

SAPERE COSA FA LA GESTIONE O SOLTANTO COSA "È"?

Tutto quello che il risparmiatore dovrebbe conoscere. Dopo che dal 1° luglio la Consob...

Talvolta i veri cambiamenti, quelli culturali, sono annunciati da eventi che tendono ad essere ignorati perché percepiti come del tutto trascurabili. Questi eventi sono i cosiddetti "segnali deboli" proprio perché difficili da decifrare: il loro significato premonitore si annulla nel rumore di fondo della quotidianità. Ma una analisi attenta del contesto in cui il "segnale debole" si manifesta può fornire i prodromi della **direzione del cambiamento** e delineare lo spirito del tempo che si sta formando.

LA DELIBERA 13710

E' forse ciò che sta accadendo nel settore dell'intermediazione finanziaria, laddove il "segnale debole" potrebbe essere rappresentato da una lettera che tutti i **sottoscrittori di gestioni patrimoniali** hanno ricevuto nello scorso mese di luglio. E' probabile che l'evento sia stato vissuto dai più come una **semplice (noiosa) comunicazione burocratica**, mentre per qualche intermediario finanziario come una **(ulteriore) incombenza "amministrativa"** imposta dall'Organo di Controllo.

La lettera in questione è diretta conseguenza di una **delibera della Consob**, la nr. 13710 del 2002, operativa dal 1° luglio 2003 che ha modificato le norme preesistenti, introducendo nuovi criteri per la definizione delle caratteristiche delle gestioni patrimoniali.

In estrema sintesi, la delibera impone agli intermediari di evidenziare, per ogni linea gestionale, natura e limiti della gestione mediante diversi parametri generali relativi ai mercati ed alle attività (negoiazione in mercati regolamentati o non, aree geografiche di riferimento, settori industriali, categorie di emittenti, valuta di denominazione...) e specifici (per le azioni: grado di capitalizzazione dei titoli rappresentativi del capitale di rischio; per i titoli di debito "durata finanziaria", rating dell'emittente, per i fondi e Sicav: armonizzati o non con le direttive UE, volatilità; per i derivati e titoli strutturati: grado di perdita potenziale). La lettera che tutti i sottoscrittori di gestione hanno ricevuto contiene probabilmente un testo esemplificativamente riportato nella **tabella I**, immaginando che si tratti di una linea gestionale azionaria internazionale in fondi. Francamente leggendo il testo in tabella non si ha l'impressione di alcunché di "rivoluzionario". Questa novità ha creato materiale per qualche articolo di giornale ed i risparmiatori hanno ricevuto qualche informazione di dettaglio in più sui limiti operativi del proprio gestore. **Al massimo, qualche risparmiatore avrà anche notato alcune cose singolari.** Come, ad esempio, l'uso di **certi avverbi** ("esclusivamente", "prevalentemente", "residualmente") nonché la **insolita doppia definizione del grado di volatilità.**

A questo proposito si sarà interrogato sul reale significato di **volatilità media** (definita "alta") e **volatilità massima** (definita "molto alta"). In fondo, si potrebbe legittimamente riflettere sul reale valore aggiunto dell'informazione fornita, chiedendosi: "quanto è più alta la "volatilità molto alta" della volatilità massima rispetto alla "volatilità alta" della volatilità media?". Scherzi della burocrazia? Non proprio, soprattutto se tutto ciò si interpreta alla luce del suo contesto.

Il contesto in cui tutto ciò avviene è tratteggiato da eventi diversi, ma tutti aventi la medesima radice: il caso delle obbligazioni argentine, le note vicende "4You" e "My way", il caso dei bonds Cirio, il richiamo del governatore di Bankitalia Antonio Fazio all'efficienza del sistema bancario ed alla professionalità dei gestori per la tutela del risparmio, le dichiarazioni di vertici bancari che promettono di prendere seri provvedimenti per i dipendenti che forniscono consigli sbagliati alla clientela, l'iniziativa dell'ABI "Patti chiari", e così via.

Tutti questi (ed altri) episodi ribadiscono un tema che comincia ad essere "insopportabilmente" presente: **la necessità della trasparenza dei prodotti e dunque della consapevolezza dell'investitore.** In seguito a queste considerazioni è possibile attribuire all'evento "quasi insignificante" dell'attuazione della delibera Consob un senso ed una rilevanza del tutto diversi, soprattutto se

si cercano di decifrare le finalità e la strategia che la Consob probabilmente sta perseguendo. Infatti, a questo proposito, si sarebbe tentati di liquidare questa iniziativa come finalizzata a rendere consapevoli i risparmiatori circa il grado di rischio delle loro gestioni.

Questa finalità esiste, ma non pare l'obiettivo principale che si sta ponendo la Consob. Infatti **le indicazioni che ha imposto agli intermediari di fornire alla clientela sono senz'altro positive, ma non sembrano sufficienti per lo scopo.** Tra le righe della lettera che i risparmiatori hanno ricevuto ci sembra di intravedere un obiettivo assai più ambizioso: di **far emergere le innovazioni dei sistemi di controllo interno dei gestori, ossia di verificare l'efficacia del sistema di "risk management" dell'intermediario** finalizzato al controllo del rischio delle gestioni con cadenza adeguata e dunque monitorare il rispetto dei limiti del mandato nel tempo.

In altre parole, "invitare" i gestori ad operare in maniera maggiormente "scientifica" nel maneggiare il risparmio altrui.

VERIFICA DEL RISK MANAGEMENT

E dopo il 1° luglio potrà svolgere il proprio ruolo di controllo in maniera infinitamente più efficace. Come? Semplicemente "aprendo la scatola" dell'unità di **risk management** dell'intermediario. L'esempio relativo alla

Tabella 1

LINEA GPF: AZIONARIA INTERNAZIONALE

Il servizio di gestione del portafoglio è svolto esclusivamente mediante operazioni aventi ad oggetto quote ed azioni emesse da OICR (fondi comuni di investimento e SICAV):

- **esclusivamente assoggettate alle disposizioni delle direttive dell'Unione Europea;**
- **denominate esclusivamente in Euro;**
- **delle seguenti categorie: prevalentemente azionari, e residualmente nelle categorie di liquidità, obbligazionari, bilanciati;**
- **che investono prevalentemente in strumenti finanziari emessi o garantiti da emittenti aventi sede legale nei Paesi delle seguenti aree geografiche: Europa, Giappone, Pacifico; significativamente Nord America e residualmente nei Paesi Emergenti;**
- **Il patrimonio gestito potrà essere investito in tutti i settori industriali, come codificati dal GICS (Global Industry Classification Standards): beni di prima necessità, beni materiali, beni voluttuari, energia, finanza, industria, informatica, salute, servizi di pubblica utilità, servizi di telecomunicazione.**

La linea di gestione avrà volatilità media alta e volatilità massima molto alta.

Tabella 2

● BENCHMARK: MSCI World	
Volatilità Media Storica:	23,22%
Volatilità Media Parametro Contrattuale:	61,00%
● PORTAFOGLIO:	
Volatilità Massima Storica:	22,92%
Volatilità Massima Parametro Contrattuale:	60,23%

Tabella 3

● Orizzonte temporale di investimento:	120 mesi
● Tempo minimo di investimento:	54 mesi
● Massima perdita stimata sull'orizzonte temporale di investimento:	35,46%
● Rendimento atteso all'orizzonte temporale di investimento:	201,94%
● Volatilità:	71,65%

doppia definizione della volatilità servirà a chiarire il concetto. Ciascuna GPF, linea gestionale o individuale, tra i vari parametri indicati deve chiaramente esplicitare la volatilità media e massima del portafoglio. In realtà dietro agli ambigui

aggettivi (medio, basso, alto) per l'intermediario vi debbono essere dei **significati molto più concreti**. A tal proposito è ritenuto corretto che 1) la volatilità media faccia riferimento alla volatilità espressa dal benchmark della gestione e 2) la

sistemi di controllo interno degli intermediari. A questo proposito abbiamo calcolato i parametri quantitativi della volatilità dell'esempio in **tabella 1**, ipotizzando che la gamma di fondi gestita dall'intermediario fosse quella relativa agli indici

volatilità massima esprima il grado più elevato di rischio previsto secondo gli altri parametri del contratto, considerando le aspettative e gli orientamenti futuri del gestore, e si riferisce al portafoglio. Inoltre, viene indicato che 1) la volatilità media è prevalentemente di tipo storico (riferita agli ultimi tre anni) ed è misurata dalla deviazione standard dei rendimenti settimanali. Ancora, tale volatilità storica deve essere opportunamente integrata con valutazioni in merito alla evoluzione dello scenario di riferimento e 2) il livello di volatilità massima può venire indicata con i seguenti aggettivi: "basso", "medio basso", "medio", "medio alto", "alto", "molto alto". Tuttavia, in ogni caso, **la classificazione deve essere ancorata a parametri quantitativi** nell'ambito dei

Fideuram della classificazione Assogestioni precedente al 1° luglio, ottenendo i dati riportati in **tabella 2**.

L'esistenza di dati quantitativi e la loro modalità di calcolo possono testimoniare facilmente circa la qualità del sistema di *risk management* di un intermediario. Ad esempio: come sono state calcolate, e definite, le volatilità del benchmark e del relativo portafoglio? Come sono state integrate le analisi prospettive del gestore nella definizione delle volatilità di parametro contrattuale? E su quali basi teorico-tecniche e con quali assunti il gestore ha sviluppato le analisi prospettive? Semplici domande le cui risposte possono evidenziare **frettolose interpretazioni o soluzioni approssimative** ai dettami della delibera Consob, utilizzando **una finta metrica di aggettivi** che, ad esempio, cantilena: "se la volatilità media è "bassa" allora la volatilità massima è "medio bassa", e se la volatilità media è "medio bassa" allora la volatilità massima è "media", e se la volatilità media è "media" allora la volatilità massima è "medio alta", e se la volatilità media è "medio alta" allora la volatilità massima è "alta", e se la volatilità media è "alta" allora la volatilità massima è "molto alta".

DOMANDE "CLOU"

Ed oltre a ciò, ci sono diverse altre domande topiche. Come vengono attribuiti gli aggettivi di volatilità considerando i rapporti tra le diverse linee di gestione offerte dal medesimo intermediario? Come e con quale frequenza viene monitorata la volatilità? Quali sono i correttivi previsti per ricomporre gli investimenti in funzione del profilo di rischio concordato? Come viene tenuta sotto controllo l'attività gestio-

nale? Con quali sistemi di analisi vengono valutate le attività tipiche del gestore relativamente al valore sottratto/aggiunto mediante la scelta dei mercati, la selezione dei titoli, il *market timing* e le attività di copertura del rischio o speculative? Ciò indica chiaramente che la delibera Consob sia un preciso segnale, il cui valore d'impatto è più rivolto agli intermediari che ai risparmiatori e dunque crediamo che non sia solo questo che annuncia il cambiamento culturale a cui si faceva riferimento. Ciò ne prepara il terreno e sembrerebbe rispondere "solo" ad un obiettivo immediato che Consob si sta ponendo per esercitare efficacemente la sua funzione. Ci sembra che vi sia molto di più in un altro importante "segnale debole": l'iniziativa "Investor Education" che la Consob sta perseguendo da qualche anno e che ultimamente ha generato un pregevole contributo relativamente ad una serie di documenti nella sezione "Fondi Comuni" del suo sito (www.consob.it). Le guide offerte offrono indicazioni tecniche molto precise sulle corrette modalità di comunicazione e rapporto tra intermediario e risparmiatore, che vanno molto oltre alla conformità formale dei regolamenti. Una lettura attenta e professionale ne fa emergere diversi aspetti salienti, che fanno capire il ruolo di indirizzo che la Consob sta assumendo nel puntualizzare addirittura i contenuti dei discorsi di vendita e di consulenza tra operatore e risparmiatore, rigorosamente improntati su criteri di professionalità e trasparenza. È probabilmente questo l'obiettivo ambizioso a medio termine della Consob: creare le condizioni di una evoluzione culturale del mercato finanziario che sino ad ora il sistema degli intermediari

non ha ancora saputo interpretare, con qualche eccezione, come la strategia di mercato vincente. Questo stesso obiettivo è anche alla base dei nuovi e più stringenti obblighi di informazione in arrivo per gli intermediari che collocano al pubblico strumenti finanziari "rischiosi" (vedi *PROMOTORE ITALIA*, pag. 15). Dall'analisi attenta dei documenti Consob si può oggi ricavare ciò che fra qualche tempo, probabilmente, vedremo in una lettera spedita ai sottoscrittori di gestioni patrimoniali, nella quale saranno riportati i parametri descrittivi del rischio-rendimento (da noi interpretati e calcolati nell'esemplificazione di tabella 3) relativi alla gestione descritta in tabella 1, privi di ogni ambiguità ed espressi in un linguaggio insieme rigoroso e comprensibile.

"TOTAL RETURN"

Probabilmente nella tabella 3 c'è "tutto quello che il sottoscrittore avrebbe voluto da sempre sapere e non ha mai osato chiedere". Non cosa la gestione "è" ma cosa la gestione "fa":

- l'orizzonte temporale che si pone il gestore e di conseguenza il tempo della disponibilità del sottoscrittore per sfruttare le opportunità dell'investimento;
- il tempo "minimo" di permanenza nella gestione per non subire, con ragionevoli probabilità, una perdita sul capitale iniziale, il cosiddetto "rischio di liquidabilità";
- una stima ragionevole di oscillazione massima del capitale che si potrebbe sopportare in qualsiasi momento della durata dell'investimento;
- un incremento atteso del capitale (*total return*) che consente di valutare la congruità del premio rispetto al rischio che ci si assume ragionevolmente;

BANCHE E PRODOTTI TRASPARENTI: FAZIO DETTA REGOLE PIÙ SEVERE

Dal 15 ottobre partirà fra le banche italiane l'operazione "Patti Chiari" per accentuare la trasparenza verso il cliente. Ma intanto la Banca d'Italia ha stilato a fine luglio un manuale intitolato "Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari" che dovrebbe entrare in vigore il primo ottobre, anche se l'ABI (l'associazione dei banchieri) ha già chiesto una proroga fino al gennaio 2004. Il Governatore di Bankitalia Antonio Fazio in queste disposizioni rivolte alle banche parte dal presupposto che "le informazioni (sui prodotti finanziari collocati, ndr) devono essere rese alla clientela con modalità adeguate e in modo chiaro ed esauriente". Le norme di Via Nazionale intendono rendere più stringenti i vincoli di trasparenza nell'offerta: dall'avviso al foglio informativo (che deve contenere le informazioni analitiche sulla banca, tassi, spese e oneri); dallo schema di contratto al documento di sintesi fino agli annunci pubblicitari. E sui prodotti strutturati, finiti nell'occhio del ciclone, Bankitalia esige che il foglio informativo elenchi tutti i possibili rischi e tutti i costi da sostenere.

LUGLIO: RACCOLTA ANCORA IN "NERO"

Dieci mesi di raccolta positiva per i fondi comuni e luglio ha segnato un saldo positivo per 5.282,7 milioni. Era dall'estate del '99 che non si registrava un simile risultato, se si eccettua l'euforico marzo 2000 (6.032 milioni); mentre il saldo dei primi sette mesi dell'anno si è attestato a 25.959,8 milioni. A tirare il risultato ci hanno pensato i fondi obbligazionari (2.927,4 milioni) e i flessibili (546,8 milioni). Sono tornati in positivo i prodotti di liquidità (1.577,9 milioni); mentre gli azionari sono "in nero" per il secondo mese consecutivo (343,3 milioni). Il patrimonio gestito complessivo sale a 501.301,2 milioni. Al primo posto per patrimonio il gruppo Sanpaolo IMI (106.250 milioni), "boom" di raccolta per gruppo MPS (647,5 milioni) e gruppo UniCredit (639,7 milioni).

● la volatilità storica dell'investimento, calcolata in funzione dell'orizzonte temporale, che definisce l'ampiezza normale delle oscillazioni, in più ed in meno, che ci si potrebbe attendere. La nuova frontiera culturale diventa finalmente "analisi comportamentale del risparmio", sfruttando tutte le conoscenze e le conquiste scientifiche che offrono le teorie dei mercati efficienti e del *risk management*. Quando la comunicazione assumerà tale forma e tali contenu-

ti, sarà pienamente visibile il potenziale del cambiamento culturale relativamente al rapporto tra un intermediario realmente orientato alla trasparenza e un risparmiatore realmente consapevole. Sino ad allora si spera che ciascuno (risparmiatore, operatore, intermediario, stampa, ...) faciliti o non si opponga a questo processo culturale che è davvero irreversibile.

di Gaetano Megale
Progetta

SAPERE COSA FA LA GESTIONE O SOLTANTO COSA "È"?

Tutto quello che il risparmiatore dovrebbe conoscere. Dopo che dal 1° luglio la Consob...

Talvolta i veri cambiamenti, quelli culturali, sono annunciati da eventi che tendono ad essere ignorati perché percepiti come del tutto trascurabili. Questi eventi sono i cosiddetti "segnali deboli" proprio perché difficili da decifrare: il loro significato premonitore si annulla nel rumore di fondo della quotidianità. Ma una analisi attenta del contesto in cui il "segnale debole" si manifesta può fornire i prodromi della **direzione del cambiamento** e delineare lo spirito del tempo che si sta formando.

LA DELIBERA 13710

E' forse ciò che sta accadendo nel settore dell'intermediazione finanziaria, laddove il "segnale debole" potrebbe essere rappresentato da una lettera che tutti i **sottoscrittori di gestioni patrimoniali** hanno ricevuto nello scorso mese di luglio. E' probabile che l'evento sia stato vissuto dai più come una **semplice (noiosa) comunicazione burocratica**, mentre per qualche intermediario finanziario come una **(ulteriore) incombenza "amministrativa"** imposta dall'Organo di Controllo.

La lettera in questione è diretta conseguenza di una **delibera della Consob**, la nr. 13710 del 2002, operativa dal 1° luglio 2003 che ha modificato le norme preesistenti, introducendo nuovi criteri per la definizione delle caratteristiche delle gestioni patrimoniali.

In estrema sintesi, la delibera impone agli intermediari di evidenziare, per ogni linea gestionale, natura e limiti della gestione mediante diversi parametri generali relativi ai mercati ed alle attività (negoiazione in mercati regolamentati o non, aree geografiche di riferimento, settori industriali, categorie di emittenti, valuta di denominazione...) e specifici (per le azioni: grado di capitalizzazione dei titoli rappresentativi del capitale di rischio; per i titoli di debito "durata finanziaria", rating dell'emittente, per i fondi e Sicav: armonizzati o non con le direttive UE, volatilità; per i derivati e titoli strutturati: grado di perdita potenziale). La lettera che tutti i sottoscrittori di gestione hanno ricevuto contiene probabilmente un testo esemplificativamente riportato nella **tabella I**, immaginando che si tratti di una linea gestionale azionaria internazionale in fondi. Francamente leggendo il testo in tabella non si ha l'impressione di alcunché di "rivoluzionario". Questa novità ha creato materiale per qualche articolo di giornale ed i risparmiatori hanno ricevuto qualche informazione di dettaglio in più sui limiti operativi del proprio gestore. **Al massimo, qualche risparmiatore avrà anche notato alcune cose singolari.** Come, ad esempio, l'uso di **certi avverbi** ("esclusivamente", "prevalentemente", "residualmente") nonché la **insolita doppia definizione del grado di volatilità.**

A questo proposito si sarà interrogato sul reale significato di **volatilità media** (definita "alta") e **volatilità massima** (definita "molto alta"). In fondo, si potrebbe legittimamente riflettere sul reale valore aggiunto dell'informazione fornita, chiedendosi: "quanto è più alta la "volatilità molto alta" della volatilità massima rispetto alla "volatilità alta" della volatilità media?". Scherzi della burocrazia? Non proprio, soprattutto se tutto ciò si interpreta alla luce del suo contesto.

Il contesto in cui tutto ciò avviene è tratteggiato da eventi diversi, ma tutti aventi la medesima radice: il caso delle obbligazioni argentine, le note vicende "4You" e "My way", il caso dei bonds Cirio, il richiamo del governatore di Bankitalia Antonio Fazio all'efficienza del sistema bancario ed alla professionalità dei gestori per la tutela del risparmio, le dichiarazioni di vertici bancari che promettono di prendere seri provvedimenti per i dipendenti che forniscono consigli sbagliati alla clientela, l'iniziativa dell'ABI "Patti chiari", e così via.

Tutti questi (ed altri) episodi ribadiscono un tema che comincia ad essere "insopportabilmente" presente: **la necessità della trasparenza dei prodotti e dunque della consapevolezza dell'investitore.** In seguito a queste considerazioni è possibile attribuire all'evento "quasi insignificante" dell'attuazione della delibera Consob un senso ed una rilevanza del tutto diversi, soprattutto se

si cercano di decifrare le finalità e la strategia che la Consob probabilmente sta perseguendo. Infatti, a questo proposito, si sarebbe tentati di liquidare questa iniziativa come finalizzata a rendere consapevoli i risparmiatori circa il grado di rischio delle loro gestioni.

Questa finalità esiste, ma non pare l'obiettivo principale che si sta ponendo la Consob. Infatti **le indicazioni che ha imposto agli intermediari di fornire alla clientela sono senz'altro positive, ma non sembrano sufficienti per lo scopo.** Tra le righe della lettera che i risparmiatori hanno ricevuto ci sembra di intravedere un obiettivo assai più ambizioso: di **far emergere le innovazioni dei sistemi di controllo interno dei gestori, ossia di verificare l'efficacia del sistema di "risk management" dell'intermediario** finalizzato al controllo del rischio delle gestioni con cadenza adeguata e dunque monitorare il rispetto dei limiti del mandato nel tempo.

In altre parole, "invitare" i gestori ad operare in maniera maggiormente "scientifica" nel maneggiare il risparmio altrui.

VERIFICA DEL RISK MANAGEMENT

E dopo il 1° luglio potrà svolgere il proprio ruolo di controllo in maniera infinitamente più efficace. Come? Semplicemente "aprendo la scatola" dell'unità di risk management dell'intermediario. L'esempio relativo alla

Tabella 1

LINEA GPF: AZIONARIA INTERNAZIONALE

Il servizio di gestione del portafoglio è svolto esclusivamente mediante operazioni aventi ad oggetto quote ed azioni emesse da OICR (fondi comuni di investimento e SICAV):

- **esclusivamente assoggettate alle disposizioni delle direttive dell'Unione Europea;**
- **denominate esclusivamente in Euro;**
- **delle seguenti categorie: prevalentemente azionari, e residualmente nelle categorie di liquidità, obbligazionari, bilanciati;**
- **che investono prevalentemente in strumenti finanziari emessi o garantiti da emittenti aventi sede legale nei Paesi delle seguenti aree geografiche: Europa, Giappone, Pacifico; significativamente Nord America e residualmente nei Paesi Emergenti;**
- **Il patrimonio gestito potrà essere investito in tutti i settori industriali, come codificati dal GICS (Global Industry Classification Standards): beni di prima necessità, beni materiali, beni voluttuari, energia, finanza, industria, informatica, salute, servizi di pubblica utilità, servizi di telecomunicazione.**

La linea di gestione avrà volatilità media alta e volatilità massima molto alta.

Tabella 2

● BENCHMARK: MSCI World	
Volatilità Media Storica:	23,22%
Volatilità Media Parametro Contrattuale:	61,00%
● PORTAFOGLIO:	
Volatilità Massima Storica:	22,92%
Volatilità Massima Parametro Contrattuale:	60,23%

Tabella 3

● Orizzonte temporale di investimento:	120 mesi
● Tempo minimo di investimento:	54 mesi
● Massima perdita stimata sull'orizzonte temporale di investimento:	35,46%
● Rendimento atteso all'orizzonte temporale di investimento:	201,94%
● Volatilità:	71,65%

doppia definizione della volatilità servirà a chiarire il concetto. Ciascuna GPF, linea gestionale o individuale, tra i vari parametri indicati deve chiaramente esplicitare la volatilità media e massima del portafoglio. In realtà dietro agli ambigui

aggettivi (medio, basso, alto) per l'intermediario vi debbono essere dei **significati molto più concreti**. A tal proposito è ritenuto corretto che 1) la volatilità media faccia riferimento alla volatilità espressa dal benchmark della gestione e 2) la

sistemi di controllo interno degli intermediari. A questo proposito abbiamo calcolato i parametri quantitativi della volatilità dell'esempio in **tabella 1**, ipotizzando che la gamma di fondi gestita dall'intermediario fosse quella relativa agli indici

volatilità massima esprima il grado più elevato di rischio previsto secondo gli altri parametri del contratto, considerando le aspettative e gli orientamenti futuri del gestore, e si riferisce al portafoglio. Inoltre, viene indicato che 1) la volatilità media è prevalentemente di tipo storico (riferita agli ultimi tre anni) ed è misurata dalla deviazione standard dei rendimenti settimanali. Ancora, tale volatilità storica deve essere opportunamente integrata con valutazioni in merito alla evoluzione dello scenario di riferimento e 2) il livello di volatilità massima può venire indicata con i seguenti aggettivi: "basso", "medio basso", "medio", "medio alto", "alto", "molto alto". Tuttavia, in ogni caso, **la classificazione deve essere ancorata a parametri quantitativi** nell'ambito dei

Fideuram della classificazione Assogestioni precedente al 1° luglio, ottenendo i dati riportati in **tabella 2**.

L'esistenza di dati quantitativi e la loro modalità di calcolo possono testimoniare facilmente circa la qualità del sistema di *risk management* di un intermediario. Ad esempio: come sono state calcolate, e definite, le volatilità del benchmark e del relativo portafoglio? Come sono state integrate le analisi prospettiche del gestore nella definizione delle volatilità di parametro contrattuale? E su quali basi teorico-tecniche e con quali assunti il gestore ha sviluppato le analisi prospettiche? Semplici domande le cui risposte possono evidenziare **frettolose interpretazioni o soluzioni approssimative** ai dettami della delibera Consob, utilizzando **una finta metrica di aggettivi** che, ad esempio, cantilena: "se la volatilità media è "bassa" allora la volatilità massima è "medio bassa", e se la volatilità media è "medio bassa" allora la volatilità massima è "media", e se la volatilità media è "media" allora la volatilità massima è "medio alta", e se la volatilità media è "medio alta" allora la volatilità massima è "alta", e se la volatilità media è "alta" allora la volatilità massima è "molto alta".

DOMANDE "CLOU"

Ed oltre a ciò, ci sono diverse altre domande topiche. Come vengono attribuiti gli aggettivi di volatilità considerando i rapporti tra le diverse linee di gestione offerte dal medesimo intermediario? Come e con quale frequenza viene monitorata la volatilità? Quali sono i correttivi previsti per ricomporre gli investimenti in funzione del profilo di rischio concordato? Come viene tenuta sotto controllo l'attività gestio-

nale? Con quali sistemi di analisi vengono valutate le attività tipiche del gestore relativamente al valore sottratto/aggiunto mediante la scelta dei mercati, la selezione dei titoli, il *market timing* e le attività di copertura del rischio o speculative? Ciò indica chiaramente che la delibera Consob sia un preciso segnale, il cui valore d'impatto è più rivolto agli intermediari che ai risparmiatori e dunque crediamo che non sia solo questo che annuncia il cambiamento culturale a cui si faceva riferimento. Ciò ne prepara il terreno e sembrerebbe rispondere "solo" ad un obiettivo immediato che Consob si sta ponendo per esercitare efficacemente la sua funzione. Ci sembra che vi sia molto di più in un altro importante "segnale debole": l'iniziativa "Investor Education" che la Consob sta perseguendo da qualche anno e che ultimamente ha generato un pregevole contributo relativamente ad una serie di documenti nella sezione "Fondi Comuni" del suo sito (www.consob.it). Le guide offerte offrono indicazioni tecniche molto precise sulle corrette modalità di comunicazione e rapporto tra intermediario e risparmiatore, che vanno molto oltre alla conformità formale dei regolamenti. Una lettura attenta e professionale ne fa emergere diversi aspetti salienti, che fanno capire il ruolo di indirizzo che la Consob sta assumendo nel puntualizzare addirittura i contenuti dei discorsi di vendita e di consulenza tra operatore e risparmiatore, rigorosamente improntati su criteri di professionalità e trasparenza. È probabilmente questo l'obiettivo ambizioso a medio termine della Consob: creare le condizioni di una evoluzione culturale del mercato finanziario che sino ad ora il sistema degli intermediari

non ha ancora saputo interpretare, con qualche eccezione, come la strategia di mercato vincente. Questo stesso obiettivo è anche alla base dei nuovi e più stringenti obblighi di informazione in arrivo per gli intermediari che collocano al pubblico strumenti finanziari "rischiosi" (vedi *PROMOTORE ITALIA*, pag. 15). Dall'analisi attenta dei documenti Consob si può oggi ricavare ciò che fra qualche tempo, probabilmente, vedremo in una lettera spedita ai sottoscrittori di gestioni patrimoniali, nella quale saranno riportati i parametri descrittivi del rischio-rendimento (da noi interpretati e calcolati nell'esemplificazione di tabella 3) relativi alla gestione descritta in tabella 1, privi di ogni ambiguità ed espressi in un linguaggio insieme rigoroso e comprensibile.

"TOTAL RETURN"

Probabilmente nella tabella 3 c'è "tutto quello che il sottoscrittore avrebbe voluto da sempre sapere e non ha mai osato chiedere". Non cosa la gestione "è" ma cosa la gestione "fa":

- l'orizzonte temporale che si pone il gestore e di conseguenza il tempo della disponibilità del sottoscrittore per sfruttare le opportunità dell'investimento;
- il tempo "minimo" di permanenza nella gestione per non subire, con ragionevoli probabilità, una perdita sul capitale iniziale, il cosiddetto "rischio di liquidabilità";
- una stima ragionevole di oscillazione massima del capitale che si potrebbe sopportare in qualsiasi momento della durata dell'investimento;
- un incremento atteso del capitale (*total return*) che consente di valutare la congruità del premio rispetto al rischio che ci si assume ragionevolmente;

BANCHE E PRODOTTI TRASPARENTI: FAZIO DETTA REGOLE PIÙ SEVERE

Dal 15 ottobre partirà fra le banche italiane l'operazione "Patti Chiari" per accentuare la trasparenza verso il cliente. Ma intanto la Banca d'Italia ha stilato a fine luglio un manuale intitolato "Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari" che dovrebbe entrare in vigore il primo ottobre, anche se l'ABI (l'associazione dei banchieri) ha già chiesto una proroga fino al gennaio 2004. Il Governatore di Bankitalia Antonio Fazio in queste disposizioni rivolte alle banche parte dal presupposto che "le informazioni (sui prodotti finanziari collocati, ndr) devono essere rese alla clientela con modalità adeguate e in modo chiaro ed esauriente". Le norme di Via Nazionale intendono rendere più stringenti i vincoli di trasparenza nell'offerta: dall'avviso al foglio informativo (che deve contenere le informazioni analitiche sulla banca, tassi, spese e oneri); dallo schema di contratto al documento di sintesi fino agli annunci pubblicitari. E sui prodotti strutturati, finiti nell'occhio del ciclone, Bankitalia esige che il foglio informativo elenchi tutti i possibili rischi e tutti i costi da sostenere.

LUGLIO: RACCOLTA ANCORA IN "NERO"

Dieci mesi di raccolta positiva per i fondi comuni e luglio ha segnato un saldo positivo per 5.282,7 milioni. Era dall'estate del '99 che non si registrava un simile risultato, se si eccettua l'euforico marzo 2000 (6.032 milioni); mentre il saldo dei primi sette mesi dell'anno si è attestato a 25.959,8 milioni. A tirare il risultato ci hanno pensato i fondi obbligazionari (2.927,4 milioni) e i flessibili (546,8 milioni). Sono tornati in positivo i prodotti di liquidità (1.577,9 milioni); mentre gli azionari sono "in nero" per il secondo mese consecutivo (343,3 milioni). Il patrimonio gestito complessivo sale a 501.301,2 milioni. Al primo posto per patrimonio il gruppo Sanpaolo IMI (106.250 milioni), "boom" di raccolta per gruppo MPS (647,5 milioni) e gruppo UniCredit (639,7 milioni).

● la volatilità storica dell'investimento, calcolata in funzione dell'orizzonte temporale, che definisce l'ampiezza normale delle oscillazioni, in più ed in meno, che ci si potrebbe attendere. La nuova frontiera culturale diventa finalmente "analisi comportamentale del risparmio", sfruttando tutte le conoscenze e le conquiste scientifiche che offrono le teorie dei mercati efficienti e del *risk management*. Quando la comunicazione assumerà tale forma e tali contenu-

ti, sarà pienamente visibile il potenziale del cambiamento culturale relativamente al rapporto tra un intermediario realmente orientato alla trasparenza e un risparmiatore realmente consapevole. Sino ad allora si spera che ciascuno (risparmiatore, operatore, intermediario, stampa, ...) faciliti o non si opponga a questo processo culturale che è davvero irreversibile.

di Gaetano Megale
Progetta