



Le logiche di Benchmark and Style nell'attività di advisory alla clientela istituzionale

Il processo di Gestione Finanziaria di un Ente come un Fondo Pensione o una Cassa di Previdenza prevede una pluralità di scelte che possono essere ricondotte a cinque distinte macro-aree:

- A. analisi Asset & Liability e successiva definizione dell'Asset Allocation Strategica;
- B. definizione delle politiche di Asset Allocation Tattica.;
- C. selezione dei gestori/prodotti;
- D. valutazione della performance dei gestori;
- E. risk management e monitoraggio della performance complessiva del Patrimonio.

Se pur con livelli di profondità diverse e con ruoli differenziati, Benchmark & Style può essere di ausilio in tutte le fasi testé citate.

A. Analisi Asset & Liability e successiva definizione dell'Asset Allocation Strategica

E' opinione condivisa che questa fase, definendo l'ossatura delle scelte di investimento, rappresenti la fase più delicata e, quindi, quella da cui dipende maggiormente il successo della gestione finanziaria di un Ente Previdenziale.

In tema di Asset & Liability, B&S ritiene che il modello debba fornire le informazioni qui di seguito elencate:

- la verifica dello stato di salute del Fondo o della Cassa (in ipotesi sia di popolazione chiusa, sia di popolazione aperta), attraverso la stima del funding ratio (stimato per diversi orizzonti temporali ed utilizzando diverse ipotesi di attualizzazione dei flussi futuri) e attraverso la stima dei tempi e dei rendimenti di break-even;
- analisi di stress-test in grado di verificare la tenuta dell'Ente nel caso in cui si manifestino eventi finanziari e demografici inattesi e dannosi per l'equilibrio del Fondo o della Cassa (ad esempio: evoluzione inattesa del tasso d'inflazione, aumento inatteso della speranza di vita, ecc...);
- informazioni tabulari e grafiche sulla distribuzione della popolazione di iscritti e pensionati e sulla natura degli eventi demografici stimati;
- identificazione dell'Asset Allocation Strategica (ragionevole, stabile, poco esposta agli errori di stima) in grado di massimizzare la probabilità di equilibrio di lunghissimo termine del Fondo o della Cassa. Tale scelta deve essere fatta tenendo adeguatamente in considerazione l'asset allocation attuale dell'Ente ed i margini effettivi di modifica (è inutile darsi obiettivi di Asset Allocation Strategica che non siano concretamente implementabili);
- capacità di verificare lo stato di equilibrio del Fondo o della Cassa in caso di variazione di alcune ipotesi previdenziali (ad esempio, verifica dell'effetto di un aumento del contributo soggettivo).

Benchmark & Style ed i modelli di Asset & Liability Management

B&S ha sviluppato (in ambiente Matlab) un modello proprietario di Asset & Liability Management in grado di fornire tutte le informazioni precedentemente citate. Proprio grazie alla natura del software utilizzato, il modello di B&S non ha una struttura chiusa e questo permette di modificare liberamente le proprietà del modello, così da allinearlo perfettamente alle richieste del committente.

Inoltre, l'approccio B&S non prevede lo sviluppo del modello in riferimento ad un determinata data. Si è deciso di sviluppare un applicativo che sia costantemente operativo e che permetta di elaborare risultati nel continuo. I vantaggi di questo approccio sono di due tipi: da un lato l'Ente può contare su un modello costantemente operativo e, dall'altro, si riducono alla fase iniziale i costi di implementazione del modello, trasferendo al futuro solo gli eventuali costi di manutenzione.

L'approccio innovativo di B&S all'ALM consiste, quindi, nella capacità di creare un modello perfettamente allineato ai desiderata dell'Ente e nella capacità di fornire un modello operativo nel continuo. Al fine di apprezzare il vantaggio di questo modo di operare, basti ipotizzare che la Cassa o il Fondo voglia valutare gli effetti sull'equilibrio finanziario di un cambiamento di alcuni parametri previdenziali (ad esempio l'anzianità contributiva); il modello B&S permetterà di fare tutte le simulazioni del caso, quando e quante volte lo si vuole. Con un piccolo investimento informatico (acquisto del software Matlab, 10.000€), l'applicativo può anche essere ubicato presso la sede della Cassa o del Fondo e gestito, dopo adeguata formazione e con il nostro costante ausilio, direttamente dagli uffici finanziari dell'Ente. È un punto fermo della filosofia di B&S, infatti, provare a rendere nel tempo i Committenti autonomi nella gestione delle tematiche inizialmente affidate in outsourcing.

Proprio in ragione di quanto testé specificato, riteniamo che Benchmark & Style possa rappresentare un prezioso interlocutore da affiancare agli attuari della Cassa nella prospettiva di costruire un software di ALM che diventi strumento costante di gestione finanziaria.

In tema di asset allocation strategica dell'attivo dell'Ente, poi, riteniamo che una delle scelte più critiche sia rappresentata dalla selezione delle asset class con le quali costruire i portafogli modello del Fondo o della Cassa. Tanto la numerosità, quanto la tipologia di asset class da selezionare identifica un tema che, per esperienza di chi scrive, dovrebbe essere presa in un tavolo ampio nel quale far convergere i punti di vista dei diversi interlocutori, sino a trovare una soluzione efficace.

Benchmark & Style e la selezione delle asset class

Benchmark & Style ha maturato in questi anni una profonda competenza in tema di selezione delle asset class. Abbiamo lavorato in contesti molto diversi (banche, sgr, sim, casse di previdenza e fondi pensione) nei quali abbiamo affrontato con approccio razionale e profonda conoscenza dei mercati il tema della selezione delle asset class. Siamo in grado di tenere in debita considerazione tutte le problematiche che accompagnano tale scelta:

- evitare l'eccessiva frammentazione del portafoglio, proponendo troppe asset class;
- evitare di appesantire eccessivamente la fase di previsione dell'andamento futuro dei mercati, proponendo ancora troppe asset class;
- evitare che una selezione inadeguata delle asset class porti alla incapacità di associare le asset class a specifici gestori/prodotti;

- selezionare le asset class tenendo già in debita considerazione quali di queste meriteranno di essere gestite in modo passivo e quali, al contrario, con stile attivo.

In ragione di ciò, ci sentiamo di poter dare un valido contributo consulenziale in questo campo, coadiuvando il comitato finanza (laddove esistente) o il CDA nella selezione del numero e della tipologia di asset class.

Consci degli aspetti parzialmente soggettivi che investono la fase della selezione delle asset class, il nostro modello di Asset & Liability Management è flessibile e permette di lavorare pescando da una molteplicità di asset class potenzialmente selezionabili.

B. Definizione delle scelte di Asset Allocation Tattica

Il problema degli scostamenti tattici da apportare nel breve termine all'Asset Allocation Strategica rappresenta uno dei temi più controversi e dibattuti nella letteratura finanziaria. L'opinione prevalente sembra convergere verso l'idea che le scommesse tattiche, indirizzate ad esempio a modificare nel breve il peso dell'azionario in portafoglio, siano un gioco a somma zero, incapace di produrre valore aggiunto per l'investitore. Ad ogni modo, è evidente che il Consiglio di Amministrazione di un Ente abbia difficoltà a metabolizzare l'idea che si debba rimanere inermi, statici di fronte alle fasi congiunturali dei mercati.

Subentra, quindi, la necessità di definire, a livello di CdA, una politica chiara (da definirsi possibilmente in un modello di autoregolamentazione) di Asset Allocation Tattica. A tale scopo, occorre dare una risposta ad una serie di quesiti qui di seguito enunciati:

- l'asset allocation tattica va fatta?
- se sì, che forza le va attribuita? Deve essere simmetrica o asimmetrica?
- si è strutturati per farla o si è strutturalmente strategici?
- a chi spetta l'onere di implementarla? (Consiglio di Amministrazione, Consulente Esterno, direttamente i Gestori e se sì, che tipo di gestori?)

Nessuno di questi interrogativi deve rimanere inesplorato e, una volta analizzato, la risposta va codificata in una regola di comportamento.

Benchmark & Style e l'Asset Allocation Tattica

Benchmark & Style ha più volte avuto modo di confrontarsi con queste problematiche ed ha spesso evidenziato l'assenza di regole chiare e coerenti riguardo l'attuazione delle scelte tattiche.

Ad esempio, è frequente che le scommesse tattiche non vengano adeguatamente disciplinate, facendole ricadere nelle responsabilità di più soggetti, con la conseguenza di non poter identificare una responsabilità chiara su di esse. In altri casi, l'investitore istituzionale si dota di una struttura operativa tale da non poter fare concretamente le manovre tattiche, pur desiderando implementarle.

Data l'esperienza maturata, riteniamo che anche in questo ambito Benchmark & Style possa coadiuvare il comitato/CDA e gli altri attori impegnati sul tema della definizione delle logiche che devono disciplinare le scommesse tattiche.

A tale proposito, Benchmark & Style si pone anche come interlocutore nell'eventualità in cui l'Ente voglia sintetizzare questa, ed altre fasi, all'interno di un codice di autoregolamentazione che potrebbe essere scritto a diretto contatto con lo stesso Consiglio di Amministrazione.

C. Selezione dei gestori/prodotti

A volte, questa fase viene considerata erroneamente come la più rilevante dell'intero processo di gestione finanziaria di un patrimonio. In realtà essa, pur mantenendo un ruolo centrale, assume pur sempre il ruolo di fase strumentale alla realizzazione dell'Asset Allocation. Ed in virtù di ciò, le scelte di selezione devono rimanere assolutamente coerenti con le scelte di asset allocation definite a monte.

Nei fatti, spesso ci si dimentica di questo principio e la fase di selezione dei gestori/prodotti diventa centrale ed autonoma rispetto al resto. In tali casi, si assiste alla creazione di un portafoglio che nasce dalla stratificazione di prodotti di volta in volta selezionati, con il risultato finale che la reale asset allocation è distante dall'asset allocation obiettivo, che era l'unica coerente con l'obiettivo di equilibrio finanziario dell'Ente.

L'ulteriore aspetto centrale che occorre rimarcare è che questa fase, più di qualsiasi altra, nasconde i pericoli del "conflitto di interesse" e richiede, pertanto, l'identificazione di un interlocutore che sia realmente (non formalmente) *super partes*.

Benchmark & Style e la selezione dei gestori/prodotti

In riferimento alla fase di selezione dei gestori/prodotti, riteniamo che Benchmark & Style possa ricoprire un ruolo più strategico (per la definizione dei criteri) che operativo. Più precisamente, Benchmark & Style, una volta definite le asset class e l'asset allocation strategica, può offrire il supporto nell'identificazione delle "regole di selezione" dei gestori/prodotti. Ecco i quesiti ai quali questa attività strategica dovrebbe dare risposta:

- su quali asset class utilizzare titoli/mandati segregati e su quali utilizzare prodotti del risparmio gestito? In caso di utilizzo congiunto quale dovrebbe essere la composizione titoli/gestori ideale?
- su quali asset class utilizzare gestori attivi e su quali gestori passivi? In caso di uso congiunto di entrambi qual è la composizione ideale?
- qual è il ruolo dei gestori monotematici e qual il ruolo dei gestori bilanciati o flessibili? (questo tema si riallaccia alle scelte di Asset Allocation strategica).

Una volta condivise queste ed altre scelte, il mandato a selezionare i prodotti può essere poi attribuito ad uno specialista nel campo delle gare; ma l'importante è che i paletti della selezione siano stati condivisi ex-ante, così da ridimensionare sensibilmente anche il rischio di conflitto di interesse.

Sempre in tema di prodotti, un altro ambito di coinvolgimento di Benchmark & Style potrebbe essere la verifica/analisi della qualità del portafoglio esistente di prodotti. Ne scaturirebbe un report finale ove si fornirebbero consigli in termini di opportunità di smobilizzo o meno dei prodotti esistenti (nell'analisi verrebbe introdotto anche l'aspetto civilistico legato ai costi in bilancio in caso di dismissione anticipata dei prodotti).

D. Valutazione della performance dei gestori

+

E. Risk management e monitoraggio della performance complessiva del Patrimonio.

Queste due fasi rappresentano il momento di verifica della qualità dell'operato finanziario dell'Ente. Tali azioni possono quindi essere ricondotte al mondo del controllo di gestione e della valutazione dei rischi.

Benchmark & Style e la Valutazione dei Gestori/Risk Management/Monitoraggio

Anche in riferimento a questa fase è ipotizzabile un ruolo strategico di Benchmark & Style che potrebbe coadiuvare il CDA ai fini della definizione della "impalcatura" del processo di Valutazione dei Gestori/Controllo dei Rischi/Monitoraggio.

Spesso gli Enti utilizzano modelli di valutazione e controllo che sono rigidi perché precostituiti dai fornitori. Il coinvolgimento di Benchmark & Style potrebbe appunto focalizzarsi su un ripensamento strategico dei criteri di valutazione/misurazione del rischio/monitoraggio. Una volta identificati i desiderata della Cassa e descritto il modello di gestione complessivo, verrebbe poi dato mandato ad un provider di sviluppare la reportistica secondo i dettami condivisi ex-ante.

Solo nell'eventualità in cui l'Ente palesasse il suo interesse per lo sviluppo di una reportistica interna, Benchmark & Style, al pari di quanto già detto in riferimento ai modelli di Asset & Liability Management, potrebbe sviluppare in ambiente Matlab una reportistica ad hoc per l'Ente, che potrebbe così internalizzare questa fase, favorendo un processo di crescita culturale all'interno della propria struttura.

CONCLUSIONI

In sintesi, Benchmark & Style si pone come un interlocutore poliedrico e non convenzionale che punta in parte a ripensare il ruolo del consulente. B&S, piuttosto che instaurare un rapporto volto a produrre una totale dipendenza dal consulente, segue la strada del trasferimento delle competenze e degli strumenti che, in prospettiva, dovrebbero portare alla indipendenza dell'Ente stesso. Ed è proprio in virtù di ciò che il coinvolgimento di Benchmark & Style si lega spesso allo sviluppo parallelo di un'attività di addestramento/formazione della struttura interna, finalizzata ad accrescere le competenze delle controparti. Questo spirito di crescita delle competenze è per noi uno strumento indispensabile, perché il valore aggiunto del nostro operato e la nostra estraneità ai conflitti di interesse possono essere più facilmente apprezzati da una controparte finanziariamente evoluta.

B&S prevede che tutte le attività siano gestite direttamente dai partner (in particolare Carluccio e Pomante) senza alcuna delega a soggetti più junior.

Emanuele Maria Carluccio