

Comunicazione n. DIN/DSE/9025454 del 24-3-2009

**Oggetto:** Istruzioni metodologiche per la determinazione dell'informativa sul profilo di rischio e sull'orizzonte temporale d'investimento consigliato prevista dagli schemi di Prospetto degli OICR aperti italiani ed esteri non armonizzati e dei prodotti finanziario-assicurativi di cui all'Allegato 1B del Regolamento Consob n. 11971/1999.

**Premessa**

La presente comunicazione contiene indicazioni di carattere metodologico in ordine all'informativa da rendere negli schemi di Prospetto previsti nell'Allegato 1B al Regolamento Consob n. 11971/1999 (c.d. "Regolamento Emittenti") per ciò che concerne il profilo di rischio e l'orizzonte temporale consigliato dell'investimento finanziario in OICR aperti di diritto italiano ed esteri non armonizzati e in prodotti finanziario-assicurativi.

In particolare, si fa riferimento all'informativa inerente a:

- *il profilo di rischio dell'investimento finanziario*, come rappresentato attraverso:
  - *il grado di rischio;*
  - *il grado di scostamento rispetto al benchmark<sup>(1)</sup>;*
  - *gli scenari probabilistici dell'investimento finanziario;*
- *l'orizzonte temporale d'investimento consigliato.*

La trasparenza sul profilo di rischio dell'investimento finanziario è affidata, dalle previsioni regolamentari della Consob, agli indicatori sintetici sopra elencati. Trattasi di indicatori di natura qualitativa (*grado di rischio e grado di scostamento dal benchmark*) ovvero quantitativa (*scenari probabilistici dell'investimento finanziario e orizzonte temporale d'investimento consigliato*), tra loro interdipendenti e fondamentali per supportare il potenziale investitore nell'assunzione di una decisione d'investimento consapevole. Infatti, in termini generali, rispetto alla gamma delle proposte d'investimento finanziario presenti sul mercato, l'investitore seleziona innanzitutto quelle che hanno un orizzonte temporale consigliato compatibile con le proprie preferenze per la liquidità; successivamente, valuta la coerenza tra la propria propensione al rischio e il grado di rischio delle diverse proposte il cui orizzonte temporale consigliato coincide col periodo per il quale è disposto a rinunciare alla propria liquidità; infine, tra quelle che presentano un grado di rischio ritenuto compatibile, sceglie la proposta con le migliori *performance* potenziali, come evidenziate dai valori degli scenari probabilistici dell'investimento finanziario.

Le indicazioni metodologiche di cui alla presente Comunicazione sono intese ad assicurare la significatività, l'oggettività e la coerenza dell'informativa sui rischi riportata nel Prospetto, anche per consentire che il confronto tra le diverse alternative d'investimento disponibili sui mercati finanziari venga effettuato su basi omogenee.

**Indicazioni generali**

L'informativa sul profilo di rischio e sull'orizzonte temporale consigliato, unitamente a quella inerente al regime dei costi del prodotto<sup>(2)</sup>, permette la compiuta e corretta qualificazione degli elementi essenziali dell'investimento finanziario. Essa offre infatti una visione integrata della sua rischiosità e della sua redditività potenziale sull'orizzonte temporale consigliato secondo un approccio metodologico funzionale a cogliere le peculiarità delle tre possibili tipologie di strutture finanziarie sottostanti a ciascuna proposta d'investimento:

---

<sup>(1)</sup> Tale informativa deve essere resa solo per le proposte d'investimento finanziario la cui tipologia di gestione sia "a benchmark".

<sup>(2)</sup> Si fa riferimento, in particolare, alle indicazioni riportate nella c.d. *Tabella dell'investimento finanziario* prevista dall'Allegato 1B al Regolamento Emittenti.

“a obiettivo di rischio”, “a benchmark” e “a obiettivo di rendimento”<sup>(3)</sup>.

L'ingegneria finanziaria sottesa alla qualificazione delle tre strutture sopra richiamate definisce il fine ultimo della proposta d'investimento finanziario e, pertanto, costituisce un elemento d'analisi imprescindibile per l'individuazione della durata ottimale dell'investimento e per la rappresentazione delle sue caratteristiche di rischio e di rendimento potenziale.

In particolare, nelle strutture “a obiettivo di rischio” o “a benchmark”, il grado di rischio consente, unitamente ai costi applicati, di determinare l'orizzonte temporale d'investimento da consigliare agli investitori secondo il criterio dell'ammortamento dei costi<sup>(4)</sup>. Tale orizzonte diventa a sua volta il riferimento temporale per il calcolo degli scenari probabilistici dell'investimento finanziario e, quindi, per l'illustrazione dei relativi rendimenti potenziali<sup>(5)</sup>.

Nelle strutture “a obiettivo di rendimento”, l'interdipendenza tra orizzonte temporale d'investimento consigliato, scenari probabilistici e grado di rischio si articola in modo diverso. Queste strutture finanziarie sono infatti ingegnerizzate su un obiettivo di *performance* determinato su una specifica scadenza, che pertanto identifica in modo immediato l'orizzonte d'investimento da consigliare agli investitori. Inoltre, per lo stesso ordine di motivi è solo sull'orizzonte d'investimento consigliato che l'informativa trasmessa dagli scenari di probabilità acquisisce significatività rispetto alle finalità che guidano le scelte degli investitori. Infine, è attraverso l'esame delle misure di volatilità implicite nella struttura dei rendimenti potenziali che si può procedere alla determinazione del grado di rischio.

Le relazioni tra profilo di rischio e orizzonte temporale d'investimento consigliato sopra illustrate si articolano secondo varie specializzazioni in presenza di soluzioni tecniche di immunizzazione dei rischi ovvero di garanzia di rendimento minimo dell'investimento finanziario. Infatti, tali soluzioni determinano *a priori* deformazioni nei rapporti di dominanza stocastica implicite nel legame esistente tra i diversi indicatori di rischio e tra questi e l'orizzonte temporale consigliato.

### **Grado di rischio e grado di scostamento dal benchmark**

Il grado di rischio sintetizza in modo esplicito la rischiosità complessiva dell'investimento finanziario, che viene indicata in termini descrittivi attraverso uno dei seguenti aggettivi: *basso*, *medio-basso*, *medio*, *medio-alto*, *alto* e *molto alto*. Il fondamento quantitativo del grado di rischio è dato da metriche di volatilità dei rendimenti potenziali dell'investimento finanziario (le stesse utilizzate per la produzione degli scenari probabilistici<sup>(6)</sup>), espresse in termini annuali. La definizione di tali metriche è rimessa ai modelli proprietari di controllo del rischio degli intermediari, fermo restando l'indirizzo generale a garantire in modo coerente ed univoco l'associazione tra le sei classi di rischio qualitative ed altrettanti intervalli di valori della metrica di volatilità adottata. In particolare, si raccomanda che l'ampiezza di tali intervalli sia calibrata secondo

---

<sup>(3)</sup> L'espressione “a obiettivo di rischio” è utilizzata con riferimento alle strutture finanziarie caratterizzate da una *gestione flessibile*, ossia orientata a controllare che l'assunzione di rischio sia costantemente coerente con vincoli predeterminati.

L'espressione “a benchmark” è utilizzata con riferimento alle strutture finanziarie la cui gestione è ancorata a un parametro di riferimento (c.d. *benchmark*) rispetto a cui lo stile gestionale può qualificarsi alternativamente come *passivo* o *attivo*.

L'espressione “a obiettivo di rendimento” è utilizzata con riferimento alle strutture finanziarie orientate a conseguire – anche implicitamente – un obiettivo in termini di rendimento minimo dell'investimento finanziario. In queste strutture rientrano anche le c.d. *gestioni protette*.

<sup>(4)</sup> Cfr. *infra* paragrafo *Orizzonte temporale d'investimento consigliato*.

<sup>(5)</sup> Cfr. *infra* paragrafo *Scenari probabilistici dell'investimento finanziario*.

<sup>(6)</sup> Cfr. *infra* paragrafo *Fasi metodologiche*.

modelli idonei a garantire la robustezza e la significatività della classe di rischio assegnata alla proposta d'investimento finanziario.

Il grado di scostamento dal *benchmark* sintetizza in modo esplicito il contributo specifico dell'attività gestoria alla rischiosità complessiva dell'investimento rispetto alla componente di rischio derivante dal parametro di riferimento prescelto. Nel dettaglio, l'intensità<sup>(7)</sup> e la direzione<sup>(8)</sup> della gestione in termini di scostamento dal *benchmark* vengono qualificate attraverso l'indicazione dello stile gestionale, *passivo* o *attivo*, e, in questo secondo caso, attraverso la scelta di una tra le seguenti tre classi gestionali: *contenuto*, *significativo* e *rilevante*. Come per il grado di rischio, anche l'individuazione della classe gestionale deve essere effettuata a seguito di una preliminare analisi quantitativa basata su metriche di volatilità espresse in termini annuali. In tale sede, i modelli di misurazione e controllo dei rischi sviluppati dagli intermediari devono nuovamente garantire la coerenza e l'univocità della mappatura delle tre classi gestionali ad altrettanti intervalli di valori della metrica di volatilità utilizzata. Al riguardo si rappresenta l'importanza di ricorrere a modelli consistenti con quelli impiegati per l'attribuzione della classe di rischio e, al contempo, opportunamente specializzati per cogliere in modo adeguato il fenomeno d'interesse: il confronto tra l'evoluzione temporale del profilo di rischio dell'investimento e quella del relativo *benchmark*.

### **Scenari probabilistici dell'investimento finanziario**

Gli scenari probabilistici dell'investimento finanziario sintetizzano il c.d. "rischio di *performance*" della proposta d'investimento, inteso come capacità di creare valore aggiunto per l'investitore sull'orizzonte temporale consigliato con probabilità più o meno elevate. La metodologia prevista per il calcolo degli scenari probabilistici consente l'illustrazione del rischio di *performance*:

- in termini assoluti, attraverso il confronto con il valore del *capitale nominale*<sup>(9)</sup>;
- in termini relativi, attraverso il confronto con i possibili esiti di un investimento nell'attività finanziaria priva di rischio (c.d. *risk-free asset*) per un importo pari al *capitale nominale*<sup>(10)</sup> e sul medesimo orizzonte temporale.

L'informativa di cui agli scenari probabilistici dell'investimento finanziario si articola in quattro scenari alternativi<sup>(11)</sup>, per ciascuno dei quali è richiesta l'indicazione della relativa probabilità di accadimento e del valore mediano associato (c.d. valore centrale).

### **Modalità di rappresentazione delle probabilità e dei valori centrali**

La rappresentazione degli scenari probabilistici dell'investimento finanziario sull'orizzonte temporale consigliato è richiesta in forma tabellare indicando per ciascun evento un valore percentuale, corrispondente alla probabilità dell'evento medesimo e un valore centrale, corrispondente alla mediana dei controvalori finali del capitale investito<sup>(12)</sup> che risultano associati all'evento medesimo.

---

<sup>(7)</sup> L'espressione "intensità della gestione" fa riferimento alla maggiore o minore autonomia decisionale a disposizione del soggetto gestore in sede di *asset allocation* rispetto alla composizione di portafoglio suggerita dal parametro di riferimento adottato.

<sup>(8)</sup> L'espressione "direzione della gestione" fa riferimento alla circostanza che, a parità di intensità dell'attività gestoria, quest'ultima può essere finalizzata alternativamente ad incrementare ovvero a ridurre l'esposizione al rischio rispetto all'indirizzo fornito dal *benchmark*.

<sup>(9)</sup> Per la definizione di *capitale nominale* si rinvia al Glossario contenuto negli schemi allegati al Regolamento Emittenti.

<sup>(10)</sup> Cfr. nota (9).

<sup>(11)</sup> Cfr. *infra* paragrafo *Modalità di rappresentazione delle probabilità e dei valori centrali*.

<sup>(12)</sup> Per la definizione di *capitale investito* si rinvia al Glossario contenuto negli schemi allegati al Regolamento Emittenti. Per *controvalore finale del capitale investito* si intende la valorizzazione del *capitale investito* al termine dell'orizzonte temporale

Gli eventi considerati sono funzionali ad evidenziare la probabilità di ottenere un risultato finanziario negativo ovvero positivo, e, in questo secondo caso, rispettivamente inferiore, in linea o superiore rispetto a quello rivincente dall'investimento del *capitale nominale* nell'attività finanziaria priva di rischio.

Per le proposte d'investimento sottoscrivibili mediante un unico versamento iniziale, deve essere utilizzata la seguente tabella<sup>(13)</sup>:

SCENARI PROBABILISTICI DELL'INVESTIMENTO FINANZIARIO	PROBABILITÀ	VALORI CENTRALI
<i>Il rendimento è <b>negativo</b></i>	%	
<i>Il rendimento è positivo ma <b>inferiore</b> a quello dell'attività finanziaria priva di rischio</i>	%	
<i>Il rendimento è positivo e <b>in linea</b> con quello dell'attività finanziaria priva di rischio</i>	%	
<i>Il rendimento è positivo e <b>superiore</b> a quello dell'attività finanziaria priva di rischio</i>	%	

Per le proposte d'investimento sottoscrivibili mediante versamenti periodici, deve essere utilizzata la seguente tabella<sup>(14)</sup>:

SCENARI PROBABILISTICI DELL'INVESTIMENTO FINANZIARIO	PROBABILITÀ	VALORI CENTRALI
<i>Il controvalore finale del capitale investito è <b>inferiore</b> al capitale nominale</i>	%	
<i>Il controvalore finale del capitale investito è superiore o uguale al capitale nominale, ma <b>inferiore</b> al controvalore finale dell'investimento del capitale nominale nell'attività finanziaria priva di rischio</i>	%	
<i>Il controvalore finale del capitale investito è superiore o uguale al capitale nominale ed <b>in linea</b> con il controvalore finale dell'investimento del capitale nominale nell'attività finanziaria priva di rischio</i>	%	
<i>Il controvalore finale del capitale investito è superiore o uguale al capitale nominale ed è <b>superiore</b> al controvalore finale dell'investimento del capitale nominale nell'attività finanziaria priva di rischio</i>	%	

### **Fasi metodologiche**

Ai fini della determinazione dei valori richiesti dalle suddette tabelle si richiede il rispetto delle seguenti fasi metodologiche:

1. calibratura dei parametri inerenti ai fattori di rischio dell'investimento finanziario;
2. simulazione numerica del controvalore del *capitale investito* al termine dell'orizzonte temporale d'investimento consigliato;

---

d'investimento consigliato, effettuata nel rispetto delle indicazioni fornite nel successivo paragrafo *Fasi metodologiche*.

<sup>(13)</sup> Per la caratterizzazione delle espressioni riportate nelle diverse righe della presente tabella si rinvia alla lettura delle indicazioni specifiche relative a ciascuno degli scenari di cui al punto *sub. 5)* del successivo paragrafo *Fasi metodologiche*.

<sup>(14)</sup> Cfr. nota (13).

3. simulazione numerica del controvalore dell'investimento del *capitale nominale* nell'attività finanziaria priva di rischio al termine dell'orizzonte temporale d'investimento consigliato;
4. determinazione delle due distribuzioni di probabilità per il confronto;
5. confronto tra le due distribuzioni di probabilità;
6. calcolo dei valori centrali per ogni scenario.

### **1. Calibratura dei parametri inerenti ai fattori di rischio dell'investimento finanziario**

La calibratura dei parametri necessari alle simulazioni di cui ai successivi punti *sub 2)* e *3)* deve essere effettuata mediante stime basate su dati correnti di mercato.

Ai parametri comuni utilizzati nelle due simulazioni devono essere assegnati gli stessi valori, a meno delle rettifiche rese necessarie per considerare il rischio di credito relativo alla parte di capitale investita in attività finanziarie esposte a tale fattore di rischio<sup>(15)</sup>.

### **2. Simulazione numerica del controvalore del capitale investito al termine dell'orizzonte temporale d'investimento consigliato**

Tale simulazione deve essere riferita alle sole componenti dell'investimento finanziario che hanno natura aleatoria<sup>(16)</sup> e deve essere effettuata:

- nel rispetto del principio della neutralità al rischio<sup>(17)</sup>;
- considerando le caratteristiche del portafoglio di attività che costituisce il *capitale investito*<sup>(18)</sup>;
- considerando la struttura a termine dei tassi di interesse<sup>(19)</sup> e quella delle volatilità degli strumenti finanziari appartenenti (o sottostanti) al portafoglio di attività che costituisce il *capitale investito*;
- al netto di tutti i costi applicati. In particolare:
  - il punto di partenza della simulazione deve essere pari al *capitale investito*;

---

<sup>(15)</sup> Dette rettifiche devono essere effettuate in conformità all'impostazione adottata nei modelli proprietari degli intermediari e in aderenza alle condizioni effettive dei mercati. Per tale motivo si raccomanda l'utilizzo di indicatori di mercato del rischio di credito, il cui valore incorpora tempestivamente i cambiamenti nel merito creditizio di un dato emittente (o controparte).

<sup>(16)</sup> In particolare, laddove il controvalore finale di una o più componenti del *capitale investito* sia una variabile finanziaria deterministica, in assenza di esposizione al rischio di credito, non occorre procedere alla simulazione del valore di tali componenti al termine dell'orizzonte temporale d'investimento consigliato.

<sup>(17)</sup> L'applicazione del principio della neutralità al rischio definisce in modo univoco ed oggettivo la misura di probabilità sottesa alla simulazione numerica.

<sup>(18)</sup> Laddove il *capitale investito* sia ripartito tra due o più componenti elementari (come, ad esempio, nei portafogli finanziari strutturati di alcuni prodotti finanziario-assicurativi di tipo *index-linked*), le specifiche modalità di svolgimento della simulazione devono essere individuate dagli intermediari in relazione alle peculiarità delle diverse strutture che possono essere ingegnerizzate. In alcuni casi tali strutture possono richiedere di procedere direttamente alla simulazione del *capitale investito* nel suo complesso, mentre in altri può risultare necessaria la preliminare simulazione separata delle diverse componenti dello stesso o di alcune di esse. Si precisa che nelle strutture in cui l'ingegnerizzazione finanziaria del *capitale investito* richiede la simulazione di due o più componenti elementari dello stesso, il rispetto del principio della neutralità al rischio consente di risolvere *a priori* il problema delle correlazioni tra gli andamenti di tali componenti. Cfr. nota (17).

<sup>(19)</sup> In particolare, è richiesto il ricorso a modelli stocastici della struttura a termine dei tassi di interesse sviluppati sotto la misura di probabilità neutrale al rischio. Cfr. nota (17). Con riguardo al passo di discretizzazione da adottare in sede di simulazione del tasso di interesse privo di rischio è da ritenersi adeguato il riferimento al c.d. "tasso *overnight*" ovvero a grandezze similari; mentre la calibrazione parametrica deve essere effettuata con riferimento agli specifici modelli stocastici di struttura a termine dei tassi di interesse sviluppati dagli intermediari e in aderenza alle effettive condizioni del mercato.

- l'entità e il momento di applicazione dei costi a manifestazione differita prelevati durante l'orizzonte temporale d'investimento consigliato che vanno a ridurre il controvalore del *capitale investito* devono essere considerati in sede simulativa;
- avendo riguardo alla struttura dei versamenti che caratterizza la proposta d'investimento<sup>(20)</sup>;
- avendo riguardo all'entità e al momento di occorrenza degli eventuali importi periodici o *una tantum* corrisposti all'investitore ovvero investiti in altre attività finanziarie<sup>(21)</sup>.

### **3. Simulazione numerica del controvalore dell'investimento del capitale nominale nell'attività finanziaria priva di rischio al termine dell'orizzonte temporale d'investimento consigliato**

Tale simulazione deve essere effettuata:

- nel rispetto del principio della neutralità al rischio<sup>(22)(23)</sup>;
- partendo dal controvalore iniziale del *capitale nominale*;
- avendo riguardo alla struttura dei versamenti che caratterizza la proposta d'investimento<sup>(24)</sup>;
- considerando la struttura a termine dei tassi di interesse<sup>(25)</sup> e in coerenza con la soluzione modellistica adottata per la simulazione numerica del controvalore finale del *capitale investito*.

### **4. Determinazione delle due distribuzioni di probabilità per il confronto**

La determinazione della distribuzione di probabilità del controvalore finale del *capitale investito*<sup>(26)</sup> e di quella del controvalore finale del *capitale nominale* investito nell'attività finanziaria priva di rischio<sup>(27)</sup> ai fini del confronto di cui al successivo punto *sub 5*) deve essere effettuata sulla base dei risultati delle due precedenti simulazioni numeriche<sup>(28)</sup>.

### **5. Confronto tra le due distribuzioni di probabilità<sup>(29)</sup>**

---

<sup>(20)</sup> In particolare, nel caso di proposte d'investimento sottoscrivibili mediante versamenti periodici la simulazione deve riflettere le discontinuità nel controvalore del *capitale investito* che si determinano in corrispondenza di ciascun versamento.

<sup>(21)</sup> In linea generale, in entrambe le fattispecie (i.e. corresponsione o reinvestimento), tali importi devono essere capitalizzati al tasso di interesse privo di rischio fino al termine dell'orizzonte temporale d'investimento consigliato.

<sup>(22)</sup> Cfr. nota (17). Il rispetto del principio della neutralità al rischio consente peraltro di risolvere *a priori* il problema delle correlazioni tra l'andamento temporale del controvalore del *capitale investito* e quello del controvalore del *capitale nominale* investito nell'attività finanziaria priva di rischio, ai fini del confronto probabilistico di cui al successivo punto *sub 5*).

<sup>(23)</sup> Al fine di garantire la coerenza metodologica con la misura di probabilità adottata, per la modellizzazione dell'attività finanziaria priva di rischio si procede attraverso l'utilizzo del c.d. "processo stocastico del conto corrente". I valori ottenuti in via simulativa per tale processo devono essere determinati in corrispondenza dei valori simulati del tasso di interesse privo di rischio, stante la nota relazione funzionale tra le due variabili finanziarie. Cfr. nota (19).

<sup>(24)</sup> In particolare, nel caso di proposte d'investimento sottoscrivibili mediante versamenti periodici la simulazione deve riflettere le discontinuità nel controvalore del *capitale nominale* che si determinano in corrispondenza di ciascun versamento.

<sup>(25)</sup> Cfr. nota (19).

<sup>(26)</sup> In breve anche: *distribuzione del capitale investito*.

<sup>(27)</sup> In breve anche: *distribuzione del capitale nominale*.

<sup>(28)</sup> La distribuzione di probabilità del controvalore finale del *capitale investito* presenta, attraverso il *capitale nominale*, una relazione biunivoca con la distribuzione di probabilità del rendimento dell'investimento finanziario al termine dell'orizzonte temporale consigliato. Ad esempio, nelle proposte d'investimento sottoscrivibili mediante un unico versamento, tale rendimento è facilmente determinato dividendo per il controvalore iniziale del *capitale nominale* la differenza tra il controvalore finale (aleatorio) del *capitale investito* e il controvalore iniziale del *capitale nominale* medesimo.

<sup>(29)</sup> L'illustrazione del confronto tra le due distribuzioni di probabilità è limitata, per motivi di semplicità espositiva, alla sola ipotesi di sottoscrizione mediante un unico versamento. Nel caso di versamenti periodici occorrerà adattare coerentemente la

Per la determinazione della probabilità dei seguenti eventi:

- “Il rendimento è **negativo**”: occorre calcolare la massa di probabilità della *distribuzione del capitale investito* che si trova a sinistra del controvalore iniziale del *capitale nominale*;
- “Il rendimento è positivo ma **inferiore** a quello dell’attività finanziaria priva di rischio”: occorre calcolare la massa di probabilità della *distribuzione del capitale investito* che si distribuisce tra il controvalore iniziale del *capitale nominale* e l’estremo inferiore (escluso) di cui al successivo punto *sub a)*<sup>(30)</sup>;
- “Il rendimento è positivo e **in linea** con quello dell’attività finanziaria priva di rischio”: occorre fare riferimento ad una massa di probabilità pari al 95% della *distribuzione del capitale nominale*. Ne discende che per misurare la probabilità che le due distribuzioni si sovrappongano occorre:
  - a. considerare la *distribuzione del capitale nominale* troncata delle due code (i.e. sinistra e destra) ciascuna corrispondente al 2,5% dell’intera massa di probabilità, individuando i corrispondenti valori dell’estremo superiore e dell’estremo inferiore;
  - b. riportare i valori di tali estremi sulla *distribuzione del capitale investito* e calcolare la massa di probabilità che si distribuisce tra di essi;
- “Il rendimento è positivo e **superiore** a quello dell’attività finanziaria priva di rischio”: occorre calcolare la massa di probabilità della *distribuzione del capitale investito* che si trova a destra dell’estremo superiore di cui al precedente punto *sub a)*.

## 6. Calcolo dei valori centrali per ogni scenario<sup>(31)</sup>

Per la determinazione dei valori centrali dei quattro eventi di cui al precedente punto *sub 5)* occorre:

- determinare la funzione cumulativa delle frequenze relative dei controvalori finali del *capitale investito* associati all’evento considerato (c.d. *funzione di ripartizione*);
- identificare come valore centrale il controvalore finale del *capitale investito* in corrispondenza del quale la *funzione di ripartizione* di cui al punto precedente assume per la prima volta un valore pari a 0,5 (*valore mediano*)<sup>(32)</sup>.

### **Orizzonte temporale d’investimento consigliato**

L’orizzonte temporale d’investimento consigliato è un’indicazione (espressa in anni) del periodo ottimale di permanenza nell’investimento finanziario, da formulare, evidentemente, in relazione alle caratteristiche della struttura finanziaria sottostante e dei connessi profili di rischio-rendimento e di onerosità, tenendo conto delle implicazioni derivanti dall’eventuale presenza di soluzioni tecniche di immunizzazione dei rischi ovvero di garanzie di rendimento minimo dell’investimento finanziario.

---

metodologia descritta in questo punto.

<sup>(30)</sup> Il presente scenario include anche il caso in cui il controvalore finale del *capitale investito* sia pari al controvalore iniziale del *capitale nominale* (i.e. il caso di rendimento nullo al termine dell’orizzonte temporale d’investimento consigliato).

<sup>(31)</sup> Cfr. nota (29).

<sup>(32)</sup> In presenza di discontinuità nella *funzione di ripartizione* come valore centrale deve essere indicato il controvalore finale del *capitale investito* in corrispondenza del quale tale funzione assume per la prima volta un valore superiore a 0,5.

Nelle strutture “a obiettivo di rendimento” tale orizzonte deve essere individuato a seguito di un’attenta analisi delle specificità della relativa ingegnerizzazione finanziaria e/o delle tecniche di protezione utilizzate. Nelle strutture più semplici l’analisi in parola permette di identificare univocamente l’istante in corrispondenza del quale il rendimento dell’investimento finanziario è ottimizzato e, pertanto, l’orizzonte temporale consigliato coincide naturalmente con il periodo che intercorre tra la data di sottoscrizione della proposta d’investimento e la scadenza cui il *target* di rendimento fa riferimento.

Nelle strutture più complesse in cui l’obiettivo di rendimento effettivo della proposta d’investimento risulta dalla sovrapposizione di due o più meccanismi elementari di protezione e/o di immunizzazione/garanzia che operano su orizzonti temporali diversi o che dipendono da condizioni eterogenee, l’analisi necessaria alla determinazione dell’orizzonte d’investimento consigliato deve includere un attento esame delle diverse componenti di base dell’investimento al fine di ottenere un quadro chiaro delle modalità di funzionamento dei singoli meccanismi di protezione e/o di immunizzazione/garanzia. Ad esempio, se l’analisi effettuata porta in evidenza che uno di questi meccanismi elementari domina stocasticamente gli altri, allora l’orizzonte tecnico ad esso associato va ad identificare l’orizzonte temporale d’investimento consigliato.

Nelle strutture “a obiettivo di rischio” o “a *benchmark*” l’assenza di un obiettivo di rendimento che indichi un orizzonte d’investimento ottimale, almeno *ex ante*, per l’investitore, richiede di impostare la determinazione dell’orizzonte d’investimento consigliato secondo un criterio di recupero dei costi (c.d. *break-even*), dati il grado di rischio e, ove rilevante, il grado di scostamento dal *benchmark*. In altri termini, per queste tipologie di strutture l’orizzonte temporale d’investimento consigliato deve esprimere una raccomandazione sul periodo di tempo minimo entro cui i costi sostenuti potrebbero essere recuperati, tenuto conto del rischio associato alla loro ingegneria finanziaria. La formalizzazione metodologica del criterio di *break-even* richiede di identificare l’orizzonte temporale d’investimento consigliato come il primo anno (a decorrere dalla data di sottoscrizione) entro cui la probabilità di recuperare almeno una volta i costi dell’investimento finanziario – calcolata sotto la misura di probabilità neutrale al rischio – raggiunge una soglia prefissata<sup>(33)</sup>. A tal fine, occorre fare riferimento al concetto di “tempo di primo passaggio” (c.d. *first passage time*) del processo stocastico del controvalore del *capitale investito* per una barriera predefinita pari al controvalore iniziale del *capitale nominale*. Ne discende che il calcolo dell’orizzonte temporale d’investimento consigliato per le proposte d’investimento caratterizzate da strutture “a obiettivo di rischio” o “a *benchmark*” richiede la simulazione dell’evoluzione temporale del controvalore del *capitale investito* coerentemente con l’impostazione sottesa alle indicazioni fornite nel precedente paragrafo *Fasi metodologiche*.

Le indicazioni metodologiche appena riportate con riferimento all’individuazione dell’orizzonte temporale d’investimento consigliato devono essere opportunamente adattate in presenza di soluzioni tecniche di immunizzazione dei rischi ovvero di garanzia di rendimento minimo dell’investimento finanziario che possono variamente combinarsi con ciascuna delle tre tipologie di strutture finanziarie. Infatti, tali soluzioni influenzano in misura più o meno rilevante le relazioni di dominanza stocastica implicite nell’interconnessione esistente tra i diversi indicatori di rischio e l’orizzonte temporale d’investimento consigliato.

\*\*\*

IL PRESIDENTE  
*Lamberto Cardia*

---

<sup>(33)</sup> Il valore della soglia deve essere in linea con quelli comunemente usati nella prassi per assicurare la ragionevole accettabilità delle valutazioni di fenomeni comunque soggetti a margini di aleatorietà residui e non completamente modellizzabili.