



L'attività di Asset Management: performance e incentivi

Di Alberto Lanzavecchia. *Stern Stewart & Co.*

Premessa

L'evoluzione della quota di risparmio finanziario delle famiglie italiane affidato in gestione a intermediari specializzati delinea un *trend* di crescita impressionante. Più in dettaglio, l'investimento in quote di fondi comuni passerà da 367 mila a oltre 1 milione di miliardi, le gestioni patrimoniali da 375 mila a oltre 600 mila miliardi, tra il 1997 e il 2001.¹

Assume così crescente centralità e importanza il gestore del risparmio delle famiglie, e delle loro attività finanziarie in particolare (*asset manager*). Come valutare la *performance* del gestore? Come evitare conflitti d'interessi tra le parti? Come allineare gli obiettivi del gestore con quelli dell'investitore? Nel prosieguo dell'articolo si cercherà di tracciare alcuni spunti per rispondere a queste domande.

Il rapporto che lega investitore e gestore è un tipico rapporto principale/agente: il primo conferisce un mandato di gestione, il secondo s'impegna al rispetto dei vincoli contrattuali e normativi, senza assumersi alcun impegno sul rendimento.² Un investitore seleziona i potenziali gestori confrontando le loro *performance* pubblicate, ma chi è già cliente di un *asset manager* non lo valuterà sulla base di quel dato, ma osserverà il rendimento del proprio investimento. Tuttavia, nel fare questo, si corre il rischio di commettere l'errore di utilizzare la stessa metodologia di calcolo per due finalità distinte: il rendimento del portafoglio investito dal cliente da un lato, e l'abilità del gestore dall'altro. Apparentemente le due prospettive sembrano coincidere, ma, a ben vedere, non è così.

La misurazione della performance

Si è soliti valutare la *performance dell'asset manager* confrontando il risultato della sua gestione con il *benchmark* di riferimento, o attraverso un'analisi comparativa. Tuttavia, così facendo, non si considera la reale dinamica dei flussi monetari dell'investitore, cioè le epoche e gli importi dei conferimenti/riscatti. Si pensi ad un piano di accumulo, dove le quote sono acquistate durante l'anno sempre ad un prezzo differente, ma anche ad una sottoscrizione in un'unica soluzione avvenuta in un momento in cui il valore delle quotazioni era particolarmente elevato (o basso).

Il rendimento per il cliente deve considerare non solo il valore iniziale e il valore finale del portafoglio, ma anche i flussi di liquidità che sono intercorsi nel periodo.³ Il MWRR (*Money Weighted Rate of Return*), pesa i flussi con il tempo in cui questi si manifestano e utilizza la consistenza media come capitale da remunerare.⁴

Tabella 1 – Calcolo del rendimento per il Cliente: il MWRR

Date	Flussi	Giorni	Numeri
1/1/00	50	90	4,500
2/1/00	50	60	3,000
3/1/00	50	30	1,500
3/5/00	(20)	26	(520)
3/31/00			
Valore finale	140	Tot. numeri	8,480
CM = 13.150/90	94.2 (= 8.480 / 90)		
MWRR	10.6% (= (140 – 150 + 20) / 94.2)		

Dal momento che il gestore non è responsabile delle movimentazioni che il cliente autonomamente decide, non è corretto utilizzare questa metodologia per valutare la sua performance, perché altrimenti sarebbe influenzato da una variabile esogena, non sotto il suo controllo.

E' necessario allora calcolare il rendimento dei sottoperiodi intercorrenti tra ogni movimentazione e concatenarli su base geometrica: il TWRR (*Time Weighted Rate of Return*) esprime la performance periodale calcolata a valori di mercato.⁵

Tabella 2 – Calcolo del rendimento per il gestore: il TWRR

Date	Flussi	Valore di mercato	Performance periodale
1/1/00	50	50	
2/1/00	50	60	20.0%
3/1/00	50	120	9.1%
3/5/00	(20)	165	-3%
3/31/00		140	-3.4%
TWRR	22.7%		

Per esprimere un giudizio sulla *performance* del gestore è necessario confrontare i risultati così ottenuti con il *benchmark* di riferimento.

Esiste una soglia minima di rendimento atteso dall'investitore data dal costo/opportunità del capitale investito, calcolato con la metodologia del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) coerente con il portafoglio di attività su cui egli desidera investire.

La vera creazione di valore per l'investitore è allora data da:

$$(r - c) * \text{Capitale investito} \quad [1],$$

dove *r* esprime il rendimento del portafoglio e *c* è il costo/opportunità dell'investitore.⁶ Il valore risultante, che chiamiamo EVA[®], esprime la ricchezza creata o distrutta dal gestore.

Il sistema di incentivazione (*performance fee*)

Non c'è miglior modo per stimolare l'agire di un soggetto verso un obiettivo che assegnargli un'adeguata ricompensa al suo raggiungimento. Dal momento che la *performance fee* è pagata dal cliente, riteniamo che questa debba essere strettamente legata alla creazione di valore realmente conseguita per il cliente.

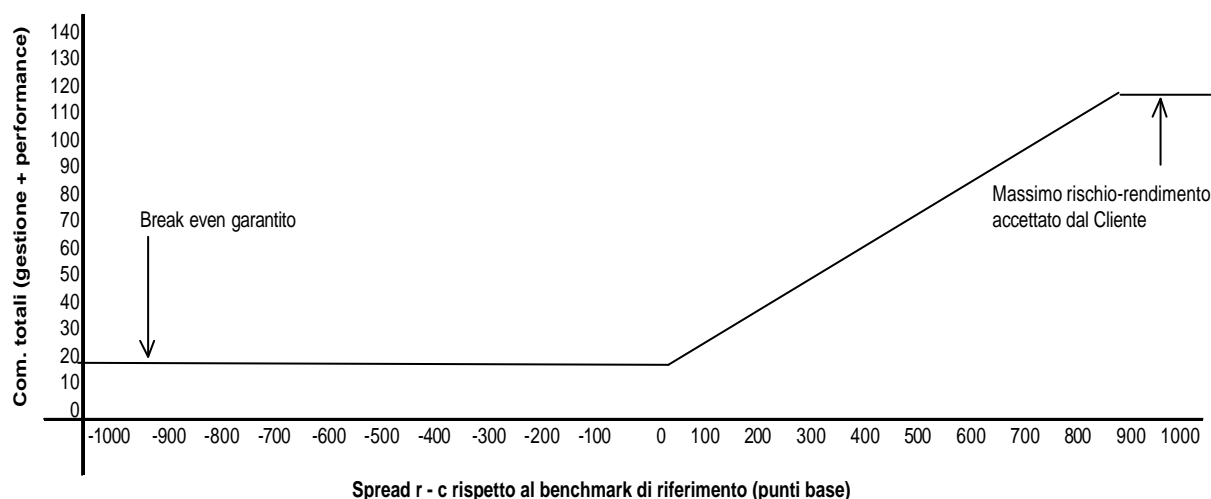
Il rendimento del portafoglio dovrebbe allora includere sia il confronto con il *benchmark* di riferimento, sia il rischio assunto durante la gestione (*tracking error volatility* o *VaR*). Il superamento del *benchmark*, è senza dubbio da premiare, ma occorre attenzione. Se il sistema d'incentivazione fosse legato solamente alla sovraperformance rispetto al *benchmark*, si potrebbero verificare le tre seguenti situazioni:

1. assunzione di rischi anomali, pur di generare maggiori rendimenti;
2. pagamento di un *bonus* pur in presenza di valore creato negativo, solamente perché il gestore ha fatto "meno peggio" del *benchmark* negativo;
3. pur in presenza di rischio sotto controllo e valore creato positivo, si può incorrere nel rischio di remunerare una *performance* non confermata in un arco temporale più lungo.

A questi tre aspetti critici, è possibile avanzare alcune soluzioni.

1. Il rendimento periodale della [1] dovrebbe sempre essere rettificato per il rischio assunto, utilizzando un adeguato indice che esprima la *Risk Adjusted Performance* (RAP).⁷
2. Pur in presenza di valore creato per l'investitore (EVA positivo), non dovrebbe essere pagato alcun bonus fino alla copertura delle perdite pregresse.
3. Il bonus dovrebbe essere liquidato mensilmente, ma ammortizzato su 12 mesi, ossia non pagato tutto, ma solamente un dodicesimo. La parte restante dovrebbe essere accantonata e pagata solamente se la performance viene confermata.
4. Infine, per sensibilizzare il gestore sul rendimento e sul rischio, dovrebbero essere ipotizzati profili d'incentivo simmetrici.⁸

Grafico 1 – Profilo di incentivazione per il gestore (senza aggiustamento per il rischio)



Conclusioni

La misurazione della *performance* delle gestioni patrimoniali è un tema di grande attualità, sia perché riguarda un settore finanziario in forte crescita, sia perché non sono ancora stati definiti degli standard comuni. Ci sembra rilevante non solo la corretta misurazione della *performance*, ma soprattutto una coerenza con il profilo di rischio/rendimento accettabile dall'investitore.

Un efficace sistema premiante diventa allora fondamentale per allineare aspettative dell'investitore con l'azione del gestore. Le considerazioni fin qui svolte, oltre ad altre problematiche riguardanti l'individuazione dei parametri rilevanti e le metodologie di calcolo più idonee, sono sufficienti per affermare che devono essere considerati tutti gli elementi, ponderati e calibrati per giungere ad un sistema tagliato su misura sul gestore, anche considerando la forma di risparmio gestito interessata.

¹ Fonte: Eurisko, Prometeia, *Osservatorio sui risparmi delle famiglie*, marzo 1999.

² Si fa qui riferimento a fondi comuni, SICAV, GPM e GPF, trascurando i prodotti assicurativi e previdenziali.

³ In realtà, occorre considerare anche il rischio assunto dal gestore per ottenere un certo rendimento. Per semplificare l'analisi, non saranno considerate misure di rendimento rettificato per il rischio, pur essendo senza dubbio da preferirsi.

⁴ La consistenza media viene calcolata con la metodologia utilizzata nella staffa del conto corrente per il calcolo degli interessi maturati. Tale procedimento, oltre ad essere noto nella pratica bancaria, ha il pregio di non dover valorizzare il portafoglio alle date di manifestazione dei flussi.

⁵ Il Time Weighted Rate of Return è dato da: $TWRR = (1 + R_1) * (1 + R_2) * \dots * (1 + R_n) - 1$

⁶ Per la misurazione di r è prassi utilizzare il TWRR, così come suggerito dagli standard AIMR, ripresi in Assogestioni, "Standard di presentazione della performance", in *Quaderni di documentazione e di ricerca*, n.17/1997. Vedi nota 7.

[®] EVA è un marchio registrato da Stern Stewart negli Stati Uniti, in Gran Bretagna, Italia e altri stati nel mondo.

⁷ E' possibile utilizzare l'indice di Sharpe, di Sortino, il RAP di Modigliani o, preferibile, *l'information ratio*.

⁸ Già nel 1970 l'*Investment Company Act* imponeva la simmetria delle performance fee. Una soluzione intermedia potrebbe essere quella di prevedere una retribuzione (commissioni di gestione + incentivi) minima in corrispondenza dei costi di gestione e un tetto in corrispondenza del livello massimo di rischio/rendimento accettabile per il cliente.