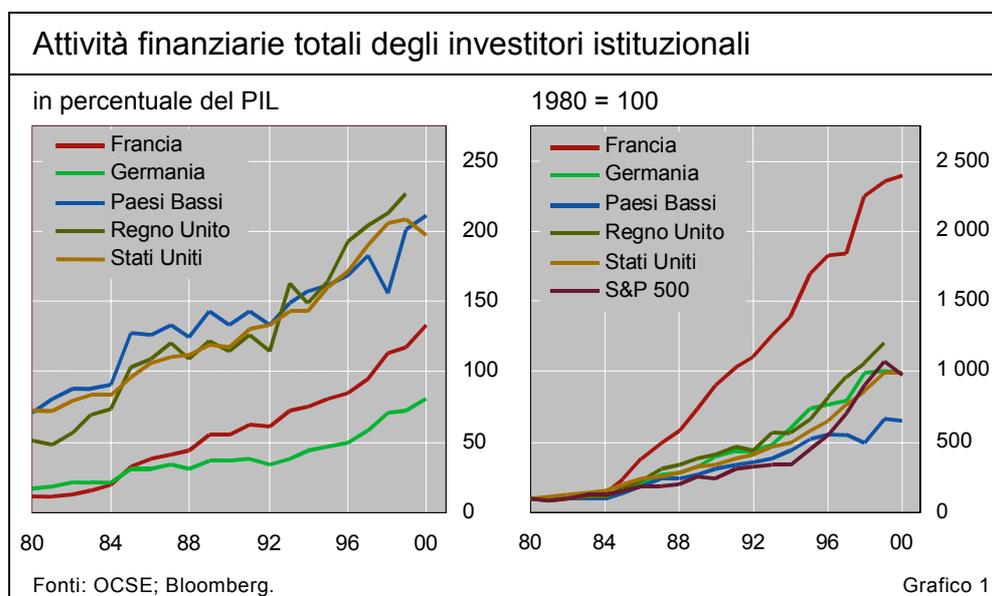


Gestione istituzionale di portafogli: tendenze, incentivi e implicazioni per l'efficienza di mercato¹

Negli ultimi anni gli investitori hanno delegato in misura crescente l'amministrazione della propria ricchezza finanziaria a gestori istituzionali. La portata e l'evoluzione di tale forma di investimento è messa in evidenza dalla crescita delle attività affidate ai differenti investitori istituzionali nei vari paesi (grafico 1). Per giunta, si può prevedere che le tendenze demografiche in atto favoriranno l'ulteriore sviluppo del settore negli anni a venire.

La caratteristica distintiva del settore è che la gestione dei portafogli implica una serie di processi delegati che collegano i vertici del "triangolo" formato da capitali investiti, proprietari dei fondi e gestori. Di conseguenza, le strutture contrattuali miranti a conciliare gli incentivi dei detentori finali con quelli dei loro mandatari sono parte integrante dell'attività in questione, e quindi destinate a mutare con l'evolversi dell'attività stessa.

La gestione istituzionale è cresciuta in dimensione e importanza ...



¹ Eventuali errori e omissioni in questo studio – che riassume i punti salienti di un rapporto pubblicato dal Comitato sul sistema finanziario globale – sono da attribuire esclusivamente all'autore. Le opinioni espresse non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI.

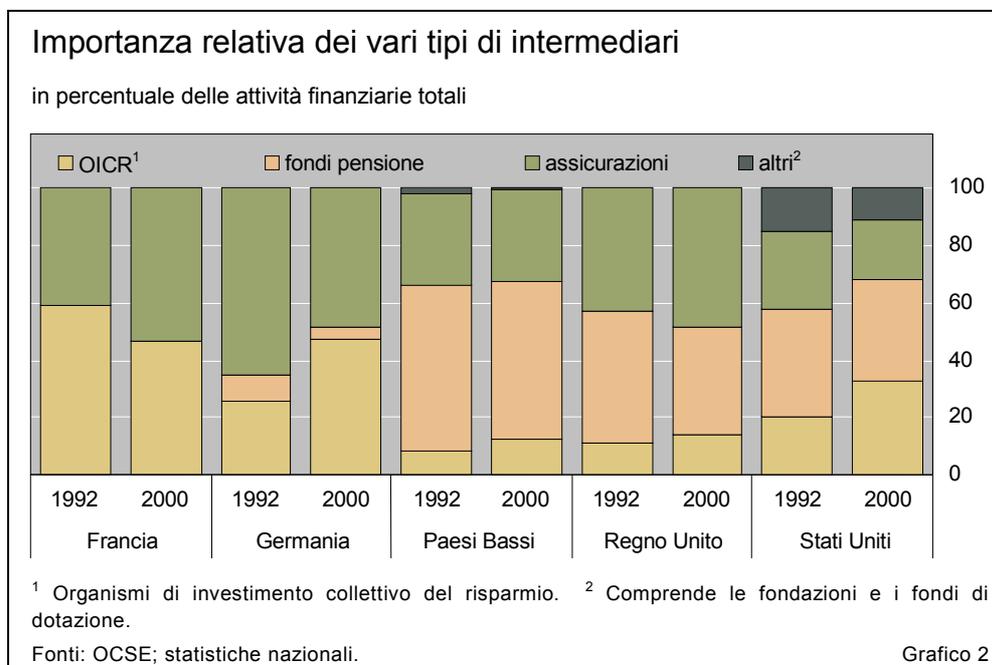
L'allocazione delle risorse finanziarie non è disgiunta dal contesto in cui si assumono le decisioni. Le tendenze correnti del settore, nella misura in cui influenzano gli incentivi dei gestori, sono quindi ovviamente in grado di condizionare il processo decisionale e le scelte di investimento². Ciò può a sua volta influire sugli andamenti dei mercati finanziari globali, un aspetto, questo, che ha destato particolare attenzione alla luce della straordinaria ascesa e del successivo crollo degli indici azionari a livello mondiale.

... e le tendenze del settore possono influenzare i mercati finanziari

Consapevole della crescente rilevanza acquisita dal settore della gestione patrimoniale delegata, il Comitato sul sistema finanziario globale (CSFG), che segue l'evoluzione dei mercati finanziari su incarico delle banche centrali dei paesi del G10, ha istituito un gruppo di lavoro per analizzare tali questioni. Il presente articolo offre una sintesi dello studio compiuto dal gruppo e ne evidenzia alcuni dei principali risultati, descritti in un rapporto di recente pubblicazione³.

Evoluzione strutturale del settore

I gestori istituzionali di patrimoni si configurano in larga misura come *organismi di investimento collettivo, fondi pensione e compagnie di assicurazione*. Essi allestiscono e amministrano patrimoni mobiliari per conto di clienti, siano questi investitori privati o imprese. La gestione può essere effettuata in proprio oppure delegata a soggetti esterni. Pertanto, i fondi pensione e le assicurazioni possono avvalersi di gestori esterni per amministrare gli averi loro affidati, così come offrire essi stessi servizi di gestione a terzi.



² Cfr. BRI (1998).

³ Il "Working Group on Incentive Structures in Institutional Asset Management" era presieduto da Michel Cardona della Banca di Francia. Il rapporto (CSFG, 2003) è disponibile sul sito Internet www.bis.org.

L'espansione mondiale della gestione istituzionale di portafogli, favorita dalle tendenze demografiche, dalla liberalizzazione finanziaria e dal progresso tecnologico, si è accompagnata a una ristrutturazione di fondo del settore che ha comportato, in particolare, una variazione nell'incidenza relativa dei vari intermediari (grafico 2). Sono inoltre divenute meno nette le tradizionali demarcazioni settoriali nella sfera di attività degli operatori. Per esempio, le assicurazioni hanno lanciato propri fondi di investimento e iniziato a offrire schemi previdenziali, mentre le banche hanno acquisito società di gestione mobiliare e compagnie di assicurazione, gettando un ponte fra i differenti segmenti del mercato.

Sebbene tali sviluppi abbiano avuto connotazioni diverse a seconda dei paesi, sono ravvisabili tre tendenze di fondo comuni all'intero settore della gestione istituzionale di patrimoni: la crescente importanza dei portafogli indicizzati; l'aumento nel numero di classi distinte di attività; il consolidamento e la specializzazione degli operatori.

Indicizzazione

L'indicizzazione è divenuta più importante ...

La crescente popolarità dei portafogli gestiti in forma passiva, ossia replicando un dato indice, costituisce forse il trend più significativo. I fondi indicizzati fecero la loro comparsa nel 1971, allorché il primo strumento di questo tipo, inteso a replicare l'indice S&P 500, venne creato da Wells Fargo Bank con una dotazione iniziale di \$6 milioni proveniente dal fondo pensione di Samsonite Co. Da allora essi sono costantemente cresciuti di importanza, e fra il 1998 e il 2001 hanno fatto segnare un aumento del 70% circa delle attività gestite. Le diversità fra i paesi restano però notevoli. I fondi indicizzati rappresentano oggi circa il 30% degli investimenti azionari e obbligazionari negli Stati Uniti e il 20% nel Regno Unito. Per contro, nell'insieme dell'Europa solo il 5% delle attività complessive e circa il 10% degli investimenti azionari sono gestiti su base passiva (tabella 1).

La tendenza verso l'indicizzazione è stata favorita dalla creazione di benchmark basati sulla capitalizzazione di mercato, e dalla constatazione che,

Distribuzione dei portafogli istituzionali nel 2001		
in percentuale		
Tipi di portafoglio	Europa	Stati Uniti
Azionari (titoli quotati)	44	54
di cui: a gestione attiva	90	64
di cui: a gestione passiva	10	36
Reddito fisso	43	32
di cui: a gestione attiva	98	87
di cui: a gestione passiva	2	13
Mercato monetario	8	9
Immobiliari	4	2
Altri (compresi gli hedge fund)	1	3

Fonti: UBS Warburg/Oliver, Wyman & Company (2002); *Pensions and Investments* (2002).

Tabella 1

quantomeno nei mercati più ampi e più efficienti in termini di informazione, i fondi a gestione attiva non fruttano in media rendimenti tali da compensare i maggiori costi⁴. Grazie alle ridotte commissioni, i fondi indicizzati appaiono uno strumento capace di offrire agli investitori un elevato grado di diversificazione (di fatto, la possibilità di detenere un'esposizione verso l'intero mercato) a costi relativamente bassi. Inoltre, fino ad epoca recente l'ascesa delle quotazioni azionarie ha contribuito alla loro attrattiva, in quanto essi rappresentavano un mezzo ad elevata efficacia di costo per assumere posizioni in un contesto di valutazioni in rapido aumento.

Fra gli strumenti in parola hanno recentemente assunto una posizione preminente le strategie passive ottimizzate ("enhanced passive strategies"). Tali strategie, basate sul fatto che il perseguimento di un tracking error⁵ prossimo allo zero comporta notevoli costi di transazione, prevedono una certa flessibilità nel replicare l'indice prescelto. Ciò consente a sua volta di gestire più agevolmente le riallocazioni che si rendono necessarie allorché l'indice viene riponderato. Il successo delle suddette strategie può in parte essere attribuito anche alla prassi, diffusa in passato, di basare i benchmark sulla capitalizzazione totale di mercato anziché sul solo flottante⁶. Questa prassi tendeva a produrre una forte volatilità delle azioni di società con grande capitalizzazione ma ridotto flottante, come le entità derivanti da "spin-off", data la relativa scarsità di tali titoli sul mercato in rapporto al loro peso nell'indice.

Nel comparto obbligazionario l'indicizzazione resta invece molto meno diffusa, e ciò per due motivi. In primo luogo, mentre il rischio idiosincratco è assai importante per le singole azioni, lo è molto meno per le singole obbligazioni, dato che i tassi d'interesse sono fortemente correlati. Questo fattore può limitare l'incentivo a indicizzare i portafogli del reddito fisso, essendo meno marcato il vantaggio della diversificazione. In secondo luogo, gli indici obbligazionari, specie per le emissioni societarie, sono più difficilmente replicabili. Si rendono ad esempio necessari aggiustamenti alle più importanti date di pagamento delle cedole, nonché per tener conto delle emissioni in scadenza e delle nuove offerte. È inoltre difficile ponderare correttamente un indice obbligazionario in base ai valori di mercato, poiché l'importo in essere di ciascuna componente può risultare incerto a causa dello scorporo delle cedole o *coupon stripping* (per i titoli di Stato), dei rimborsi anticipati (per quelli ipotecari) e delle opzioni di riscatto (per le obbligazioni societarie).

La tendenza all'indicizzazione riguarda in misura crescente non soltanto i grandi portafogli amministrati, ad esempio, per conto di fondi pensione, ma

... ma la sua popolarità varia a seconda dei paesi

⁴ Cfr. Sharpe (1966) e Jensen (1968). Sebbene singoli gestori possano realizzare extrarendimenti, questi di regola non risultano durevoli se si considerano il rischio e il "survivorship bias" (Carhart, 1997).

⁵ Per *tracking error* si intende lo scostamento dei rendimenti di un portafoglio rispetto a un dato indice benchmark, misurato dalla deviazione standard nell'arco di un periodo campione. La fissazione di limiti per il tracking error costituisce oggi una clausola standard dei mandati di investimento, anche per i portafogli in gestione attiva.

⁶ Per *flottante* si intende il valore di mercato dei titoli in essere che possono essere liberamente negoziati fra investitori istituzionali e privati.

anche la componente al dettaglio del risparmio gestito. Mentre i fondi comuni indicizzati esistono già da qualche tempo, i cosiddetti “exchange-traded fund” (ETF) sono un fenomeno relativamente nuovo. Si tratta di portafogli azionari, o in alcuni casi obbligazionari, che replicano un particolare indice e vengono negoziati in borsa su base infragiornaliera, alla stregua di azioni quotate. Il primo di tali fondi, basato sull’indice S&P 500, risale al 1993. A fine 2002 il patrimonio netto dei 50 maggiori ETF ammontava a \$159 miliardi, equivalenti più o meno al 6% delle attività indicizzate totali; circa \$70 miliardi erano gestiti dai primi dieci fondi (tabella 2). Uno dei vantaggi offerti da questi strumenti è che possono essere acquistati con il versamento di margini e contestualmente venduti allo scoperto, permettendo così agli investitori di aggiustare rapidamente le esposizioni azionarie. Altri vantaggi degli ETF per i piccoli investitori sono dati dai bassi costi annuali – pur essendo richieste commissioni per la loro negoziazione – e dall’efficienza fiscale. Infatti, non rimborsando le quote in contante, gli ETF non hanno bisogno di detenere liquidità in previsione di riscatti, né di vendere titoli (realizzando eventualmente guadagni di capitale) a questo fine.

Classi di attività

Un secondo importante sviluppo è stato il notevole aumento delle diverse classi di attività finanziarie offerte agli investitori finali. L’espansione complessiva dei portafogli gestiti professionalmente, sia in termini assoluti che in percentuale del PIL, si è infatti accompagnata a un crescente interesse per mercati e strumenti non tradizionali, fra cui fondi di private equity e di venture capital, con un connesso incremento della quota delle risorse collocate presso gestori non regolamentati. Di conseguenza, fra il 1994 e il 2002 le attività globali degli hedge fund⁷ risultavano salite da \$120 a circa \$600 miliardi.

L’ampliarsi della gamma di attività e di strategie ...

I dieci maggiori “exchange-traded fund” nel 2002		
in miliardi di dollari USA		
Fondo	Indice replicato	Patrimonio netto
SPDR Trust Series 1	S&P 500	30,45
Nasdaq 100 Trust Series 1	Nasdaq 100	18,85
Midcap SPDR Trust Series 1	S&P Midcap 400	6,19
Diamonds Trust Series 1	Dow Jones Industrial Average	3,84
iShares S&P 500	S&P 500	3,54
iShares Russell 2000	Russell 2000	2,64
Vanguard Total Stock VPR	Wilshire 5000	1,17
iShares S&P Smallcap 600	S&P Smallcap 600	1,09
iShares Russell 1000 Value	Russell 1000 Value	0,87
iShares Russell 2000 Value	Russell 2000 Value	0,83
Totale 10 maggiori		69,47
<i>Per memoria: 50 maggiori</i>		<i>158,90</i>
Fonte: <i>Pensions and Investments</i> (2002), dati al 30 agosto 2002.		Tabella 2

⁷ Cfr. Tsatsaronis (2000).

Si è ritenuto che gli hedge fund e gli altri investimenti alternativi offrissero vantaggi in termini di diversificazione in virtù delle loro basse o negative correlazioni presunte con classi di attività più tradizionali. Pertanto, gli investimenti in hedge fund possono essere considerati come una naturale reazione alla corrente tendenza verso l'indicizzazione, nonché alle opportunità di arbitraggio che questa potrebbe via via dischiudere. Eppure, nonostante la loro recente crescita, gli investimenti alternativi quali fondi speculativi e di private equity continuano a rappresentare soltanto una porzione modesta sul totale dei portafogli di gestori istituzionali (tabella 1).

Consolidamento e specializzazione

La terza tendenza di fondo emersa nel settore è la crescente aggregazione e specializzazione degli intermediari. Il consolidamento è stato favorito soprattutto dal diffondersi dell'indicizzazione e dal fatto che, grazie alle economie di scala, i fondi indicizzati tendono a realizzare performance migliori di quelli a gestione attiva, specie nei periodi di ascesa dei mercati. Ciò ha determinato un deflusso di risorse dai fondi attivi, più tradizionali, riducendone i proventi da commissioni e stimolando ulteriormente la concentrazione intergruppo e infragruppo. Oltre che dai consueti effetti sui costi fissi, le economie di scala provengono nella fattispecie dai più bassi costi di transazione, a loro volta dovuti al minor bisogno complessivo di negoziazione, alla possibilità di effettuare *operazioni incrociate* (vendite e acquisti simultanei fuori mercato per clienti diversi) e al fatto che la gestione passiva previene il cosiddetto *churning* (transazioni non necessarie volte a generare commissioni). Di conseguenza, nella gestione passiva di portafogli si assiste oggi al predominio di un numero relativamente esiguo di operatori, i tre maggiori dei quali detengono una quota ingente del mercato mondiale (tabella 3). Pur

... nonché l'indicizzazione hanno favorito il consolidamento e la specializzazione

I dieci maggiori gestori di portafogli indicizzati nel 2001				
Gestore	Attività totali (miliardi di \$)	Azioni (in %)	Reddito fisso (in %)	"Enhanced indexed" (in %)
Barclays Global	768,0	77,2	22,8	13,0
State Street Global	641,2	69,4	30,6	3,0
Vanguard Group	234,6	87,1	12,9	0,0
Deutsche AM	145,0	88,3	11,7	4,0
TIAA-CREF	85,6	100,0	0,0	90,0
Mellon Capital	79,7	82,5	17,5	5,0
Fidelity Investments	69,4	90,3	9,7	39,0
Northern Trust	62,6	73,0	27,0	0,4
J.P. Morgan	52,4	100,0	0,0	100,0
Dimensional Fund	32,8	98,8	1,2	96,0
Totale 10 maggiori:	2 171,3			
<i>Per memoria: 60 maggiori</i>	<i>2 600,0</i>			

Fonte: *Pensions and Investments* (2002), dati al 31 dicembre 2001. Tabella 3

essendosi accelerato il ritmo del consolidamento, nell'ambito dei gestori attivi si è fatta più marcata la specializzazione, in quanto il settore si è diversificato in classi di attività non convenzionali a elevato contenuto di ricerca. È così cresciuto il numero degli intermediari non tradizionali altamente specializzati.

Tendenze nella struttura degli incentivi

La struttura degli incentivi è cambiata ...

Le tendenze strutturali di fondo sopra descritte si sono altresì rispecchiate in vari mutamenti delle modalità di remunerazione degli investitori istituzionali. Questi sviluppi sono potenzialmente di grande importanza, in quanto interessano l'essenza stessa dell'attività del settore, ossia la separazione fra la proprietà e il controllo della ricchezza finanziaria. Tale separazione, e i connessi rapporti fiduciari, hanno dato origine ad alcune convenzioni contrattuali volte a incoraggiare comportamenti prudenti da parte dei gestori.

In pratica, la struttura degli incentivi tende a fondarsi su talune regole semplici e facilmente verificabili, costituite da tre elementi essenziali:

- una *regola di condivisione dei profitti* o una *struttura delle commissioni* tese ad allineare gli incentivi ai risultati (ad esempio, commissioni di gestione basate sulla consistenza del portafoglio, con o senza bonus rapportati alla performance);
- una *componente di performance relativa*, misurata rispetto a un benchmark che funge da parametro per monitorare i risultati, raffrontare i rendimenti e verificare fattori comuni di incertezza (shock concernenti l'intero mercato);
- *controlli sull'assunzione di rischio*, come limiti al tracking error massimo consentito, requisiti di rendicontazione e vincoli alle scelte e strategie di investimento.

Sono individuabili tre sviluppi principali nella struttura degli incentivi: disposizioni contrattuali più stringenti; maggiore attenzione al processo di investimento; variazioni nell'importanza relativa delle diverse modalità di remunerazione.

... in quanto i mandati sono divenuti più stringenti ...

Per effetto di una definizione più rigorosa delle clausole contrattuali, la responsabilità delle scelte di "asset allocation" strategica è tornata a ricadere maggiormente sui proprietari dei fondi amministrati. Ne sono da esempio la ripartizione dei portafogli fra un numero maggiore di distinti mandati specializzati e la crescente enfasi posta su specifici stili e strategie di investimento, come quelli azionari orientati alla crescita ("growth") ovvero al valore ("value")⁸.

La segmentazione e la maggiore delimitazione dei mandati trovano anche riflesso nelle regole più stringenti poste alla gestione tattica giornaliera, che possono esprimersi nella fissazione del tracking error massimo consentito e nell'utilizzo più generalizzato di altri vincoli, come requisiti di diversificazione e

⁸ Le strategie orientate alla crescita perseguono rendimenti superiori alla media investendo in società i cui utili dovrebbero aumentare più rapidamente della media di mercato, ossia in titoli con un elevato rapporto prezzo/utigli. Le strategie orientate al valore mirano invece ad azioni con un basso rapporto prezzo/valore contabile o prezzo/utigli, ossia quotate al di sotto del loro valore intrinseco.

massimali all'investimento in taluni valori. Ad esempio, è pratica diffusa per i portafogli obbligazionari limitare le scelte di investimento ai titoli di qualità bancaria. Oltre ad abbassare i costi di monitoraggio, ciò consente di definire un plafond indicativo di rischio. Anche il tracking error è divenuto un parametro frequentemente impiegato per misurare e circoscrivere il rischio di portafoglio. Pertanto, persino i fondi gestiti attivamente tendono a essere basati su limiti al tracking error rispetto a un dato benchmark, con soglie crescenti in funzione della rischiosità e del rendimento atteso. Vincoli contrattuali e regolamentari, se applicati congiuntamente a tali limiti, possono restringere in misura considerevole lo spazio di manovra del gestore, e potenzialmente trasformare i fondi a gestione attiva in fondi quasi passivi. Di conseguenza, poiché negli ultimi anni gli "enhanced passive fund"⁹ hanno assunto una posizione preminente fra i portafogli indicizzati, la linea di demarcazione fra i due stili di gestione si è in certa misura attenuata.

Inoltre, gli investitori finali prestano crescente attenzione ai processi di investimento e alla coerenza nello stile di gestione. Pertanto, essi controllano e valutano – di solito con l'ausilio di consulenti – l'operato dei gestori con riferimento ad appropriati benchmark, vagliando accuratamente quegli aspetti procedurali dell'attività dei gestori che si ritiene possano generare una migliore performance di lungo periodo. Tra questi, stanno assumendo sempre maggiore importanza i sistemi di controllo e gestione dei rischi. La performance storica, pur continuando a far parte del processo valutativo, non è più considerata l'unica determinante nella scelta e nella valutazione del gestore.

È infine mutata l'importanza relativa dei diversi schemi di remunerazione. In particolare, paiono essere maggiormente preferite le formule in cui le commissioni di gestione sono calcolate come percentuale fissa sui fondi amministrati, anziché in funzione della performance. I livelli delle commissioni differiscono a seconda degli stili di gestione e delle classi di attività. Sebbene non esplicitamente correlati ai risultati, questi schemi ripagano in modo indiretto la performance relativa del gestore (assumendo come riferimento un indice di mercato, oppure – oggi meno di frequente – i rendimenti realizzati da un gruppo di omologhi), laddove il legame tra la performance e l'afflusso di fondi opera da incentivo implicito. Va nondimeno rilevato che la tendenza ad abbandonare le commissioni esplicitamente commisurate alla performance¹⁰ non ha interessato hedge fund e altri veicoli di investimento alternativi, che continuano a focalizzarsi sui rendimenti assoluti piuttosto che su quelli relativi.

... e gli investitori guardano sempre più ai processi e alla coerenza nello stile di gestione

Oggi le commissioni sono per lo più basate su una percentuale fissa del portafoglio

⁹ Sulla base delle informazioni di mercato, si può ritenere che per i fondi a *gestione attiva* il tracking error medio si situi intorno all'1% per i portafogli obbligazionari e nella fascia del 2-6% per quelli azionari. I portafogli con errori ammessi intorno allo 0,25 e al 2% rispettivamente verrebbero considerati come *passivi ottimizzati*, quelli con errori più bassi come *passivi*.

¹⁰ Gli operatori del settore tendono a sottolineare i possibili effetti avversi in termini di incentivi insiti in particolare nelle commissioni di performance asimmetriche, derivanti dalla struttura remunerativa ("payoff") assimilabile a quella delle opzioni. Inoltre, pare che gli stessi gestori abbiano vivamente sconsigliato l'applicazione di commissioni di performance esplicite, poiché queste tendono a rendere estremamente volatili i proventi.

Investitori istituzionali ed efficienza dei mercati finanziari

Le tendenze summenzionate nel settore della gestione istituzionale dei portafogli comportano varie possibili implicazioni per i mercati finanziari. Alcune di esse, concernenti l'efficienza e la volatilità, sono trattate qui di seguito. Altre conseguenze derivanti dal cambiamento nella struttura degli incentivi possono essere messe in evidenza con riguardo alla liquidità del mercato e alla gestione del rischio da parte sia dei risparmiatori sia dei gestori. Queste ultime, unitamente a varie implicazioni di policy, sono esaminate in dettaglio nel rapporto del CSFG (2003).

Date le dimensioni e gli orizzonti di investimento potenzialmente lunghi ...

L'efficienza dei mercati finanziari si fonda sulla capacità di certi investitori di reagire a quelli che appaiono come "pricing error" e, così facendo, di correggere tali distorsioni. Questi investitori tenderanno a vendere o ad assumere posizioni corte nei titoli ritenuti sopravvalutati, acquisendo nel contempo posizioni lunghe in sostituti stretti di questi titoli al fine di coprirsi dal rischio. Se non sono disponibili tali sostituti per creare l'esposizione bilanciante, oppure se gli investitori optano deliberatamente per una posizione contraria non coperta, queste operazioni di arbitraggio divengono intrinsecamente rischiose. Le distorsioni di prezzo non soltanto sono difficili da individuare, ma possono addirittura ampliarsi prima di scomparire. In altri termini, quand'anche i prezzi finiscano sicuramente per convergere, nel frattempo potrebbero comunque insorgere perdite cospicue. Quindi, il problema che si pone è se l'investitore sia disposto a mantenere la propria posizione malgrado le perdite temporanee e disponga di capitale sufficiente per seguire una tale strategia. Nel caso degli arbitraggi non coperti l'efficienza del mercato richiede dunque l'esistenza di operatori con mezzi finanziari e orizzonti di investimento tali da permettere il mantenimento di una data posizione finché tutte le informazioni disponibili non siano state pienamente incorporate nei prezzi¹¹.

... gli investitori istituzionali possono contribuire a correggere gli errori di pricing

Gli investitori istituzionali, in virtù delle loro grandi dimensioni e degli orizzonti di investimento potenzialmente lunghi, dovrebbero essere meglio di altri in grado di svolgere tale funzione. In linea di principio la loro presenza favorisce un processo di investimento più rapido, articolato e completo, che va da una migliore raccolta e analisi delle informazioni a una più coerente politica decisionale. In altri termini, ipotizzando che essi investano sulla base dei fondamentali e abbiano la capacità di mantenere le posizioni assunte sufficientemente a lungo, la loro attività di arbitraggio potrebbe avere un effetto stabilizzante sui prezzi delle attività, assicurando che questi non si discostino in misura significativa dai fondamentali stessi. Per ragioni sostanzialmente analoghe sarebbe logico attendersi che gli investitori istituzionali operino in veste di fornitori strutturali di liquidità, specie nei periodi di stress.

In pratica, tuttavia, è opportuno domandarsi se taluni cambiamenti intervenuti nelle modalità di remunerazione non possano aver intaccato la capacità di questi intermediari di sfruttare le grandi dimensioni e gli orizzonti di investimento in teoria relativamente lunghi ai fini delle funzioni sopraddette. Ad

¹¹ Cfr. Shleifer e Vishny (1997).

esempio, qualora si fosse di fatto accorciato l'arco temporale delle scelte di investimento, il riallineamento dei prezzi potrebbe non essere abbastanza rapido da permettere il mantenimento di posizioni di arbitraggio scoperto. Ciò impedirebbe o ritarderebbe ulteriormente la correzione di eventuali distorsioni.

Un argomento spesso evocato a sostegno di tale possibilità si basa sull'osservazione che i gestori finiscono generalmente per essere valutati in rapporto ai risultati dei loro omologhi¹², dato che oggi la performance è misurata per lo più con riferimento a un benchmark. Per evitare di scendere al di sotto di tale parametro, essi possono essere incentivati ad adottare comportamenti gregari, chiudendo le posizioni di arbitraggio esistenti o astenendosi dal crearne di nuove, così da non esporsi al rischio di reputazione derivante da un comportamento difforme rispetto ai concorrenti. Tali effetti possono prodursi non solo nel caso dei mandati che prevedono formalmente come metro di giudizio della performance i risultati di altri gestori, ma anche a causa delle formule di remunerazione. Se infatti le commissioni sono implicitamente correlate ai rendimenti relativi rispetto a un indice di mercato, i gestori sono indotti a evitare una performance inferiore alla media e il conseguente deflusso di fondi, mantenendosi quanto più possibile in linea con il benchmark. Pertanto, è possibile che essi vengano a trovarsi massimamente vincolati proprio nel momento in cui hanno le migliori opportunità di trarre beneficio da posizioni in controtendenza, ossia quando le distorsioni di prezzo che cercano di aggiustare si ampliano ulteriormente. Il timore di una tale eventualità li renderà più cauti fin dal principio, in fase di allestimento delle posizioni iniziali. Gli incentivi collegati all'attività di arbitraggio possono quindi risultare particolarmente inefficaci in circostanze estreme, con il rischio di accrescere l'instabilità.

In effetti, alcuni degli sviluppi in atto nel settore, di cui si è discusso in precedenza, paiono indicare una minore capacità degli investitori istituzionali di attuare strategie di arbitraggio rischiose. Ne sono da esempio la generale tendenza a restringere i mandati di investimento, l'adozione di benchmark affermati nel valutare la performance e la riduzione del tracking error ammissibile (cfr. riquadro).

Altri sviluppi sembrano invece suggerire influssi di segno opposto. A livello strategico, la più marcata differenziazione nelle classi di attività e negli stili di investimento dovrebbe consentire ai singoli operatori una maggiore discrezionalità nell'assunzione del rischio. Nella misura in cui la responsabilità delle scelte allocative appare oggi ricadere maggiormente sui proprietari dei fondi, i singoli investitori possono ripartire i propri averi sulla base di classi di attività e strategie meglio definite, in funzione della propria personale convinzione circa i futuri andamenti del mercato. Inoltre, la quota crescente di risorse gestite da veicoli alternativi di investimento potrebbe rafforzare il ruolo degli investitori istituzionali meno vincolati – rispetto alle loro controparti tradizionali – da benchmark o limiti al tracking error. A livello tattico, il minore

Ma la prassi del settore potrebbe limitare questa capacità ...

... dato il più stretto margine di manovra dei gestori

Poiché tuttavia altre tendenze suggeriscono effetti opposti ...

¹² Cfr. Scharfstein e Stein (1990).

Misurazione della performance, tracking error e scelte di investimento

Gli investitori devono poter valutare accuratamente la performance dei propri gestori per mezzo di criteri oggettivi. Il parametro più frequentemente adottato è il rendimento in relazione a indici di mercato affermati, come quelli delle famiglie MSCI e S&P. Nel corso delle interviste condotte dal gruppo di lavoro i rappresentanti del settore hanno evocato la possibilità che il crescente ricorso agli indici principali di mercato, unitamente alla recente tendenza a imporre limiti più stringenti al tracking error, determini una convergenza nel comportamento degli intermediari. In particolare, sono stati citati tre fattori connessi con l'impiego di benchmark di mercato che potrebbero talvolta rafforzare tali effetti:

- le azioni sopravvalutate o le grandi emissioni di mutuatari con forte leva finanziaria tendono a confluire nei principali indici che, essendo generalmente ponderati in base alla capitalizzazione, sono pertanto destinati a comprendere piuttosto titoli sopravvalutati che non sottovalutati. Di conseguenza, i gestori di portafogli possono trovarsi nella necessità di acquistare tali valori anche ove giudichino eccessivo il loro prezzo, poiché altrimenti rischierebbero di infrangere il limite convenuto per il tracking error^①;
- allorché un dato titolo è compreso nell'indice, la possibilità di una sua sottoponderazione nel portafoglio gestito è limitata dal tracking error consentito. I due fattori congiunti generano un trade-off fra il rischio di ampliare l'errore e quello di detenere titoli sopravvalutati. Il problema è avvertito in particolare nel caso degli indici più rigorosamente definiti, in cui un numero relativamente ristretto di singoli valori potrebbe assumere un peso preponderante;
- nell'ipotesi in cui un indice sia replicato solo parzialmente, possono prodursi effetti di feedback in quanto i gestori sono costretti ad accrescere le posizioni nei principali determinanti dell'indice allorché un aumento di quest'ultimo coincide con una sottoperformance di tali determinanti rispetto all'indice stesso^②. Quest'ultimo effetto è più probabile nel caso di indici ampi o difficili da replicare (come quelli obbligazionari), mentre gli indici ristretti vengono in genere replicati integralmente.

Poiché gli indici impiegati sono in gran parte basati sulla capitalizzazione di mercato (definita dal flottante), i portafogli che replicano integralmente l'indice sottostante si autoriequilibrano. Infatti, il valore del portafoglio varia in linea con l'indice, evitando la necessità di operare aggiustamenti, sempreché le componenti dell'indice stesso restino invariate. Gli effetti sopra descritti sono pertanto molto più blandi di quanto sarebbero nel caso di indici con pesi statici aggiustabili o non basati sulla capitalizzazione. Inoltre, tutti e tre i fattori possono essere oggetto di negoziazione fra il gestore e il cliente, il quale può convenire un certo grado di personalizzazione del portafoglio, stabilendo ad esempio limiti per determinati titoli. Ciò può a sua volta ridurre eventuali implicazioni sfavorevoli.

^① In alternativa, il gestore può essere costretto a vendere titoli che avrebbe desiderato conservare, ad esempio quando l'indice di riferimento è basato su criteri di rating (com'è frequente nel caso delle obbligazioni) e prevede l'esclusione di titoli di qualità non bancaria. Un declassamento al di sotto della qualità bancaria comporterebbe la rimozione del titolo in questione dall'indice e, seppure con un certo sfasamento temporale, la ricomposizione dei portafogli con la vendita forzata del titolo stesso. Effetti analoghi si possono produrre se il mandato di gestione prevede vincoli di rating. ^② Va notato che, in linea di principio, tale feedback può anche essere negativo, a seconda della struttura delle covarianze fra le componenti principali dell'indice e l'indice stesso.

ricorso a benchmark basati (esplicitamente) sui rendimenti di operatori omologhi potrebbe alleviare la pressione in termini di reputazione sui singoli gestori, riducendo così l'incentivo a "seguire il gregge". Infine, data la maggiore attenzione prestata ai processi di investimento, i detentori finali potrebbero essere indotti a preservare gli orizzonti effettivi di valutazione dei risultati in periodi di sottoperformance, incoraggiando i gestori ad assumere e mantenere posizioni di più lunga durata in attività il cui prezzo appare inappropriato in relazione ai fondamentali.

Purtroppo non è facile valutare l'impatto complessivo risultante dai vari sviluppi dianzi descritti, data la loro natura almeno in parte contrastante. Non sorprende dunque che, nell'insieme, non emergano chiari riscontri empirici a

... l'impatto complessivo resta incerto

sostegno né dell'ipotesi che le tendenze in atto influenzino sfavorevolmente l'efficienza (e la volatilità) del mercato, né di quella che gli investitori istituzionali sistematicamente contribuiscano a creare, o non riescano a correggere, forti disallineamenti nei prezzi delle attività. Non è quindi chiaro se e in quale misura i cambiamenti nelle strutture degli incentivi abbiano influito sulla complessiva capacità degli investitori istituzionali di contrastare tali distorsioni. Sebbene i gestori di portafogli possano talvolta vedere ridotto l'arco temporale su cui è giudicata la loro performance, le opportunità di profitto e la relativa libertà di ingresso nel mercato inducono a ritenere che vi siano incentivi a correggere le incongruenze di prezzo nel medio periodo una volta che i disallineamenti siano divenuti eccessivi. In sintesi, mentre alcuni aspetti della struttura della gestione istituzionale di portafogli possono suggerire una capacità di influenzare gli esiti del mercato, non sono disponibili robuste evidenze a conferma di tali effetti.

Riferimenti bibliografici

Banca dei Regolamenti Internazionali (1998): "I prezzi delle attività e il settore degli investitori istituzionali", *68a Relazione annuale*, Basilea, pagg. 83–106.

Carhart, M.M. (1997): "On persistence in mutual fund performance", *Journal of Finance*, 52, pagg. 57–82.

Comitato sul sistema finanziario globale (2003): *Incentive structures in institutional asset management and their implications for financial markets*, Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea, marzo.

Jensen, M.C. (1968): "The performance of mutual funds in the period 1945–1964", *Journal of Finance*, 23, pagg. 389–416.

Pensions and Investments (2002): varie edizioni.

Scharfstein, D. e J. Stein (1990): "Herd behaviour and investment", *American Economic Review*, 80, pagg. 465–479.

Sharpe, W.F. (1966): "Mutual fund performance", *Journal of Business*, 34, pagg. 119–138.

Shleifer, A. e R.W. Vishny (1997): "The limits of arbitrage", *Journal of Finance*, 52, pagg. 35–55.

Tsatsaronis, K. (2000): "Hedge funds", *Rassegna trimestrale BRI*, novembre, pagg. 68–79.

UBS Warburg/Oliver, Wyman & Company (2002): *Global industry research: the future of asset management in Europe*, settembre.