

Suitability & Know Your Customer:

due sfide ancora aperte.

 **accenture**





Introduzione

La crisi pandemica ha sottoposto i sistemi di adeguatezza adottati dalle banche italiane ai fini MiFID ad un inatteso stress test dovuto al repentino passaggio da una fase di bassissima volatilità ad un crollo dei mercati finanziari, seguito da un'altrettanta rapida ripresa delle quotazioni.

La ripresa a “V” dei mercati finanziari era solo una delle opzioni possibili ed è sembrato, quindi, interessante analizzare le modalità con cui le banche hanno affrontato questo stress test per valutare la loro attitudine a raccomandare efficaci scelte di investimento alla clientela. Il modello di adeguatezza non costituisce, infatti, la semplice applicazione di un modello di *risk management* ai portafogli dei clienti, ma contribuisce, insieme alla *know your customer rule* ed alla *know your merchandise rule*, a definire i presidi predisposti dagli intermediari per dare applicazione alle Linee Guida ESMA in materia di adeguatezza.

Le Linee Guida ESMA forniscono numerosi suggerimenti che hanno contribuito ad uniformare le modalità adottate dagli intermediari per la raccolta delle

informazioni rilevanti in merito alla tolleranza al rischio dei clienti (*know your customer rule*), lasciando invece ampia libertà sia sulle modalità di aggregazione di tali informazioni, sia sulla definizione delle logiche di verifica dell'adeguatezza. L'eterogeneità dei modelli di business adottati dagli intermediari contribuisce inevitabilmente a differenziare le scelte che gli stessi hanno sviluppato per integrare le informazioni raccolte dai clienti con l'obbligo di monitoraggio nel continuo dell'adeguatezza delle raccomandazioni.

La presente indagine si pone il duplice obiettivo di analizzare le scelte effettuate dagli intermediari in materia di verifica dell'adeguatezza e di inquadrare tali scelte all'interno del complessivo processo che è stato disegnato per offrire un

servizio di consulenza/gestione di patrimoni alla clientela. Accenture S.p.A. e Benchmark & Style hanno quindi instaurato un produttivo rapporto di collaborazione che ha unito le reciproche competenze sul tema e un network di relazioni capillare, al fine di strutturare una survey completa da presentare ad un campione di intermediari di diverse dimensioni rappresentativo del panorama italiano. Il campione considerato ai fini dell'analisi è stato, infatti, accuratamente selezionato al fine di garantire una significativa rappresentanza della realtà *Private* a livello nazionale italiano, prendendo in esame sia soggetti operanti in toto nel settore della gestione individuale del risparmio, sia divisioni di *Private Banking* all'interno di gruppi bancari. Coerentemente con l'obiettivo dell'indagine, il questionario è stato costruito per esplorare sia le modalità in termini di indicatori e metriche utilizzate dagli intermediari per monitorare nel continuo l'adeguatezza delle raccomandazioni fornite alla clientela, sia per valutare il grado di coerenza con il modello di business adottato dalla banca in termini di pricing e di caratteristiche del servizio offerto.

La prima sezione del questionario è dedicata alla raccolta di informazioni sulle modalità di costruzione del questionario di profilatura del rischio

previsto dalla Linee Guida ESMA.

Le domande sono rivolte ad accertare gli ambiti di indagine coperti dagli intermediari e le modalità di aggregazione di tali informazioni, senza entrare nel merito dei punteggi e dei pesi assegnati alle singole domande del questionario.

La seconda sezione del questionario è dedicata alla raccolta di informazioni sulle modalità operative con cui viene condotta la verifica dell'adeguatezza, prendendo in esame le diverse tipologie di rischio che vengono presidiate e la relativa modellistica. Una parte di questa sezione del questionario è anche dedicata alla verifica degli effetti prodotti dalla crisi pandemica sui sistemi di adeguatezza e sulla conseguente necessità di apportare dei correttivi.

La terza sezione del questionario è dedicata agli aspetti del modello di business adottato dagli intermediari con riferimento alle modalità di remunerazione del servizio, al perimetro del servizio di consulenza offerto e all'oggetto della raccomandazione. In relazione a quest'ultimo aspetto, l'obiettivo del questionario è comprendere quanto sia diffuso il ricorso a portafogli modello associati ai singoli cluster di rischio della clientela e quali siano le principali logiche di costruzione dell'asset allocation.







Sezione 1.

Il questionario di profilatura del rischio

L'obiettivo della prima sezione del questionario è quello di analizzare le logiche e le modalità con le quali i diversi intermediari finanziari che hanno aderito a questa attività di benchmarking hanno impostato i relativi questionari di profilatura della clientela nell'ambito del servizio di gestione e/o di consulenza in materia di investimenti, al fine di individuare il relativo grado di omogeneità e/o i principali elementi di differenziazione. Esula dagli obiettivi della presente indagine l'analisi puntuale dei punteggi assegnati alle singole domande del questionario, volendo piuttosto comprendere come la *know your customer rule* si raccordi alla *suitability rule*.

Se nella teoria di portafoglio, infatti, la comprensione dell'avversione al rischio dell'investitore permette di identificare in modo univoco il portafoglio che presenta un adeguato trade off tra rendimento e rischio, nella pratica il questionario non permette di identificare il portafoglio ideale, ma contribuisce a definire il **rischio massimo tollerabile dal cliente**.

Passando a considerare le aree di indagine coperte dal questionario di profilatura, la Tabella che segue mette chiaramente in evidenza le indicazioni fornite dagli intermediari che hanno partecipato all'indagine.

**Aree di indagine presidiate****Aspetti indagati****% di intermediari finanziari che indagano tale aspetto**

Informazioni di natura non finanziaria	Stato civile	20%
	Età	70%
	Composizione del nucleo familiare	80%
	Livello di educazione	100%
	Altro (specificare)	70%
La conoscenza e l'esperienza maturata dal cliente sui seguenti strumenti/prodotti finanziari	Liquidità	40%
	Titoli Obbligazionari governativi	90%
	Titoli Obbligazionari Corporate	90%
	Azioni	80%
	Fondi Comuni Di Investimento	80%
	Fondi Di Private Equity	50%
	Fondi Di Private Debt	30%
	Hedge Funds	50%
	Commodities	20%
	Fondi Di Real Estate	10%
	Certificati	70%
	Derivati	80%
	Valute	30%
Prodotti Strutturati	70%	
Altro (Specificare)	50%	
La situazione finanziaria del cliente	Tipo di occupazione	80%
	Reddito annuo	70%
	Spese correnti	20%
	Patrimonio finanziario	60%
	Patrimonio immobiliare	90%
	Debiti/mutui/finanziamenti	80%
	Necessità di copertura	0%
Altro (specificare)	80%	
Gli obiettivi dell'investimento	Orizzonte temporale	90%
	Massima perdita tollerabile	60%
	Rendimenti minimo richiesto	30%
	Altro (specificare)	70%
Altro (specificare)	Altro (specificare)	10%

Tra le informazioni di natura non finanziaria, richieste dalle Linee Guida dell'ESMA, fatte proprie dalla Consob, il campione evidenzia una buona copertura di tutte le variabili indicate nell'indagine, ad eccezione di quella relativa allo stato civile: una possibile motivazione potrebbe essere individuata nella oggettiva difficoltà di individuare un nesso causale forte tra un possibile **stato civile** e l'avversione al rischio del cliente nelle proprie scelte di natura finanziaria. L'età del cliente viene indagata soltanto dal 70% del campione nonostante l'enfasi posta su questa informazione dalle Linee ESMA, che peraltro non hanno fornito alcun contributo per identificare un nesso logico con l'avversione al rischio. Molto rilevante è risultato per tutti gli intermediari interpellati il **titolo di studio/livello di educazione del cliente** così come la **composizione del nucleo familiare**. Tra le variabili suggerite nella voce "altro (specificare)" quali informazioni di natura non finanziaria rilevanti per la definizione del profilo di rischio del cliente, vengono citate da quasi tutti gli operatori interpellati sia il tipo di occupazione, sia la frequenza con la quale il cliente si informa sull'**andamento dei mercati finanziari**. Tra le informazioni relative al grado di conoscenza ed esperienza maturata dal cliente sui singoli strumenti/prodotti finanziari, prevalgono nettamente le domande sui titoli obbligazionari, siano essi governativi o corporate, sui fondi comuni di investimento, sulle azioni, sui *certificates*, sui derivati e sui prodotti strutturati, mentre meno presidiati risultano essere le valute, le commodities e i prodotti illiquidi (fondi di *private equity*, di *private debt* e di *real estate*) a testimonianza del fatto che i questionari di profilatura

hanno solo cominciato ad incorporare il trend in atto sul mercato che vede un progressivo aumento del peso degli strumenti illiquidi nei portafogli della clientela. Tra le indicazioni fornite nella voce "altro (specificare)" spicca la presenza dei prodotti assicurativi (polizze di ramo I e *unit linked*) e il dato relativo al numero di transazioni (e al relativo importo medio) effettuate dal cliente negli ultimi 3-5 anni, a testimonianza del grado di esperienza maturato dal cliente su specifiche famiglie di prodotti. Il 20% dei soggetti intervistati non pone al cliente domande specifiche, finalizzate a verificare l'effettiva padronanza delle caratteristiche tecniche delle diverse tipologie di prodotti, quanto piuttosto domande più di carattere generale sui principali fattori di rischio che possono caratterizzare le macro-famiglie di strumenti/prodotti.

Tra le informazioni relative alla situazione finanziaria del cliente, si registra una assoluta attenzione prestata al tipo di occupazione del cliente, al suo patrimonio immobiliare e finanziario, all'entità dei finanziamenti/debiti in essere, al reddito annuo e alle spese correnti e, di conseguenza, alla capacità di risparmio. Tra le variabili ulteriori che vengono suggerite nella voce "altro (specificare)", emerge l'importanza degli asset finanziari detenuti anche presso altri intermediari finanziari, così come le aspettative che il cliente ha sulla propria capacità di reddito prospettica.

Nella definizione degli obiettivi del cliente, mentre è praticamente unanime la rilevanza dell'indicazione del relativo orizzonte temporale, meno importanti risultano essere le informazioni relative al rendimento minimo richiesto e/o alla perdita massima tollerabile.



**Il goal based
investing:
questo
sconosciuto**

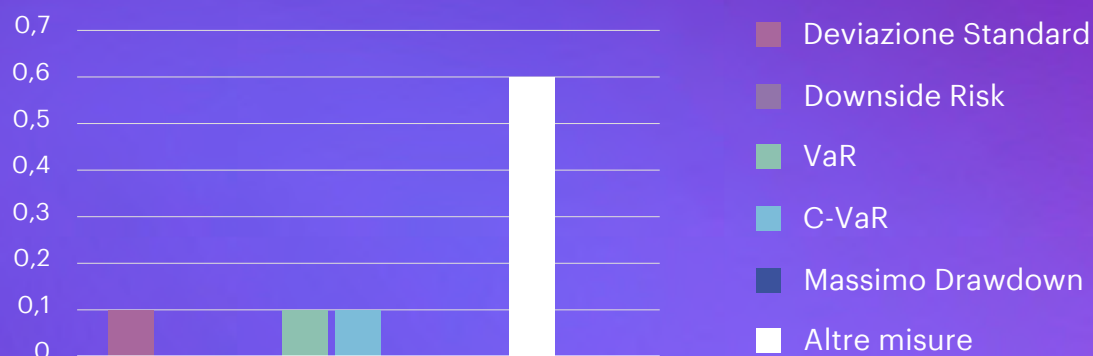
In particolare, mentre il 60% del campione chiede informazioni sulla massima perdita che l'investitore è disposto ad accettare, soltanto il 30% associa anche una domanda sul rendimento minimo che l'investitore considera accettabile.

Anche se le istituzioni intervistate incorporano formalmente l'orientamento delle Linee Guida ESMA affinché gli intermediari adottino misure ragionevoli per valutare la comprensione del rischio dell'investimento da parte del cliente nonché il rapporto tra rischio e rendimento sul capitale investito, sembrano esservi spazi per una più efficace incorporazione: la richiesta della massima perdita tollerabile dal cliente potrebbe essere associata in modo più esplicito ad una aspettativa di rendimento minimo, evidenziando così più chiaramente il *trade-off* rendimento/rischio che le diverse soluzioni di investimento possono offrire e la volontà del cliente di accettare tale *trade-off*.

Tra le variabili suggerite, vi è chi presta attenzione ai bisogni assicurativi del cliente, chi ai fattori ESG, chi al peso massimo che il cliente intende dare ai prodotti illiquidi o complessi e, in modo più trasversale, viene indicata la possibilità di indurre il cliente a scegliere il *trade-off* rendimento/rischio preferito selezionando una delle opzioni etichettate, a mero titolo di esempio, come cauto, prudente, bilanciato e dinamico.

In considerazione, poi, del fatto che la Linea Guida ESMA n. 31 chiede all'impresa di investimento di verificare la capacità del cliente di cogliere il significato di nozioni finanziarie di base, quali il rischio di un investimento, si è voluto investigare quale fosse la misura di rischio più frequentemente utilizzata dagli intermediari nel dialogo con la clientela. Il grafico sottostante riporta i risultati ottenuti.

Presentazione al cliente del concetto di rischio



Ciò che emerge con chiarezza è la preferenza degli intermediari finanziari ad affrontare in modo qualitativo, e non quantitativo, il concetto di rischio, richiamando l'attenzione del cliente sui concetti teorici di *trade-off* rendimento/

rischio e di diversificazione, ma rinunciando ad esplicitare il premio per il rischio atteso dalle diverse soluzioni di investimento. Ciò viene confermato anche dalla tabella che segue.



Presentazione al cliente del trade-off rendimento-rischio



% di intermediari finanziarie fanno ricorso a tale modalità



Solo in modo qualitativo, basandosi sull'assunzione che nel lungo termine ad un maggior livello di rischio corrisponde solitamente un maggior livello di rendimento	60%
Utilizzando dati relativi ad un singolo strumento/prodotto finanziario (ad es. un titolo obbligazionario, un'azione o un fondo comune di investimento)	0%
Utilizzando dati relativi ad una singola asset class (ad es. mediante l'analisi di benchmark di mercato)	0%
Utilizzando dati relativi a teorici portafogli modello (ad es. diversi mix tra liquidità, obbligazioni ed azioni)	20%
Utilizzando dati relativi a veri portafogli modello costruiti per essere abbinati a diversi cluster di clientela per offrire loro soluzioni di investimento coerenti con la loro tolleranza al rischio	10%
Altre misure (specificare)	10%

La netta maggioranza degli intermediari finanziari interpellati, infatti, dichiara di preferire una modalità di presentazione del trade-off rendimento-rischio e solo il 10% dei soggetti intervistati dà *disclosure* al cliente dei rendimenti/rischi attesi relativi ai diversi portafogli modello costruiti appositamente per rispondere alle esigenze dei diversi *cluster* di clientela.

E' inevitabile, pertanto, che alle due domande immediatamente successive relative all'orizzonte temporale sul quale vengono calcolate le misure di rischio e alle tecniche utilizzate per il relativo calcolo (back-test delle performance storiche su un determinato orizzonte temporale, *bootstrapping* o proiezione dell'andamento probabilistico del montante mediante il cono a la Ibbotson

o mediante le simulazioni Monte Carlo) abbiano risposto solo il 30% degli intermediari che avevano dichiarato di utilizzare dati relativi a portafogli modello sia teorici che effettivi. Nel caso degli intermediari che utilizzano dati relativi ai veri portafogli modello proposti alla clientela, si osserva una certa eterogeneità delle soluzioni adottate che vanno dal ricorso a simulazioni di back-test a 3 anni sino alla possibile dispersione dei rendimenti futuri su *holding period* di 15 anni.

Per quanto attiene, poi, l'output finale del questionario di profilatura, come si evince dalla tabella che segue, prevale nettamente la tendenza ad effettuare un calcolo del punteggio complessivo ottenuto dal cliente con le risposte alle singole domande.

 L'output finale del questionario di profilatura	 % di intermediari finanziari che utilizzano questa soluzione
Una descrizione qualitativa delle risposte date dal cliente	30%
Uno score complessivo dato dalla valutazione del punteggio delle diverse risposte fornite dal cliente alle singole domande	80%
Altro (specificare)	10%

Oltre al punteggio complessivo, che, però, non viene quasi mai comunicato al cliente, al quale si preferisce sintetizzare il tutto indicando in quale profilo di rischio è stato classificato, si calcolano separatamente anche i punteggi relativi alla conoscenza ed esperienza e alla situazione finanziaria che, opportunamente integrati con i punteggi relativi ai quesiti sulle variabili di natura non finanziaria, determinano le soglie per la verifica dell'adeguatezza sia in termini di strumenti/prodotti che il cliente può avere in portafoglio (in funzione del fatto che li conosca o abbia almeno maturato una certa esperienza su di essi), sia in termini di coerenza tra gli obiettivi perseguiti, relativo orizzonte temporale e situazione finanziaria del cliente.

Interessante, poi, è la risposta fornita dagli intermediari interpellati in merito alla tendenza a classificare la clientela solo in un determinato numero di *cluster* di rischio o piuttosto avvalendosi di una matrice in cui, oltre al livello di rischio, entra in gioco anche il relativo orizzonte temporale a disposizione del cliente. Il 60% degli intermediari dichiara di fare ricorso al solo *cluster* di rischio, con un numero di *cluster* che varia da un minimo di 3 ed un massimo di 6. Gli altri intermediari interpellati hanno optato per la logica matriciale, con un minimo di 3 ed un massimo di 5 profili di rischio e con un minimo di 3 ed un massimo di 5 orizzonti temporali.

Da ultimo, per tutti gli intermediari finanziari che hanno partecipato a questa attività di benchmarking, l'operazione di profilatura riguarda il cliente nel suo complesso e non il suo singolo obiettivo di investimento e la classificazione cui si giunge non determina tanto il livello ideale di rischio che dovrebbe essere attribuito al portafoglio del cliente abbinato ad uno specifico obiettivo di investimento quanto piuttosto il massimo livello di rischio tollerabile dal cliente nel suo complesso.

1.1.

Principali evidenze emerse

Pur in presenza di alcuni elementi di differenziazione, sembra emergere una tendenza ancora diffusa ad impostare/utilizzare il questionario di profilatura più per rispondere ad obblighi normativo-regolamentari che per avviare una vera e propria operazione di *engagement* con la clientela. Meritevole di maggiore attenzione appare la parte relativa alle verifiche del grado di conoscenza da parte della clientela delle caratteristiche dei singoli strumenti/prodotti in quanto risulta evidente quanto ancora ci si avvalga delle autodichiarazioni dei clienti e/o si faccia riferimento ad intere famiglie di prodotti piuttosto che a singole e specifiche fattispecie. Qualche spazio di miglioramento esiste per una parte del campione con riferimento ai ripetuti solleciti di ESMA e Consob sulla necessità di far percepire al cliente in modo puntuale il trade-off rendimento-rischio offerto dalle diverse soluzioni di investimento. La rilevanza del concetto di diversificazione richiede l'adozione di un approccio di portafoglio, tanto più efficace se riferito proprio ai portafogli modello suggeriti in abbinata ai diversi cluster di rischio in cui i clienti vengono classificati al termine del processo di profilatura. Interessante il numero di intermediari che hanno iniziato a valorizzare l'impatto dell'orizzonte temporale in sede di classificazione della clientela alla luce dell'importante ruolo giocato proprio dalla **time diversification** nel comportamento nel tempo dei diversi portafogli di attività finanziarie. Del tutto assente, risulta, infine, il ricorso al **goal based investing**, nonostante la vasta letteratura in materia di finanza comportamentale richiami l'attenzione degli operatori sulla necessità di far ragionare il cliente in termini di bisogni e, quindi, di singoli obiettivi.



Sezione 2.

Modello di adeguatezza

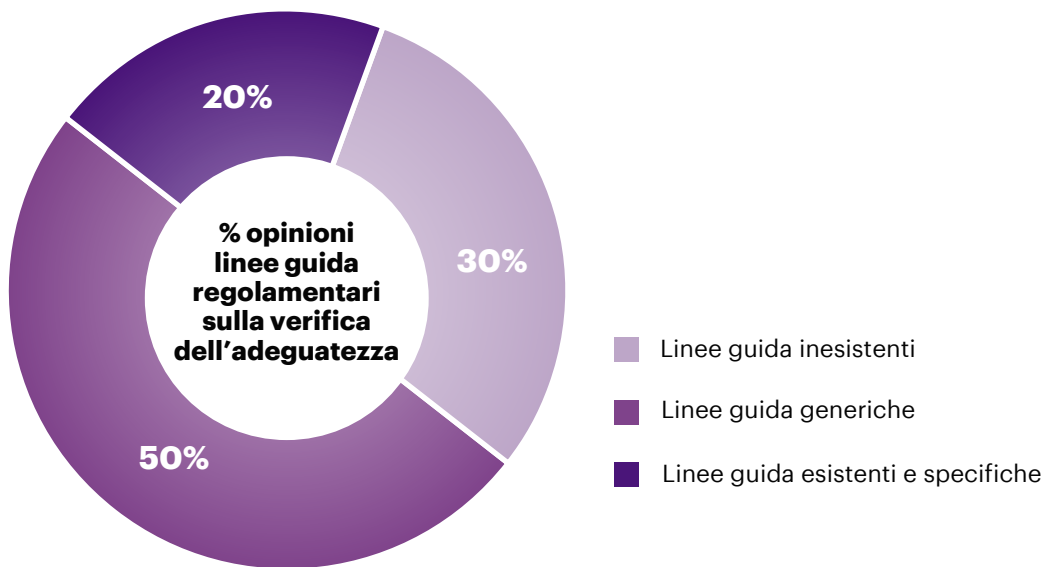
Lo scopo di questa sezione è quello di analizzare i modelli di adeguatezza sviluppati dal panel di istituzioni, al fine di verificare se a fronte di un quadro normativo che è stato innovato con le direttive MiFID esistano modelli sufficientemente omogeni o prevalgano, piuttosto, gli elementi di differenziazione.

Le risposte offerte dal panel di intermediari oggetto del campione sembrano andare nella direzione di una **discreta differenziazione** non tanto per ciò che riguarda gli indicatori utilizzati, quanto per le metodologie adottate. In termini di percezione delle istituzioni che compongono il campione di indagine, infatti, il 45% dei soggetti intervistati ritiene che in Italia non esista un modello di adeguatezza prevalente; di contro, il 55% di essi ritiene che vi sia una preponderanza nell'uso di tecniche

VaR e Expected Shortfall, sebbene non tutti ricorrano alla medesima modellistica per la quantificazione di tali indicatori.

Poiché il livello di omogeneità è certamente condizionato dalla presenza o meno di un soggetto *super partes* (ad esempio autorità di vigilanza) che definisce le regole di comportamento, abbiamo chiesto alle istituzioni finanziarie intervistate se esistano in Italia delle linee guida sulla verifica di adeguatezza fornite dalla *Regulation Authority*. Le opinioni espresse sono discordanti:

- il 30% ritiene che tali linee guida non esistano;
- il 50% sostiene che le linee guida siano generiche;
- il 20% ritiene che le linee guida esistano e siano specifiche.



2.1.

Il perimetro del servizio di advisory

Ancor prima di addentrarci nell'analisi dei modelli di adeguatezza è utile verificare quale sia l'ambito nel quale l'adeguatezza viene applicata, ossia il perimetro dell'attività di consulenza. È significativo sottolineare che solo il 10% del campione effettua una attività di consulenza (e quindi procede ad una verifica di adeguatezza) anche sui prodotti che i clienti detengono presso altre istituzioni finanziarie (in tal caso, sono i *private banker* stessi a raccogliere dalla

clientela le informazioni necessarie per procedere alla verifica di adeguatezza). Prevale, pertanto, un modello nel quale la consulenza è confinata ai soli prodotti detenuti presso lo stesso istituto.

Focalizzandosi adesso sulla tipologia di prodotti che è oggetto di consulenza/verifica adeguatezza, la tabella che segue permette di analizzare la percentuale di istituzioni che incorporano le singole classi di strumenti nel perimetro consulenziale.



Tipologia di strumenti



% di istituti che includono tali strumenti nel perimetro della consulenza

Conti di deposito	50%
Obbligazioni	90%
Azioni	90%
Fondi Comuni/ETF/ETC	100%
Prodotti assicurativi	90%
Derivati	70%
Prodotti strutturati	80%
Fondi pensione	30%
Hedge funds	60%

A close-up photograph of a hand dripping water into a pool of water. The hand is positioned in the upper right, with several water droplets falling from the fingers. The water surface below is dark and shows concentric ripples from the falling droplets. The background is a blurred, natural setting with green and brown tones.

**Prevale una logica
risk based senza
la verifica di aderenza
ai portafogli modello**



Solo il 10% del campione limita il perimetro della consulenza ai soli Fondi Comuni/ETF/ETC. Inoltre, metà del *panel* non incorpora nel perimetro di consulenza i conti di deposito; tale circostanza può potenzialmente limitare il ricorso a questo strumento quale bene rifugio (*safe haven*) nelle

fasi di *flight to quality*. Assai limitato è anche l'inclusione dei fondi pensione che (in Italia) continuano ad essere interpretati come un segmento indipendente ed autonomo rispetto alla consulenza agli investimenti.

2.2.

I fattori considerati ai fini della verifica dell'adeguatezza

Abbiamo chiesto alle istituzioni del campione quali fossero i fattori presi in considerazione ai fini della adeguatezza. Nella tabella che segue si provvede ad una sintesi delle evidenze raccolte.

	Fattori considerati		% di istituti che includono i fattori ai fini della verifica dell'adeguatezza
	Costi		70%
	Aderenza al portafoglio modello		20%
	Peso massimo di specifiche asset class		20%
	Conoscenza		80%
	Esperienza		80%
	Presenza in portafoglio di prodotti complessi		80%
	Presenza in portafoglio di prodotti illiquidi		80%

La scelta è piuttosto uniforme. È degno di menzione lo scarso uso del fattore "aderenza al portafoglio modello"; il basso numero di società che vi fanno ricorso denota che per la stragrande maggioranza di esse l'adeguatezza è una verifica del rischio assunto e non anche una valutazione della coerenza delle scelte di investimento con i portafogli modello sviluppati ex-ante.

2.3.

La stima del rischio

Il primo aspetto oggetto di approfondimento è rappresentato dall'origine degli algoritmi di calcolo del rischio che alimentano la verifica di adeguatezza. L'obiettivo è verificare se prevalga lo sviluppo di un modello interno o il ricorso all'*outsourcing*.

L'80% degli istituti intervistati fa **ricorso a provider esterni**; di questi, il 40% utilizza passivamente gli algoritmi standard forniti dall'*outsourcer*, mentre il 60% utilizza algoritmi che il provider esterno ha personalizzato allo scopo di incorporare le procedure interne dell'istituto. Come era lecito attendersi, esiste una certa relazione tra il modello utilizzato e la dimensione dell'istituto: tutte le realtà di minore *size* optano per l'*outsourcing*. Infine, solo uno degli istituti intervistati dichiara di combinare modelli interni e *outsourcing* e trattasi della medesima (e unica) realtà che, come vedremo, effettua una verifica di adeguatezza sia a livello di singolo prodotto che a livello di portafoglio.

Con riferimento alle tipologie di rischio prese in considerazione ai fini della verifica di adeguatezza, la pressoché totalità degli istituti intervistati procede alla stima del rischio di mercato, di credito e di liquidità; pertanto, la scelta in termini di fattori di rischio considerati ai fini dell'adeguatezza è standard e uniforme. Quale elemento di (parziale) differenziazione, solo la metà dei soggetti intervistati effettua anche la misurazione del rischio di concentrazione.

A fronte della presenza di una pluralità di rischi oggetto di stima, il 60% delle istituzioni finanziarie effettua le verifiche di adeguatezza a livello di singola tipologia di rischio (ossia, tante verifiche di adeguatezza quante sono le tipologie di rischio stimate), mentre il 40% di essi procede ad una verifica "unica", aggregando i diversi fattori di rischio e giungendo così ad un indicatore in grado di incorporare una pluralità di *risk factor*.

2.4.

Il rischio di mercato

In questa sezione ci si focalizzerà sull'analisi di adeguatezza relativamente al solo rischio di mercato. Questo approfondimento è giustificato non solo dal fatto che per questa tipologia di rischio esistono metriche di stima più robuste e consolidate, ma soprattutto dal fatto che **il rischio di mercato è il più rilevante** nella prospettiva del servizio di consulenza agli investimenti: per i portafogli con prevalenza di prodotti del risparmio gestito, il rischio di mercato è spesso l'unico rischio rilevante. Si può quindi affermare che il processo di adeguatezza

dei portafogli in consulenza è, fatte alcune rare eccezioni, soprattutto un processo di verificare della adeguatezza al rischio di mercato.

Relativamente alla metrica applicata, ossia dell'indicatore statistico utilizzato per la quantificazione del rischio di mercato, vi è una prevalenza (80%) dell'uso di indicatori di *potential loss* quali VaR e Expected Shortfall (ma **nessuno di questi due indicatori prevale sull'altro**). Il restante 20% degli istituti intervistati stima il rischio di mercato dei portafogli ricorrendo

The background of the page is a blurred photograph of several people walking in a modern office or public space. The scene is captured with a long exposure, creating a sense of motion. The people are mostly in silhouette or semi-silhouette against a bright, overcast sky visible through large windows. The floor is a light, reflective surface. The overall color palette is dominated by cool blues and greys.

Le misure di perdita potenziale rappresentano lo standard del mercato

alla classica deviazione standard dei rendimenti. Nessuna delle istituzioni intervistate utilizza altre misure di rischio del tipo *downside*, quali ad esempio *semistandard deviation*, *downside risk* o *maximum drawdown*.

Le scelte in termini di *holding period*, ossia dell'orizzonte temporale sul quale viene stimato il rischio del portafoglio, sono eterogenee: il 40% degli intervistati quantifica il rischio per un orizzonte temporale giornaliero; il 30% per uno settimanale e il restante 30% stima invece la volatilità o la perdita su una finestra temporale annuale. Pertanto, la maggioranza utilizza un orizzonte temporale che è in linea con quello applicato dalle banche per la stima del rischio del loro *trading book* e quindi **non allineato all'effettivo holding period dell'investitore**.

Relativamente alla natura delle serie storiche utilizzate, la stragrande maggioranza (80%) degli istituti intervistati stima il parametro di rischio utilizzando direttamente le serie storiche dei rendimenti degli strumenti (oggetto di misurazione) e applicando delle *proxy* solo in caso di assenza delle serie storiche o in presenza di serie storiche dei prodotti di ampiezza insufficiente. Esistono tuttavia delle eccezioni a questo *mainstream*:

- solo il 10% del campione effettua la mappatura dei prodotti in un indice di mercato o una combinazione di indici, derivando così indirettamente il rischio dei prodotti dalle serie storiche dei rendimenti degli indici di mappatura;
- un altro 10% applica un metodo basato sul *full repricing*.

Di particolare interesse è l'analisi della finestra temporale (ossia la lunghezza della serie storica) utilizzata ai fini

della stima del rischio. Tale scelta assume grande rilevanza, in quanto la dimensione della serie applicata influenza la sensibilità degli indicatori di rischio al verificarsi di *shock* di mercato: minore è la lunghezza delle *time series*, maggiore è la probabilità di manifestazione di "salti" di rischio in grado di accrescere il pericolo di un superamento delle soglie di adeguatezza. A tal proposito, prevale tra gli istituti intervistati **un approccio assimilabile a quello delle consolidate metriche applicate nel trading book bancario**, ossia l'uso di serie storiche di lunghezza piuttosto limitata: il 70% utilizza serie storiche di ampiezza pari o inferiore a due anni (con una prevalenza per la lunghezza 2 anni); solo il 30% si orienta verso scelte in grado di misurare un rischio di tipo strutturale (anziché congiunturale), utilizzando serie storiche di ampiezza quinquennale (nel 20% dei casi) o quindicennale (nel 10% dei casi).

Al tema appena trattato si lega quello della sensibilità del modello di stima del rischio di mercato alla manifestazione di *volatility spike*, ossia di repentini *shock* di mercato che comportano un incremento inatteso del rischio. Le risposte fornite dagli istituti intervistati permettono di verificare quale sia il loro punto di vista relativamente al problema di un repentino incremento del rischio che può mettere in crisi il modello di adeguatezza. Il 90% delle istituzioni finanziarie intervistate ha riconosciuto che la *sensitivity* delle misure di rischio ad un inatteso incremento della variabilità dei mercati **è un potenziale problema**; di queste: il 25% sostiene che la sensibilità agli *shock* di mercato deve essere evitata e per tale ragione si sono affidati ad una metodologia in grado di minimizzare il problema; il 75% riconosce l'esistenza del problema e,

in assenza di una soluzione corrente, desidererebbe prospetticamente utilizzare una metodologia in grado di limitare, in presenza di *volatility spike*, un incremento sensibile dei casi di adeguatezza. Solo il 10% dei soggetti intervistati si è dichiarato poco preoccupato di questo fenomeno.

Poiché la crisi pandemica ha causato, a febbraio-marzo 2020, un processo di *panic selling* di dimensioni considerevoli, potenzialmente in grado di innescare un vero e proprio *suitability tsunami* (ossia un incremento sensibile del numero di clienti inadeguati), abbiamo chiesto alle istituzioni interessate in che misura tale crisi abbia **influenzato il loro sistema di adeguatezza**:

- per il 45% dei soggetti intervistati la crisi pandemica ha comportato un grosso problema, poiché una percentuale elevata (25%-45%) dei clienti è diventata inadeguata;
- il 20% giudica gli effetti della crisi pandemica un problema limitato

(solo il 10%-25% dei clienti è diventato inadeguato);

- il 35% valuta la crisi pandemica come un “non problema” non avendo significativamente influenzato la percentuale di clienti inadeguati (si collocano in quest’ultimo gruppo tutte le istituzioni che hanno dichiarato di utilizzare metodologie di adeguatezza in grado di minimizzare il problema dei salti repentini di rischio in presenza di *volatility spike*).

Quale reazione alla crisi dei mercati causata dal Covid 19, il 60% degli istituti intervistati non ha ritenuto di dover apportare alcuna modifica al proprio modello di adeguatezza. Di contro:

- il 30% ha dovuto modificare le soglie di adeguatezza (ed il 65% di queste si sta interrogando circa l’opportunità di apportare modifiche al modello);
- il 10% ha apportato modifiche alla metodologia.

2.4.1. Le misure di perdita potenziale

Laddove la stima del rischio di mercato avviene attraverso un indicatore di VaR o di Expected Shortfall, è utile analizzare le differenze in termini di metodologie e parametri applicati. Con riferimento alla metodologia, **prevale** (80% degli intervistati) **il metodo delle simulazioni storiche**; il 20% degli istituti opta, invece, per un modello parametrico basato sull'assunto di distribuzione normale dei rendimenti. Metodologie più complesse (simulazioni Monte Carlo, modelli ibridi o tecniche parametriche basate su ipotesi di distribuzione dei rendimenti diverse dalla gaussiana) non trovano dunque applicazione.

Con riferimento alla scelta del livello di confidenza, un significativo numero

di istituzioni si discosta dal valore del 99%, lo standard nell'ambito del *trading book*; se, infatti, il 45% degli istituti (che fanno uso di misure di perdita potenziale) opta per un livello di confidenza del 99%, una percentuale equivalente applica il 95%, mentre il 10% utilizza un livello intermedio pari al 98%. È doveroso evidenziare che il ricorso a livelli di confidenza più bassi **non implica** (come molti erroneamente pensano) **la presenza di un approccio all'adeguatezza meno prudente** e trova invece giustificazione nella volontà di non comunicare perdite potenziali estremamente negative, le quali potrebbero indurre l'investitore a fuggire dal rischio piuttosto che assumerlo nella quantità tollerata.


2.4.2. Le soglie di rischio

Nel modello di adeguatezza assume grossa rilevanza la definizione delle soglie di rischio che fungono da parametri di verifica dell'adeguatezza del portafoglio. Il processo di quantificazione del rischio impone, quindi, **la fissazione di livelli massimi per ciascuna classe di rischio**.

Relativamente alla metodologia applicata per la definizione di queste soglie, le istituzioni del campione applicano criteri diversi. Il 40% degli intervistati afferma di applicare un approccio qualitativo di tipo *judgemental*. Molto diffusa (40%) è anche l'analisi di *backtesting*, ossia la quantificazione del rischio effettuata su serie temporali di lungo termine, in grado di verificare la dinamica del rischio su una pluralità di finestre

temporali. L'analisi di stress test trova invece applicazione nel 20% dei soggetti intervistati.

Relativamente alla frequenza di validazione delle soglie di rischio, il 60% degli istituti intervistati definisce una specifica frequenza (trimestrale, annuale, biennale, triennale), mentre il restante 40% effettua una validazione delle soglie solo in presenza di situazioni estreme (*shock* di mercato o *trigger event*) o in caso di modifica del modello utilizzato per la stima del rischio. Tuttavia, il 30% combina i due criteri prevedendo sì una frequenza di validazione, ma dichiarandosi poi pronta ad effettuare un test in ipotesi di *shock* di mercato.

A close-up photograph of a hand plugging a cable into a server rack. The scene is illuminated with a strong blue light, creating a high-tech, digital atmosphere. The background is filled with rows of server racks, their lights blurred into a bokeh effect. The hand is in the foreground, wearing a silver ring on the ring finger. The text is overlaid on the upper left portion of the image.

**Il 60% ha superato
lo stress test della
pandemia senza
particolari effetti
sui controlli
di adeguatezza**

2.5.

Le tipologie di rischio diverse dal rischio di mercato

Fonti di aleatorietà quali il rischio di credito e di liquidità non possono essere trascurate. Ed in talune particolari circostanze (la prevalenza in portafoglio di amministrato e/o di prodotti non dotati di un mercato secondario liquido) possono assumere anche il ruolo di *main driver* del rischio complessivo. Queste tipologie di rischio risultano essere anche **di più difficile stima**, a causa della assenza di serie storiche di rendimenti che permettono di quantificare con semplicità la loro entità.

Relativamente al rischio di liquidità, la misura più frequentemente applicata ai fini della sua quantificazione è rappresentata dal **Bid-Ask spread**: il 50% degli istituti intervistati dichiara infatti di utilizzare questo indicatore allo scopo di segmentare i prodotti per classi di liquidità. Il 40% applica invece approcci basati o sull'uso di un indicatore diverso (dal Bid-Ask spread) o sull'uso congiunto di una pluralità di indicatori. Vengono considerati ai fini della misurazione del rischio di liquidità: i volumi di trading (20% degli intervistati), i costi di uscita (20%), la vita residua (20%). Uno degli istituti del campione si differenzia dagli altri, privilegiando un approccio (al rischio di liquidità) di tipo dicotomico: la verifica di adeguatezza è effettuata misurando il peso dei prodotti (in portafoglio) che sono classificati come "non liquidi".

Relativamente al rischio di credito, il 45% dei soggetti intervistati ricorre alla **stima della expected/unexpected loss** (su un orizzonte temporale annuale), tecnica questa per molti versi assimilabile al calcolo del VaR

per il rischio di mercato. Nei casi in cui la stima del rischio di credito non è effettuata attraverso approcci basati sulla costruzione della distribuzione delle perdite, la fonte informativa che guida la stima è rappresentata dai rating: il 45% del campione intervistato ha infatti dichiarato di utilizzare il rating quale variabile dalla quale desumere il rischio di credito del portafoglio. Di queste, la metà misurano il rischio di credito del portafoglio attraverso il calcolo del rating medio (ponderato); l'altra metà stima il rischio di credito in modo dicotomico, attraverso il calcolo del peso in portafoglio dei titoli *speculative grade* o *not rated*.

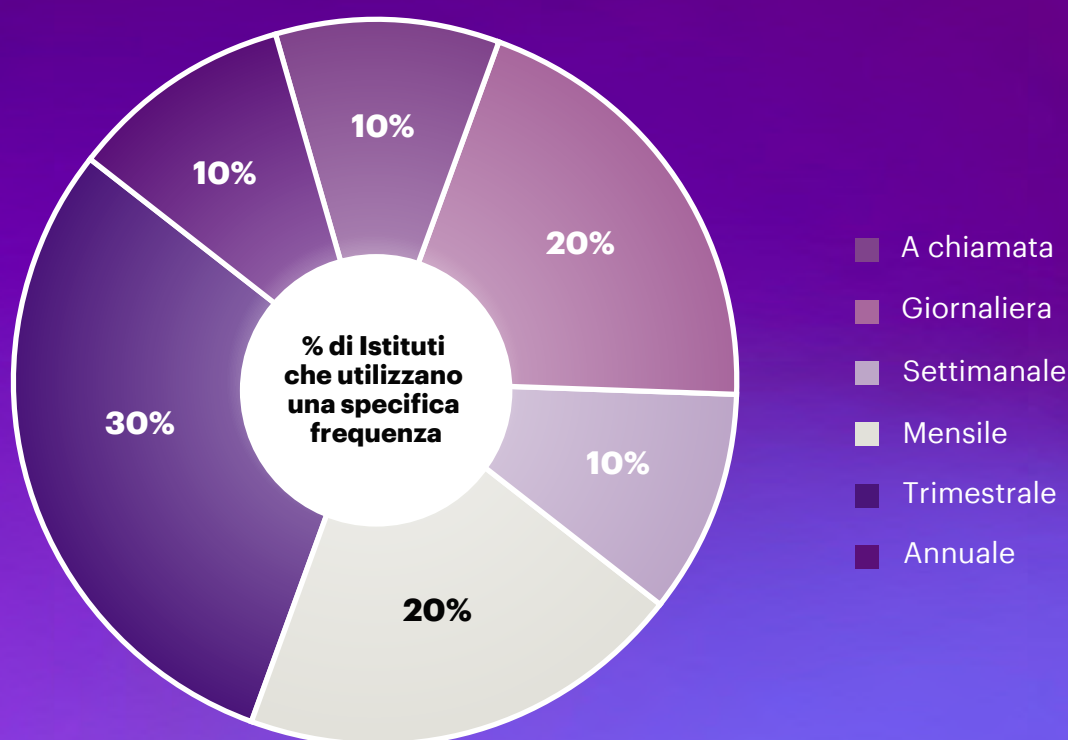
Con riferimento al rischio di concentrazione, interpretabile non come una fonte di rischio autonoma, ma piuttosto come un fattore di rischio in grado di esacerbare gli effetti finanziari dei più tradizionali rischi speculativi, gli istituti (sono la metà) che ne stimano il valore ricorrono alla misurazione del **peso dei titoli** (in portafoglio) **emessi dallo stesso soggetto**. Solo per un soggetto intervistato il rischio di concentrazione si spinge all'ambito dell'*asset management*, quantificando il peso dei prodotti gestiti da una singola *management company*. La stima del rischio di concentrazione è quindi svolta attraverso approcci elementari e di facile interpretazione; fa però eccezione il caso di un istituto che stima tale rischio sulla base della matrice delle correlazioni connessa alla perdita inattesa del portafoglio.

2.6.

La verifica dell'adeguatezza

Una volta definito sia il criterio di misurazione del rischio che le soglie associate a ciascuna classe, è possibile procedere alla verifica dell'adeguatezza che, in estrema sintesi, si concretizza confrontando il rischio con la soglia stessa.

Solo nel 10% dei casi la verifica di adeguatezza avviene "a chiamata" ossia tramite accesso alla *dashboard*; nel restante 90% dei casi viene definita una **specificità frequenza**:



Solo nel 10% si registra una frequenza differente per tipologie diverse di consulenza (annuale per la consulenza *retail*, semestrale per quella di livello intermedio e trimestrale per la consulenza più evoluta).

Con riferimento all'oggetto della verifica di adeguatezza - il singolo strumento versus il portafoglio complessivo - si evidenzia una netta prevalenza della verifica effettuata a livello di portafoglio; infatti:

- il 20% effettua una verifica solo a livello di singolo strumento;
- il 70% effettua una verifica solo a livello di portafoglio;
- il 10% effettua una verifica sia a livello di singolo strumento che a livello di portafoglio.

Con riferimento alle realtà che applicano una verifica a livello di portafoglio, solo una di esse trascura il beneficio di diversificazione, stimando il rischio di portafoglio come media ponderata dei rischi dei singoli prodotti in portafoglio.

2.7.

Principali evidenze emerse

Pur non mancando elementi di differenziazione, almeno una metà delle istituzioni interpellate presentano modelli di adeguatezza piuttosto simili. Tale somiglianza, piuttosto che il risultato di una convergenza autonoma, potrebbe essere la conseguenza del **ricorso** (da parte di molte istituzioni del campione) **alla medesima società di outsourcing** che, grazie alla ampiezza della sua clientela, ha contribuito alla diffusione di una metodologia molto robusta dal punto di vista analitico, in larga parte fedele ai modelli di stima del rischio applicati al portafoglio di proprietà delle banche.

Nonostante ciò, **non mancano gli elementi di differenziazione** che hanno spinto alcuni soggetti a discostarsi dalla pratica più diffusa, applicando metodologie che se pur meno robuste e complesse da un punto di vista computazionale, hanno il pregio di effettuare una verifica di adeguatezza riconoscendo il fatto che l'*holding period* di chi investe non è quello giornaliero di chi gestisce il *trading book* bancario.

A woman with glasses and a black and white striped shirt is pointing upwards with her right hand, holding a red marker. She is looking up at a whiteboard covered in red and blue lines. Another person is visible in the background, also looking up. The text is overlaid on the image.

**È il portafoglio
l'oggetto
della verifica
dell'adeguatezza**



Sezione 3.

Modello di consulenza

Il **servizio di consulenza** in materia di investimenti consiste nella prestazione, su richiesta del cliente o per iniziativa della Banca, di **raccomandazioni personalizzate** riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari. La raccomandazione è personalizzata in quanto basata su una valutazione delle caratteristiche del cliente stesso, in termini di profilo di rischio, aspettative di rendimento e bisogni personali. Solitamente, l'intermediario finanziario presta il servizio di consulenza in materia di investimenti in abbinamento al servizio di collocamento e distribuzione ed al servizio di ricezione e trasmissione ordini, applicando specifici modelli di remunerazione a seconda della specificità del servizio offerto.

In merito alle caratteristiche del modello di consulenza più comunemente utilizzato, in termini sia di servizi offerti sia di schemi di remunerazione associati,

dall'indagine è emerso che il 100% degli istituti intervistati definisce e propone principalmente raccomandazioni di strumenti o prodotti contenuti all'interno proprio **catalogo prodotti**, inteso come quota parte di un più ampio universo investibile definito dalla Banca per individuare l'insieme degli strumenti o prodotti finanziari validi per tutti i servizi di investimento nel perimetro dell'offerta.

Per quanto riguarda il **modello di remunerazione**, questo è determinato da retrocessioni ricevute dalle società produtto (*manufacturer*) unitamente, nell'80% dei casi, ad una commissione periodica addizionale applicata al cliente per l'attività specialistica di analisi e di monitoraggio svolta a livello di portafoglio. Vi è quindi la tendenza generale a fondare il servizio di consulenza sia su *rebate* sia su applicazione diretta di una *fee* per il servizio offerto.

La sempre maggiore varietà di soluzioni di investimento disponibili e la crescente importanza e centralità attribuita ai bisogni specifici del singolo cliente, come fine ultimo del servizio offerto, richiedono un deciso allontanamento da un approccio basato sulla selezione di un singolo strumento o prodotto identificato come idoneo per il cliente, verso una **valutazione olistica svolta su una combinazione di prodotti** e, quindi, sul rischio aggregato risultante a livello di portafoglio. A dimostrazione del trend, il 100% del campione struttura attualmente la propria raccomandazione di

investimento su un paniere di strumenti o prodotti adeguati al profilo di rischio del cliente a livello di portafoglio. Di questi, il 50% esegue un'ulteriore attività di *cross-matching* con l'asset allocation associata al portafoglio modello precedentemente selezionato in base al cluster di rischio attribuito al cliente. I diversi portafogli modello sono solitamente costruiti da uno specifico dipartimento o funzione interna della Banca (78%), piuttosto che elaborati o anche solo alimentati da un *provider* esterno in servizio di *outsourcing*.

Verso una valutazione olistica



Come detto, in generale, gli intermediari finanziari tendono ad elaborare proposte di investimento per la clientela e ad eseguire controlli di adeguatezza a livello di portafoglio. Tuttavia, soprattutto in ambito Private, è comune la predisposizione di raccomandazioni su un singolo strumento o prodotto (approccio individuale), per il quale è richiesto inoltre un controllo di appropriatezza per il cliente, essendo prettamente circoscritti a contesti di primo collocamento e/o *alternatives*. Di seguito si procederà con la disamina dei risultati ottenuti sia nell'ambito dell'approccio individuale sia nell'ambito dell'approccio al portafoglio.

3.1.

Approccio Individuale

Seguendo l'**approccio individuale**, il consulente finanziario ha il compito di identificare un primo insieme di **strumenti o prodotti singolarmente adeguati ed appropriati al profilo di rischio del cliente**.

I criteri di selezione adottati sembrano essere, per l'80% degli intervistati, basati su un esercizio di mappatura iniziale da parte del Comitato Investimenti (o da chi ne fa le veci in relazione alla specifica organizzazione

interna dell'operatore finanziario) dei diversi strumenti o prodotti selezionati, al fine di derivarne il *target market* corretto. Inoltre, prima di formulare l'offerta, il 50% effettua un ulteriore controllo tramite un'analisi di ranking finalizzata non solo ad escludere alcuni strumenti o prodotti dal perimetro di quelli da raccomandare, ma anche ad evidenziare i *best-in-class* del catalogo, che l'advisor può proporre in base al profilo di rischio del cliente.

3.2.

Approccio al Portafoglio

3.2.1. Politiche di remunerazione

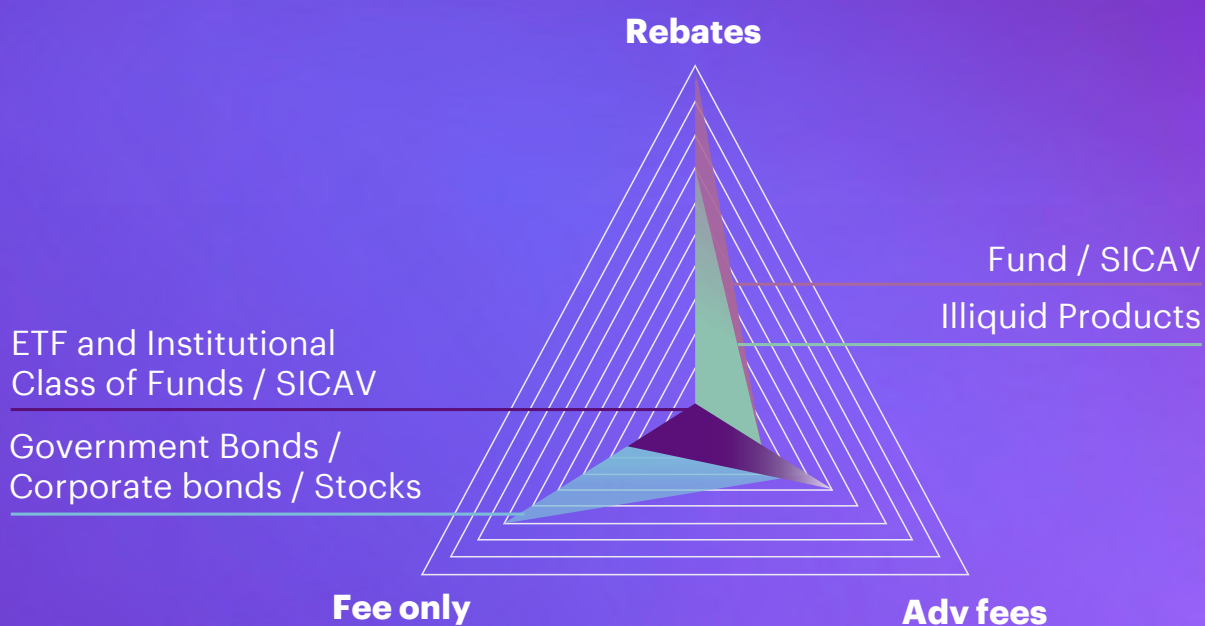
Il portafoglio modello è composto da una combinazione di strumenti o prodotti, i quali, secondo la classe di appartenenza, risultano associati a specifiche tipologie di remunerazione applicata.

Ai fini dell'indagine sono state prese in esame tre **tipologie di modelli di remunerazione**:

- **Rebates**, corrisposti dalle società prodotto per l'attività di distribuzione;
- **Fee Only**, o "a parcella", secondo il quale il consulente riceve un compenso, preventivamente concordato, direttamente dal cliente sia per il servizio di Advisory sia per l'esercizio complessivo di gestione degli asset;

- **Advisory Fee**, decurtata da tutti i rebates ricevuti dalle società prodotto e quindi restituiti al cliente in compensazione.

I grafici mostrati di seguito identificano la dispersione di ciascuna macro-classe in base al modello commissionale adottato. Come è evidente, il campione analizzato ammette schemi di remunerazione basati su retrocessioni per la distribuzione di quote fondi e SICAV, per il 100%, e prodotti illiquidi, per il 71%. Alle asset-class più comuni, quindi obbligazionario sia corporate sia governativo e azionario, la maggior parte degli intervistati (67%) è d'accordo sul ricevere un compenso direttamente dal cliente (a parcella o fee only), preventivamente concordato.



3.2.2. Proposta di investimento e creazione del portafoglio

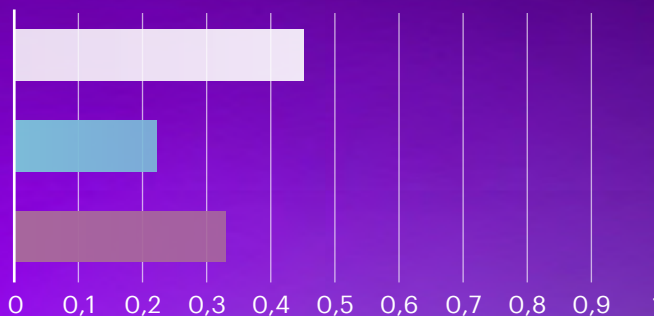
Il numero di proposte create e presentate al cliente è solitamente a discrezione del singolo istituto di riferimento, ed eventualmente del singolo consulente finanziario. Prendendo come variabili di analisi il cluster di rischio a cui appartiene il cliente e il relativo orizzonte temporale di investimento, nel

45% delle casistiche rilevate, viene realizzata una **raccomandazione**, quindi una proposta, **per ogni combinazione di rischio** – **orizzonte temporale**, piuttosto che osservare solo la classe di rischio per generare una singola proposta per cluster (33%) o più proposte per cluster (22%):

Una proposta per ogni combinazione di cluster di rischio/orizzonte temporale

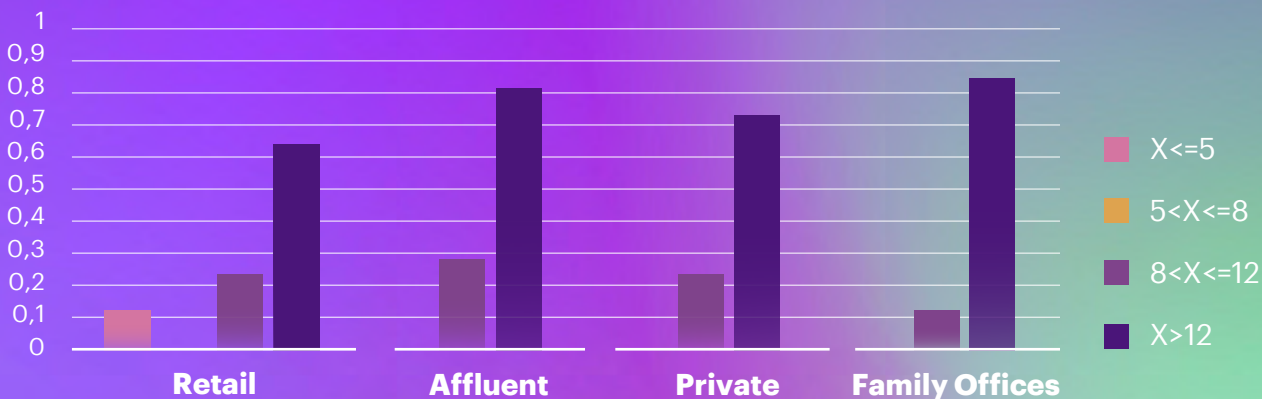
Più di una proposta per ogni cluster di rischio

Una proposta per ogni cluster di rischio



Il numero di asset class considerate per la costruzione del portafoglio clienti cambia in base alla categoria di clienti target. In particolare, **maggiore è la ricchezza del cliente, maggiore è la libertà dell'advisor** nel selezionare strumenti o prodotti da un ampio paniere di asset class, utili a costruire un portafoglio ben diversificato, individuando soluzioni

ottimali in termini di correlazione, così da diminuire il rischio complessivo del portafoglio. Un chiaro esempio è evidenziato dal confronto del numero di asset class dedicate al segmento Retail con quello relativo alle istituzioni di Family Office, dove **l'offerta diventa più granulare e ampia al crescere del potenziale patrimonio in gestione.**



**Maggiore
è la ricchezza,
maggiore è la
discrezionalità
di investimento
a disposizione
dell'advisor**



Una volta consolidata una soluzione in termini di asset class idonee per il portafoglio del cliente, è necessario un processo di ottimizzazione per calibrare i portafogli da un punto di vista strategico in base alle aspettative di rischio-rendimento del cliente. Esistono diverse tecniche, più o meno complesse, che possono essere applicate per ottenere un portafoglio ottimizzato in termini di rendimento atteso, dato un certo livello di rischio, o in termini di rischio dato un determinato livello di rendimento atteso. Il metodo più ampiamente utilizzato dal campione (75%) è quello elaborato a partire dal modello di **media-varianza di Markowitz**, modificato per gestire alcuni limiti operativi del modello originario (es. utilizzando weight constraints aggiuntivi sull'ottimizzazione; ricampionamento dati; approccio bayesiano - Black & Littermann per la stima dei rendimenti).

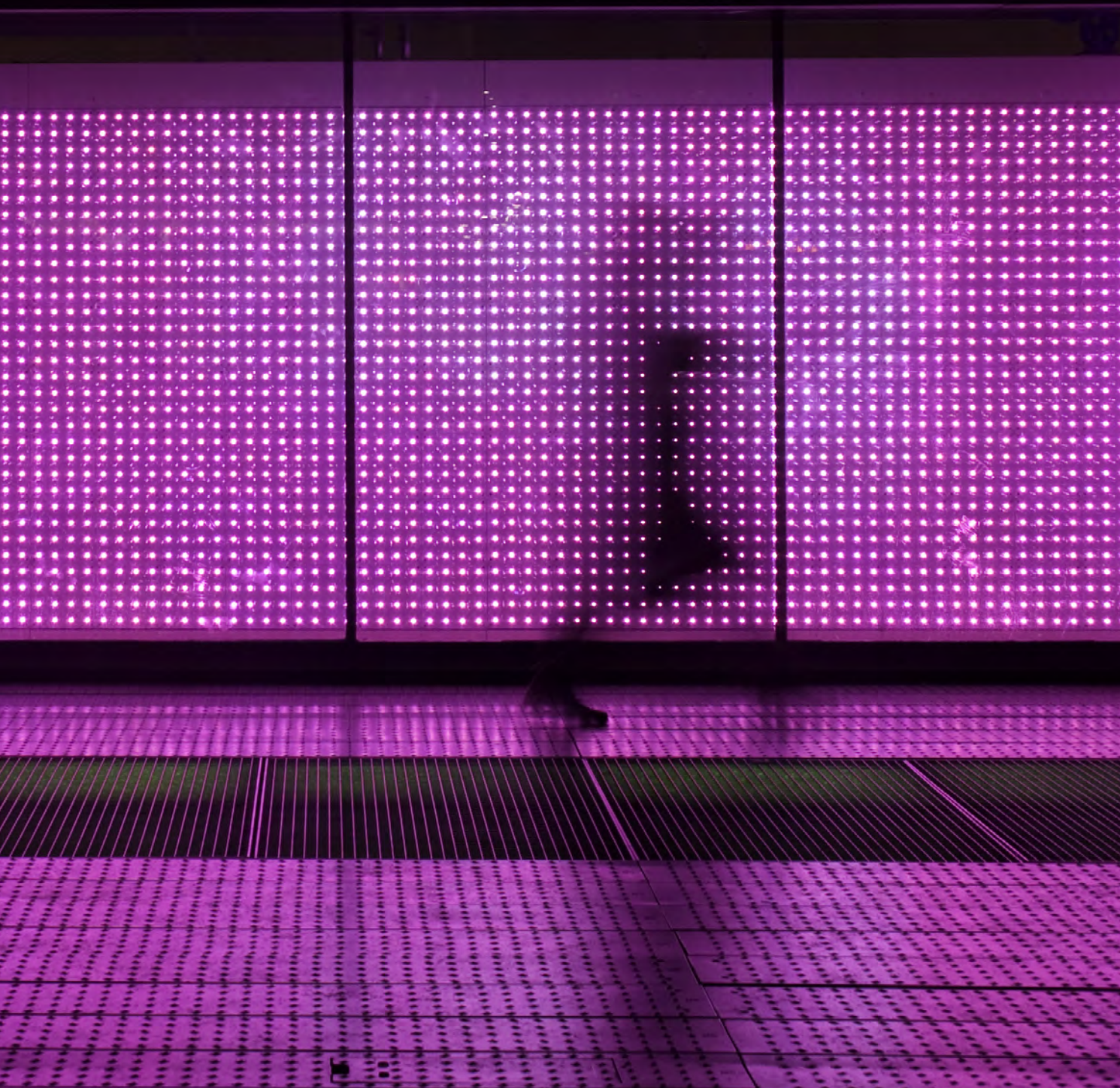
Selezionate quindi le asset class e determinata la quota di ognuna di esse all'interno del portafoglio per massimizzare il rendimento o minimizzare il rischio, risulta necessario prevedere la **frequenza di monitoraggio proattivo** periodica del portafoglio cliente per procedere poi, se necessario, ad attività di ribilanciamento in caso di deviazioni più o meno ampie rispetto alla strategia concordata. La frequenza di revisione tattica della composizione del portafoglio è solitamente fissata su base trimestrale, per il 56% degli istituti intervistati, mensile, per il 22%, o l'annuale, per l'11%. Tuttavia, il rimanente 11% del campione sceglie di evitare revisioni tattiche fisse durante l'anno, ma osservare le fluttuazioni del mercato e agire di conseguenza secondo lo scenario verificato.

3.3.

Principali evidenze emerse

Il servizio di consulenza in materia di investimenti sembra essere in continua evoluzione strutturale non solo per ragioni regolamentari o di redditività, quest'ultima intesa anche come conseguenza indiretta della prima, ma soprattutto per i **cambiamenti demografici** della clientela e per le evoluzioni della stessa in termini di **personalizzazione del servizio e soddisfacimento di bisogni sempre più sofisticati**. In un contesto storico in cui il settore finanziario è impattato da evoluzione demografica, dall'ingresso di nuovi player (*Fintech*), dall'adempimento a nuove normative regolamentari, nonché da una forte pressione concorrenziale - con conseguente difficoltà di ampliare ulteriormente i margini di intermediazione - il **grado di innovazione dell'offerta** rappresenta una delle discriminanti per l'acquisizione di ulteriori fasce di mercato ed il consolidamento di quelle già in possesso.

È pertanto necessario far leva sui driver di mercato fondamentali come la personalizzazione del servizio, l'accesso ad una più ampia varietà di asset class e l'individuazione degli strumenti o prodotti finanziari in linea con le esigenze del cliente. Di contro, uno schema di remunerazione oggettivo e trasparente, che giustifichi in ogni circostanza il compenso che il cliente corrisponde al consulente per il servizio offerto è condizione necessaria per garantire la professionalità e l'onorabilità dell'advisor, riducendo al minimo ogni potenziale conflitto di interesse.





Conclusioni

La sezione dedicata al questionario di profilatura fa emergere luci ed ombre rispetto alla conformità alle Linee Guida dell'ESMA ed agli orientamenti espressi dalle Autorità di vigilanza.

In generale si osserva che la maggior parte delle indicazioni normative risultano recepite, ma permangono ancora casi di informazioni non raccolte e di richieste di autovalutazione da parte del cliente (ad esempio in materia di conoscenza degli strumenti finanziari). L'indagine ha evidenziato l'esistenza di margini di miglioramento sulle modalità con cui i clienti vengono informati (e formati) sul significato del *trade-off* tra rendimento e rischio e sulla sua concreta modalità di rappresentazione che in alcuni casi si limita a mere enunciazioni teoriche. La **comprensione del trade-off tra rendimento e rischio** costituisce la base della teoria di portafoglio e anche per investitori "non razionali" è evidente l'importanza di avere una chiara percezione dei rischi conseguenti alle diverse scelte di investimento e dei possibili ritorni che possono essere ottenuti. L'analisi delle risposte fornite dal campione intervistato evidenzia come accanto ad intermediari che indagano il profilo di rischio dell'investitore sulla base dei portafogli modello predisposti per servire i differenti

cluster di clientela, ve ne sono altri che approcciano questa fase in modo prevalentemente qualitativo senza offrire una reale rappresentazione del *trade-off* rendimento/rischio cui si espone il cliente nel momento in cui effettua un investimento. La tolleranza al rischio viene in questi casi testata sulla base di analisi di *back test* e sulla semplice regola (ma non per questo sempre verificata) secondo cui ad un maggior rischio è sempre associato un maggior rendimento potenziale. L'analisi del *trade-off* rendimento/rischio, infatti, non può essere effettuata senza tenere nella dovuta considerazione la composizione del portafoglio e quindi il dispiegarsi degli **effetti dei benefici della diversificazione** e soprattutto ignorando il diverso **orizzonte temporale dell'investimento**. Un'area di miglioramento nell'erogazione del servizio di consulenza alla clientela sembra essere quella dell'adozione di modelli di pianificazione finanziaria basati sul *goal based investing*. Dall'indagine emerge, infatti, che il modello prevalente è quello di considerare il profilo di rischio

che emerge dal questionario come l'elemento caratterizzante l'investitore e non anche i suoi (potenzialmente multipli) obiettivi di investimento. Ne discende che la raccomandazione di investimento non risulta essere calibrata sulla massimizzazione della probabilità di raggiungimento dei singoli obiettivi di investimento (magari caratterizzati da diversa priorità e importanza), ma viene guidata dalla identificazione del rischio massimo che il cliente risulta disposto a correre. Emerge infatti dal questionario che gli intermediari non chiedono, se non in pochi casi, informazioni sugli obiettivi di rendimento del cliente limitandosi a chiedere informazioni sul rischio massimo che gli stessi sono disposti a correre non offrendo sempre una rappresentazione del rendimento che tale rischio massimo potrebbe generare. La fase di profilatura del cliente termina peraltro con un'aggregazione dei diversi punteggi associati alle domande del questionario MiFID che portano all'attribuzione ad ogni cliente di un cluster di rischio e di un rischio massimo tollerabile (senza che questa informazione venga fornita al cliente stesso). Sebbene le Linee Guida ESMA non prescrivano precise regole di condotta lasciando una certa libertà di azione agli intermediari si ritiene che la ricerca di innovazione e di differenziazione rispetto ai competitor possa avvenire proprio nell'area della corretta rappresentazione e percezione da parte del cliente del *trade-off* rendimento/rischio creando una maggiore integrazione tra la fase della profilatura e quella della raccomandazione degli strumenti finanziari.

La sezione del questionario dedicata ai modelli di adeguatezza fa emergere una **decisa convergenza degli intermediari verso metriche di rischio basate sulle**

misure di perdita potenziale.

La circostanza non sorprende in quanto anche le Linee Guida ESMA si riferiscono in più occasioni al rischio parlando di perdite e pertanto è comprensibile che gli intermediari abbiano fatto ricorso a misure certamente più comprensibili ai clienti (sebbene come detto il cliente non viene informato su quale sia il rischio massimo associato al suo profilo di rischio). Non mancano comunque intermediari che adottano metriche differenti (deviazione standard) e ciò appare coerente con il maggiore utilizzo di tale misura di rischio ai fini della costruzione dell'asset allocation strategica. Differiscono invece le modalità con cui tali metriche vengono implementate e ciò spiega anche le diverse reazioni degli intermediari allo stress test della crisi pandemica. Le misure di perdita potenziale (VaR o CVaR) presuppongono infatti la definizione di alcuni parametri (in particolare lunghezza della serie storica e livello di confidenza). I modelli che hanno reagito in maniera più estrema alla crisi pandemica, determinando numerose violazioni dei parametri di adeguatezza, sono quelli basati su misure estreme (CVaR) calcolate su orizzonti temporali brevi (2 anni) e con livelli di confidenza molto elevati (99%). È una falsa credenza che l'utilizzo del CVaR (in luogo del VaR) e di un livello di confidenza elevato (99% invece del 95%) risponda ad esigenze di maggiore cautela o prudenza, in quanto risulta determinante il criterio utilizzato per definire le soglie di rischio massimo associate alle diverse classi. Più differenziata appare invece la modellistica adottata per monitorare le altre tipologie di rischio (credito, liquidità e concentrazione). Ciò appare anche coerente con il diverso modello di business degli intermediari con

riferimento alla percentuale di risparmio gestito nel portafoglio della clientela. **Non risulta invece presidiato il rischio di mancata aderenza dei portafogli all'asset allocation strategica** e anche questa circostanza, se da un lato sorprende alla luce delle evidenze empiriche relative al contributo dell'asset allocation nello spiegare la performance dei portafogli, dall'altro lato appare coerente con la scarsa diffusione dei portafogli modello per guidare le scelte di investimento della clientela e per facilitare la comprensione del trade-off rendimento/rischio. Anche per i modelli di adeguatezza così come per la profilatura del rischio dei clienti, sembra ancora prevalere una logica di prodotto invece che di portafoglio, sebbene la maggior parte degli intermediari monitori il rischio a livello di portafoglio.

Se da un lato, come abbiamo visto, la domanda viene accuratamente analizzata e classificata in base allo score risultante dal questionario di profilatura, come imposto dalle linee guida regolamentari, dall'altro l'offerta di prodotti e servizi finanziari richiede agli istituti un impegno costante al fine di **modulare un servizio di consulenza che sia coerente con le esigenze della clientela reale o potenziale**. Il risultato può essere raggiunto garantendo la simultanea presenza di più fattori critici che permettono sia al cliente di **massimizzare la propria utilità marginale** sia all'istituto di applicare logiche di profitto in un mercato altamente concorrenziale. I fattori a maggior impatto a cui si fa riferimento si identificano rispettivamente:

- a) nella **gestione complessiva del portafoglio cliente**, intesa come attività in grado di combinare prodotti e strumenti finanziari costruendo un paniere in linea alle caratteristiche del cliente in termini di adeguatezza, a patto che a monte ci sia un insieme sufficientemente ampio da cui attingere. Inoltre, la considerazione del patrimonio detenuto presso terzi contribuirebbe a creare una visione olistica del cliente su cui effettuare la consulenza;
- b) nell'applicazione di una **politica di remunerazione** per il servizio di advisory il più possibile trasparente e libera da qualsiasi potenziale o percepito conflitto di interesse;
- c) nella presenza di **modelli di pianificazione finanziaria** focalizzati, non solo sulla risultante dell'analisi del profilo di rischio, ma anche sui bisogni effettivi e reali del cliente, intorno ai quali costituire satelliti di offerta e meccanismi di monitoraggio personalizzati.

Per quanto importante, quest'ultimo elemento risulta però ancora scarsamente incorporato nei modelli di servizio correnti e quasi del tutto assente in fase di profilatura, identificandosi come driver principale su cui gli operatori devono far leva nei prossimi anni per fidelizzare la propria clientela e incrementare la raccolta presso il pubblico.

Accenture:

Andrea Dones

Capital Markets Industry Lead Italy,
Central Europe & Greece

[**andrea.dones@accenture.com**](mailto:andrea.dones@accenture.com)

Monica Stefani

Principal Director, Strategy & Consulting

[**monica.stefani@accenture.com**](mailto:monica.stefani@accenture.com)

Federico Ajello

Senior Manager, Strategy & Consulting

[**federico.ajello@accenture.com**](mailto:federico.ajello@accenture.com)

B&S:

Emanuele Carluccio

Socio di B&S e Professore ordinario
di Economia degli Intermediari Finanziari
presso l'Università degli Studi di Verona

[**carluccio@benchmarkandstyle.com**](mailto:carluccio@benchmarkandstyle.com)

Paolo Cucurachi

Socio di B&S e Professore ordinario
di Economia degli Intermediari Finanziari
presso l'Università del Salento

[**cucurachi@benchmarkandstyle.com**](mailto:cucurachi@benchmarkandstyle.com)

Davide Maspero

Socio di B&S e Professore associato
di Economia degli Intermediari Finanziari
presso l'Università Bocconi

[**maspero@benchmarkandstyle.com**](mailto:maspero@benchmarkandstyle.com)

Ugo Pomante

Socio di B&S e Professore ordinario
di Economia degli Intermediari Finanziari
presso l'Università di Roma "Tor Vergata"

[**pomante@benchmarkandstyle.com**](mailto:pomante@benchmarkandstyle.com)

Accenture

Accenture è un'azienda globale di servizi professionali con capacità avanzate in campo digitale, cloud e security. Combinando un'esperienza unica e competenze specialistiche in più di 40 settori industriali, fornisce servizi in ambito Strategy & Consulting, Interactive, Technology e Operations, sostenuta dalla più ampia rete di Advanced Technology e Intelligent Operations centers a livello mondiale. I nostri 699.000 talenti combinano ogni giorno tecnologia e ingegno umano, servendo clienti in oltre 120 paesi. Accenture abbraccia la potenza del cambiamento per creare valore e successo condiviso per i clienti, le persone, gli azionisti, i partner e le comunità.

[**www.accenture.it**](http://www.accenture.it)

[**www.accenture.com**](http://www.accenture.com)

Benchmark & Style

Benchmark & Style è una società di consulenza costituita nel 1998 da un gruppo di docenti universitari di Economia degli Intermediari Finanziari che hanno deciso di mettere a fattor comune e di valorizzare le competenze accademiche e professionali nel campo dell'asset management e del risk management. L'attività di Benchmark & Style è principalmente focalizzata sulla progettazione e sulla fornitura di servizi finalizzati all'offerta di servizi di consulenza finanziaria; ulteriori aree di intervento sono la consulenza tecnica nelle fasi di litigation e l'assistenza ai clienti nell'effettuare scelte finanziarie consapevoli. Un elemento distintivo che caratterizza i progetti di Benchmark & Style è il diretto coinvolgimento dei soci nella realizzazione del lavoro e la forte personalizzazione del servizio offerto.

Copyright © 2022 Accenture

Tutti i diritti riservati.

Accenture, il suo logo
e High Performance Delivered
sono marchi di Accenture.

Questo documento fa riferimenti descrittivi a marchi che possono essere proprietà di terzi. L'uso di tali marchi in questo documento non è una dichiarazione di proprietà dei medesimi da parte di Accenture, né è inteso a rappresentare o sottintendere l'esistenza di un'associazione tra Accenture e i legittimi proprietari di tali marchi. Questo documento è stato redatto da consulenti di Accenture come guida generica. Non è inteso a fornire un consiglio mirato per condizioni specifiche. Per consulenze o ulteriori dettagli sugli argomenti qui trattati, contattare un consulente Accenture.