INVESTIMENTI TRASPARENTI? SE L'AGGETTIVO NON BASTA

Le nuove disposizioni Consob pongono una sfida ai gestori. E coinvolgono i risparmiatori.

Le nuove parole d'ordine del settore dell'intermediazione finanziaria sono **"trasparenza"** e **"consapevolezza"**. In seguito ad una catena di eventi preoccupanti, che hanno in qualche modo minato la fiducia tra intermediari finanziari e clienti, vi è un fiorire di iniziative, soprattutto da parte degli organi di controllo, che mirano a **ridefinire il rapporto intermediario-cliente**. Solo nell'agosto scorso, vi sono state due eventi di significativa rilevanza. Relativamente all'offerta di servizi ed alle operazioni di natura strettamente bancaria, il 19 agosto è stato pubblicato il provvedimento del governatore della Banca d'Italia **Antonio Fazio** che introduce **nuove norme sulla trasparenza dei servizi bancari, in vigore dal prossimo ottobre**; la finalità è quella di informare il cliente in maniera adeguata, chiara ed esauriente, circa i contenuti contrattuali dei servizi, con un accento particolare sulla rappresentazione dei costi.

Diversamente orientata sui temi dei servizi finanziari, ed in particolar modo sul risparmio gestito, la **Consob** ha proposto, il 4 agosto, un documento di consultazione che riguarda le **attività degli intermediari**. La bozza di riforma del Regolamento 11522/1998 *(contestata da alcune asociazioni, tra cui Assosim)* è finalizzata principalmente a perseguire "effettività della disciplina del conflitto di interessi", "comprensibilità e chiarezza delle informazioni da fornire agli investitori", "effettività dell'obbligo di acquisire comunque le informazioni sul cliente *(know your customer rule)* e di mantenerle aggiornate". Qui ancora una volta vengono affermate i valori di "trasparenza" e "consapevolezza" ma con una novità sostanziale. Le prescrizioni fornite non sono più orientate esclusivamente alla "forma": esse fissano indirizzi precisi circa la **"sostanza" del rapporto tra intermediari e clienti** che **ciascun intermediario deve tradurre in "procedure interne" per il controllo della propria attività**. Ciò è chiaramente evidenziato dalla Consob nel commento introduttivo alla bozza: "A tal fine, sono stati di volta in volta tratteggiati i presidi minimi e i 'contenuti' che le procedure interne dell'intermediario devono prendere in considerazione (secondo modalità e termini concreti lasciati all'autonomia imprenditoriale ed alla concorrenza sulla qualità del servizio)".

Il cambiamento che abbiamo percepito è davvero importante. E ci sorprende come qualche autorevole commentatore abbia "salutato" queste nuove regole: "...ma se si tratta solo di norme di buon comportamento, francamente non se ne sente la necessità". In realtà **il complesso delle indicazioni di contenuto fornite dalla Consob è estremamente concreto** e, sotto il profilo metodologico-tecnico, professionalmente qualificante. Analizzando attentamente la bozza di riforma, alcune altre delibere (non ultima la **13710** del 2002, operativa dal **1° luglio 2003**, che ha introdotto nuovi criteri per la definizione delle caratteristiche delle **gestioni patrimoniali**) ed il materiale prodotto per la sezione **"Investor Education"** del suo sito (www.consob.it), si possono trarre indicazioni tecniche molto chiare sulle corrette modalità di comunicazione e rapporto tra intermediario e cliente. A questo proposito, abbiamo voluto censire gli aspetti maggiormente rilevanti ed interpretarli in elementi concreti in funzione dei significati dei termini "trasparenza" e "consapevolezza".

MA NON TUTTO QUELLO CHE SEMBRA...

Per cominciare, è utile definire **ciò che può "sembrare" trasparenza**. Osserviamo attentamente il portafoglio riportato in *figura 1*, composto da percentuali di indici Fideuram rappresentativi di un qualunque portafoglio di fondi comuni italiani.

Supponiamo di acquisire informazioni dettagliate in merito al portafoglio: **"ciò che ha realizzato"** (rendimenti storici, da 1 mese a 10 anni, relative deviazioni standard, ecc...) e **"ciò che è"** (distribuzione delle *asset class*, di stile, di settori, geografica, i principali titoli in portafoglio...).

Quanto è utile questo tipo di conoscenza? Si può sostenere che ciò consente al portafoglio di essere realmente trasparente? Francamente crediamo di no. Questa è solo **una trasparenza "apparente"**, fatta di tante "torte" colorate e dati, che aggiunge rumore al rumore e che sposta semplicemente il problema da una struttura ad altre strutture, forse più complicate.

La "trasparenza" è invece una qualità che consente al cliente di interpretare concretamente gli aspetti funzionali dell'investimento. Ed è per questo che i criteri di lettura ed interpretazione dei prodotti o portafogli devono appartenere al "linguaggio naturale" dei clienti.

Figura 1

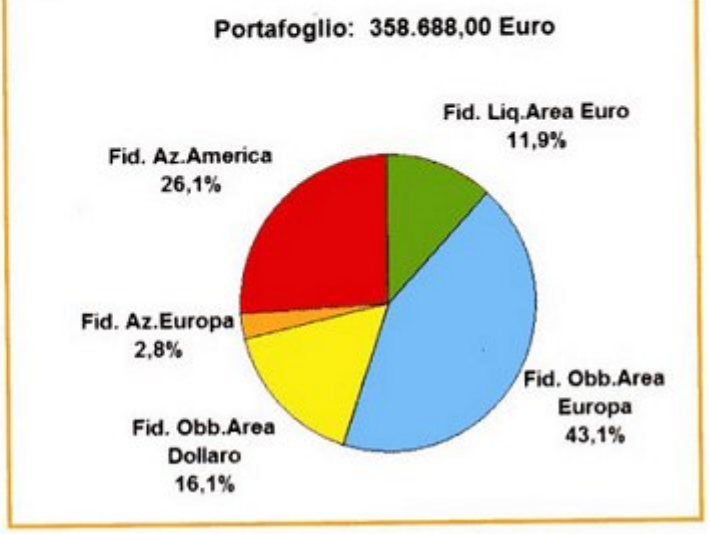

Tabella 1

CARATTERISTICHE DEL PORTAFOGLIO

- Tempo minimo di investimento: 22 mesi
- Massima perdita stimata durante il tempo minimo di investimento: 5,4%
- Rendimento atteso [1] al tempo minimo di investimento: da 5,0% a 27,2%, tendenzialmente 15,6%
- Volatilità: 9,6%

[1] Valori stimati sulla base di un modello statistico oggettivo, i cui assunti teorici sono definiti dalla Random Walk Theory. Il modello utilizza il metodo Montecarlo per individuare scenari statistici di evoluzione dell'investimento ed associarli a livelli di probabilità oggettiva: range da 84% a 16%, tendenzialmente 50%, di acquisire il rendimento indicato o superiore.

A tal proposito, le indicazioni della Consob sono chiare: "Conoscere le proprie esigenze vuol dire **individuare il proprio profilo di investimento**, e quindi l'**orizzonte temporale** (cioè il periodo di tempo per il quale si rinuncia alle proprie disponibilità finanziarie allo scopo di investirle), la **propensione al rischio** (cioè la disponibilità del singolo a sopportare eventuali perdite) e le **aspettative di rendimento** (quanto realisticamente si vuole ottenere dall'investimento) che caratterizzano il modo di investire di ciascuno". *(pag.2, "I fondi: conoscerli di più per investire meglio", Investor Education)*

COSA SI POTRÀ FARE?

Ciò viene ancora ribadito a pagina 15 del documento "Investire in Fondi" *(sezione Investor Education)*: "La attenta definizione degli obiettivi consente di stabilire quando si avrà bisogno del denaro investito ed il livello dei rendimenti attesi, ovviamente in relazione al rischio che si è disposti ad assumere. Dagli obiettivi personali dipendono, cioè, l'orizzonte temporale, la propensione al rischio e le aspettative di rendimento. Questi elementi definiscono il profilo finanziario dell'investitore (anche detto **profilo di rischio-rendimento**)". **Dunque, la trasparenza di un investimento non può che essere espressa in relazione alle funzioni di utilizzo ed ai criteri del cliente. Non cosa l'investimento "ha realizzato"** (non vi è garanzia di ottenimento di uguali rendimenti per il futuro) **o cosa "è" ma cosa l'investimento "potrà fare", considerando esclusivamente le sue caratteristiche "in sé".**

La nostra "traduzione tecnica" comporta quindi una lettura coerente, attribuendo al portafoglio le caratteristiche funzionali della strategia di investimento sottostante, così come riportato in *tabella 1*.

La "trasparenza" potrebbe assumere così un significato finalmente consistente.

Il **tempo minimo di investimento** indica la permanenza necessaria per non subire, con ragionevoli probabilità, una perdita sul capitale iniziale (il cosiddetto **rischio di liquidabilità**); la **massima perdita** fornisce una stima ragionevole di oscillazione negativa del capitale che si potrebbe sopportare in qualsiasi momento del tempo minimo dell'investimento; il **rendimento atteso** (*total return*) consente di valutare probabilisticamente la congruità del premio rispetto al rischio che ci si assume ragionevolmente; la **volatilità storica dell'investimento**, calcolata in funzione dell'orizzonte temporale, definisce l'ampiezza normale delle oscillazioni, in più ed in meno, che ci si potrebbe attendere.

Naturalmente ciò comporta che gli intermediari ed i loro operatori abbiano **cultura professionale e tecnologia adeguate** per poter analizzare ed interpretare i servizi di investimento, così come dispone la Consob nel comma e) dell'art. 26 della bozza di riforma del Regolamento Intermediari: "Gli intermediari autorizzati, nell'interesse degli investitori e dell'integrità del mercato mobiliare: ... e) acquisiscono una conoscenza degli strumenti finanziari, dei servizi nonché dei prodotti diversi dai servizi di investimento, propri o di terzi, da essi stessi offerti, adeguata al tipo di prestazione da fornire".

Ma c'è di più. La cancellazione della frase della versione precedente ("da essi stessi offerti") significherebbe che la Consob stia richiedendo agli intermediari competenze più vaste e qualificate, che possano consentire di interpretare ed analizzare i servizi di investimento ben oltre la propria offerta. E la trasparenza, così decifrata, potrebbe essere il prerequisito necessario per generare consapevolezza dell'investimento.

AL CENTRO RIMANE IL PROFILO

"Consapevolezza" è innanzi tutto la **capacità del cliente di rendersi conto del grado di adeguatezza dell'investimento alle proprie esigenze**. Naturalmente questa qualità deve transitare innanzi tutto attraverso la consapevolezza stessa dell'operatore e ciò fa comprendere come **la "consapevolezza" sia una condizione che nasce dall'interazione tra operatore e cliente**.

A questo proposito le indicazioni della Consob sono molteplici. "In particolare, tra 'venditore' ed 'acquirente' deve instaurarsi uno **scambio informativo**: il venditore ha l'obbligo di richiedere informazioni in merito al profilo finanziario del cliente nonché di fornire, a sua volta, i dettagli dell'investimento. Allo stesso tempo, il cliente dovrebbe comunicare al collocatore le esigenze personali prima del materiale acquisto. Per stabilire quanta parte del proprio denaro è possibile destinare ad un determinato fondo è necessario valutare la situazione complessiva delle proprie disponibilità in relazione al profilo finanziario personale. È necessario, cioè, tenere ben presente che l'intero portafoglio finanziario – e non il singolo fondo – deve risultare 'in linea' con il profilo dell'investitore". *(pag.19, "Investire in Fondi")*

Ed in maniera più prescrittiva: "1. Prima della stipulazione dei contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento e dei servizi accessori a questi collegati, gli intermediari autorizzati devono: a) chiedere all'investitore notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, la sua propensione al rischio, nonché le eventuali restrizioni operative." ... "5. Gli intermediari comunicano all'investitore il profilo al medesimo attribuito sulla base delle informazioni a disposizione" *(Bozza di riforma del Regolamento nr. 11522/1998, art. 28 bis, informazioni dagli investitori)*.

Il termine ricorrente è dunque il **"profilo" dell'investitore** che dovrebbe rappresentare le sue necessità. Ora ritorniamo ad osser-

Tabella 2

CONTO ECONOMICO	
REDDITI	*CONSUMI*
€ 81.842	€ 54.462
RISPARMIO	€ 27.379
STATO PATRIMONIALE FINANZIARIO	
ATTIVITA'	*PASSIVITA'*
€ 358.688	€ 16.544
RICCHEZZA NETTA	€ 342.144

vare il portafoglio della *figura 1*. A quali esigenze dell'Investitore assolve? Quale è il grado di adeguatezza al suo profilo? Anche in questo caso si potrebbe parlare di possibile "consapevolezza apparente". O meglio, di **diversi gradi di consapevolezza** che possono essere determinati dalla qualità del servizio professionale dell'operatore.

Ad esempio, il portafoglio può essere stato individuato mediante una associazione predefinita ad un punteggio totale di un questionario che, genericamente, ha assunto informazioni circa l'età, l'orizzonte temporale dell'utilizzo delle risorse, il rapporto qualitativo tra performance e rischio nel lungo termine, l'atteggiamento verso la perdita nel breve termine. Tali questionari possono effettivamente essere degli strumenti funzionali a identificare orientativamente i "bisogni" del cliente, in maniera facile e veloce, tuttavia a scapito dell'aderenza alle esigenze del cliente.

Infatti, **l'acquisizione di consapevolezza implica una precisa definizione dell'esigenza del cliente.** Se quest'ultima viene definita in maniera vaga ed imprecisa, il grado di adeguatezza dell'investimento non può che essere valutato in maniera vaga ed imprecisa. Ed allora, come dovrebbero essere definite le esigenze di un cliente? La Consob, a tal proposito, mostra una direzione. Trattando del tema del tempo dell'investimento: "Esso è determinato da specifiche situazioni soggettive. Si possono, ad esempio, avere esigenze di breve periodo, quali il pagamento delle tasse, o di lungo periodo, come l'acquisto di una casa tra qualche anno. In quest'ultimo caso occorre stabilire quando si intende effettuare l'acquisto, stimando anche il tempo necessario per accumulare la somma sufficiente". *(pag. 15-16, "Investire in Fondi")* Ne consegue che le esigenze non sono altro che la traduzione economico-finanziaria dello **"stile di vita" del cliente**, ossia le sue spese attuali, che sostengono il tenore di vita, e le spese future. Solo così è possibile cogliere l'unicità di ciascuno e definire, in maniera personalizzata e consapevole, la funzione dell'investimento nel servire le proprie necessità.

Tabella 3

PROFILO DEL CLIENTE						PROFILO DELL'INVESTIMENTO				
PIANIFICAZIONE: **60 MESI**	DIVERSIFICAZIONE OTTIMALE RISORSE	TEMPO MINIMO (mesi)	MASSIMA PERDITA STIMATA	RENDIMENTO ATTESO	VOLATILITA'	MTS BOT EURO	JPM EUROPA	JPM USA	MSCI EUROPA	MSCI USA
LIQUIDITA'	€ 38.294	9	1%	16,9%	4,1%	8,18%	1,27%	0,64%	0,31%	0,28%
RISERVA	€ 51.058	13	3%	40,5%	10,7%	3,77%	6,34%	2,11%	0,96%	1,05%
ACCANTONAMENTO	€ 102.117	16	5%	61,0%	16,5%	0,00%	16,42%	5,21%	1,55%	5,30%
ACCUMULAZIONE	€ 167.219	26	10%	82,9%	26,3%	0,00%	19,09%	8,09%	0,00%	19,44%
TOTALE	**€ 358.688**	**19**	**6,0%**	**62,5%**	**18,4%**	**11,95%**	**43,11%**	**16,05%**	**2,82%**	**26,07%**

DIVERSIFICAZIONE OTTIMALE

Abbiamo provato a tradurre il concetto in una esemplificazione. Partendo dalla situazione economico-finanziaria di un cliente, sintetizzata nel conto economico e nello stato patrimoniale della *tabella 2*, abbiamo ricavato, applicando alcune regole di pianificazione finanziaria *(i lettori interessati ad approfondire l'argomento possono trovare i riferimenti in "Kit di sopravvivenza del risparmiatore", Gaetano Megale, Flavio Miglioli, Sergio Sorgi, Il Sole 24 Ore, 2002, ndr)*, la **diversificazione ottimale delle risorse finanziarie**, in *tabella 3*, funzione delle diverse esigenze di spesa (liquidità, riserva, ecc...), all'interno di un orizzonte temporale di pianificazione di 60 mesi.

Per ciascuna fascia di esigenza di spesa sono stati identificati i parametri di rischio-rendimento (tempo minimo, massima perdita stimata, rendimento atteso e volatilità) coerenti con le singole finalità. L'insieme di tali dati descrive precisamente il "profilo del cliente", senza alcun grado di ambiguità o genericità.

Questo profilo determina la costruzione di un "benchmark" utilizzando procedimenti di ottimizzazione basati sul principio della ***Modern Portfolio Theory***, più volte citati dalla Consob, come ad esempio: "Risulta a tal scopo fondamentale la diversificazione tra più attività finanziarie che, se adeguata, consente di ridurre la rischiosità del portafoglio senza, per questo, incidere negativamente sul relativo rendimento. È indispensabile, però, scegliere attività finanziarie i cui rendimenti non si muovano nella stessa direzione e con pari intensità". *(pag.20, "Investire in Fondi")*.

Ecco dunque la saldatura tra il profilo del cliente ed il profilo dell'investimento (a questo *benchmark* corrisponderà poi il portafoglio della *figura 1*) che sintetizza esattamente le sue esigenze, creando le condizioni di una reale consapevolezza. Infine, tale consapevolezza è anche una qualità che dovrà essere mantenuta nel tempo, così come emerge da una propria indicazione della Consob: "La coerenza dei fondi prescelti rispetto al proprio profilo finanziario deve essere perseguita 'nel continuo'. Se la situazione personale si modifica, e con essa il proprio profilo, è necessario adeguare il portafoglio alle nuove esigenze. Allo stesso modo potrebbero essere i fondi a subire modifiche tali da renderli non più adeguati per il risparmiatore". *(pag.20, "Investire in Fondi")*.

Con queste esemplificazioni abbiamo voluto offrire un contributo per l'interpretazione delle qualità di trasparenza e consapevolezza.

E' molto probabile che su tali termini si giocherà la prossima evoluzione culturale del sistema finanziario. E gli intermediari? Sapranno interpretare queste indicazioni come "imposizioni burocratiche" o come "fattori competitivi" di una strategia commerciale vincente? Lo scopriremo ben presto.

di Gaetano Megale
Progetica