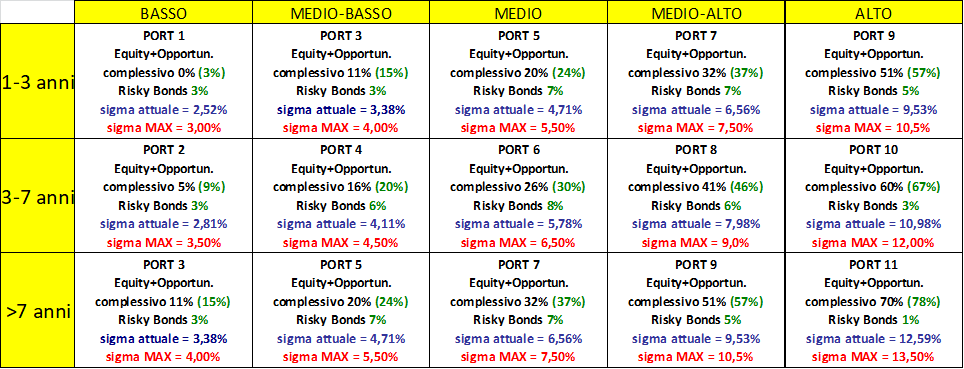
cara dott.ssa Sebastiani, cari tutti,

a valle del nostro incontro di venerdi scorso, eccoVi la descrizione del possibile supporto offerto da Benchmark and Style nel progetto "consulenza evoluta di portafoglio" e il tipo di collaborazione attesa dalle varie funzioni della Banca:

creazione dei portafogli modello strategici da abbinare ai diversi cluster di clientela (definiti in funzione del profilo di rischio e dell'orizzonte temporale di riferimento):

L'attività di asset allocation strategica, ossia di predisposizione dei portafogli modello in asset class che fungano da guida, da punto di riferimento per la composizione del portafoglio dei clienti nel medio-lungo termine, è un processo delicato che deve tener conto di tutta una serie di altri aspetti quali:

a. il processo di clusterizzazione della clientela mediante il questionario  di profilatura: quanti sono i profili di rischio in cui suddividiamo la clientela? quanti sono i possibili orizzonti temporali in cui suddividiamo i possibili obiettivi di investimento della clientela? E' evidente, infatti, che se abbiamo 5 profili di rischio e 3 diversi orizzonti temporali, abbiamo 15 diverse combinazioni da soddisfare che, molto probabilmente, possono essere soddisfatte con 10-11 portafogli modello (il portafoglio che va bene per il cliente con elevata propensione al rischio ma orizzonte temporale breve può andare bene anche al cliente con propensione al rischio media ma orizzonte temporale più protratto)



E' chiaro, quindi, che la scelta del numero di portafogli da creare dipende molto dai criteri utilizzati in sede di questionario di profilatura per la deifinizione dei diversi cluster di clientela.

b.**Le asset class** individuate/scelte per la costruzione dei portafogli modello devono essere diverse (sia per numero, sia per tipologia) **in funzione del target di clientela** che si intende raggiungere; mentre per la clientela retail (da 0 a 100.000 euro) bastano solitamente poche asset class generalistiche (ivi comprese le asset class dedicate ai prodotti bilanciati o flessibili), per la clientela affluent (con portafogli da 100.000 a 250.000 euro) o, a maggior ragione, per la clientela private (con portafogli di dimensione superiore ai 250.000 euro) si arriva ad utilizzare un numero via via crescente di asset class di natura via via più specialistica (ad es. non più solo azionario europa e azionario internazionale ma asset class dedicate alla copertura di ogni mercato azionario: azionario america, azionario europa, azionario pacifico, azionario paesi emergenti, etc.).

c. **Le asset class** individuate/scelte per la costruzione dei portafogli modello strategici non possono prescindere, poi, dal grado di copertura che delle stesse troviamo nell'ambito del **catalogo prodotti della Banca**. Se, a mero titolo di esempio,  da un'analisi dettagliata del catalogo prodotti (che dovrà costituire un punto di partenza irrunciabile del processo) dovesse emergere una nutrita presenza di prodotti flessibili/total return/bilanciati è inevitabile che tra le asset class utilizzate per la costruzione dei portafogli modello non possono mancare le asset class flessibili (a bassa, media e alta volatilità) e le asset class bilanciati (75%-25%; 50%-50%, 25%-75%). Se al tempo stesso dovessero esserci molti prodotti settoriali o di stile (value versus growth) non possono non esserci tra le asset class utilizzate per la costruzione dei portafogli anche i settori o i benchmark di stile. E cosi via.

Una volta scelto il numero di famiglie di portafogli modello da costruire (una sola per tutti i clienti o tre famiglie per la clientela retail, affluent e private) e una volta scelto il numero ed il tipo di asset class da utilizzare per ognuna delle famiglie stesse, prende avvio il processo di definizione dei dati di input (rendimenti attesi, rischi attesi e correlazioni attese) che alimentano, poi, il processo di ottimizzazione. Questa fase prevede un primo elaborato da parte di B&S a cui fa immediatamente seguito un confronto sui risultati ottenuti con il gruppo di lavoro (che idealmente dovrebbe vedere la presenza delle diverse funzioni e, possibilmente, una rappresentanza delle banche).

Questa prima fase del progetto può richiedere complessivamente un mese di lavoro per la condivisione di tutti gli step e la condivisione dei risultati parziali con successivo fine tuning. **Il costo una tantum** di B&S per la realizzazione dei portafogli modello oscilla **tra i 25.000 euro ed i 35.000 euro + Iva**in funzione del numero di famiglie di portafogli modello da costruire (dai 25.000 per una sola famiglia ai 35.000 per tre famiglie di portafogli modello).

1. **definizione delle regole e delle logiche per la manutenzione tattica periodica dei portafogli modello strategici:**

In considerazione del fatto che la clientela, soprattutto quella di fascia elevata, si aspetta una manutenzione periodica dei portafogli, è prassi di B&S definire le regole del gioco della manutenzione tattica (fissando dei veri e propri budget di rischio a disposizione della stessa) e supportare la banca nella raccolta e nella elaborazione delle views dei gestori (immaginando di voler coinvolgere le SGR di cui collochiamo i prodotti in questo lavoro di formalizzazione delle views di breve termine) per tradurle, poi, in portafogli tattici.

Questa seconda fase del progetto ha un **costo una tantum di 7.500 euro + Iva** a cui si somma un **costo running, pari a 8.000 euro all'anno,**per la partecipazione e gestione dei quattro comitati di investimento tattici trimestrali, cui fa seguito la reportistica per mettere in evidenza il valore creato/distrutto dalle scommesse tattiche e dalla selezione degli strumenti/prodotti.

1. **definizione delle regole e delle logiche per la mappatura e rankizzazione del catalogo prodotti della banca:**

Un aspetto altettanto delicato nell'ambito del processo di consulenza evoluta a livello di portafoglio consiste nella mappatura e rankizzazione del catalogo prodotti a disposizione delle banche. Per consentire, infatti, al motore di ottimizzazione in prodotti di attingere da un bacino di best in class, risulta fondamentale definire le regole per la rankizzazione. Si è già avuto modo di riflettere, in sede di riunione, sul fatto che il Nav dei fondi (e, di conseguenza, tutti gli indicatori di rendimento e/o di risk adjusted performance che vengono calcolati sul Nav stesso), tengono in considerazione solo i costi correnti e non anche le eventuali spese di entrata/collocamento/uscita; si rende necessario, pertanto, effettuare delle rettifiche: tutti i rendimenti dei  fondi devono essere ridotti della commissione di ingresso/collocamento/uscita "spalmata" sull'arco temporale medio che tipicamente caratterizza il periodo di detenzione di quel prodotto da parte della clientela. Da qui, quindi, la necessità di capire, quale è il grado di turnover medio dei prodotti nei portafogli della clientela al fine di dimostrare a Consob quale è l'arco temporale ragionevole sul quale "spalmare" gli eventuali altri costi (rispetto alle spese correnti) che vanno ad inficiare (e a volte davvero pesantemente) la redditività dei singoli prodotti/fondi.

Un secondo passaggio molto delicato è come andare a rankizzare prodotti appartenenti a microcategorie diverse (vi ricordo, ad esempio, che in Morningstar le microcategorie sono 152 e in Quantalys 146) che poi, però, afferiscono alla stessa macrocategoria. Faccio un esempio: se per la costruzione dei portafogli modello noi abbiamo usato la macro-categoria azionario europa, come facciamo a valutare tutti i fondi che sono si azionari europa ma molti dei quali sono azionari europa small cap, altri sono azionari europa large cap, altri ancora sono azionari europa value, altri sono azionari europa growth e cosi via. La domanda non è banale: visto che per i fondi che hanno un benchmark abbiamo suggerito di utilizzare come indice principe per la rankizzazione/scrematura l'information ratio, quale benchmark utilizziamo nel calcolo dello stesso? il bechmark della macro-categoria o il benchmark della micro-categoria? E' una decisione tutt'altro che banale. Da un lato, poiché a noi servono degli ottimi fondi che coprano l'azionario europa (visto che nei portafogli modello andremo a mettere l'asset class azionario europa) ci potrebbe sembrare logico valutarli rispetto al benchmark MSCI Europe. Dall'altro lato, però, quando sappiamo che stiamo analizzando/valutando un fondo che non è un fondo azionario europa generalista ma è un fondo azionario europa value, ci potrebbe sembrare più logico valutarlo rispetto al suo peer che è quello dei fondi azionari value e, quindi, utilizzare il benchmark MSCI Europe Value. E cosi via per tutte le micro asset class che ricadono all'interno della macro-categoria azionario europa. Come se ne viene fuori da questa situazione di apparente impasse? L'unica soluzione plausibile (o meglio quella che, dopo un po di esperienza maturata in questo contesto, abbiamo individuato come quella da preferire) consiste nel fare un doppio processo di valutazione/rankizzazione.  In una prima fase si valutano tutti i prodotti/fondi all'interno della loro micro-categoria di afferenza, analizzando il loro comportamento rispetto al benchmark della micro-categoria. Una volta fatta questa scrematura, si prendono tutti i fondi best in class (a voi la decisione se utilizzare la mediana per discernere i best dai worst oppure se tenere l'asticella più alta prendendo solo il primo 33% per i best e i restanti due terzi per i worst o se alzare ancora di più l'asticella per tenere tra i best il primo quartile - ossia il primo 25% - e collocare tra i worst il restante 75%) e li si porta all'interno della macro-asset class dove subiranno un nuovo processo di valutazione/rankizzazione questa volta rispetto al benchmark della macro-categoria. In questo modo io so di aver attinto ai migliori fondi di tutte le micro-categorie e poi di averli analizzati per la loro capacità, o meno, di battere il benchmark della macro-asset class che devono andare a coprire.

In definitiva, come potrete notare, il processo di scrematura/selezione/rankizzazione (che va ripetuto almeno ogni trimestre) è un processo alquanto articolato e complesso che va impostato e manutenuto con delle logiche robuste e con degli algoritmi ben precisi.

Una volta ripetuto questo lavoro per tutte le asset class dei portafogli modello, possiamo dire di aver setacciato tutto il catalogo prodotti a nostra disposizione, tenendo in evidenza i best in class per ogni mercato/segmento/asset class.

Anche per questa terza fase del progetto si ha un costo una tantum di 7.500 euro + Iva per la definizione delle regole del gioco e per la predisposizione di un documento tecnico che chiarisca le logiche utilizzate per l'individuazione dei best in class e poi un costo running, pari a 8.000 euro + Iva all'anno, per la definizione periodica (4 volte all'anno con revisione su base trimestrale) delle short list a livello di micro e di macro asset class con successivo caricamento nella piattaforma per la messa a disposizione delle short list stesse alle singole banche.

Considerando il tutto, un progetto di questo tipo, in funzione del grado di collaborazione offerta dalle diverse funzioni della Banca di volta in volta coinvolte, potrebbe avere inizio già alla fine del mese di maggio 2021, vedere la predisposizione dei portafogli modello strategici per la fine del mese di giugno, la definizione delle short list dei best in class per la traduzione dei portafogli modello in mix di strumenti/prodotti (per un primo confronto con le banche pilota del progetto e/o con il gruppo di lavoro) per la fine del mese di luglio lasciando al mese di settembre  gli affinamenti per le manutenzioni tattiche dei portafogli anche alla luce della collaborazione che vorranno offrire le società prodotto.

Nelle prossime mail, che ho tenuto volutamente distinte, Vi invio una serie di informazioni aggiuntive ed alcuni esempi concreti del nostro modo di lavorare sulle varie fasi del progetto descritte sopra. Più precisamente:

1. una prima mail con:   
   - una presentazione di Benchmark & Style e le nostre principali referenze (con una descrizione sintetica dei vari progetti effettuati per le diverse controparti);  
   - un'analisi del comportamento dei motori di adeguatezza (basati su Var e/o CVaR) nel periodo della pandemia;  
   - la presentazione fatta a Consob sulle criticità dei modelli di adeguatezza basati su VaR e CVaR e i possibili rimedi da apportare;  
   - un paper, scritto da me e da Ugo Pomante, sui fondi flessibili.
2. una seconda mail, con un esempio concreto del processo di asset allocation strategica per la costruzione dei portafogli modello di una SIM;
3. una terza mail, con un esempio concreto di impostazione del processo di manutenzione tattica dei portafogli modello di una Banca;
4. una quarta mail, con il documento metodologico per la predisposizione delle short list;
5. una quinta ed ultima mail, con la riflessione su come veicolare quanto predisposto a livello centrale (portafogli modello strategici, portafogli modello tattici, portafogli modello in prodotti, short list di best in class) tramite la vostra piattaforma già esistente e verifica dei possibili vantaggi derivanti dall'utilizzo di Quantalys nella gestione del dialogo tra la struttura centrale e le singole banche del network.

Resto ovviamente a Vostra disposizione per approfondire ognuna delle aree tematiche indicate nel progetto complessivo con l'organizzazione di apposite video-call o con  incontri presso la Vostra sede. Un cordiale saluto, emnauele carluccio