

DIBATTITO LE PROSPETTIVE DEL BUSINESS

Il servizio di advisory sui portafogli istituzionali

Nei Paesi anglosassoni questa funzione viene sempre più richiesta. In Italia, invece, gli esempi positivi sono pochi. Perché? Se ne è parlato nel corso di una tavola rotonda organizzata da BancaFinanza. Ed ecco cosa è emerso.

■ **ACHILLE PEREGO**
Caposervizio
Economia e Finanza
of Qn



Fondi pensione, fondazioni bancarie, compagnie di assicurazione: sono i soggetti istituzionali che avrebbero bisogno, in Italia, del servizio di un *advisory* indipendente che sappia pianificare le strategie di investimento e scegliere i gestori del portafoglio. Se negli altri Paesi, a cominciare da quelli anglosassoni, questa funzione viene sempre più richiesta, in Italia si tratta di un settore d'attività ancora da costruire, anche se non mancano esempi positivi. Ma come si interfaccia il ruolo dell'*advisory* con i gestori e i consigli d'amministrazione di fondi pensione, assicurazioni e fondazioni bancarie? E in quale modo può essere garantita l'indipendenza e l'assenza di conflitti

d'interesse se la funzione dell'*advisory* viene svolta da una sgr? Sono queste, in sintesi, alcune delle riflessioni emerse durante la tavola rotonda su *Il servizio di advisory nella gestione dei portafogli istituzionali* organizzata da BancaFinanza e alla quale hanno partecipato Massimo Scolari, ceo di Pragma Alternative, Carlo Gentili, amministratore delegato di Nextam Partners sgr, Mario Speciale, amministratore delegato di Sai Am sgr, Alberto Salato, responsabile business istituzionale di BlackRock Italia, Davide Squarzone, direttore generale di Prometeia advisor sim, Angelo Lazzari, amministratore delegato di Arc asset management, Arcangelo Pirrello, presidente di Epap, Sergio

DETERMINAZIONE
«Se fossi un *advisory* "aggressivo" con determinazione il segmento delle fondazioni bancarie, che forse ha sottovalutato il proprio ruolo di investitore istituzionale sui mercati», dice Sergio Corbello, presidente di Assoprevidenza.



Corbello, presidente di Assoprevidenza, Antonio Barbieri responsabile dell'attività istituzionale di Arca sgr, Marco Chiaromonte, responsabile delle gestioni patrimoniali di Allianz global investors Italia sgr, Angela Maria Scullica, direttore di BancaFinanza e del *Giornale delle Assicurazioni* e Achille Peregò, caposervizio Economia e finanza di Qn.

PARTECIPANTI
Alla tavola rotonda sul servizio di *advisory* organizzata da BancaFinanza, hanno partecipato Massimo Scolari, ceo di Pragma Alternative, Carlo Gentili, amministratore delegato di Nextam Partners sgr, Mario Speciale, amministratore delegato di Sai Am sgr, Alberto Salato, responsabile business istituzionale di BlackRock Italia, Davide Squarzone, direttore generale di Prometeia advisor sim, Angelo Lazzari, amministratore delegato di Arc asset management, Arcangelo Pirrello, presidente di Epap, Sergio Corbello, presidente di Assoprevidenza, Antonio Barbieri responsabile dell'attività istituzionale di Arca sgr, Marco Chiaromonte, responsabile delle gestioni patrimoniali di Allianz global investors Italia sgr, Angela Maria Scullica, direttore di BancaFinanza e del *Giornale delle Assicurazioni*, e Achille Peregò, caposervizio Economia e finanza di Qn.

Risparmio Gestito

Domanda. Qual è oggi la funzione degli advisory per gli investitori istituzionali, a cominciare dai fondi pensione e che cosa loro si aspettano dalla consulenza?

Corbello. La tematica dell'utilizzo degli advisory, e cioè di un approccio tecnicamente più accorto nei confronti degli impieghi da parte degli investitori istituzionali, è matura. Le fondazioni bancarie sono realtà molto diversificate sotto il profilo dimensionale e, quindi, patrimoniale, con interventi assai eterogenei rispetto agli investimenti, specialmente negli ultimi anni. In passato, per dirla in parole povere, l'impiego delle risorse da parte delle fondazioni era abbastanza semplice, avendo esse a disposizione la «propria» banca. Essendo loro i controllori, l'investimento tramite la banca era automatico. L'uscita dal controllo delle banche e la diversificazione hanno fatto sorgere i problemi operativi. Le fondazioni di maggiori dimensioni hanno costituito strutture tecnicamente molto valide, in grado di supportarle egregiamente. Credo esista, invece, un gruppo di piccole fondazioni, che dovrebbero prestare una crescente attenzione alle politiche di investimento e all'utilizzo, conseguentemente, di professionisti specializzati. Quanto alle assicurazioni, sono, per definizione, investitori istituzionali di lungo periodo; tuttavia molte compagnie non hanno curato ancora con approcci particolarmente raffinati gli investimenti delle proprie riserve. Infine, i fondi pensione, che da questa crisi traggono sicuramente la necessità di riconsiderare il loro

profilo di business.

D. Esiste quindi un grande spazio di crescita per gli advisory nel mercato dei fondi pensione?

Corbello. Se fossi un advisory «aggregatore» con grande determinazione il segmento delle fondazioni bancarie, che forse ha un po' sottovalutato il proprio ruolo di investitore istituzionale sui mercati. Quanto al comparto pensionistico, suddividere l'attività verso la previdenza complementare (che per ragioni di carattere strutturale e normativo è più sensibile alla tematica degli investimenti in senso tecnico) da quelle per le casse professionali di base. Come già ho evidenziato, la previdenza complementare deve necessariamente utilizzare mandati gestori e, *ex lege*, non può praticare gestione diretta. C'è insomma un meccanismo «imposto», che induce a un approccio più scientifico alla materia. Ma oltre alla previdenza complementare c'è il grande segmento degli enti previdenziali di base: quelli professionali, la cassa forense, la cassa dei notai, gli enti privati o privatizzati, i quali tutti sono autorizzati dalla legge a fare gestione diretta, senza che siano previsti requisiti di professionalità per chi riveste la carica di consigliere di amministrazione. Credo allora che proprio per questi enti l'utilizzo di professionisti qualificati sia determinante.

Scolari. Le sgr possono avere un ruolo all'interno di questo segmento. Sono assolutamente d'accordo sui profili di indipendenza e sulla separazione tra l'attività di *advisory* e quella di gestione. Ma, detto questo, occorre



PIÙ ATTIVITÀ

«I gestori devono seguire uno spettro di attività più ampio rispetto a quello oggi praticato sui mandati istituzionali, ma non a scapito degli altri attori, degli advisory o degli stessi fondi pensione», sostiene Marco Chiaromonte, responsabile delle gestioni patrimoniali di Allianz global investors italia sgr (a sinistra).

sottolineare come le sgr abbiano una storia ormai consolidata: in molte società si è realizzato un complesso di competenze formate nel tempo che trovano la loro manifestazione nella realizzazione di prodotti prevalentemente retail. Ma le stesse competenze possono essere indirizzate verso gli stessi investitori istituzionali, non solo per offrire prodotti finanziari ma anche tecniche, strategie, controllo di gestione. In questo senso il mondo delle sgr rappresenta la punta più avanzata. Guardando la realtà internazionale, in Gran Bretagna esiste un mercato dell'asset management grande 1.500 miliardi di euro, e il 78% dei clienti è rappresentato da investitori istituzionali, con un importante ruolo di fondi pensione, compagnie di assicurazione, fondazioni *charities*. Senza contare il peso delle autorità locali. Se passiamo alla Francia, scopriamo che il risparmio gestito ha una dimensione di circa 2.500 miliardi. I fondi retail coprono il 15% del mercato, mentre troviamo un importante ruolo delle assicurazioni, con il 35% e un'ulteriore, importantissima presenza delle *corporation*. Insomma il mondo dei fondi di investimento in Francia, primo mercato europeo, vede una massiccia presenza degli investitori istituzionali. In Italia, invece, sgr, produttori, gestori hanno lavorato soprattutto per il mercato retail. Nel mercato dei fondi italiani, al momento del loro picco, le gestioni individuali contavano per circa il 35%. Dal 2000 in poi abbiamo assistito a uno sgonfiamento. Le banche hanno sostituito i fondi esteri a quelli italiani, e questo ha determinato in gran parte la crisi dei nostri strumenti di investimento.

D. Le sgr, dipendenti o indipendenti, possono offrire un servizio di *advisory*?

Speciale. In linea di principio sarebbe interessante confrontarsi con consulenti del tutto indipendenti. Ma i costi di struttura sono talmente elevati che la vita da «indipendente» è durissima. È normale, quindi, imbattersi in strutture che fanno parte di un gruppo. Che soluzione possiamo dare? Una prima idea potrebbe essere quella di creare sezioni *ad hoc* all'interno delle sgr, interamente dedicate alla consulenza. Un altro aspetto rilevante è quello dell'autodisciplina che una sgr ha, delle regole che si deve dare e che deve trasmettere all'investitore istituzionale. In una gestione fondi si può, per esempio, riferimento a parametri oggettivi e certificati se il fondo di casa rientra in questa classifica può essere utilizzato, altrimenti no. Questa è una regola elementare che consente di dare un buon servizio al cliente senza entrare in conflitto di interesse.

Salato. Vorrei evidenziare l'esperienza degli asset manager indipendenti. I grandi piani pensionistici del centro Europa sono molto sviluppati e in quei mercati da tempo il caposaldo del sistema è rappresentato dalla indipendenza. Insieme a questo aspetto, dall'esperienza europea emerge la necessità di una gestione complessiva delle risorse del fondo pensione, in grado di rispondere all'evoluzione delle passività derivante dalla dinamica demografica degli aderenti. La presenza di un advisor separato, indipendente, non direttamente coinvolto nelle scelte di investimento, può comportare il rischio che la gestione nel suo complesso risenta degli even-

tuali problemi di liquidità del fondo pensione o delle difficoltà di implementazione di un sistema di *asset liability management* efficiente, poiché le singole società di gestione, una volta selezionate dall'*advisor*, svolgono il proprio mandato senza tener conto degli altri gestori coinvolti. Ecco perché in Europa i fondi più grandi (pensiamo a quanto accaduto in Olanda, Gran Bretagna e Germania) sono passati (o stanno passando) dalla scelta di gestori specializzati per asset class a gestori fiduciari. In questo caso, il ruolo dell'*advisory* non scompare ma aumenta anzi d'importanza perché partecipa direttamente, insieme con le strutture preposte del fondo pensione, alla definizione delle scelte di investimento in base alle passività e all'evoluzione demografica dei propri iscritti. Il ruolo dell'asset manager in questo contesto si trova a essere ulteriormente incentivato, in quanto viene chiamato a gestire le risorse del fondo nel loro complesso e non più la singola

asset class. Passando a considerare il fronte degli operatori italiani, alcuni soggetti del settore previdenziale, e soprattutto le casse di previdenza, si stanno dotando e, in alcuni casi, si sono già dotati di una struttura interna di professionisti dedicata agli investimenti finanziari. Grazie a questi dipartimenti di finanza interni, le strutture italiane avranno così le competenze necessarie non solo per valutare il reporting del gestore finanziario, ma anche per entrare nel merito, in collaborazione con l'*advisor*, di quello che l'asset manager sta compiendo.

Lazzari. Sui fondi pensione ho un'opinione diversa. Essendo questi strumenti portati verso investimenti di lungo periodo mi chiedo a che cosa serva controllare giorno per giorno il loro andamento. Il fondo pensione è uno strumento in cui il risparmiatore affida i suoi risparmi perché si aspetta benefici tra 30-40 anni. Si tratta di uno strumento sociale per il sistema Paese. Il fondo pensione che investe solamente in bond, Btp, Cct e azioni non serve a nulla. Per questo ci sono tanti altri fondi, mi domando perché inventarsi altre scatole e altri costi. Secondo me il fondo pensione ha una grande responsabilità nell'investire in asset strategici come gli aeroporti, le infrastrutture. Investimenti che ab-

INDIPENDENZA

«Non c'è indipendenza se la proprietà non ne ha le caratteristiche. Essere controllati o partecipati in maniera significativa da una banca ci priva di questo concetto», afferma Carlo Gentili (a sinistra), amministratore delegato di Nextam Partners sgr.

«Ma nel caso del conflitto di interessi», sostiene Davide Squarzone (a lato), direttore generale di Prometeia advisor sim, «la Mifid ha fatto un buon lavoro, ribaltando l'onere della prova. Prima ci si dichiarava, in pagine e pagine di disclaimer, di trovarsi in varie posizioni di conflitto di interesse. Ora gli intermediari vigilati sono obbligati a gestire quel conflitto. E solo se non ne sono stati in grado devono comunicare quella posizione, assumendosene le relative responsabilità».

FONDI PENSIONE

«I gestori devono seguire uno spettro di attività più ampio rispetto a quello oggi praticato sui mandati istituzionali, ma non a scapito degli altri attori, degli advisory o degli stessi fondi pensione», afferma Marco Chiaromonte (a destra), responsabile delle gestioni patrimoniali di Allianz global investors italia sgr. A proposito di fondi pensione, «non credo che debba essere obbligato a investire nel territorio», afferma Antonio Barbieri (a fianco), responsabile dell'attività istituzionale di Arca sgr, «ma deve offrire più alternative di investimento essendo in grado di valutare il ritorno e i rischi».



Risparmio Gestito

biano un ritorno, ripeto, per il sistema Paese e ovviamente anche un buon ritorno economico nel lungo periodo. Gli organi di controllo consentono questo tipo di investimenti fino al 10%, ma credo che l'Europa dovrebbe portare questo limite fino al 30%. Investire il 2% nello sviluppo di un aeroporto, assumendo una partecipazione diretta, avviene già in alcuni Paesi europei e dovrebbe accadere anche in Italia mentre oggi non è possibile perché la normativa non lo consente. Per questo è importante sollecitare il legislatore perché si adegui e permetta a un fondo pensione di svolgere il suo ruolo sociale.

D. Come si comportano gli enti previdenziali rispetto alle scelte di investimento?

Pirrello. Sono presidente di un ente (che assiste geologi, dottori agronomi e dottori forestali, chimici e attuari, ndr), ma sono prima di tutto un geologo, e sono abituato a valutare il rischio geologico: uno stesso terremoto ha un maggiore o minore rischio se colpisce una città o un posto desertico dove non abita nessuno. Nello stesso modo dobbiamo ripensare il sistema della gestione degli investimenti con un occhio particolare sulla provenienza dei soldi perché, per esempio, se ho 100 milioni e ne perdo il 50% mi resteranno pur sempre 50 milioni e continuerò a essere ricco. Diverso se la perdita del 50% riguarda i risparmi di lavoratori o professionisti. Per questo noi investitori istituzionali dobbiamo chiedere ai nostri advisory grande rispetto per i nostri soldi, perché si tratta del risparmio della gente».

ché si tratta del risparmio della gente. Passando a considerare le sgr come *advisory*, non sono ideologicamente contrario. Ritengo però che l'aspetto dell'indipendenza dell'*advisory* sia fondamentale.

Barbieri. L'aspetto più importante è quello di evidenziare le finalità delle singole istituzioni. Fondazioni e fondi pensione devono capire e individuare gli obiettivi che vogliono darsi. Nel caso di questi ultimi, gli scopi vanno comunicati all'aderente, cercando di capire le sue esigenze. La domanda che ci pone spesso l'aderente è semplice: perché devo risparmiare adesso quando posso spendere, per esempio, per fare un viaggio e invece pensare al futuro quando non avrò più queste opportunità? Il fondo pensione deve spiegare le finalità di lungo termine dell'investimento, massimizzare il ritorno di quanto verso l'aderente e aiutarlo nelle scelte di investimento. La scelta dell'investimento deve essere coerente con l'orizzonte temporale dell'aderente. Se ho 25 anni e un'aspettativa di vita lavorativa di 40 anni posso permettermi un livello di rischio elevato; se invece mancano pochi anni alla pensione, la scelta deve essere più cauta e il fondo pensione deve mettermi in condizione di operare la scelta più idonea alle mie esigenze. E a proposito delle finalità e della strategia di un fondo pensione non credo che debba essere obbligato a investire nel territorio, ma deve offrire più alternative di investimento essendo in grado di valutare il ritorno e i rischi. L'obiettivo primario rimane

quello di massimizzare i ritorni per l'aderente facendogli capire le finalità di lungo termine di questi risparmi e tenendo presente la sua propensione al rischio.

D. Quanto è importante l'indipendenza dell'*advisory*?

Gentili. Mi sembra opportuno mettere qualche punto fermo. Anche semplicemente leggendo i giornali, apprendiamo con sorpresa che oggi tutti si dichiarano indipendenti. Di fatto credo che dobbiamo definire che cos'è l'indipendenza, altrimenti si rischia quel che è capitato qualche anno fa, quando un'azienda dell'*acconomy* era entrata a far parte della *new economy* perché vendeva barre d'acciaio via internet. Prima di tutto non c'è indipendenza se la proprietà non ne ha le caratteristiche. Essere controllati o partecipati in maniera significativa da banche o assicurazioni priva del concetto di indipendenza, anche se questo non significa che non si possa fare gli *advisory* meglio di un indipendente. Altro elemento importante è sicuramente l'organizzazione. È noto che nei grandi gruppi bancari, nel consiglio delle sgr siede spesso il direttore della rete. Un tipo di presenza, questa, che evidentemente non garantisce l'indipendenza nella selezione dei prodotti. È importante

COSTI ELEVATI

«In linea di principio sarebbe interessante confrontarsi con consulenti del tutto indipendenti», afferma Mario Spicale, amministratore delegato di Sai Am sgr. «Ma i costi di struttura sono talmente elevati che la vita da "indipendente" è durissima».



PIÙ ACCORTEZZA

«La tematica dell'utilizzo degli *advisory*, e cioè di un approccio tecnicamente più accorto nei confronti degli impieghi da parte degli investitori istituzionali, è matura», sottolinea Sergio Corbellio, presidente di Assoprevidenza (a capotavola, a fianco di Angela Maria Scullica, direttore di BancaFinanza).

collocamento e viene remunerato da queste attività, ha perso l'indipendenza nel momento stesso in cui comincia a fare quei mestieri. Per quanto riguarda il tema del conflitto di interessi, un buon livello di indipendenza è propedeutico rispetto all'interesse degli investitori finali.

Chiaromonte. L'importanza delle sgr italiane per la previdenza complessiva può essere analizzata anche da un'altra prospettiva. Ossia quanto gli investitori istituzionali sono importanti per la crescita della qualità del servizio offerto dalle società di gestione. Quanto è stato già detto sulle soluzioni per fornire alle sgr una maggiore qualità del servizio per i clienti (requisiti di indipendenza dell'azionariato, organizzazione interna, gestione dei conflitti di interesse) spesso non è sufficiente. La storia insegna che servono anche stimoli esterni e, soprattutto, del mercato. La crescente competizione, la qualità degli *advisory*, le specifiche di mandato e di prodotto molto dettagliate e altri fattori fanno sì che nelle sgr non si possa che proporre competenze elevate se si vuole rimanere in questo segmento di mercato. Dobbiamo riuscire a combinare le competenze gestionali con il servizio, la solidità, la continuità nel tempo senza scorciatoie, senza ristrutturazioni frequenti, senza innovazioni di prodotto di breve termine. Strategie che talvolta il mercato retail porterebbe a sostenere. E i gestori de-

vo seguire uno spettro di attività più ampio rispetto a quello oggi praticato sui mandati istituzionali, ma non a scapito degli altri attori, degli *advisory* o degli stessi fondi pensione. Penso che non sia facile tradurre questo tema in pratica perché non sempre le regole sono chiare: noi dobbiamo offrire soluzioni condivise ed elaborate nel tempo che non possono ricadere nelle innovazioni di breve periodo.

Squarozzi. Le sim autorizzate alla consulenza sono vigilate da Consob e Banca d'Italia. Queste authority dovrebbero rendersi conto che per questa attività, svolta senza che si disponga in alcun momento del denaro degli investitori, sono necessari adempimenti più snelli. Basterebbe un intervento dispositivo o normativo leggero, una circolare, uno schema guida, che specifichino come si sceglie e si controlla un *advisory*. Su questo ci si sente dare ragione. Ma, dopo le pacche sulle spalle, ancora non succede

niente... E vengo adesso al tema più caldo: il rapporto tra *advisory* e gestore. Cito per questo un esempio. Frank Russell è partito facendo l'*advisory*, ma trovandosi a determinare l'allocatione di portafogli per asset miliardari ha scoperto che fare il gestore di gestori permetteva di guadagnare di più. E oggi svolge questo mestiere. La stessa cosa hanno già fatto o stanno per fare altri big player. Non c'è nulla di male, si intende, l'importante è che il cliente sappia se, e in che misura, il loro *advisory* è pagato dalle società prodotte. Viceversa, il cliente può scegliere di remunerare in via esclusiva il proprio *advisory*. In Italia, questo è il modello largamente prevalente, sulla base di un fisso annuo, molto basso rispetto agli standard internazionali, e di eventuali giornate uomo. E termino con il tema del conflitto di interessi, con cui in Italia (come dovunque) tutti hanno a che fare, in maniera più o meno soft. In questo caso la Mifid ha fatto un buon lavoro, ribaltando l'onere della prova. Prima ci si dichiarava, in pagine e pagine di *disclaimer*, di trovarsi in varie posizioni di conflitto di interesse. Ora gli intermediari vigilati (ma non gli altri) sono obbligati a gestire quei conflitti. E solo se non ne sono stati in grado devono comunicare quella posizione, assumendosene le relative responsabilità. L'*advisory* è un soggetto vigilato. In questo modo si semplifica la vita per tutti: investitori, autorità di vigilanza e consulenti finanziari. Il campo di gioco sarà, così, finalmente livellato, come richiesto dalla Mifid.

SGONFIAMENTO

«Nel mercato dei fondi italiani, al momento del loro picco, le gestioni individuali contavano per circa il 35%», dice Massimo Scolari (a sinistra), ceo di Pragma Alternative. «Dal 2000 in poi abbiamo assistito a uno sgonfiamento. Le banche hanno sostituito i fondi esteri a quelli italiani, e questo ha determinato in gran parte la crisi dei nostri strumenti di investimento». Aggiunge Alberto Salato (a fianco), responsabile business istituzionale di BlackRock Italia: «In Europa i fondi più grandi sono passati (o stanno passando) dalla scelta di gestori specializzati per asset class a gestori fiduciari. In questo caso, il ruolo dell'*advisory* non scompare ma aumenta anzi d'importanza perché partecipa direttamente, insieme con le strutture preposte del fondo pensione, alla definizione dello scotto di investimento».

