti normativi, impedire arbitraggi regolamentari, pervenire ad un effettivo livellamento del campo di gioco – *levelling the playing field* – per i prodotti finanziari destinati ai piccoli risparmiatori e, da ultimo, riconquistare la fiducia nel sistema finanziario.

## 2. PRIIPs

Obbligazioni, fondi strutturati, *unit linked*, *index linked*, *warrant*, *covered warrant*, azioni e obbligazioni convertibili, e altro ancora; prodotti strutturati risultato della combinazione di differenti strumenti finanziari attraverso strutture più o meno sofisticate che la Comunità Europea ha definito *Priips*, *i.e.* prodotti d'investimento al dettaglio pre-assemblati. Prodotti che spesso – a dispetto delle singole etichette con le quali vengono proposti al pubblico – condividono la medesima ingegneria finanziaria.

Nell'aprile del 2009 la Commissione Europea ha avviato il processo normativo di definizione della disciplina di primo livello che dovrà definire quali sono i prodotti da considerare "assemblati" e quali sono le misure più idonee per portare in trasparenza il loro profilo di rischio. L'ultimo passo di tale processo è stato compiuto lo scorso novembre, con l'apertura della fase di consultazione del mercato, quando la CE ha invitato *originators*, distributori, autorità di vigilanza, consumatori e anche persone comuni, a fornire il proprio contributo sul tema al fine di giungere ad una soluzione condivisa.

L'obiettivo della Comunità Europea è definire un nuovo assetto normativo che fornisca "*una base coerente per la regolamentazione dell'informativa di trasparenza obbligatoria e delle pratiche di vendita a livello europeo*"; e ciò anche al fine di ricostruire la fiducia nel sistema a seguito della crisi, superando le asimmetrie informative che penalizzano i risparmiatori e individuando un set informativo efficace che permetta loro di valutare in modo autonomo i rischi dei prodotti offerti e consenta di pervenire a "*scelte d'investimento consapevoli*".

I temi centrali affrontati nel documento sono due.

In primo luogo si tratta di definire il perimetro di applicazione della disciplina, ossia di individuare i prodotti finanziari caratterizzati da più elementi di rischiosità tali da richiedere un'adeguata *disclosure* in fase di offerta.

Una volta definito l'ambito di applicazione, il secondo obiettivo è quello di stabilire quale sia il livello di *disclosure* più adeguato per illustrare in modo esaustivo agli investitori il profilo di rischiosità degli strumenti al fine di consentire una scelta d'investimento autonoma e consapevole.

In merito all'ambito di applicazione, il documento della Commissione Europea stabilisce che un prodotto è pre-assemblato se risulta esposto a più fondi di rischio.

In termini generali qualsiasi strumento finanziario che non sia un semplice corso azionario è comunque soggetto a più di un fattore di rischio. Quindi anche strumenti tipicamente percepiti dai

risparmiatori come semplici acquistano caratteristiche di complessità. Infatti in quest'ottica anche obbligazioni a tasso fisso o variabile che presentano un'esposizione significativa al rischio di credito, essendo esposte a due fonti di rischio (quello di movimenti della curva dei tassi e quello di insolvenza dell'emittente), possono essere considerate prodotti assemblati; si pensi ad esempio al caso delle obbligazioni subordinate per le quali l'esposizione al rischio di credito rappresenta tra l'altro l'elemento preponderante.

Tuttavia, il legislatore comunitario non riesce ad uscire dall'*empasse* fornendo una caratterizzazione precisa degli strumenti e cade, tra l'altro, in sostanziali incongruenze omettendo ogni riferimento al merito di credito dell'emittente o a livelli di subordinazione dell'emissione e in particolare escludendo dall'ambito di applicazione PRIPs le obbligazioni *plain-vanilla*.

Per perseguire concretamente quell'approccio orizzontale cui la stessa Commissione Europea fa espresso riferimento nel documento in consultazione, l'aspetto fondamentale che dovrà trovare soluzione con la disciplina PRIPs è pertanto prima di tutto legato alla corretta definizione di prodotto assemblato, e ciò anche al fine di non lasciare alcuno spazio ad eventuali arbitraggi normativi.

Con riferimento ai contenuti informativi, il documento in consultazione delinea una serie di principi generali di trasparenza: comprensibilità, comparabilità, chiarezza, significatività e graduazione dei contenuti dell'informazione agli investitori.

Su queste basi, secondo l'impostazione proposta, la documentazione d'offerta – KID (*Key Investor Document*) – redatta in forma sintetica, a consegna obbligatoria, deve contenere unicamente le informazioni chiave necessarie all'investitore per una scelta d'investimento consapevole – KII (*Key Investor Information*) – rappresentate secondo modalità che consentano una comparabilità oggettiva tra le diverse proposte, superando il classico e obsoleto approccio "narrativo" dei prospetti d'offerta, volto a rappresentare tutti i possibili ed immaginabili rischi cui il prodotto può essere esposto, ma incapace di veicolare efficaci messaggi al risparmiatore.

Al KID farà riferimento anche il distributore in fase di vendita; evitando in questo modo che vengano elaborate ulteriori informazioni da parte di un soggetto che non ha costruito il prodotto quale è il distributore. In questo modo le norme PRIPs intendono focalizzare l'attenzione sul controllo della *disclosure* in prospetto lasciando alla MiFID il ruolo di disciplinare la correttezza dell'operato dei distributori.

### **3. Movement for risk transparency**

Come era prevedibile l'industria finanziaria è intervenuta in massa alla consultazione sui PRIPs, ma in quest'occasione si sono mossi anche illustri esponenti del mondo accademico che insieme ad avvocati, magistrati ed associazioni dei consumatori, con l'appellativo di *Movement for risk transparency*, hanno deciso di intervenire in modo unitario rappresentando le proprie preoccupazioni non solo scientifiche ma anche e soprattutto di profilo etico.

Il *Movement for risk transparency* è stato fondato qualche mese fa, in occasione della consultazione sulla direttiva UCITS IV quando, con una lettera aperta indirizzata al CESR

(Committee of European Securities Regulators ora ESMA - European Securities and Markets Authority), e alla Commissione Europea, alcuni prestigiosi accademici hanno ritenuto opportuno sensibilizzare le autorità sul tema della trasparenza dei prodotti finanziari per impedire il prevalere degli interessi del lato forte del mercato (v. allegato 1).

Con la lettera dello scorso dicembre, il *Movement for risk transparency* ha mosso dure critiche all'approccio *what if* che la Commissione ha proposto per la trasparenza dei fondi strutturati nella UCITS IV, evidenziando come le carenze tecniche sottostanti diano luogo a pericolose debolezze nell'informativa all'investitore e rischino addirittura di essere fuorvianti e facilmente manipolabili.

Questa soluzione prevede infatti che l'emittente presenti all'investitore, tra le infinite possibili performance che un prodotto può offrire, unicamente 3 possibili scenari che abbiano esito favorevole, sfavorevole e neutro per il risparmiatore.

Il *Movement for risk transparency* nella lettera dello scorso dicembre ha evidenziato come la soluzione *what-if* sia sostanzialmente incapace di fornire le informazioni-chiave sulle possibili performance di un prodotto necessarie a supportare decisioni di investimento informate e consapevoli.

I 3 possibili eventi, infatti, ai quali peraltro non viene associata alcuna probabilità di accadimento, vengono scelti con assoluta discrezionalità e rappresentano chiaramente una riduzione parziale e incompleta dei possibili esiti dell'investimento. Si tratta quindi di una rappresentazione del tutto fuorviante per gli investitori che sarebbero portati implicitamente a concludere che i 3 eventi esauriscano tutte le possibili realizzazioni dell'investimento con una probabilità pari al 33% di verificarsi. Inoltre, l'assoluta discrezionalità nella scelta degli eventi da rappresentare impedisce qualsiasi confronto tra differenti proposte offerte dal mercato e lascia ampio margine di manovra per possibili comportamenti scorretti da parte delle banche che potrebbero mostrare solo gli eventi più "vendibili" commercialmente.

L'ESMA non ha raccolto l'appello del *Movement for risk transparency* e l'approccio *what if* è passato con la UCITS IV per il KIID dei fondi.

Il gruppo dei firmatari del *Movement for risk transparency* però non si è arreso ed è nuovamente intervenuto sulla consultazione sui PRIPs (v. Allegato 2). Anche in quest'occasione, le indicazioni che danno sono tassative.

In primo luogo, con riferimento all'ambito di applicazione della normativa, il *Movement for risk transparency* afferma, senza mezzi termini e senza intercettere, che oggetto della disciplina devono essere tutti i prodotti non-*equity*, ossia a tutti i prodotti diversi dai semplici corsi azionari – non-*equity* appunto – che come si è detto sono gli unici a non essere soggetti a più di un fattore di rischio. Così anche un'obbligazione *plain vanilla* il cui rendimento dipende dalla qualità creditizia dell'emittente e dai movimenti della curva dei tassi è un prodotto "assemblato" e quindi deve essere oggetto della disciplina PRIPs.

Con riferimento ai contenuti informativi del KIID, il *Movement for risk transparency* individua una serie di indicatori quantitativi che, tenendo conto della natura comunque aleatoria di qualsiasi

prodotto finanziario, forniscono una descrizione compiuta, esaustiva e al contempo rigorosa dal punto di vista scientifico delle caratteristiche peculiari di ogni prodotto finanziario.

In primo luogo viene identificato un indicatore di rischio, determinato facendo riferimento alla volatilità dei rendimenti dei valori del prodotto sull'orizzonte temporale, opportunamente misurata, che sintetizza un'unica informazione l'effetto di tutte le possibili fonti di rischio (mercato, credito, ecc.) che impattano sull'investimento.

Inoltre il KIID deve prevedere anche l'indicazione dell'orizzonte temporale d'investimento consigliato del prodotto al fine di rendere possibile per il risparmiatore un confronto diretto tra le proprie necessità in termini di liquidità e la durata dell'investimento proposto. In merito c'è da notare che l'orizzonte temporale consente tra l'altro le verifiche di adeguatezza in ambito MiFID che infatti richiede che l'orizzonte d'investimento del prodotto sia in linea con l'*holding period* dell'investitore ma che tale indicatore è singolarmente sfuggito nel KIID dei fondi della UCITS IV.

Per quanto riguarda le informazioni sulla rischiosità complessiva dei PRIPs, sulle loro *performance* e sui costi il *Movement for risk transparency* suggerisce l'utilizzo di due tabelle: la tabella di scomposizione dell'investimento al momento dell'emissione e la tabella degli scenari probabilistici al termine dell'orizzonte temporale d'investimento che permettono di dare evidenza di tutte le voci di costo del prodotto in termini di differenza tra il prezzo di emissione e il valore teorico e di valutarne l'effetto sui possibili rendimenti nel corso della vita dell'investimento.

In particolare la tabella degli scenari probabilistici sintetizza tutti i possibili risultati finanziari del prodotto sull'orizzonte temporale e le probabilità ad essi associate in quattro eventi, oggettivamente definiti ed uguali per tutti risultato del confronto tra il rendimento del prodotto e il rendimento di un'attività finanziaria priva di rischio ("*Il rendimento è negativo*"; "*Il rendimento è positivo ma inferiore a quello di un'attività finanziaria priva di rischio*"; "*Il rendimento è positivo e in linea con quello di un'attività finanziaria priva di rischio*" e "*Il rendimento è positivo e superiore a quello di un'attività finanziaria priva di rischio*"). In questa prospettiva la tabella degli scenari probabilistici fornisce una rappresentazione completa rispetto a quanto previsto con la soluzione *what if*, adottata dal CESR nella UCITS IV, che si limita unicamente a tre possibili scenari, scelti in completa autonomia da colui che ha costruito il prodotto e quindi facilmente manipolabili.

Tale impostazione consente – in una chiave semplice che gli investitori possono interpretare in piena autonomia – di portare in massima trasparenza costi e rischi attraverso semplici indicatori che forniscono una rappresentazione sintetica e standardizzata dei rischi degli strumenti finanziari secondo un approccio trasversale, indipendentemente dalla natura specifica dei prodotti.

Le informazioni sintetizzate attraverso tali indicatori quantitativi consentono infatti di rispondere alle richieste che ciascun investitore che intende investire il proprio denaro si pone quando si trova davanti al funzionario del "borsino" di una banca: per quanto tempo sono disposto a rinunciare alla disponibilità di fondi liquidi? Quale rischio posso sopportare? Quali sono i rendimenti potenziali dei prodotti? Informazioni che tra l'altro consentono anche di confrontare immediatamente l'adeguatezza e l'appropriatezza tra gli obiettivi degli investitori e le caratteristiche di rischio, rendimento e durata dei prodotti offerti. Infatti, la comprensibilità della tabella degli scenari di probabilità e la sua utilità per gli investitori state confermate esplicitamente

in occasione di alcuni *consumer tests* che la Commissione Europea ha compiuto su un campione di risparmiatori. E lo stesso *Movement for risk transparency* auspica che la Commissione si adoperi per effettuare di ulteriori prima di pervenire ad un decisione definitiva.

In questa prospettiva quindi se tale importazione dovesse essere inclusa nella nuova normativa PRIPs i suoi effetti verrebbero automaticamente recepiti anche dalla UCITS consentendo quindi di “rivedere” i citati punti di caduta della UCITS IV.

Da ultimo è importante evidenziare che il gruppo di firmatari del *Movement for risk transparency* fa un esplicito riferimento alla disciplina attualmente in vigore in Italia per i fondi, per Oicr strutturati, prodotti finanziario-assicurativi (come le *index linked* e le *unit linked*) e alcune obbligazioni strutturate e/o subordinate. Per queste tipologie di prodotti, infatti, la Consob richiede una “scheda” sintetica di due pagine, a consegna obbligatoria, nella quale devono essere riportate proprio le informazioni quantitative appena descritte (i c.d. tre pilastri: grado di rischio, orizzonte temporale e tabella di unbundling al momento dell’emissione e tabella degli scenari probabilistici sull’orizzonte temporale). Tale impostazione è stata peraltro compiutamente formalizzata in un Quaderno di Finanza pubblicato nel 2009 (v. Allegato 3) nel quale tra l’altro vengono forniti i principi generali ai quali le banche devono attenersi per le determinazioni quantitative necessarie ai fini della trasparenza dei prodotti invitando altresì gli operatori ad utilizzare le stesse metodologie che utilizzano per la propria attività di gestione dei rischi sugli stessi prodotti.

Il *Movement for risk transparency*, infatti, esprime un forte apprezzamento per l’approccio di trasparenza adottato dalla Consob, per la sua validità metodologica e la sua capacità di esprimere in modo chiaro, sintetico ed oggettivo le informazioni chiave necessarie per le esigenze degli investitori.