

Il suitability ratio

Webinar su:
«Le logiche di adeguatezza alla prova del
Coronavirus: il Suitability Ratio»

Emanuele Carluccio – Università di Verona
Paolo Cucurachi – Università del Salento
Ugo Pomante – Università di Roma Tor Vergata

14 settembre 2020

Abstract

La recente crisi dei mercati indotta dalla diffusione della pandemia ha sottoposto i sistemi di adeguatezza delle banche ad uno stress test che ha determinato il superamento “in massa” delle soglie di adeguatezza associate ai diversi profili di rischio della clientela. Prendendo le mosse dai limiti dei modelli di rischio utilizzati con finalità di verifica dell’adeguatezza oggi prevalenti in Italia, si propone un modello di verifica dell’adeguatezza basato su una nuova metodologia, che abbiamo denominato “Suitability Ratio”, che ha il pregio di risolvere in modo strutturale il problema (e le conseguenze negative che ne derivano) legato all’eccessiva sensibilità delle metriche di rischio, valorizzando al tempo stesso il ruolo dell’asset allocation strategica. Un’importante indicazione di policy che emerge dal nostro lavoro è che il miglioramento della verifica di adeguatezza prescinde dalla metrica di rischio utilizzata e riposa sulla robustezza del processo di costruzione dei portafogli modello. Il nostro auspicio è che questo lavoro possa contribuire ad aprire un dibattito sul tema, ai fini di un possibile ripensamento dei metodi di verifica dell’adeguatezza, abbandonando l’uso (dogmatico) di modelli operativi propri dell’intraday trader, assolutamente non coerenti con le esigenze del long term investor.

Premessa

Gli autori, tutti professori ordinari di Economia degli intermediari finanziari nelle rispettive Università di appartenenza, vantano anche una intensa attività professionale nel campo dell'asset management, in qualità di partner di Benchmark and Style e di Quantalys, che li ha portati, a partire dal 2001, a collaborare con primarie società italiane nella progettazione e nello sviluppo di piattaforme di consulenza e/o nell'alimentazione delle stesse con i portafogli modello (AAS e AAT), con il questionario di profilatura, con il ranking del catalogo di offerta, con l'implementazione di modelli multimanager.

Sebbene lo sviluppo di sistemi di adeguatezza non sia mai stato il core business della loro attività professionale, sono stati più volte chiamati a definire le soglie di adeguatezza sulla base delle metriche scelte dalle banche in coerenza con i portafogli modello e con le logiche di asset allocation tattica e di selezione dei gestori attivi implementate dalle controparti.

L'interesse scientifico verso i temi del risk management, unito alla consolidata esperienza nel campo dell'asset management, ha favorito lo sviluppo di una particolare sensibilità per le metriche di rischio utilizzate che è alla base del paper da cui origina questo seminario.

Agenda

- ❖ I pillars della normativa in tema di adeguatezza
- ❖ Il risk factor più significativo: il rischio di mercato
- ❖ I modelli di adeguatezza più diffusi in Italia: origini e caratteristiche
- ❖ Le debolezze ed i limiti “strutturali” di tali modelli
- ❖ Esistono modelli alternativi in grado di mitigare/eliminare queste problematiche? Il Suitability Ratio
- ❖ I vantaggi per il regulator in termini di controllo e “benchmarking” dell’operato degli intermediari finanziari
- ❖ Il progetto di un’analisi comparata a livello europeo in collaborazione con Accenture.

Agenda

- ❖ *I pillars della normativa in tema di adeguatezza*
- ❖ Il risk factor più significativo: il rischio di mercato
- ❖ I modelli di adeguatezza più diffusi in Italia: origine e caratteristiche
- ❖ Le debolezze ed i limiti “strutturali” di tali modelli
- ❖ Esistono modelli alternativi in grado di mitigare/eliminare queste problematiche? Il Suitability Ratio
- ❖ I vantaggi per il regulator in termini di controllo e “benchmarking” dell’operato degli intermediari finanziari
- ❖ Il progetto di un’analisi comparata a livello europeo in collaborazione con Accenture

I pillars della normativa in tema di adeguatezza

La ***Know your customer rule*** e la ***Suitability rule*** rappresentano l'ossatura della Modern Portfolio Theory che, al di là delle formulazioni matematiche utilizzate, ha integrato il tema dell'avversione al rischio con quello del trade off rendimento-rischio (oggi espressamente ripreso dalla linee guida Esma).

La normativa italiana ha previsto sin dal regolamento Consob 11522 (poi convertito nel 16190 ed oggi nel 20307) che gli intermediari finanziari abilitati all'offerta dei servizi di investimento dovessero ***“chiedere all'investitore notizie circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento, nonché circa la sua propensione al rischio”*** per poi verificare l'adeguatezza delle operazioni ***“per tipologia, oggetto, frequenza o dimensione”***.

Il nuovo regolamento Consob 20307, conseguente al recepimento della disciplina MiFID 2, ha ribadito che gli intermediari ***“nella prestazione dei servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafogli ottengono dal cliente o potenziale cliente le informazioni necessarie in merito: a) alla conoscenza ed esperienza in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di strumento o di servizio; b) alla situazione finanziaria, inclusa la capacità di sostenere perdite; c) agli obiettivi di investimento, inclusa la tolleranza al rischio”*** al fine di valutarne l'adeguatezza ***“in funzione della sua tolleranza al rischio e della sua capacità di sostenere perdite”***.

Le Linee Guida Esma del 2012 e del 2018 hanno fornito un contributo rilevante per uniformare a livello europeo l'applicazione della Know your customer rule, ma hanno invece lasciato ampia discrezionalità in tema di Suitability rule (Orientamento generale 8) ***in particolare sulle metriche da utilizzare***.

I pillars della normativa in tema di adeguatezza

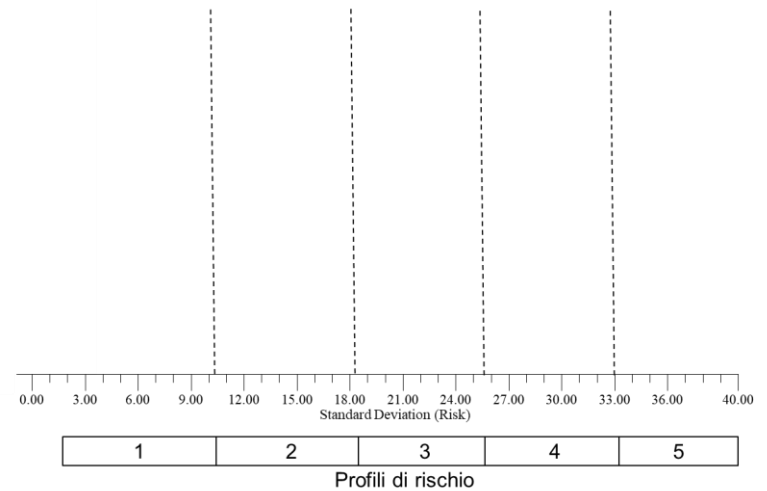
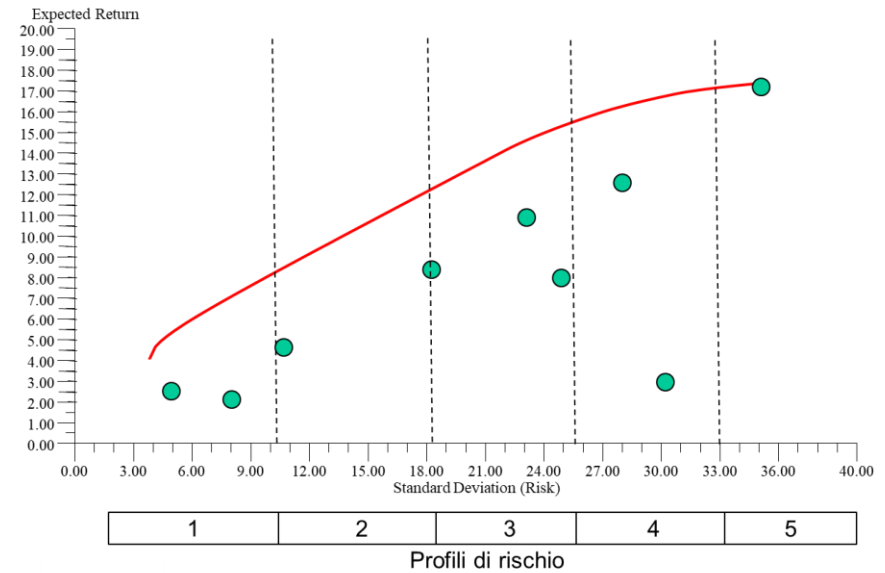
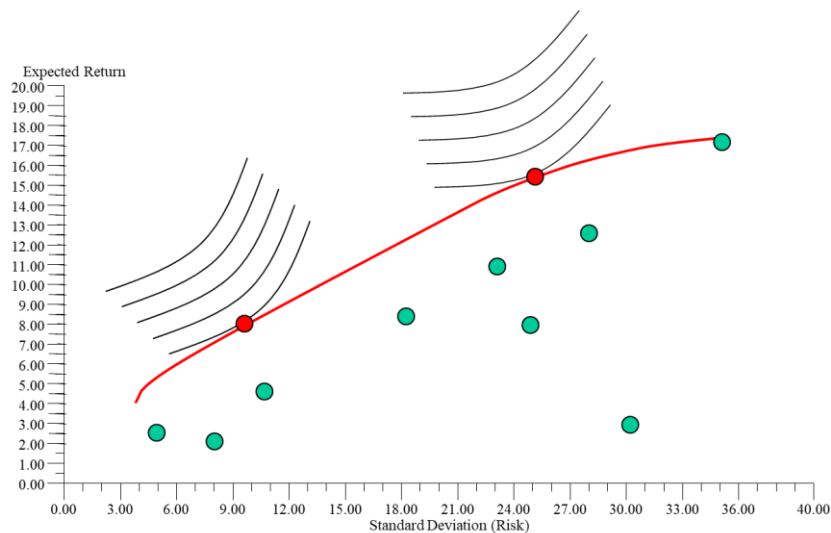
Sebbene la Modern Portfolio Theory abbia certamente ispirato la normativa, nell'applicazione concreta sono venuti meno alcuni capisaldi di quella teoria che, con le dovute rivisitazioni, potrebbero favorire un processo di investimento più disciplinato. Si pensi ad esempio:

- all'univocità del portafoglio associato ad un determinato profilo di rischio/obiettivo di investimento (goal based investing);
- all'identificazione di una precisa metrica di rischio;
- alla massimizzazione della funzione di utilità degli investitori su un dato holding period (trade off rendimento-rischio e analisi costi-benefici).

Mentre la MPT si propone di identificare, data una certa avversione al rischio, in modo univoco il **portafoglio ottimo** e, in quanto tale, certamente adeguato all'investitore, lo score di rischio ottenuto con il questionario si limita a fornire un'indicazione su quale debba essere il **rischio massimo tollerabile dal cliente**, senza fornire alcuna indicazione in termini di composizione del portafoglio ottimale.

Ciò induce, nella prassi operativa di molti intermediari, a raccomandazioni e a scelte di portafoglio subottimali, che portano a considerare adeguato – ma solo da un punto di vista normativo – un portafoglio caratterizzato da un livello di rischio inferiore a quello massimo tollerabile, ancorché sia inefficiente e, quindi, del tutto inadeguato da un punto di vista finanziario.

I pillars della normativa in tema di adeguatezza



Agenda

- ❖ I pillars della normativa in tema di adeguatezza
- ❖ **Il risk factor più significativo: il rischio di mercato**
- ❖ I modelli di adeguatezza più diffusi in Italia: origini e caratteristiche
- ❖ Le debolezze ed i limiti “strutturali” di tali modelli
- ❖ Esistono modelli alternativi in grado di mitigare/eliminare queste problematiche? Il Suitability Ratio
- ❖ I vantaggi per il regulator in termini di controllo e “benchmarking” dell’operato degli intermediari finanziari
- ❖ Il progetto di un’analisi comparata a livello europeo in collaborazione con Accenture.

Il *risk factor* più significativo: il rischio di mercato

L'Orientamento Generale 8 delle Linee Guida Esma conferma la natura multivariata delle verifiche di adeguatezza (rischio, diversificazione, concentrazione, esperienza, costi, orizzonte temporale, etc).

Oggetto del nostro approfondimento è l'indicatore relativo al ***rischio di mercato*** che ha determinato, a causa della crisi pandemica, l'inadeguatezza dei portafogli di numerosi investitori, nonché il fattore di rischio che nel caso dei prodotti del risparmio gestito permette di quantificare la pressoché totalità de rischio. Esulano, invece, dal perimetro del presente webinar, altri temi – certamente complementari a quello analizzato – che concorrono allo sviluppo di un modello efficace e compliant di consulenza agli investimenti:

- le verifiche di adeguatezza connesse ad altre tipologie di rischio (liquidità e concentrazione), l'esperienza e la conoscenza dei prodotti, l'orizzonte temporale dell'investitore e l'aderenza del portafoglio all'asset allocation;
- le logiche di costruzione dei portafogli modello e di selezione dei prodotti;
- l'articolazione dei questionari e la loro capacità di profilare efficacemente gli investitori e la misurazione della loro tolleranza al rischio.

Agenda

- ❖ I pillars della normativa in tema di adeguatezza
- ❖ Il risk factor più significativo: il rischio di mercato
- ❖ **I modelli di adeguatezza più diffusi in Italia: origini e caratteristiche**
- ❖ Le debolezze ed i limiti “strutturali” di tali modelli
- ❖ Esistono modelli alternativi in grado di mitigare/eliminare queste problematiche? Il Suitability Ratio
- ❖ I vantaggi per il regulator in termini di controllo e “benchmarking” dell’operato degli intermediari finanziari
- ❖ Il progetto di un’analisi comparata a livello europeo in collaborazione con Accenture.

I modelli di adeguatezza più diffusi in Italia: origini e caratteristiche

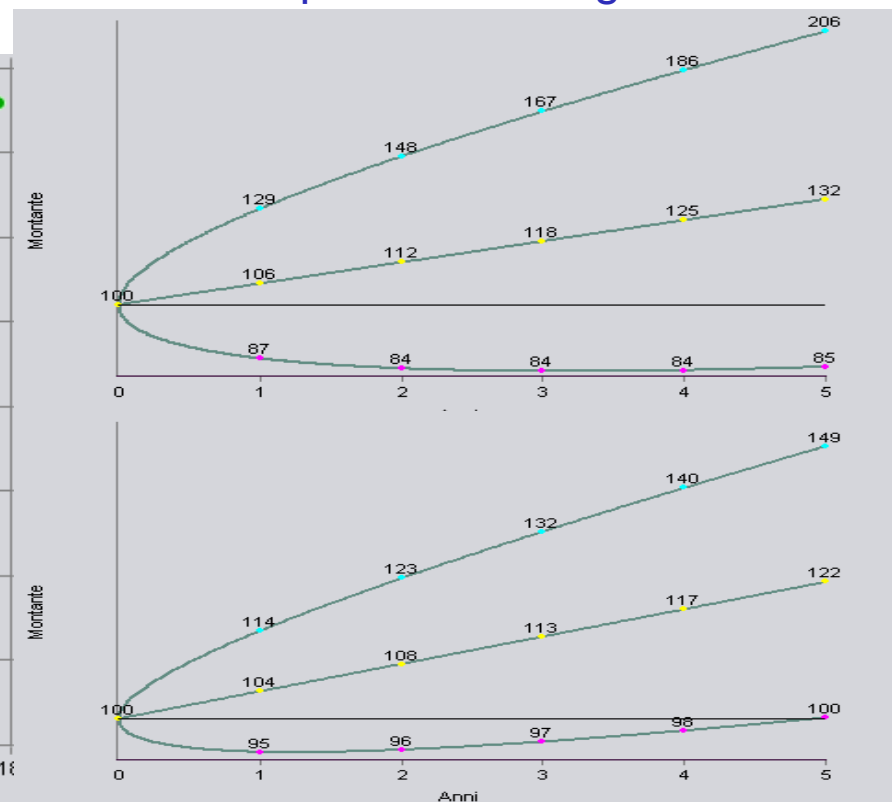
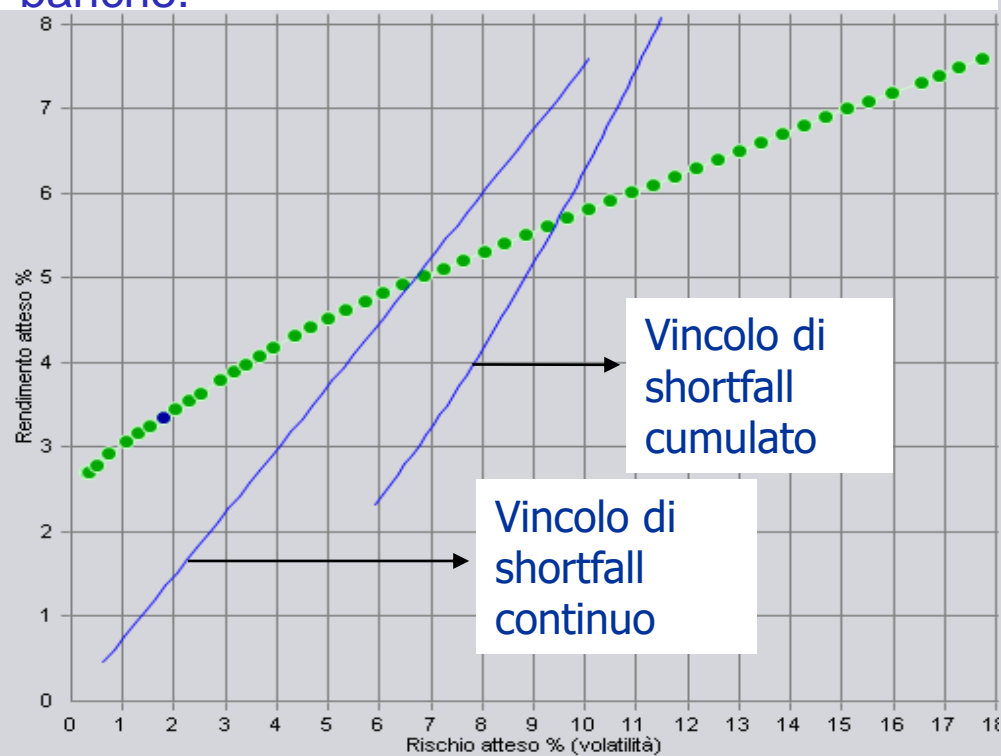
Il mainstream delle misure di rischio di mercato è certamente rappresentato dalle **misure di perdita potenziale**, quali il Value at Risk (VaR) e l'Expected Shortfall o Conditional Value at Risk (CVaR), che devono buona parte del loro successo al fatto di essere state validate, per la quantificazione dei rischi di mercato, ai fini dell'assorbimento patrimoniale imposto dalle regole di Basilea.

Queste misure sono state introdotte solo successivamente rispetto alle altre “classiche” misure di rischio (quali la deviazione standard, il beta, la duration modificata) in risposta ad un'esigenza specifica delle banche legata alla quantificazione del rischio di mercato del loro trading book. Le tecniche VaR, già utilizzate da alcune banche americane negli anni '80, si sono diffuse a livello internazionale a partire dalla metà degli anni '90 soprattutto grazie alla pubblicazione da parte di J.P. Morgan del modello RiskMetricTM (1994). A pochi anni di distanza dalla citata pubblicazione, tutte le principali banche mondiali disponevano di un modello VaR in grado di stimare le perdite che il loro portafoglio di trading avrebbe potuto subire in presenza di shock di mercato.

Tra i fattori che hanno contribuito alla diffusione di tali misure va senza dubbio citata la peculiarità di esprimere il rischio come perdita; **sono di facile interpretazione e consentono un'immediata comparazione del rischio con la dimensione del patrimonio investito e/o con i livelli di perdita massima tollerabile.**

I modelli di adeguatezza più diffusi in Italia: origini e caratteristiche

Il settore del *wealth management* ha accolto le misure di perdita potenziale con strumenti di financial planning quali la *shortfall probability* o la *wealth probabilistic evolution* (il cono di *Ibbotson*) che, pur affondando le loro radici nella stessa modellistica VaR, tengono in adeguata considerazione il diverso *holding period* e la differente reattività agli *shock* di mercato degli investitori rispetto al trading book delle banche.



I modelli di adeguatezza più diffusi in Italia: origini e caratteristiche

Il ricorso alla modellistica VaR per la verifica di adeguatezza, in assenza di qualunque adattamento allo specifico contesto del wealth management, lascia alquanto perplessi in quanto non si può prescindere:

- da un orizzonte temporale annuale o ancor meglio pluriennale;
- da un livello di confidenza inferiore rispetto a quello canonico (del 99%), al fine di evitare reazioni di panico degli investitori e una aprioristica rinuncia al rischio;
- dal ricorso a serie storiche con una profondità pluriennale (almeno pari a 10 anni), al fine di evitare che stime di perdita potenziale possano essere eccessivamente condizionate da fasi congiunturali (e non strutturali) di mercato;
- da una tecnica di stima parametrica, in luogo della historical simulation;
- dalla rimozione dell'ipotesi (non più applicabile in presenza di orizzonti temporali lunghi) di un rendimento atteso medio nullo.

Se l'obiettivo "ultimo" dell'applicazione delle tecniche di stima della perdita potenziale al risparmio gestito è quello di comunicare agli investitori quale sia la perdita potenziale nella quale si può incorrere in condizioni estreme di mercato sull'orizzonte temporale dell'investimento dichiarato, non riteniamo che una misura di perdita su un orizzonte temporale giornaliero sia coerente ed utile anche perché rischia di fornire indicazioni controintuitive in termini di effettiva rischiosità del portafoglio.

I modelli di adeguatezza più diffusi in Italia: origini e caratteristiche

Il carattere bloccante della verifica di adeguatezza introdotto dal Regolamento Consob 16190 del 2007 ha determinato una maggiore attenzione verso tale tema ed ha portato alla diffusione nel sistema finanziario italiano delle misure di perdita potenziale (VaR e CVaR) come una sorta di standard per la misurazione del rischio.

Il ricorso a tale modellistica, sulla base della nostra esperienza, costituisce una caratteristica distintiva del mercato italiano, in quanto all'estero non si riscontra l'uso di simili metriche (o di simili parametri) e numerosi operatori internazionali, presenti comunque in Italia, usano tale modellistica solo per la branch italiana.

Sul punto abbiamo avviato una ricerca, in collaborazione con Accenture, finalizzata ad accertare quali siano le best practices a livello europeo in materia di adeguatezza.

Agenda

- ❖ I pillars della normativa in tema di adeguatezza
- ❖ Il risk factor più significativo: il rischio di mercato
- ❖ I modelli di adeguatezza più diffusi in Italia: origini e caratteristiche
- ❖ **Le debolezze ed i limiti “strutturali” di tali modelli**
- ❖ Esistono modelli alternativi in grado di mitigare/eliminare queste problematiche? Il Suitability Ratio
- ❖ I vantaggi per il regulator in termini di controllo e “benchmarking” dell’operato degli intermediari finanziari
- ❖ Il progetto di un’analisi comparata a livello europeo in collaborazione con Accenture.

Le debolezze ed i limiti “strutturali” di tali modelli

Dalla disamina delle tecniche VaR e CVaR più diffuse in Italia per finalità di adeguatezza, si desume che le istituzioni finanziarie italiane applicano metodologie che ricalcano, senza i dovuti adattamenti, quelle comunemente applicate alla stima del rischio del *trading book* bancario:

- (a) si stima una perdita potenziale su un orizzonte temporale giornaliero (spesso annualizzando, poi, con la regola della radice quadrata del tempo);
- (b) si fa ricorso a serie storiche di prezzo di lunghezza ridotta (solitamente 2 anni, ossia 500 giorni lavorativi);
- (c) si utilizzano di livelli di confidenza elevati (normalmente il 99%);
- (d) si fa ricorso alla tecnica non parametrica delle simulazioni storiche.

Questo set di parametri, senza dubbio utile allo scopo di facilitare il processo di stima del rischio dei singoli prodotti, presenta, se applicato alla verifica di adeguatezza, delle problematiche operative di tipo strutturale che il Coronavirus ha evidenziato in tutta la loro gravità. Faremo d'ora in poi riferimento a questo modello come al **modello ITALIA**.

Obiettivo della nostra presentazione non è di mettere in discussione le tecniche VaR e CVaR, ma di evidenziare le conseguenze estremamente negative che il ricorso a tali metriche per finalità di adeguatezza produce per gli investitori, a causa della loro estrema sensibilità agli *shock* di mercato ed alla loro natura prociclica, che induce ad effettuare scelte di market timing che nulla hanno a che vedere con i sistemi di adeguatezza.

Le debolezze ed i limiti “strutturali” di tali modelli: sensibilità e prociclicità

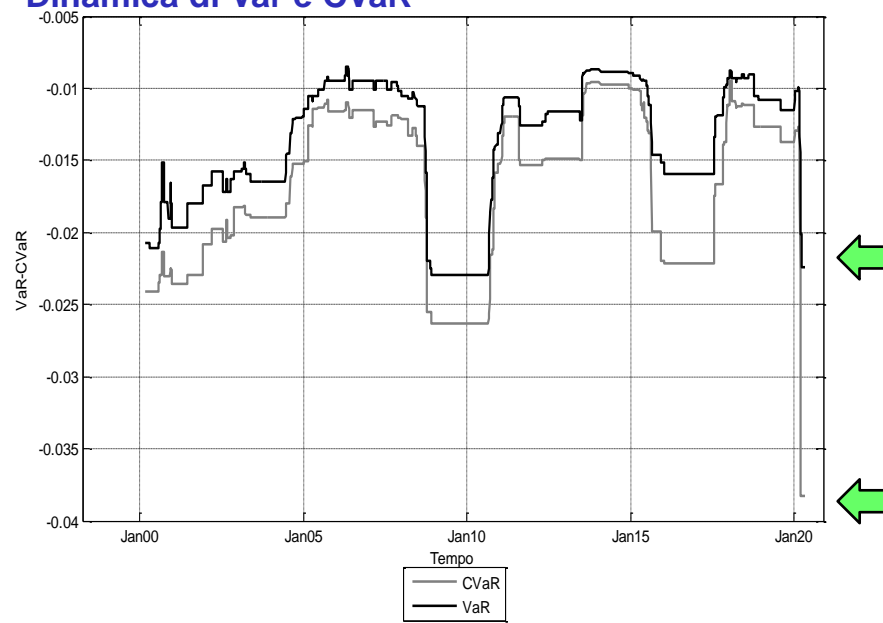
Il limite più evidente del modello ITALIA è rappresentato dalla estrema sensibilità agli *shock* di mercato: bastano poche osservazioni giornaliere di perdita pronunciata per determinare un incremento esponenziale delle misure di perdita e pericolose esternalità negative (non desiderate) nel processo di investimento.

Abbiamo testato la variabilità delle misure di rischio di un portafoglio benchmark *market neutral* - ossia fedele alla capitalizzazione (market value) dei mercati finanziari - sovrappeso nella componente obbligazionaria domestica al fine di incorporare la tendenza (*home bias*) dell'investitore. Le stime del rischio sono state calcolate, secondo una logica *rolling*, per tutte le finestre temporali di 500 giorni lavorativi relative al periodo 1 aprile 1998 – 6 maggio 2020., che consente di incorporare diversi shock di mercato (crisi dell'*high tech*, crisi dei *subprime*, crisi del debito italiano e Coronavirus).

Portafoglio benchmark utilizzato nelle simulazioni

Mercato	Indice di Mercato	Composizione
Monetario €	EMTS EONIA Index	2%
Obbligazionario Gov €	ICE BofA Euro Government Index	31%
Obbligazionario Governativo Globale	ICE BofA Global Broad Market Index	11%
Obbligazionario Globale High Yield	ICE BofA Global High Yield Index	3%
Obbligazionario Emergente	ICE BofA Glb EmMrkts Sovereign&Corp Plus	3%
Azionario Nord America	MSCI North America	30%
Azionario Europa	MSCI Europe	10%
Azionario Pacifico	MSCI Pacific	5%
Azionario Emerging Markets	MSCI Emerging Markets	5%

Dinamica di Var e CVaR



Le debolezze ed i limiti “strutturali” di tali modelli: sensibilità e prociclicità

L'analisi evidenzia l'estrema sensibilità del modello ITALIA, nel quale le misure del rischio subiscono un repentino incremento non appena pochi dati di shock entrano nel campione di stima. Così, ad esempio, nel corso della crisi dei subprime i valori di perdita potenziale giornaliera, che a settembre 2008 presentavano ancora livelli piuttosto bassi, hanno poi palesato una crescita repentina che ha portato nel giro di poco più di 50 giorni lavorativi a raddoppiarne il valore, che ha raggiunto livelli numerici elevatissimi (-2,63% di CVaR e -2,29% di VaR in corrispondenza della data dell'1 dicembre 2008).

L'effetto è stato ancora più repentino nella recente crisi pandemica, in quanto sono state sufficienti tre settimane (ossia 15 giorni lavorativi) per raggiungere valori di VaR simili a quelli manifestatisi nel 2008 (-2,24% versus -2,29%); ancora più estrema è stata la variazione del CVaR che ha raggiunto livelli numerici (-3,82%) sensibilmente superiori rispetto a quelli (-2,63%) toccati durante la crisi dei subprime, raddoppiando il proprio valore in soli 11 giorni lavorativi.

L'elevata sensitivity dei modelli di stima del rischio del modello ITALIA deriva prioritariamente da tre fattori: (i) il ricorso a livelli di confidenza elevati, (ii) la dimensione ridotta (meno di due anni) della finestra temporale di stima ed (iii) il modello di stima non parametrico che rende il VaR e il CVaR dipendenti esclusivamente dalla coda sinistra più estrema dei rendimenti (solo i 5-6 rendimenti peggiori).

Le debolezze ed i limiti “strutturali” di tali modelli: sensibilità e prociclicità

Esistono, a nostro parere, varie ragioni che inducono a ritenere non desiderabile un simile comportamento delle misure di rischio:

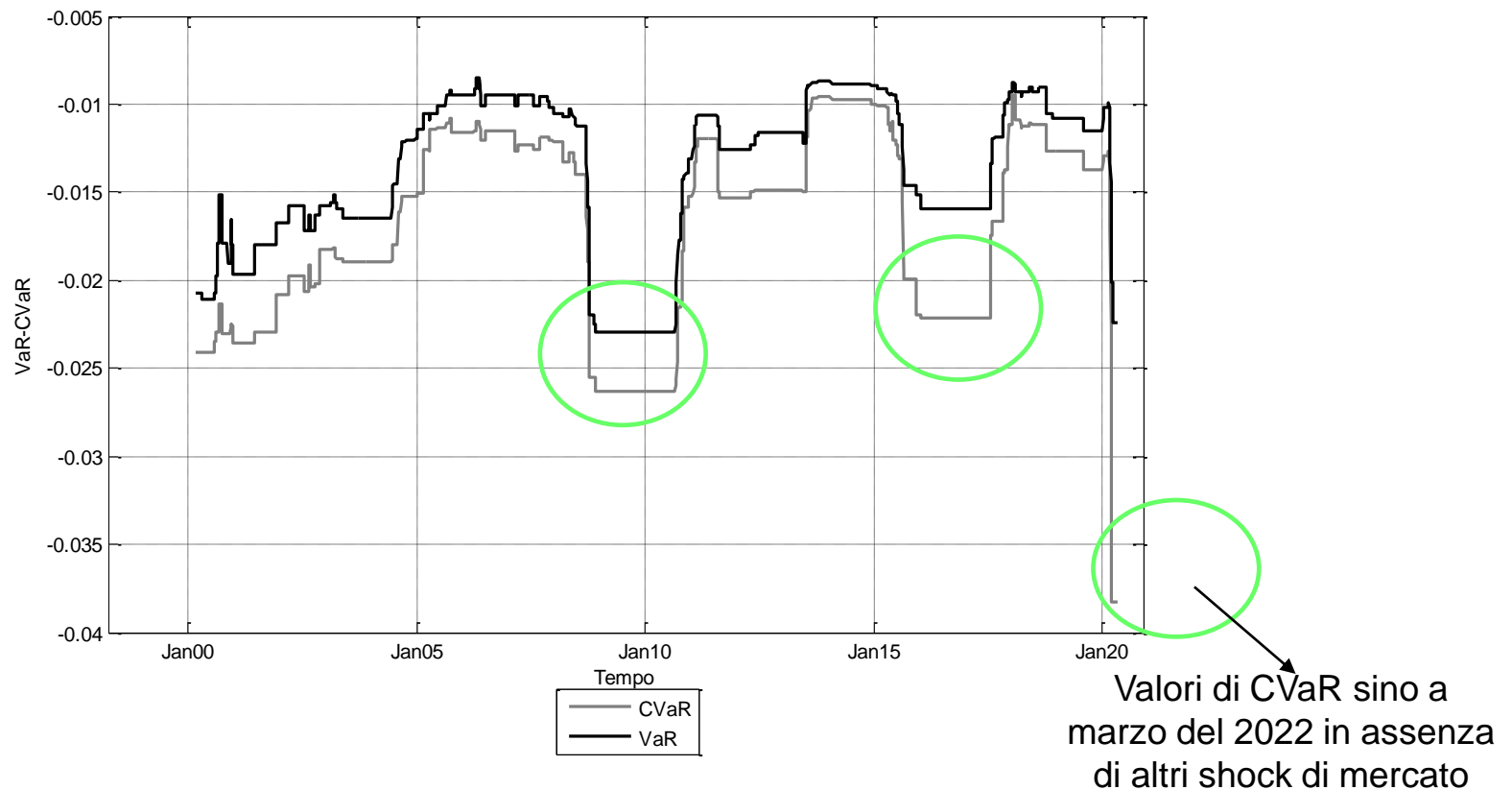
- le modalità - del tutto discrezionali - con cui vengono definite le soglie di rischio massimo associate ai diversi profili di rischio sono spesso tarate su un'analisi di *back test*. Ne discende che è difficile ipotizzare che qualche banca potesse definire soglie di adeguatezza in grado di incorporare la crescita repentina delle misure di rischio manifestatasi a marzo del 2020. La definizione di soglie di rischio molto alte – come potrebbero essere quelle future che le banche fisseranno incorporando quanto accaduto nel 2020 – non costituisce una soluzione accettabile né tanto meno prudente, in quanto in condizioni di mercato “normali” verrebbero considerati adeguati anche portafogli con composizioni strutturalmente assai rischiose.
- la crescita repentina delle misure di rischio ha determinato l'insorgere di una inadeguatezza «di massa» difficilmente gestibile da un intermediario, anche perché foriera di comportamenti non necessariamente corretti, almeno da un punto di vista finanziario. Quale sarebbe stato un comportamento virtuoso da tenere per rispondere alla inadeguatezza di tanti clienti? Nel pieno rispetto della normativa MiFID, le banche avrebbero dovuto tentare di evitare preventivamente il superamento del limite e, in caso di sfioramento, avrebbero dovuto promuovere un rientro nei limiti attraverso un'azione di de-risking dei portafogli, vendendo le posizioni più rischiose e contestualmente acquistando quelle meno volatili (liquidità in primis). Con riferimento al portafoglio oggetto di analisi, se la soglia di adeguatezza in termini di CVaR fosse stata pari al -2,70% (superiore al valore di expected shortfall toccato nel 2008), solo una riduzione della componente azionaria internazionale del 20% avrebbe assicurato il rispetto del limite. Riteniamo che questa risposta, oltre ad essere operativamente di difficile implementazione (dato il numero di clienti gestito da ogni relationship manager), non sarebbe stata necessariamente la migliore nell'interesse dell'investitore.

Le debolezze ed i limiti “strutturali” di tali modelli: inadeguatezza e de-risking

Nella normale prassi di mercato, un relationship manager di una banca non agisce come un *trader* addetto alla gestione del portafoglio di proprietà della banca. I trader, infatti, definiscono ex ante strumenti quali i limiti di stop loss e “campanelli di allarme” che permettono loro di non giungere impreparati alla manifestazione di un dato di shock. Essi, inoltre, hanno accesso immediato al mercato - anche degli strumenti derivati - e ciò consente di essere particolarmente tempestivi nel modificare l'esposizione del portafoglio ai diversi fattori di rischio, senza dover transitare mediante la «raccomandazione» dell'operazione al cliente. Questo, ovviamente, non significa che anche per un trader lo shock dei mercati conseguente alla diffusione della pandemia non sia stato disruptive, ma certamente esistono condizioni che ne hanno agevolato la gestione: (i) la focalizzazione su un unico portafoglio, (ii) la presenza di segnali anticipatori (quali ad esempio il superamento di soglie d'allarme che evidenziavano un pericoloso avvicinamento ai limiti di rischio) e (iii) la possibilità di fare de-risking senza effettuare significative compravendite in fasi di flight to quality.

Poichè il derisking dei portafogli dei clienti difficilmente anticipa lo shock dei mercati (e dipende comunque da scelte di AAT e non di adeguatezza), l'ulteriore interrogativo che ci si deve porre è se sia davvero nel miglior interesse del cliente effettuare una modifica di portafoglio indotta esclusivamente dalla sopravvenuta inadeguatezza che si traduce nella vendita degli asset rischiosi (che verosimilmente hanno determinato il superamento della soglia), rinunciando in modo aprioristico e meccanico alla possibilità di beneficiare del rimbalzo delle quotazioni, che spesso segue le vendite causate dal panic selling. Al danno causato dalla vendita di asset rischiosi nella fase peggiore di mercato, si aggiunge, infatti, per gli investitori la possibile beffa di rendere il derisking strutturale su un arco temporale pari almeno a quello utilizzato per la misurazione del rischio. Infatti, come evidenziato dalla slide successiva, le misure di perdita potenziale in esame soffrono del fenomeno noto anche come «echo o ghost effect» (nel caso di specie, il derisking dovrebbe durare sino a marzo del 2022, quando, se non dovessero verificarsi altri shock, usciranno dal campione i dati che hanno determinato l'incremento delle misure di rischio nel marzo del 2020).

Le debolezze ed i limiti “strutturali” di tali modelli: echo (ghost) effect



Le debolezze ed i limiti “strutturali” di tali modelli: inadeguatezza e de-risking

In definitiva se, da un lato, l'identificazione delle soglie di adeguatezza in modo del tutto scollegato dalla definizione di un portafoglio modello porta a negare il ruolo fondamentale dell'asset allocation, dall'altro lato, l'utilizzo di metriche di perdita potenziale con le caratteristiche evidenziate (orizzonte temporale giornaliero, livello di confidenza del 99% e finestra temporale di 500 giorni lavorativi) porta alla negazione di un altro milestone della teoria di portafoglio, ossia la diversificazione temporale. La tendenza del rischio a crescere meno che proporzionalmente rispetto al tempo, infatti, suggerisce agli investitori di aumentare l'orizzonte temporale allo scopo di beneficiare del progressivo miglioramento del trade off rendimento-rischio. Un modello di adeguatezza che ignora simili circostanze – trattando il portafoglio di un investitore come una strategia di trading – non realizza, a nostro parere, lo spirito della norma che intende promuovere raccomandazioni e scelte di portafoglio effettuate nel miglior interesse del cliente e non certo limitarsi ad una pedissequa osservanza di un modello di risk management preso in prestito da ambiti operativi distanti dal wealth management.

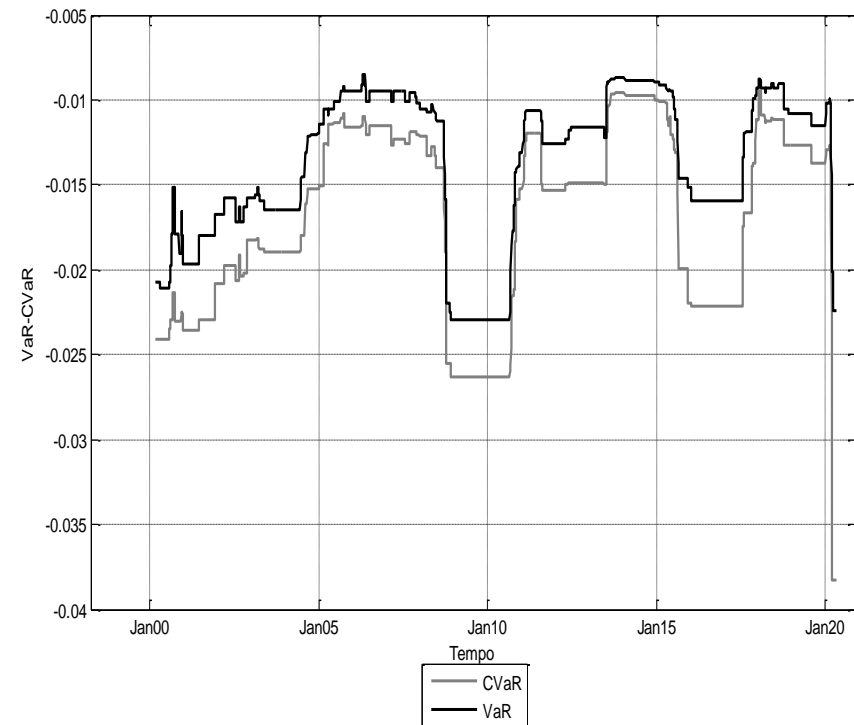
Alla luce di queste caratteristiche strutturali dei modelli sin qui presentati, la risposta al quesito («Quale sarebbe stato un comportamento virtuoso da tenere per rispondere alla inadeguatezza di tanti clienti ?») ci sembra essere una sola: nell'interesse dell'investitore le banche avrebbero dovuto – con il necessario consenso della funzione di compliance – aumentare le soglie di adeguatezza al fine di preservare la possibilità di recuperare, nel tempo, le perdite accumulate. Cambiare le soglie come conseguenza di un inatteso evento di shock è per certi versi contraddittorio, ma rappresenta il “male minore” nella prospettiva dell'investitore. Per tale ragione riteniamo che le banche che, post crisi pandemica, hanno seguito questa soluzione, abbiano agito al meglio, sfruttando una leva che permette di gestire un portafoglio coerentemente con la presenza di orizzonti di investimento pluriennali e con l'obiettivo di seguire un portafoglio modello.

Le debolezze ed i limiti “strutturali” di tali modelli: inadeguatezza e de-risking

Un ulteriore e particolarmente grave effetto collaterale del modello ITALIA è che nel 2022, quando si sarà auspicabilmente (in assenza di altri shock di mercato) esaurito l'effetto della crisi pandemica, le banche saranno comunque indotte a tarare le proprie soglie di rischio per incorporare quanto accaduto nel 2020 (esattamente come in passato le soglie di rischio erano tarate sul 2008). La conseguenza di un simile comportamento – solo apparentemente prudente - sarà quello di consentire agli investitori di accrescere sensibilmente il rischio dei propri portafogli, senza che scatti alcun campanello di inadeguatezza. In condizioni normali di mercato, infatti, il rischio di mercato dei portafogli risulterà enormemente più basso rispetto ai valori soglia e questo consentirà anche ad investitori non particolarmente propensi al rischio di colmare questo «gap».

Le debolezze ed i limiti “strutturali” di tali modelli: inadeguatezza e de-risking

Nell'ultimo ventennio è già accaduto che a fasi di enorme volatilità siano seguite fasi di limitata volatilità, tanto che il 15 febbraio 2020 - pochi giorni prima del crollo dei mercati - le misure di VaR e CVaR erano di valore assai ridotto (con il VaR addirittura prossimo ai minimi storici). Una chiara evidenza della contraddittorietà di questo modo di procedere è fornito dalla stima del rischio che si sarebbe ottenuta qualora, nei giorni immediatamente precedenti al crollo dei mercati causato dalla pandemia, si fosse modificata la percentuale di azionario del portafoglio benchmark portandola dal 50% al 100%. Pur a fronte di un incremento così estremo del peso delle attività rischiose, il CVaR del portafoglio 100% azionario sarebbe stato pari al -2,55%, in valore assoluto inferiore al CVaR (-2,63%) raggiunto nel 2008 dal portafoglio con un 50% azionario e, quindi, sicuramente compatibile con una ragionevole soglia di rischio fissata sulla base di quanto successo nel 2008.



Le debolezze ed i limiti “strutturali” di tali modelli: alcune false convinzioni

- Non è vero che il ricorso ad intervalli di confidenza più elevati determina una maggiore tenuta e prudenza del modello di adeguatezza. E' facile dimostrare che il ricorso ad intervalli di confidenza inferiori, se accompagnato da una corrispondente riduzione delle soglie di adeguatezza, non altera il livello di prudenza del modello. Supponendo, ad esempio, che un portafoglio abbia rendimenti giornalieri distribuiti come una normale ed assumendo che il rendimento medio giornaliero sia nullo, si può facilmente dimostrare (date le proprietà statistiche della distribuzione gaussiana) che il VaR giornaliero calcolato con livello di confidenza pari al 99% è 1,414 volte superiore al VaR giornaliero calcolato con livello di confidenza del 95%. Pertanto, qualora un modello di adeguatezza basato su un livello di confidenza del 99% utilizzi una soglia di rischio anch'essa superiore di 1,414 volte quella utilizzata in ipotesi di livello di confidenza del 95%, i due modelli (di adeguatezza) avrebbero lo stesso livello di prudenza, indipendentemente dal livello di confidenza utilizzato.
- Non è vero che il ricorso al CVaR rispetto al VaR determina un atteggiamento più prudente. E' agevole dimostrare che il ricorso al VaR e la contestuale riduzione delle soglie di adeguatezza, conduce ad un modello che mantiene lo stesso livello di prudenza di un modello basato sulla stima del CVaR.
- Non è vero che il ricorso ad un orizzonte temporale giornaliero migliora la percezione del rischio. E' concreto il rischio che il ricorso a questo orizzonte temporale - del tutto diverso da quello solitamente dichiarato dall'investitore nel questionario di profilatura - porti ad una sistematica sottostima dell'effettiva rischiosità del portafoglio e della effettiva capacità dell'investitore di sostenere le perdite. In ogni caso è opportuno segnalare che in molti casi le soglie di rischio non sono comunicate ai clienti e che dunque il sistema di adeguatezza è noto soltanto all'interno dell'intermediario.

Agenda

- ❖ I pillars della normativa in tema di adeguatezza
- ❖ Il risk factor più significativo: il rischio di mercato
- ❖ I modelli di adeguatezza più diffusi in Italia: origini e caratteristiche
- ❖ Le debolezze ed i limiti “strutturali” di tali modelli
- ❖ **Esistono modelli alternativi in grado di mitigare/eliminare queste problematiche? Il Suitability Ratio**
- ❖ I vantaggi per il regulator in termini di controllo e “benchmarking” dell’operato degli intermediari finanziari
- ❖ Il progetto di un’analisi comparata a livello europeo in collaborazione con Accenture.

Il Suitability Ratio

Le argomentazioni svolte hanno messo in evidenza gli ampi margini di libertà di cui godono gli intermediari nello scegliere il modello di adeguatezza da utilizzare ed i limiti palesati dal ricorso a metriche di perdita potenziale che, pur rappresentando nell'esperienza italiana una prassi consolidata, non garantiscono affatto la miglior tutela degli investitori. Esistono quindi i presupposti per avanzare una proposta che consenta di superare tali criticità e che sia al tempo stesso:

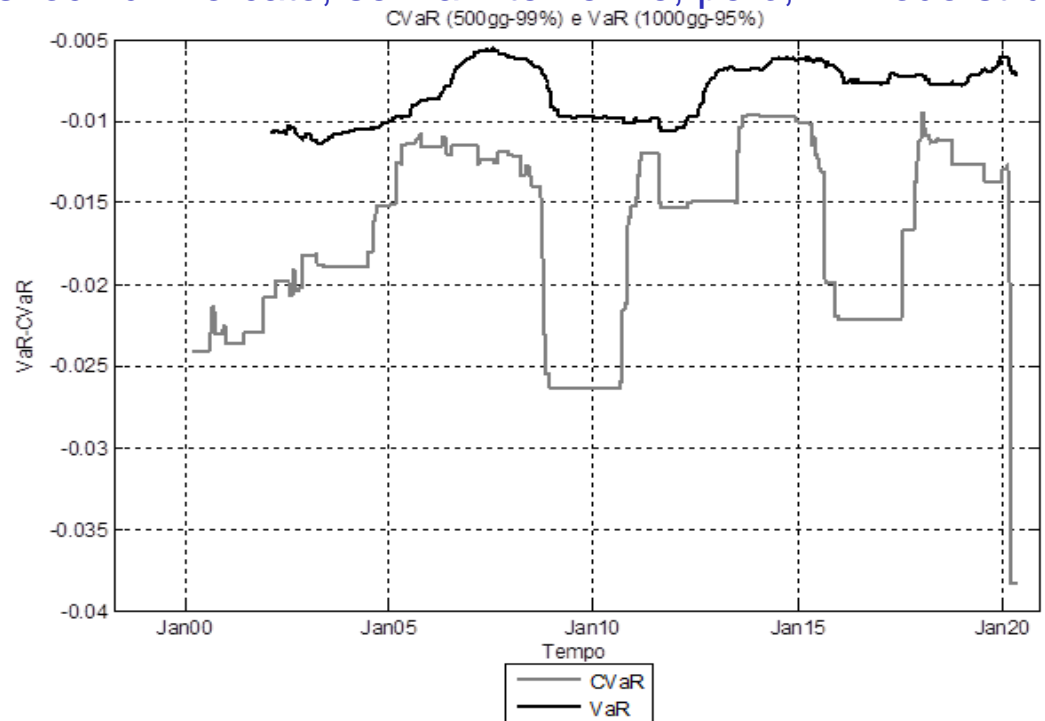
- (a) universale**, potendo essere applicata a qualunque metrica di rischio;
- (b) rispettosa dell'importanza dell'asset allocation strategica** nella costruzione dei portafogli;
- (c) time-independent**, ossia poco esposta alla variabilità delle condizioni del mercato.

Una prima strada da percorrere al fine di rendere i modelli di perdita potenziale più aderenti alle esigenze di un modello di adeguatezza, consiste nell'applicare alcuni correttivi nel calcolo per ridurre la sensitivity delle misure di rischio agli shock di mercato:

- il ricorso ad un modello parametrico piuttosto che di simulazione storica;
- l'estensione della finestra temporale di calcolo (ad esempio 1.000 rendimenti giornalieri piuttosto che 500) o l'allungamento dell'orizzonte temporale (da giornaliero a settimanale o mensile);
- la riduzione del livello di confidenza ;
- la preferenza verso misure di VaR piuttosto che di Expected Shortfall.

Il Suitability Ratio

Il grafico evidenzia, per il portafoglio benchmark utilizzato per le nostre simulazioni, una comparazione tra il CVaR calcolato con serie storiche di 500 giorni lavorativi e livello di confidenza pari al 99% ed il VaR stimato sulla base di una finestra temporale di 1.000 giorni e un livello di confidenza del 95%. È evidente come l'utilizzo di una finestra temporale più ampia e la contestuale riduzione del livello di confidenza incidano sensibilmente sulla variabilità delle misure di rischio. Questo modus operandi può, tuttavia, solo mitigare le menzionate problematiche, limitando la sensibilità delle misure di rischio agli shock di mercato, senza intervenire, però, in modo strutturale sulle criticità del modello ITALIA.



Il Suitability Ratio

Il superamento di quei limiti, solo mitigati dalla modifica dei criteri di calcolo, richiede un radicale ripensamento delle tecniche di verifica dell'adeguatezza che evolva verso criteri che siano rispettosi non solo della **normativa** di riferimento e della letteratura in materia di **risk management** ma anche della **teoria di portafoglio**.

La nostra proposta poggia le basi sul **ruolo fondamentale dell'asset allocation strategica come main driver della performance (ed in particolare del rischio) di portafoglio**, secondo cui, una volta che sia stato costruito un portafoglio modello coerente con la tolleranza al rischio e con gli obiettivi dell'investitore, tale scelta non debba essere messa in discussione dalla variabilità delle misure di rischio. Il processo di investimento che soggiace all'offerta di un servizio di consulenza o di gestione di portafoglio è strutturato in tre fasi:

- (1) l'asset allocation strategica, con la quale si identifica la composizione di portafoglio coerente con gli obiettivi di investimento e con la tolleranza al rischio dell'investitore;
- (2) l'asset allocation tattica, con la quale si effettuano gli interventi di sovra/sotto peso dei mercati per sfruttare le views di breve termine;
- (3) la selezione degli strumenti/prodotti finanziari da utilizzare per implementare l'asset allocation.

Il risultato di questo processo di investimento, che si traduce nella composizione del portafoglio dell'investitore, deve risultare adeguato rispetto alle soglie di rischio definite dal modello predisposto dall'intermediario. **Non è quindi compito del modello di adeguatezza fornire indicazioni tattiche** inducendo, in modo pro-ciclico, una riduzione del rischio al termine di fasi di alta volatilità o un incremento del rischio al termine di fasi di bassa volatilità, in quanto tali scelte devono essere presidiate da apposite funzioni aziendali, dedicate all'asset allocation o alla selezione dei gestori.

Compito del modello di adeguatezza è, invece, quello di monitorare che il processo di investimento conduca a portafogli che siano in linea con le previsioni dell'intermediario e con la tolleranza al rischio dell'investitore.

Il Suitability Ratio: il portafoglio soglia

A tale scopo, si propone un modello di verifica della adeguatezza basato su un processo di normalizzazione delle misure di rischio, comprese quelle di perdita potenziale, che permetta di neutralizzare la variabilità nel tempo degli indicatori di rischio e la conseguente eccessiva sensibilità a fenomeni di shock.

Il presupposto, affinché tale modello possa essere attuato, consiste nella definizione, per ognuno dei profili di rischio derivanti dal questionario MiFID, di un portafoglio-soglia che funga da termine di riferimento ai fini della verifica dell'adeguatezza. Analogamente a quanto oggi avviene con la definizione delle soglie di adeguatezza, tale portafoglio non è necessariamente quello proposto all'investitore che è stato associato ad un determinato profilo di rischio; né deve essere necessariamente costruito sulla base di uno specifico modello di ottimizzazione, potendo lo stesso discendere da una pluralità di approcci e di metodologie. **Il portafoglio-soglia rappresenta, infatti, un “portafoglio limite” che, data la sua composizione intrinseca, è caratterizzato da un livello di rischio coerente con quello della specifica classe di rischio nella quale sono stati classificati i clienti e che, pertanto, non dovrebbe essere superato proprio al fine di garantire l'adeguatezza dell'investimento.**

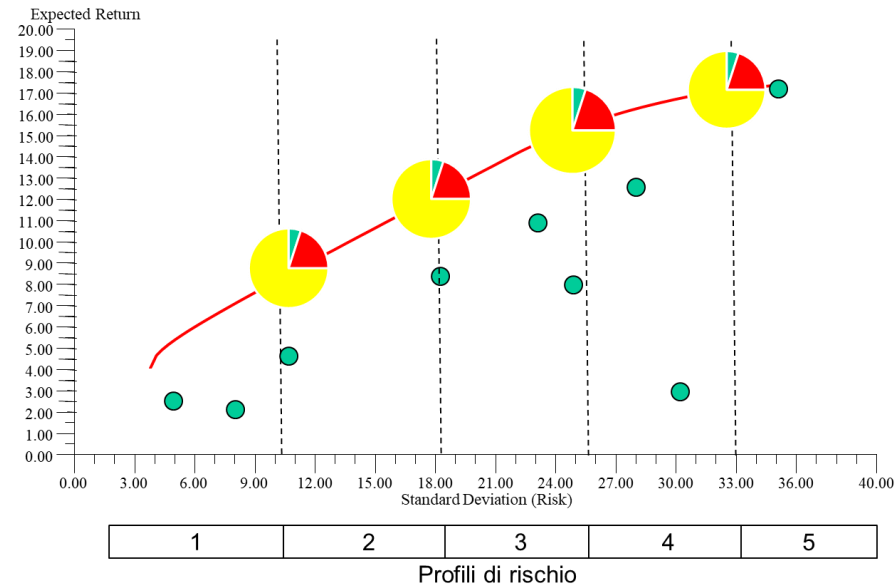
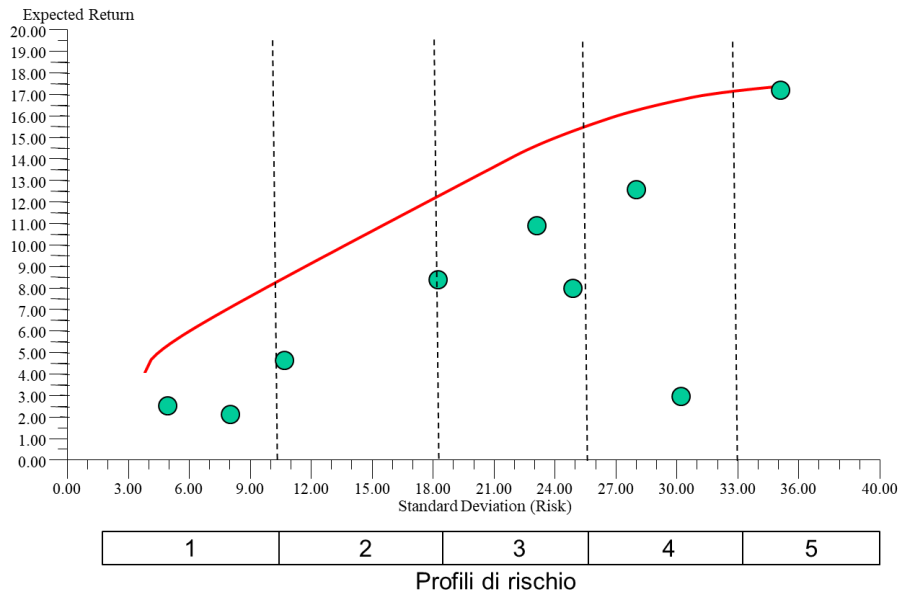
Una volta identificata, per ciascuna classe di rischio, la composizione del portafoglio-soglia, la verifica di adeguatezza dovrebbe essere effettuata calcolando il rapporto tra il rischio (stimato con qualsiasi metrica) del portafoglio effettivo dell'investitore e quello del portafoglio-soglia:

$$\textit{Suitability Ratio} = \frac{\textit{Rischio}_{\textit{Portafoglio del cliente}}}{\textit{Rischio}_{\textit{Portafoglio -soglia}}}$$

Un coefficiente di adeguatezza superiore (inferiore) all'unità, evidenzia la presenza (assenza) di un problema di adeguatezza del portafoglio del cliente.

Il Suitability Ratio: il portafoglio soglia

Soglie di rischio vs Portafogli soglia



Il Suitability Ratio: i vantaggi

I vantaggi connessi a questo sistema di verifica dell'adeguatezza sono molteplici:

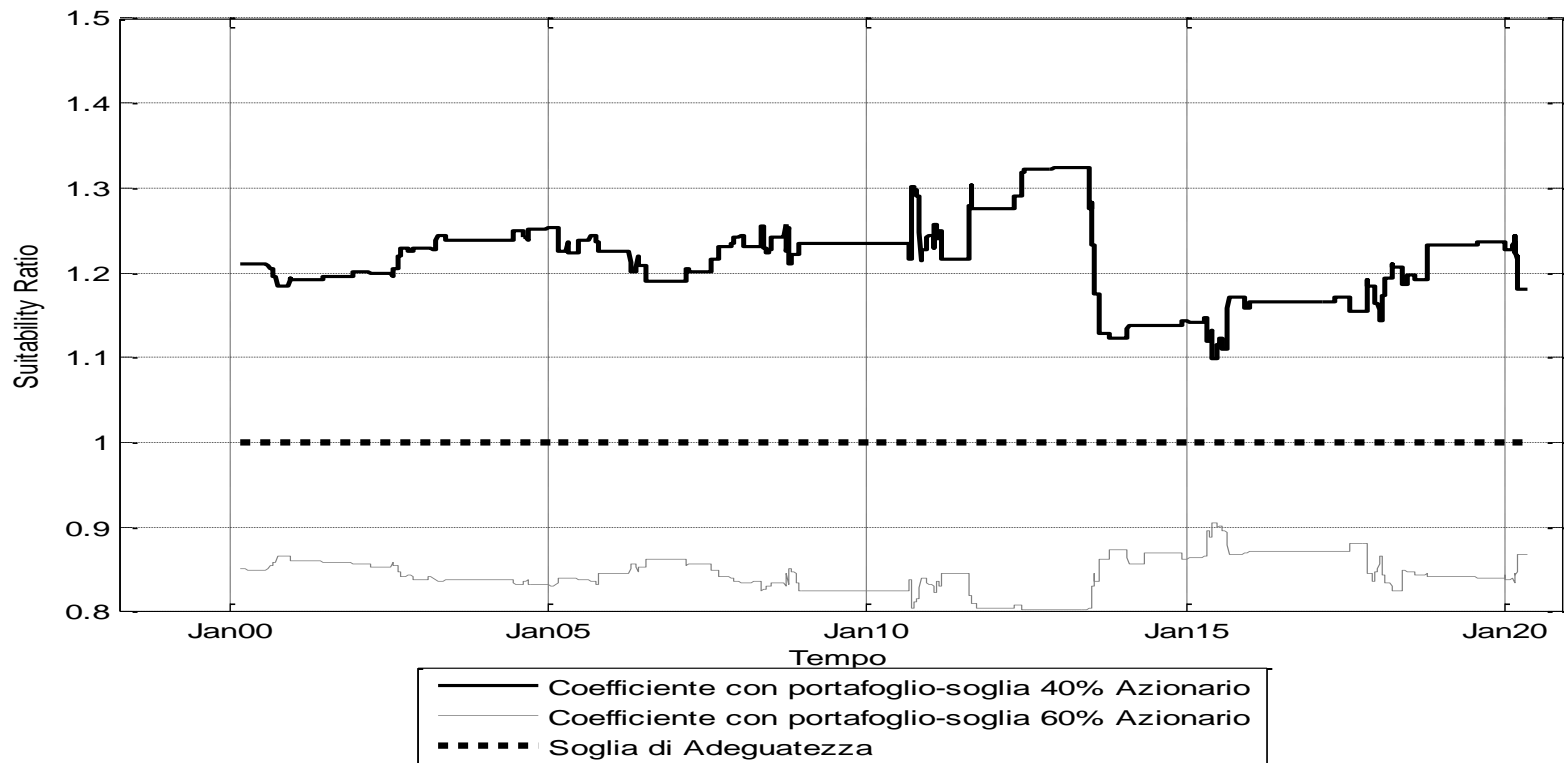
- il modello è **compatibile con ogni metrica di stima del rischio** (l'importante è applicare una metodologia omogenea per il portafoglio del cliente e per quello che funge da portafoglio-soglia);
- il **portafoglio-soglia** può essere identificato in modo da renderlo compatibile con i modelli di ottimizzazione utilizzati dalle istituzioni finanziarie allo scopo della costruzione dei portafogli modello e con potenziali risvolti positivi in tema di **aderenza dei portafogli degli investitori ai portafogli modello**;
- il valore del Suitability Ratio offre una misura immediata della **distanza che separa il portafoglio dalla zona di inadeguatezza**.

Il Suitability Ratio: il portafoglio soglia

Mercato	Indice di Mercato	Composizione
Monetario €	EMTS EONIA Index	2%
Obbligazionario Gov €	ICE BofA Euro Government Index	31%
Obbligazionario Governativo Globale	ICE BofA Global Broad Market Index	11%
Obbligazionario Globale High Yield	ICE BofA Global High Yield Index	3%
Obbligazionario Emergente	ICE BofA Glb EmMrkts Sovereign&Corp Plus	3%
Azionario Nord America	MSCI North America	30%
Azionario Europa	MSCI Europe	10%
Azionario Pacifico	MSCI Pacific	5%
Azionario Emerging Markets	MSCI Emerging Markets	5%

Ipotizziamo che il portafoglio dell'investitore abbia la composizione riportata nella tabella e che questi appartenga ad una classe di tolleranza al rischio per la quale il portafoglio-soglia abbia una esposizione obbligazionaria ed azionaria del tipo 40%/60% o, alternativamente, del tipo 60%/40%. Nel grafico che segue si riporta l'evoluzione temporale del Suitability Ratio calcolato sulla finestra temporale 1° aprile 1998 – 6 maggio 2020 ed applicando il CVaR su 500 giorni lavorativi e livello di confidenza 99%.

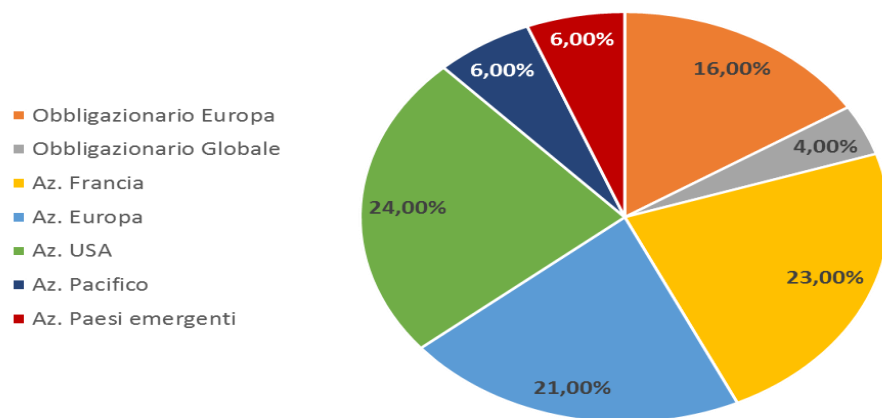
Il Suitability Ratio: il portafoglio soglia



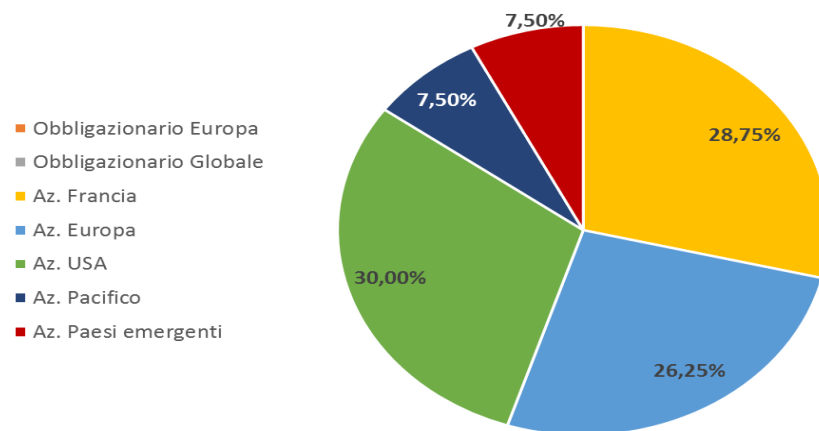
Si noterà che, in qualsiasi giorno, a prescindere dalla fase congiunturale in essere, il Suitability Ratio sarebbe stato sempre minore di uno e, quindi, in grado di evidenziare l'adeguatezza del portafoglio in presenza di un portafoglio-soglia caratterizzato da una percentuale di azionario pari al 60%. A conclusioni esattamente opposte, ossia di sistematica inadeguatezza, si giungerebbe ipotizzando nel portafoglio-soglia un peso dell'azionario pari al solo 40%.

Il Suitability Ratio: una applicazione

PTF Modello Dinamico

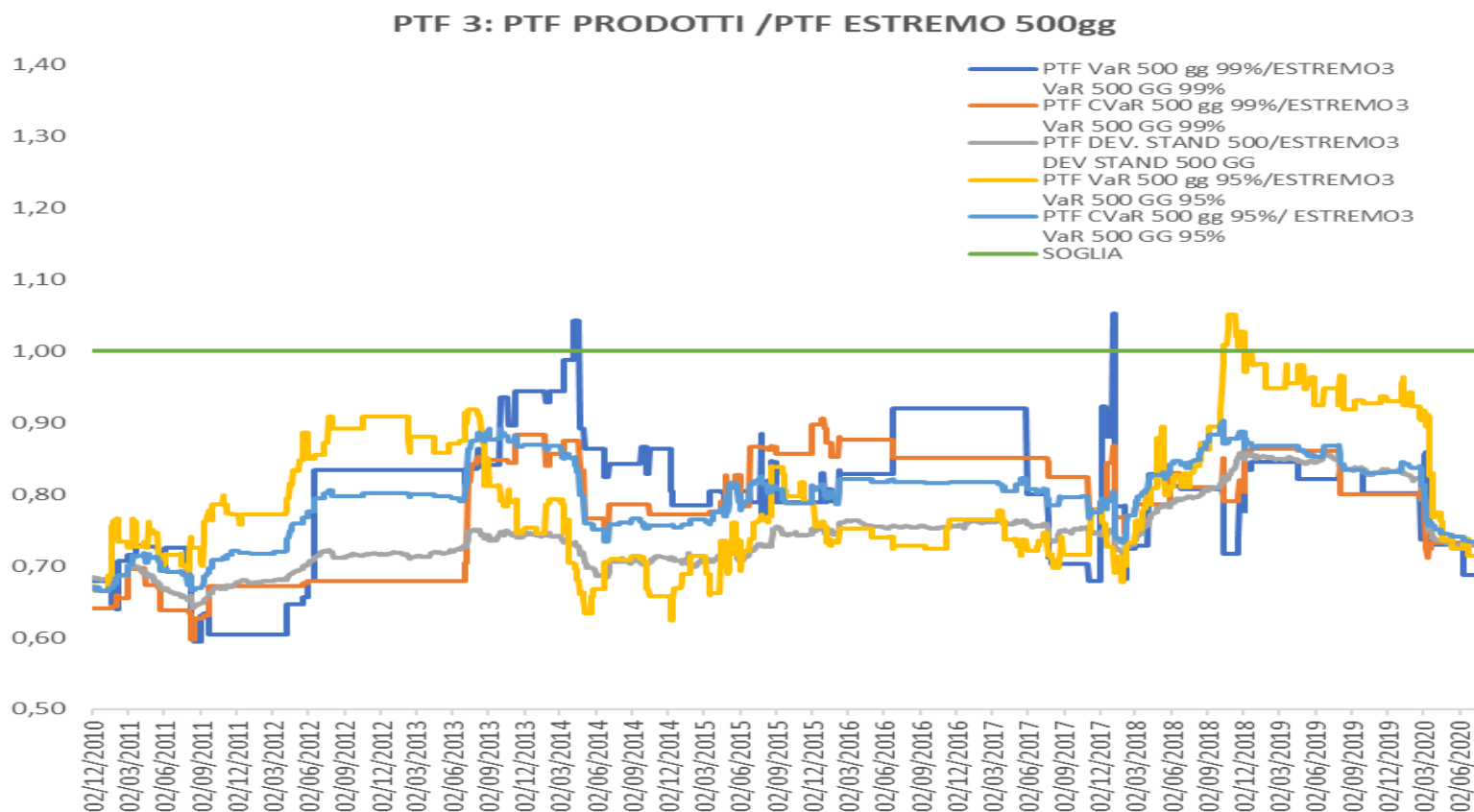


PTF Estremo Dinamico



Abbiamo sviluppato un secondo esempio di calcolo del suitability ratio utilizzando come riferimento il portafoglio modello in prodotti disponibili sulla piattaforma Quantalys France per un profilo dinamico. Per tale profilo di rischio abbiamo definito un portafoglio soglia (il portafoglio estremo) ed abbiamo testato il suitability ratio utilizzando le misure di perdita potenziale (VaR e CVaR), con due diversi intervalli di confidenza (95% e 99%), e la classica misura della deviazione standard.

Il Suitability Ratio: una applicazione



L'analisi conferma che il portafoglio modello che incorpora anche scelte di asset allocation tattica e di gestione attiva, presenta un suitability ratio quasi sempre inferiore all'unità e che soltanto nel caso del VaR al 99% ed al 95% si registra, in alcune rare occasioni, un superamento del valore soglia.

Agenda

- ❖ I pillars della normativa in tema di adeguatezza
- ❖ Il risk factor più significativo: il rischio di mercato
- ❖ I modelli di adeguatezza più diffusi in Italia: origini e caratteristiche
- ❖ Le debolezze ed i limiti “strutturali” di tali modelli
- ❖ Esistono modelli alternativi in grado di mitigare/eliminare queste problematiche? Il Suitability Ratio
- ❖ **I vantaggi per il regulator in termini di controllo e “benchmarking” dell’operato degli intermediari finanziari**
- ❖ Il progetto di un’analisi comparata a livello europeo in collaborazione con Accenture.

Il controllo ed il “benchmarking” dell’operato degli intermediari finanziari

L’attuale modellistica di misurazione/verifica dell’adeguatezza presenta diversi livelli di opacità e di discrezionalità che rendono difficoltoso un confronto dei comportamenti adottati dai diversi intermediari. Risulta assai complesso, infatti, esprimere un giudizio immediato sul grado di prudenza, o meno, che caratterizza le soglie di adeguatezza fissate dai singoli intermediari finanziari.

La metodologia qui proposta renderebbe, invece, questa verifica assai agevole, consentendo alle Autorità di vigilanza la raccolta di informazioni omogenee, in quanto riferite ai pesi dei diversi mercati nei portafogli-soglia, con conseguente facilità nel valutare la maggiore o minore prudenza utilizzata nella costruzione dei portafogli.

Nell’attuale configurazione dei modelli di adeguatezza, la presunzione che la definizione di soglie di adeguatezza espresse in termini di rischio possano essere sufficienti per tutelare gli investitori ha reso paradossalmente marginale il ruolo dei portafogli modello; e, infatti, risulta spesso completamente assente o al massimo relegato ad una banale verifica dell’aderenza del portafoglio dell’investitore rispetto alla composizione del portafoglio modello. Il Suitability Ratio impone agli intermediari una maggiore formalizzazione del processo di costruzione di portafoglio, rendendo più agevolmente tracciabile l’obbligo di cui all’art. 41 del TUF, che impone agli intermediari di indicare perché la consulenza prestata “corrisponda alle preferenze, agli obiettivi e alle altre caratteristiche del cliente” e di illustrare al cliente il trade off rendimento/rischio. In questa prospettiva il rischio massimo tollerabile è guidato dalla composizione del portafoglio modello associato al profilo di rischio e non più dalla semplice definizione di una soglia di rischio che induce a comportamenti contraddittori incentivando, in fasi di bassa volatilità, la creazione di portafogli maggiormente esposti al rischio e, in fasi di alta volatilità, correttivi finalizzati al de-risking del portafoglio secondo un modello operativo proprio dell’intraday trader non coerente con le esigenze del long term investor.

Agenda

- ❖ I pillars della normativa in tema di adeguatezza
- ❖ Il risk factor più significativo: il rischio di mercato
- ❖ I modelli di adeguatezza più diffusi in Italia: origini e caratteristiche
- ❖ Le debolezze ed i limiti “strutturali” di tali modelli
- ❖ Esistono modelli alternativi in grado di mitigare/eliminare queste problematiche? Il Suitability Ratio
- ❖ I vantaggi per il regulator in termini di controllo e “benchmarking” dell’operato degli intermediari finanziari
- ❖ **Il progetto di un’analisi comparata a livello europeo in collaborazione con Accenture.**

Le best practices in materia di adeguatezza a livello europeo: il questionario B&S - Accenture

E' in fase di somministrazione un questionario che abbiamo sviluppato in collaborazione con Accenture, al fine di raccogliere informazioni sulle modalità con cui un panel di operatori europei affronta il tema della verifica di adeguatezza.

Da alcuni primi riscontri, infatti, abbiamo avuto modo di accertare che il modello ITALIA costituisce un unicum nel panorama europeo e che le banche internazionali pure presenti in Italia lo usano solo per la branch italiana.

Si è ritenuto, pertanto, utile affinare la conoscenza dei sistemi di adeguatezza, predisponendo un questionario finalizzato ad indagare tre principali aree:

- il sistema di profilatura del rischio;
- le metriche ed il perimetro del modello di adeguatezza;
- il modello di business adottato dalla banca nel servizio di consulenza in materia di investimenti.