

## Comunicazione n. DIN/5076376 del 17-11-2005

Inviata alla società ....

### **Oggetto: Quesito in merito alla possibilità di indicare una misura di rischio in luogo del parametro oggettivo di riferimento nel contratto di gestione individuale**

Si fa riferimento alla nota del ..., con la quale codesta Società ha chiesto di conoscere se sia possibile indicare nel contratto di una gestione patrimoniale individuale, in luogo del parametro oggettivo di riferimento (c.d. *benchmark*) di cui all'art. 42 del Regolamento CONSOB n. 11522/1998, un indicatore del livello di rischio massimo che l'investitore è disposto a sopportare.

In particolare, nell'illustrare le peculiarità della gestione in parola sono indicati *"due elementi salienti quali:*

- *la definizione di una asset allocation dinamica sulle singole asset class, definita su base tattica attraverso strumenti quantitativi;*
- *un approccio evoluto al controllo del rischio su orizzonti di breve durata (non superiori all'anno)".*

Tali elementi non consentirebbero di individuare un *benchmark* rappresentativo del profilo di rischio-rendimento della gestione, in quanto la composizione del portafoglio varierebbe con frequenza elevata in funzione della *"volatilità dei mercati, delle aspettative di rendimento e dell'indicazione del livello di rischio massimo"* sopportabile.

In luogo del *benchmark* si intenderebbe riportare *"il livello di Value at Risk ad un anno sostenibile, che costituirebbe il riferimento fondamentale per la gestione"*.

L'argomentazione spesa a favore del riconoscimento della possibilità di non indicare un *benchmark* nella documentazione contrattuale relativa alla suddetta gestione si basa sulla versione, posta in consultazione nell'agosto 2003, dell'art. 42, comma 3, del regolamento CONSOB n. 11522/1998, laddove si proponeva che *"ove non sia possibile indicare un parametro oggettivo di riferimento, il contratto di gestione deve riportare un indicatore del livello di rischio del patrimonio gestito"*. Il principio, evocato dalla richiamata bozza di modifiche al regolamento n. 11522/1998, trova formale espressione nella disciplina delle gestioni collettive. Nel prospetto informativo di sollecitazione di quote di fondi comuni di investimento mobiliare di diritto italiano di tipo aperto è, infatti, possibile, *"qualora il benchmark non costituisca un parametro significativo per lo stile gestionale adottato, esplicitare in suo luogo una misura di rischio del fondo per uno specifico intervallo temporale"*<sup>1</sup>.

Al riguardo, occorre preliminarmente richiamare che la correttezza e trasparenza comportamentale richiesta agli intermediari nella prestazione del servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento si sostanzia, tra l'altro, nel fornire agli investitori informazioni sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni del servizio reso, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento (art. 21, comma 1, lett. a) e lett. b) del d.lgs. n. 58/1998; art. 28, comma 2, del regolamento CONSOB n. 11522/1998).

---

<sup>1</sup> Allegato 1B, Parte terza, Schema 8, Parte I del prospetto informativo, Paragrafo 10, del regolamento CONSOB n. 11971/1999.

A tal fine, il contratto inerente al servizio di gestione individuale deve indicare, tra gli elementi essenziali, le caratteristiche della gestione (art. 24, comma 1, lett. a), del d.lgs. n. 58/1998; art. 37 del regolamento CONSOB n. 11522/1998), tra cui figura "il parametro oggettivo di riferimento al quale confrontare il rendimento della gestione" (art. 38, lett. d), del regolamento CONSOB n. 11522/1998). Tale parametro deve essere "coerente con i rischi a essa connessi" (art. 42, comma 1, del regolamento CONSOB n. 11522/1998) agevolando, per tal via, *ex ante*, la scelta di investimento e, *ex post*, la valutazione dei risultati prodotti dall'attività gestoria.

Il *benchmark* è costituito da un predefinito portafoglio di attività finanziarie, "costruito facendo riferimento a indicatori finanziari elaborati da soggetti terzi e di comune utilizzo" (art. 42, comma 2, del regolamento CONSOB n. 11522/1998), rappresentativo dei rischi di mercato cui tipicamente è esposto il patrimonio gestito; esso deve, pertanto, essere coerente con la politica e gli obiettivi della gestione di portafoglio, nonché accettato dal gestore come strategia neutrale di investimento.

Il *benchmark* contribuisce anche a determinare il c.d. stile gestionale: nel caso di stile "passivo" ci si limiterà a replicare la composizione del parametro prescelto, mentre nel caso di stile "attivo" la composizione del portafoglio differirà, in modo più o meno marcato, da quella del parametro in relazione ai criteri di selezione degli strumenti finanziari adottati.

Deve, tuttavia, rilevarsi che il *benchmark* è specificamente indicativo del rischio-rendimento atteso del portafoglio gestito ove la composizione patrimoniale dello stesso consegua da strategie di investimento basate su una predefinita politica di *asset allocation* (investimento in determinate classi di strumenti finanziari, mercati e/o settori industriali). Il rischio cui è esposta la gestione sarà, infatti, primariamente valutato in relazione al *benchmark* stesso.

Laddove, invece, la composizione patrimoniale del portafoglio individuale gestito sia, in linea con quanto predefinito in sede contrattuale, soggetta a frequenti aggiustamenti in termini di strumenti finanziari, anche derivati, mercati, settori industriali, la strategia gestionale sarà improntata all'unico obiettivo di massimizzazione del rendimento per un dato livello di rischio; ciò che tipicamente è riscontrabile nelle gestioni cal. flessibili o basate su *asset allocation* di tipo "tattico".

In quest'ultima circostanza, posto che il grado di rischio di un portafoglio di strumenti finanziari può essere adeguatamente rappresentato da una misura determinata in funzione della volatilità dei rendimenti del portafoglio stesso (ad esempio, una misura del *Value at Risk* – c.d. VaR - o di sue varianti, da intendersi come massima perdita potenziale del portafoglio stimata in un determinato arco temporale con un livello di probabilità predefinito), il contratto con l'investitore potrà riportare, in luogo di un *benchmark*, un indicatore del livello di rischio del patrimonio gestito, ed in particolare, nella fattispecie rappresentata nel quesito che si riscontra "il livello di *Value at Risk*".

Il sostanziale rispetto dei richiamati principi di correttezza e trasparenza alla cui ottemperanza gli intermediari gestori sono tenuti (art. 21, comma 1, lett. a) e lett. b) del d.lgs. n. 58/1998; art. 28, comma 2, del regolamento CONSOB n. 11522/1998) richiederà una chiara illustrazione nel contratto con l'investitore, innanzitutto, delle circostanze che conducono a non poter indicare un *benchmark* rappresentativo, e, in secondo luogo, del parametro di rischio di conseguenza individuato. Occorrerà, altresì, l'implementazione di un sistema di controllo dei rischi di portafoglio coerente con il parametro di misurazione del rischio adottato e contrattualizzato.

Così, nel caso prospettato da codesta Società sarà necessario illustrare nella documentazione contrattuale la metodologia di stima del VaR e le relative implicazioni in termini di stile gestionale (livello di probabilità, arco temporale di riferimento, ipotesi sottostanti alla volatilità attesa del portafoglio, la circostanza che la metodologia non consenta di anticipare il verificarsi di scenari estremi sui mercati finanziari, ecc). Ciò pur non configurando tale illustrazione l'assunzione di un obbligo di risultato in capo all'intermediario gestore.

Per le motivazioni esposte, deve riconoscersi la possibilità di non riportare un *benchmark* nel contratto relativo ad una gestione individuale che si connota così come delineato nel quesito.

Va da sé che, qualora alle condizioni sopra rilevate il contratto con il cliente non individui un *benchmark* ma un indicatore del livello di rischio del patrimonio gestito, in sede di rendicontazione periodica, il prospetto riassuntivo della gestione (Allegato n. 5, schema "E", del regolamento CONSOB n. 11522/1998) dovrà riportare, in luogo della variazione del *benchmark*, una misura di rischio *ex post* coerente con il parametro di rischio indicato nel contratto. Pertanto, dall'indicazione del VaR nel contratto conseguirà l'esposizione, nel rendiconto del servizio di gestione di portafogli, della massima perdita subita dal portafoglio nell'arco temporale di riferimento.

IL PRESIDENTE  
*Lamberto Cardia*