

# Quando conviene la gestione esterna

*Un numero crescente di istituzioni finanziarie affida il patrimonio a terzi attraverso forme diverse di delega di gestione. Ecco le prospettive a seguito della Ucits III.*

**N**egli ultimi anni, in un contesto caratterizzato da un numero crescente di fusioni ed acquisizioni tra società che operano nell'asset management e dallo sviluppo di tecniche di gestione sempre più sofisticate, si riscontra la tendenza da parte delle istituzioni finanziarie di affidare a terzi la gestione di una parte dei propri fondi d'investimento. Ciò viene generalmente indicato con il termine "sub-advisory".

Secondo un'inchiesta condotta da PWM Financial Times<sup>1</sup> su 57 istituzioni finanziarie europee che gestiscono asset per 3.869 miliardi di euro, il 6% in gestione, pari a 226 miliardi di euro, è gestito nell'ambito di mandati di sub-advisory.

Nello specifico, sempre secondo la stessa ricerca, un ampio numero di istituzioni finanziarie italiane intervistate, che gestiscono un totale di 710 miliardi di euro, hanno affermato che 64 miliardi di euro, pari al 9% del totale del loro patrimonio, è delegato in gestione a società esterne. A livello di stima su tutto il mercato italiano invece i dati sono diversi. Secondo metà delle istituzioni italiane interpellate, i mandati gestiti in delega ammontano a non più di 50 miliardi di euro. L'altra metà delle società intervistate invece stima che il totale del patrimonio gestito in sub-advisory in Italia si aggiri tra i 75 e i 200 miliardi di euro.

Si può affermare quindi che le istituzioni finanziarie in Europa stanno ristrutturando le proprie attività di business in modo da concentrarsi sulle proprie competenze. Ciò ha determinato una forte crescita del sub-advisory in tutta Europa. Scandinavia, Svizzera e Regno Unito sono mercati maturi mentre Germania, Italia e Spagna stanno mostrando solo ora segni di interesse.

Ma cos'è nello specifico il sub-advisory? Perché è così difficile darne una definizione e quali sono i fattori alla base della sua rapida crescita?

Il subadvisory può essere descritto generalmente come la delega della gestione del patrimonio ad un gestore esterno. Analizzando i tipi di contratti più diffusi e rappresentativi della maggior parte del patrimonio in gestione, è possibile individuare cinque modelli di gestione in delega, che elenchiamo e descriviamo di seguito in ordine di rilevanza dei patrimoni gestiti.

## Delega di gestione

Si tratta del modello più semplice e più diffuso di sub-advisory. Un'istituzione semplicemente incarica un altro soggetto di gestire il patrimonio di un prodotto – un fondo comune d'investimento o un fondo assicurativo vita. In tal caso, il prospetto informativo del fondo indicherà il nome del gestore – il sub-advisor – esattamente come se la gestione fosse stata delegata ad un'altra parte all'interno della medesima organizzazione.

## Struttura multi-manager

Dal punto di vista del sub-advisor, l'approccio multi-manager non differisce dalla delega della gestione di fondi, in quanto il gestore esterno viene incaricato di gestire un patrimonio secondo specifiche modalità. Tuttavia, dal punto di vista della società promotrice i fattori alla base di tale scelta sono completamente diversi. Nell'ambito dell'approccio multi-manager, la banca o la compagnia assicurativa decidono di selezionare due o più gestori, incorporandone le competenze e l'esperienza in un unico prodotto. A livello di singole classi di attività, ciò comporta spesso l'abbinamento di diversi stili d'investimento – growth, value, ecc. – mentre nel caso dei fondi assicurativi è pratica frequente costituire un gruppo di gestori esterni che gestiscono classi di attivo diverse.

## Gestione di un overlay

Una società promotrice può generare l'alpha<sup>2</sup> aggiuntivo in un portafoglio attraverso una strategia di overlay (ad esempio tramite una gestione attiva, realizzata spesso mediante l'utilizzo dei derivati, della esposizione valutaria nei portafogli globali o dell'allocazione tattica tra varie classi di attivo).

## White-labelling

In questo caso, il soggetto promotore sfrutta una struttura esistente, vale a dire un fondo gestito dal sub-advisor, e semplicemente lo commercializza con il proprio brand. Dal punto di vista del sub-advisor, la differenza risiede nel fatto che questi è responsabile non solo della gestione del patrimonio ma anche del veicolo legale. Questo tipo di sub-advisory è più diffuso negli Stati Uniti che in Europa.

<b>Delega di gestione</b>	<i>Semplice delega di gestione ad un manager esterno</i>
<b>Struttura multi-manager</b>	<i>Selezione di gestori a cui affidare la gestione</i>
<b>Gestione di un overlay</b>	<i>Costruzione di una strategia per aumentare il rendimento assoluto di un portafoglio</i>
<b>White-labelling</b>	<i>Commercializzazione con il proprio brand di un fondo già esistente</i>
<b>Advisory su portafoglio</b>	<i>Gestione in base ad un portafoglio predeterminato</i>

## Advisory su portafoglio

In taluni mercati, la normativa vigente non consente alle società promotrici di delegare la gestione dei fondi a manager terzi. In tal caso, il soggetto promotore richiederà al sub-advisor di fornirgli un portafoglio tipo che potrà successivamente replicare, in modo da poter comunque beneficiare delle competenze del gestore esterno.

## Uno sguardo al passato

A fronte della crescita del mercato azionario degli anni Novanta molte organizzazioni, allettate dall'espansione e dalla continuità dei rendimenti delle gestioni, decisero di sviluppare al proprio interno una struttura di asset management.

La successiva fase di ribasso dei mercati, che ha indotto molte istituzioni finanziarie a rivedere il proprio modello organizzativo, ha rappresentato probabilmente il punto di svolta che ha segnato l'inizio della crescita del sub-advisory in Europa.

Lo scoppio della bolla tecnologica ed il successivo crollo del mercato hanno infatti indotto molte istituzioni finanziarie a rivedere il proprio modello organizzativo e le proprie competenze chiave.

Inoltre, molte istituzioni finanziarie avevano fatto scelte sbagliate a livello distributivo, nella convinzione che internet potesse rappresentare una via più rapida e meno costosa per sviluppare l'attività di distribuzione.

Tale processo ha evidenziato da un lato l'importanza della distribuzione, sebbene costosa da acquisire e da sviluppare, mentre dall'altro è diventato chiaro che l'offerta di servizi di asset management competitivi richiede dimensioni e risorse di cui poche istituzioni finanziarie dispongono.

Il passato più recente ha altresì spinto molti gestori a rivedere la propria gamma di prodotti con l'intenzione di concentrare le proprie competenze e chiudere fondi con scarsi risultati di performance, insufficienti volumi ed eredità fiscali (credito d'imposta) che acquisiscono le inefficienze di gestione.

Negli anni trascorsi il mercato italiano ha sperimentato un notevole interesse da parte dei gestori stranieri; questi ultimi hanno trovato un accesso al mercato del sub-advisory grazie a: acquisizione di partecipazioni strategiche, identificazione di aree di business in cui realizzare sinergie e progetti di investimento specifici per conto di clienti istituzionali quali ad esempio le fondazioni bancarie.

## Uno sguardo al futuro

La forte crescita del sub-advisory è oggi riconducibile a due fattori chiave: le richieste da parte dei clienti e il loro impatto sui margini degli intermediari. Fattore strategico è la crescente domanda di una clientela sempre più sofisticata ed esigente, che si aspetta una selezione di prodotti innovativi, con buone performance e a prezzi competitivi.

Un sondaggio condotto da PWM Financial Times<sup>1</sup> ha evidenziato che per l'86% delle società interpellate, la domanda della clientela (alla ricerca di una più vasta gamma di prodotti per completare il proprio portafoglio) costituisce la ragione principale del ricorso alla delega di gestione.

L'introduzione della nuova normativa UCITS III favorisce questa spinta all'innovazione di prodotto ed alla ricerca di maggiore efficienza. Sempre più spesso è possibile riscontrare come l'utilizzo di strumenti di negoziazione liquidi e poco costosi come i derivati consenta di costruire prodotti efficienti in grado di affrontare il problema della inevitabile contrazione dei margini "di produzione" dovuti al costo del sub-advisor, alla luce di un profilo di rendimento atteso superiore e pertanto della potenzialità di aumentare le masse in gestione.

L'utilizzo degli strumenti derivati, nel caso italiano, va inoltre considerato da un ulteriore punto di vista, ovvero quello fiscale. L'impatto del credito d'imposta, vantato nei confronti dell'erario a fronte delle contabilizzazioni di perdite in conto capitale su titoli, rappresenta infatti una complicazione operativa affrontata dal gestore italiano. Molti prodotti del risparmio gestito evidenziano nel proprio attivo ammontari significativi di crediti d'imposta, particolarmente significativi per fondi che non hanno raccolto ammontari in gestione rilevanti e/o sono stati penalizzati dall'andamento dei mercati, come nel caso di fondi settoriali nel periodo 2001-2003. In termini operativi, i gestori devono utilizzare tecniche, tipicamente connesse all'utilizzo di strumenti derivati, in grado di compensare questa inefficienza ed è fondamentale valutare l'impatto che queste tecniche di gestione hanno sulla rischiosità del portafoglio.

<sup>1</sup> Ricerca di PWM (Pubblicazione Finanziaria del Financial Times)

in collaborazione con Goldman Sachs Asset Management, 2006

<sup>2</sup> Per alpha s'intende la differenza tra rendimento medio effettivo ed atteso di un portafoglio.

Vincenzo Volpe



## «Perché scegliere un sub-advisor»

*Vincenzo Volpe,  
responsabile di Goldman  
Sachs Asset Management  
(GSAM) in Italia,  
analizza le ragioni  
e i vantaggi del ricorso  
ad un gestore esterno*

**Quali sono i motivi principali per cui si sceglie un sub-advisor esterno?**

In base alla nostra esperienza e alle numerose ricerche sul mondo del sub-advisory alle quali abbiamo collaborato negli ultimi tre anni, la ragione principale del ricorso alla delega di gestione è la domanda della clientela private e retail, entrambe sempre più sofisticate ed esigenti. Gli in-

vestitori sono sempre più alla ricerca di investimenti specializzati, quali ad esempio i fondi a rendimento assoluto. I gestori e i distributori mirano a completare la loro gamma di prodotti attraverso la delega di gestione di alcune classi di attivo. Un aspetto delicato è anche quello rappresentato dai margini degli intermediari. La tendenza a distinguere i margini originati dall'attività di

manifattura rispetto a quelli frutto della distribuzione farà tuttavia sempre più emergere le inefficienze nella manifattura dei prodotti. E' pertanto necessario apportare scelte corrette.

Dopo una rapida crescita alla fine degli anni 90, negli ultimi anni abbiamo infatti assistito ad una netta diminuzione del numero dei fondi esistenti sia in Italia che in Europa. Il fenomeno è dovuto in parte alla chiusura di fondi con scarsi risultati di performance e in parte alla decisione di delegare a gestori esterni fondi la cui gestione non veniva realizzata in modo efficiente. Molte istituzioni finanziarie, specialmente in Italia, vogliono concentrarsi sulla distribuzione e preferiscono gestire internamente solo quelle classi di attivo dove hanno maturato nel corso degli anni esperienza e know-how.

#### ***Quali tipi di prodotti sono più facilmente affidati ai gestori esterni e perché?***

È piuttosto normale decidere di concentrarsi solo sulla gestione del tradizionale azionario e obbligazionario europeo e scegliere il "miglior" gestore per quelle classi di attivo più specialistiche, dove non si ritenga efficiente mantenere un team di ricerca. Ad esempio ci sono classi di attivo come l'azionario americano e sui mercati asiatici o l'obbligazionario globale ad alto rendimento che sono spesso date in delega di gestione a istituzioni internazionali con esperienze specialistiche e un track-record consolidato nella gestione di tali classi.

#### ***Tale processo sarà influenzato ancora maggiormente dalla direttiva UCITS III?***

Con la UCITS III, è ora consentito ai gestori un maggiore utiliz-

zo di strumenti derivati rispetto al passato, sia per rendere più efficiente la gestione di un portafoglio che per investire in una più vasta gamma di classi di attivo come ad esempio le valute. In questo contesto il know-how nel processo di investimento, l'esperienza negli investimenti alternativi ed un solido sistema di gestione del rischio diventano elementi fondamentali. Attraverso il sub-advisory molti investitori italiani potranno accedere a strategie innovative non disponibili nell'attuale gamma dei prodotti, semplicemente perché fino ad ora non potevano essere offerte e quindi manca un know-how nella gestione a livello locale.

#### ***Qual è il miglior processo da seguire per chi decide di "esternizzare"?***

Non esiste una soluzione migliore di un'altra. La cosa più importante è capire in quale categoria la società che delega può inserirsi. Se la delega viene fatta per arricchire una gamma di prodotti e quindi si decide di delegare la gestione di una o più classi di attivo al "miglior" gestore patrimoniale, il ricorso al sub-advisory viene deciso in genere dal CIO, dal suo team o da un advisor che opera a supporto della struttura di gestione. In questo tipo di approccio la nostra esperienza in Italia ci ha insegnato che spesso si parte dal desiderio di "ristrutturare" uno o più prodotti esistenti perché non in grado di generare rendimenti attraenti, per finire con l'aprirsi ad un confronto molto trasparente ed approfondito sulle soluzioni di investimento più efficienti ed in grado di soddisfare sia le richieste dei clienti che i margini industriali dell'istituzione finanziaria. Invece se lo sponsor ricerca un partner strategico perché ha deciso di delegare in tutto o in parte la gestione dell'attivo a gestori esterni, il

CEO ed il CFO sono i promotori del progetto. In questo caso la funzione di asset management viene delegata ad un gestore o ad un piccolo gruppo di gestori che divengono partner di riferimento. È importante che il brand e il partner non siano in diretta competizione con il committente. In genere i "gestori puri" hanno un vantaggio sui gestori che sono anche distributori. È inoltre fondamentale cogliere le capacità di advisory rese disponibili dalla società di gestione. Tanto più complesso ed articolato è infatti il mandato di delega (fino ad arrivare al fiduciary management), tanto più è fondamentale poter contare su un complesso di servizi accessori rispetto a quello della gestione.

#### ***Quali fattori devono essere analizzati durante il processo di selezione di un gestore esterno?***

Nella selezione di un sub-advisor, le società ricercano un partner con forte capacità di gestione e controllo del rischio e comprovata esperienza per aggiungere valore alla loro offerta. A questo proposito, è stato dimostrato che il mercato del sub-advisory sta diventando più istituzionale nel suo approccio. Senza dubbio il processo di investimento e la capacità di assicurare i risultati promessi rimangono fattori fondamentali. Ma comprensibilmente una caratteristica che la maggior parte degli sponsor tiene in grande considerazione nella scelta di un sub-advisor è la capacità di quest'ultimo di interagire con l'organizzazione.

In effetti, il subadvisor condivide il ruolo precedentemente ricoperto dal team di gestione interno e pertanto l'interazione fra il gestore interno ed il sub-advisor rappresenta un elemento cruciale di confronto e di sviluppo professionale. Se entrambe le parti intendono costruire un rapporto

saldo e proficuo, il sub-advisor dovrà inoltre fornire un supporto di marketing che aiuti a ben comunicare ai clienti le caratteristiche dei nuovi prodotti, ed un servizio di formazione interna dedicato alla rete di vendita.

#### ***In conclusione, come questo trend influenzerà il mercato italiano?***

Prevediamo una fase di forte crescita del sub-advisory nel mercato italiano. In particolare il processo avrà inizio con conferimenti di deleghe di gestione per le classi di attivo più rischiose e più difficili da gestire internamente.

Il processo proseguirà con incarichi in nuove classi di attivo (quali ad esempio la gestione in valute) o in soluzioni di investimento rese possibili mediante l'uso di strumenti derivati (quali le gestioni a rendimento assoluto che applicano tecniche di "portable alpha"), rese ormai possibili dalla introduzione della UCITS III.

Crediamo infine nella crescita del mercato dell'overlay. Questa nicchia di mercato è molto sofisticata e richiede specifiche capacità operative; un intermediario che ha nella propria gamma prodotti un fondo bilanciato ad esempio può aggiungere una fonte non correlata di extra rendimento rispetto al benchmark (alpha). In questo caso l'introduzione di un ingrediente come un overlay di asset allocation tattica o di gestione in valute può contribuire a migliorare il profilo di rischio-rendimento del portafoglio. Il sub-advisor avrà la responsabilità di gestire solo una parte specifica del portafoglio e di partecipare alla attività di gestione e controllo del rischio.

In sostanza l'attività di sub-advisory in Italia trova un terreno particolarmente fertile e contribuirà a favorire il processo di architettura aperta della gamma prodotti che molte istituzioni stanno sviluppando.