

L'approccio tecnico e metodologico all'esecuzione del servizio

Premessa

Il processo di Gestione Finanziaria che Benchmark and Style (d'ora in avanti B&S) propone per gli Enti Previdenziali prevede lo sviluppo di una serie di fasi riconducibili a quattro distinte macro-aree:

1. Asset & Liability Management e Asset Allocation Strategica;
2. Asset Allocation Tattica;
3. Selezione dei gestori/prodotti;
4. Monitoraggio della Performance e Risk Management.

Le fasi del processo sono implementate attraverso lo sviluppo di rigorose metodologie di natura statistico-matematica, così da minimizzare i margini di soggettività delle decisioni. L'approccio di B&S, però, non è quello della fiducia "cieca" nei confronti dei modelli quantitativi, in quanto gli stessi sono utilizzati subordinatamente all'obiettivo di salvaguardare la ragionevolezza finanziaria delle scelte di investimento. Tale obiettivo è conseguito grazie alla forte competenza finanziaria che caratterizza il team di persone che B&S mette a disposizione del Fondo. Lo sviluppo di modelli quantitativi rigorosi e la presenza di un'ampia e riconosciuta competenza nell'ambito del servizio di consulenza alla clientela istituzionale sono aspetti fondamentali, ma probabilmente non ancora sufficienti. Lo sviluppo efficiente delle fasi precedentemente menzionate deve, infatti, essere condiviso con gli organi di governo e con la struttura organizzativa dell'Ente. La vocazione accademica di B&S (si rimanda ai curricula del team di persone coinvolte) assicura la massima efficacia in termini di condivisione delle regole sottostanti all'efficace implementazione delle singole fasi del processo di investimento. In sintesi, la solidità del modello operativo implementato da B&S è riconducibile ad una compresenza di:

- utilizzo di modelli quantitativi efficaci;
- alta conoscenza dei mercati finanziari;
- capacità di trasferire concetti complessi al fine di condividere le scelte di investimento.

Con specifico riferimento al coinvolgimento della struttura organizzativa dell'Ente, B&S è solita intraprendere una stretta relazione con il personale interno: tale obiettivo è perseguito prevedendo un “sistema modulare” mediante il quale alcune specifiche porzioni delle fasi del processo possono essere delegate alla struttura organizzativa. Rimanendo ferma la capacità di B&S di svolgere in totale autonomia tutte le fasi precedentemente menzionate, riteniamo che questo spirito di collaborazione (che passa attraverso la formazione del personale, prima, e la delega di alcune sotto-fasi del processo di investimento, poi) sia determinante al fine di creare un clima di partecipazione e di favorire una crescita delle competenze finanziarie interne all'Ente. Lo sviluppo di modelli altamente personalizzati (si veda oltre) permette a B&S di coinvolgere la struttura anche nella fase di creazione delle metodologie necessarie per implementare le singole fasi del processo.

Al fine di offrire una visione d'insieme del modello operativo e per consentire di apprezzarne l'estremo rigore metodologico, vale la pena sottolineare che:

- lo step iniziale consiste nell'analisi della documentazione (statuto, modello di governance) capace di sintetizzare le regole d'investimento ed i limiti che l'Ente ha deciso di darsi. Tale lettura non è passiva, ovvero presuppone l'assunto che B&S possa anche suggerire alcune modifiche nell'interesse dell'Ente. A chiusura di tale fase, B&S conosce le “regole del gioco” ed è in grado di orientare il proprio servizio nel pieno rispetto delle stesse.
- B&S sviluppa un modello ALM finalizzato ad identificare una soluzione strategica di investimento perfettamente coerente con l'obiettivo di garantire un equilibrio tra attività e passività del Fondo. Tale analisi è svolta in totale coerenza con le ipotesi contenute nel Bilancio Tecnico dell'Ente ed è in grado di incorporare gli eventuali vincoli impliciti nella composizione attuale del portafoglio. L'output di questa fase è quindi un'Asset Allocation Strategica che garantisca un equilibrio di lungo termine (*funding ratio* maggiore di uno) e che sia concretamente implementabile nel breve-medio termine. Per un'analisi approfondita dell'ALM e dell'Asset Allocation Strategica si rimanda al successivo paragrafo 1.

- 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 di alcune asset class 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 a 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? Nessuno di questi interrogativi deve rimanere inesplorato e, una volta analizzato, la risposta va codificata in una regola di comportamento. B&S 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 B&S possa coadiuvare la funzione finanza o il CDA e gli altri attori impegnati sul tema della definizione delle logiche che devono disciplinare le scommesse tattiche. Per un’analisi approfondita dell’Asset Allocation Tattica si rimanda al successivo paragrafo 2.
- Con specifico riferimento alla fase di scelta degli investimenti, B&S condivide con il committente le logiche specifiche di selezione dei gestori/prodotti, tenendo opportunamente conto dei pro e dei contro relativi all’investimento diretto (in titoli)

o indiretto (in prodotti del risparmio gestito). Ai fini della selezione dei prodotti di risparmio gestito e/o dei mandati di gestione, questa avviene attraverso un confronto tra l'universo delle soluzioni investibili aventi caratteristiche compatibili con lo stile di gestione desiderato. Pertanto, ogni scelta di investimento è preceduta da una gara tra diversi competitor finalizzata alla identificazione delle controparti giudicate migliori. La filosofia di B&S è quella di proporre una *short list* di gestori tra i quali poi il *board* dell'Ente sceglie in autonomia le controparti a cui affidare la gestione del patrimonio. Per un'analisi approfondita dei criteri di selezione dei prodotti/gestori si rimanda al successivo paragrafo 3.

- L'esecuzione del servizio si conclude con la verifica *ex-post* dei risultati, sia in termini di performance, sia in termini di valutazione del rischio. A tal proposito, B&S sviluppa, con una frequenza da concordare con il Committente, due distinti report che quantificano in modo altamente capillare sia il rendimento conseguito dal patrimonio, sia il rischio. Per le peculiarità del modello di rendicontazione e di risk management si rimanda al successivo paragrafo 4.

Per quanto attiene ai sistemi operativi utilizzati, B&S, coerentemente con l'obiettivo di sviluppare un modello di consulenza fortemente personalizzato, ha creato per tutte le fasi del servizio (ALM/Asset Allocation Strategica, Asset Allocation Tattica, Rendicontazione Periodica e Risk Management) alcuni modelli proprietari caratterizzati da una elevata flessibilità. Tali modelli sono stati sviluppati in ambiente Matlab®. Grazie a ciò B&S è in grado di apportare, su richiesta del cliente, le modifiche ritenute più opportune, allineando così il servizio ai desiderata del cliente. Su richiesta del cliente è possibile anche dare *disclosure* sugli script delle routine. Con riferimento alla selezione dei gestori, B&S fa uso del software proprietario *Quantalys Pro Plus*, grazie al quale è possibile effettuare delle analisi approfondite sullo stile di gestione delle diverse case di asset management, al fine di giungere all'individuazione di un *peer group* omogeneo di gestori.

Infine, con riferimento ai Database disponibili, B&S si avvale del database Bloomberg e del database proprietario di Quantalys che consentono di accedere alle informazioni quali-quantitative dell'universo mondiale dei prodotti e delle asset class.

1) Descrizione del modello di ALM e di 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.

In tema di Asset & Liability Management, il modello di B&S è in grado di produrre i risultati qui di seguito elencati:

- la verifica dello stato di salute dell'Ente, 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 inattesi. L'analisi di stress test si concretizza nella stima della probabilità che, nel medio-lungo termine, l'ente abbia un *funding ratio* superiore a uno;
- identificazione dell'Asset Allocation Strategica (ragionevole, stabile, poco esposta agli errori di stima) in grado di massimizzare la probabilità di equilibrio di medio-lungo termine del Fondo. Tale scelta deve essere fatta tenendo adeguatamente in considerazione l'asset allocation attuale dell'Ente ed i margini effettivi di modifica (è essenziale darsi obiettivi di Asset Allocation Strategica che siano concretamente implementabili).

B&S ha sviluppato in ambiente Matlab[®] un modello proprietario di Asset & Liability Management e di Asset Allocation Strategica in grado di fornire tutte le informazioni precedentemente citate e che, non avendo una struttura chiusa, consente di modificarne liberamente le proprietà, così da allinearla perfettamente alle esigenze/richieste del committente.

Inoltre, l'approccio B&S non prevede lo sviluppo del modello in riferimento ad una determinata data. Si è deciso di sviluppare un applicativo che sia costantemente operativo e che permetta di elaborare risultati nel continuo.

Si procede adesso ad una descrizione dettagliata delle sotto-fasi che B&S svilupperebbe al fine di costruire il modello ALM-AAS per il Fondo.

- I. Come fase preliminare, vengono raccolte tutte le informazioni/ipotesi di natura finanziaria e non, utili al fine di identificare la dinamica delle passività del Fondo coerente con i risultati del Bilancio Tecnico.
- II. Al fine di costruire soluzioni d'investimento strategico che siano concretamente implementabili nel breve-medio termine, si procede (con il supporto determinante della struttura interna dell'Ente) ad effettuare una classificazione dei prodotti in portafoglio, al fine di quantificare quale sia la porzione di portafoglio non smobilizzabile nel medio termine. Tale informazione si trasforma in un vincolo di peso nella successiva ottimizzazione matematica, necessario al fine di evitare che il modello restituisca per alcune asset class un peso inferiore alla porzione di portafoglio già investita in queste asset sotto forma di prodotti non smobilizzabili. In tal modo si evita che l'Asset Allocation Strategica preveda, per uno specifico mercato, un peso strategico che non potrà mai essere attribuito, in considerazione del fatto che la coerenza con l'obiettivo strategico presupporrebbe la vendita di prodotti giudicati non smobilizzabili.
- III. Al fine di procedere all'identificazione dei portafogli potenzialmente utilizzabili come allocazione strategica, si procede allo sviluppo delle singole fasi che caratterizzano l'ottimizzazione media-varianza: (a) selezione delle asset class, (b) stima dei parametri statistici, (c) ottimizzazione.
 - a. Il processo di ottimizzazione ha dunque inizio con la scelta delle asset class con cui costruire i portafogli strategici e la successiva identificazione degli indici di mercato (benchmark) rappresentativi dell'andamento delle asset class selezionate; in questa fase vengono dunque identificati i mercati che andranno a comporre il benchmark composito del portafoglio del Fondo. B&S privilegia anche in questo ambito un approccio personalizzato che conduce

all'identificazione della numerosità e della natura delle asset class sulla base di un confronto con l'Ente e che prende in considerazione i vincoli agli investimenti dettati da specifiche esigenze manifestate dal Committente ed eventualmente incorporate nel modello di governance. La scelta verrà presa verificando, da un lato, l'obiettivo di selezionare i mercati dalle prospettive reddituali più favorevoli (a tal fine, occorrerebbe aumentare il più possibile il numero delle asset class presenti nel benchmark) tenendo conto, dall'altro, della necessità di distribuire gli AUM del Fondo tra diversi gestori/prodotti (ciò spingerebbe a minimizzare il numero di asset class). Allo scopo di ottimizzare il processo, B&S si impegna a proporre delle soluzioni di asset allocation utilizzando un numero crescente di asset class (ad es: asset allocation con 8, 10 o 12 mercati), in modo da concordare, poi, con il Fondo la soluzione ideale in termini di massimizzazione della redditività e minimizzazione dei costi di gestione (mandati con masse più rilevanti portano sicuramente a gestioni meno onerose).

- b. Una volta identificati i mercati, si rende necessario produrre delle stime circa il comportamento atteso da questi mercati nel futuro. B&S è perfettamente consapevole dei rischi connessi all'utilizzo di stime campionarie e, per tale ragione, evita di utilizzare all'interno dei propri modelli di ottimizzazione stime del rendimento storiche. Il modello utilizzato da B&S è mosso da una filosofia prudentiale e fa ricorso ad una tecnica bayesiana nota come modello Black-Litterman. Grazie ad essa, B&S combina le view strategiche sui mercati (non basate sulla storia, bensì previsionali) con le stime di equilibrio che riflettono l'operato medio dei gestori mondiali. In tal modo, si assumono delle scommesse ponderate, senza mai produrre soluzioni sensibilmente in contrasto con l'operato degli investitori mondiali. Nonostante questo, grazie alle views, B&S ha l'ambizione di assumere delle scommesse nel lungo termine in grado di apportare un extra rendimento rispetto a portafogli neutrali al mercato.
- c. Nella fase di ottimizzazione, B&S non si affida ad una tradizionale ottimizzazione media-varianza (modello di Markowitz), dietro la quale si

nasconde il rischio di massimizzazione delle conseguenze degli errori di stima (il rischio, cioè, che i dati relativi ai rendimenti, ai rischi e alle correlazioni, utilizzati ex ante come input del modello di ottimizzazione media-varianza, si dimostrino non corretti ex post). B&S utilizza sia modelli di vincoli di peso infra-gruppo (un modello proprietario sviluppato in Matlab), sia tecniche basate sulla simulazione Monte Carlo (il ricampionamento) che rappresentano soluzioni in grado di trovare un perfetto equilibrio tra conseguimento di ottimi rendimenti attesi e riduzione dell'incertezza riconducibile ad errori compiuti nella fase di stima delle variabili statistiche. In sintesi, queste tecniche permettono di alleviare sensibilmente il rischio che, ex-post, i portafogli si comportino in maniera molto distante da quanto stimato ex ante, proprio a causa degli errori effettuati nella stima dei rendimenti, dei rischi e delle correlazioni. Data anche l'esigenza di tenere conto dei vincoli di composizione imposti dalla presenza in portafoglio di prodotti non smobilizzabili, B&S suggerisce l'uso dell'ottimizzazione con vincoli di peso infra-gruppo.

- IV. La fase precedente si chiude con l'ottimizzazione matematica che restituisce un ventaglio di soluzioni di investimento aventi tutte le caratteristiche (ragionevolezza, scarsa esposizione all'errore di stima e stabilità) per fungere da Asset Allocation Strategica. Subentra, quindi, la necessità di selezionare quale delle soluzioni sia la più adeguata per i singoli comparti del Fondo. A tal fine, B&S raccoglie le preferenze del board del Fondo in termini di tolleranza al rischio e sviluppa un processo di selezione che, subordinatamente alla necessità di conseguire un funding ratio superiore a uno, identifica il portafoglio strategico più coerente con la *risk tolerance* dell'Ente.
- V. Il portafoglio selezionato per ogni comparto del Fondo è quindi oggetto di un'analisi di *backtesting* che ne verifica l'evoluzione storica in termini sia di rischio, sia di rendimento. Inoltre, viene sviluppata un'analisi di scenario che è in grado di misurare, sulla base dell'incertezza dei mercati, quale sia la probabilità di conseguire un *funding ratio* superiore a uno.

Pur ipotizzando di replicare l'esercizio di ALM con cadenza triennale, B&S è convinta che l'ALM rappresenti un mezzo gestionale utile anche con cadenza annuale. A tal fine, ogni anno viene effettuata una nuova analisi ALM che, sulla base dell'evoluzione dei mercati, è in grado di ricalcolare sia il *funding ratio*, sia la probabilità di conseguire un *funding ratio* superiore ad uno. In tal modo è possibile monitorare con frequenza annuale la dinamica dell'equilibrio attivo-passivo dell'Ente.

2) Descrizione del modello di Asset Allocation Tattica

In tema di Asset Allocation Tattica, la soluzione più frequentemente implementata da B&S consiste nel delegare tale fase ad un pool di gestori *total return/flessibili* specializzati, appunto, nella creazione di strategie di investimento di tipo dinamico, finalizzate ad anticipare l'andamento a breve dei mercati. Il peso attribuito alle scelte tattiche è, pertanto, definito sulla base delle preferenze dell'Ente stesso e si sostanzia nella scelta della porzione del portafoglio mobiliare che viene allocata in soluzioni di investimento di tipo *total return/flessibile*. Tuttavia, se di interesse del Fondo, possono essere valutate altre soluzioni che possono prevedere un maggior coinvolgimento degli organi dell'Ente. Sulla base dell'esperienza maturata da B&S in qualità di advisor tattico, due risultano essere i possibili contributi alternativi da offrire al Fondo: la produzione delle views tattiche che alimentano la successiva fase di ottimizzazione tattica; l'implementazione di un modello di ottimizzazione tattica (modello proprietario sviluppato in Matlab) che, sulla base delle views tattiche degli analisti e nel rispetto del budget di rischio attribuito all'AAT, traduce le aspettative a breve degli analisti in modifiche tattiche dei portafogli modello strategici. L'esperienza maturata nell'ambito della produzione di modelli matematici di ottimizzazione tattica (per Fondo Pensione SanPaolo Imi, Banca Popolare di Vicenza, Vicenza Life, Banca del Piemonte, Independent Private Bankers Sim, Banca Popolare di Puglia e Basilicata, CheBanca!, CR Volterra) fanno di Benchmark & Style un interlocutore credibile nello sviluppo di un modello di AAT.

L'approccio di B&S – al tempo stesso rigoroso da un punto di vista matematico e facile da implementare – è votato alla massima trasparenza; anziché proporre una soluzione

blind e a scatola “chiusa”, si è preferito descrivere nei minimi particolari il processo che accompagna il nostro modello. Questo approccio ci differenzia da chi, con la motivazione di voler preservare il proprio patrimonio di conoscenze, propone soluzioni delle quali si sa poco (o nulla) e la cui efficacia è basata su un “atto di fede” da parte del committente. Si elencano qui di seguito le fasi del processo: produzione delle view tattiche (prodotte da B&S o advisor appositamente delegato a farlo); traduzione delle view tattiche in rendimenti attesi di breve termine (tramite il modello alla Black-Litterman); definizione ex-ante del budget di rischio per ogni comparto (sotto forma sia di VaR, sia di Relative-VaR, con conseguente definizione del criterio di stima del Relative-VaR e valutazione se utilizzare una logica di rischio simmetrico o asimmetrico); sviluppo dell’ottimizzazione tattica che incorpori le views e il rispetto del budget di rischio; verifica, tramite backtesting, dell’impatto che la manovra tattica avrebbe avuto nel passato, così da verificare se la “forza” della manovra tattica è realmente in linea con la rilevanza che il Fondo intende attribuire all’AAT. In termini di reportistica sull’operatività tattica, Benchmark & Style produce, con cadenza almeno mensile, una duplice analisi (automatizzata e prodotta in linguaggio Matlab): ex-ante, ovvero al momento dell’implementazione delle scommesse tattiche, una reportistica volta a verificare, tramite una attività di backtesting, l’entità della scommessa tattica che ci si accinge ad implementare a livello di ogni singolo comparto; ex-post, ovvero come verifica della bontà della scommessa tattica implementata, si produce una attività di rendicontazione che evidenzia, su diversi orizzonti temporali: il confronto tra il rendimento dell’Asset Allocation Tattica e dell’Asset Allocation Strategica; il confronto tra il rischio dell’Asset Allocation Tattica e dell’Asset Allocation Strategica (utilizzando diverse misure di rischio: deviazione standard e VaR in primis); il valore di Tracking Error Volatility e/o di Relative VaR del portafoglio in asset class fedele alle scommesse tattiche e successivo relativo confronto con i limiti di TEV e/o Relative VaR fissati ex-ante. Garantendo la massima disponibilità alla personalizzazione (l’obiettivo è produrre in linguaggio Matlab una reportistica “ad hoc” per il Fondo, senza quindi imporre alcuna scelta predefinita), B&S punta a sviluppare una

reportistica in grado di supportare sia la fase preliminare di scelta tattica, sia la fase successiva di verifica ex post del contributo offerto dalla tattica.

In conclusione, l'implementazione delle correzioni tattiche può essere fatta secondo logiche e modelli assai diversi. Il compito di B&S è quello di supportare il Fondo al fine di definire in modo chiaro e disciplinato la logica sulla base della quale implementare il processo periodico di Asset Allocation Tattica.

3) Descrizione del modello di selezione dei gestori/prodotti

Una volta costruita l'asset allocation strategica e una volta definito il budget di rischio attivo a disposizione di un'eventuale attività di asset allocation tattica, si deve procedere alla selezione dei gestori/prodotti che danno vita alla strategia di investimento. A tal proposito, B&S esprime una preferenza generale per i prodotti del risparmio gestito, che permettono di garantire un'ampia diversificazione nonché un orientamento verso attori (i gestori) specializzati nella selezione dei titoli. Coerentemente con questa filosofia, B&S promuove una politica che prevede il ricorso alla selezione di fondi per la quasi totalità delle asset class: azionario, obbligazionario estero (soprattutto su valute deboli e rating non *investment grade*), alternativo. Resta chiaramente ferma la capacità di B&S di proporre investimenti diretti in queste asset class, qualora l'Ente intenda estendere ai menzionati mercati la selezione diretta di titoli. La capacità di selezione diretta di titoli di B&S si concentra soprattutto nel comparto dell'obbligazionario area euro *investment grade*.

Per quanto attiene alla selezione dei gestori, va subito segnalato che essa costituisce una fase particolarmente delicata della definizione della strategia di investimento in quanto se, da un lato, è finalizzata ad implementare le scelte condivise a livello di mercati in sede di asset allocation strategica, dall'altro lato, può contribuire autonomamente ad influenzare – nel bene e nel male - il rendimento del portafoglio attraverso la decisione di ricorrere (e in che misura) alla individuazione/selezione di gestori attivi. Il ricorso alla gestione attiva non rappresenta di per sé una scelta obbligata in quanto vi è ampia evidenza teorica ed empirica secondo cui tanto maggiore è il grado di efficienza che caratterizza i mercati finanziari, tanto maggiori

sono le difficoltà che una simile gestione incontra nel “battere”, in termini di redditività, il benchmark di riferimento. E’ infatti noto che ciò che qualifica l’inefficienza dei mercati è la presenza di fenomeni di mispricing dei titoli in essi quotati; l’assenza di tali fenomeni rende evidente come le decisioni di stock picking non possano essere adeguatamente remunerate o che, addirittura, queste scommesse producano rendimenti differenziali negativi rispetto all’indice di riferimento per effetto dei maggiori costi che caratterizzano la gestione attiva.

L’evidenza empirica dimostra che negli ultimi anni, grazie ad un livello di efficienza dei principali mercati finanziari internazionali in costante crescita, un numero ridotto di gestori si è dimostrato in grado di conseguire alfa positivi (su mercati sviluppati quali il mercato USA e i mercati azionari europei), rendendo preferibile l’attribuzione di mandati indicizzati per coprire queste aree di investimento. Solo su mercati particolari - quali il Pacifico, i mercati emergenti, alcuni comparti legati ai titoli a bassa capitalizzazione, il mercato dei corporate bonds ed il mercato dei titoli governativi a basso rating - il gestore attivo, se adeguatamente selezionato, è risultato in grado di fornire un valore aggiunto rispetto al benchmark di riferimento. L’approccio seguito per identificare la corretta tipologia di gestione (attiva, semiattiva o indicizzata) che meglio si adatta alle diverse asset class selezionate per l’asset allocation strategica del Fondo, si concretizza nell’applicazione di un processo di analisi quantitativa rigoroso, sintetizzato nel seguente schema:

<i>Asset Class Attive</i>	<i>Asset Class Passive</i>
<ul style="list-style-type: none"> - Bassa efficienza del mercato - Elevati alfa vs benchmark 	<ul style="list-style-type: none"> - Elevata efficienza del mercato - Bassi alfa vs benchmark

In tema di struttura ottimale dei gestori, B&S segue, pertanto, i principi di seguito enunciati:

- preferenza per le gestioni passive, in presenza di mercati efficienti in termini informativi;

- preferenza per le gestioni attive nei soli mercati poco efficienti in termini informativi;
- prevalenza per gestioni mono-asset, a scapito di mandati/gestioni multi-asset (limitati solo alla implementazione delle scelte tattiche).

Il modus operandi di B&S ha il pregio di:

- minimizzare i costi, limitando il pagamento di commissioni più elevate solo per i comparti in cui il gestore può offrire realmente un valore aggiunto;
- facilitare la coerenza tra l'Asset Allocation Strategica ed il mix dei mandati/prodotti;
- confinare le scelte di Asset Allocation Tattica ad un unico responsabile (*overlay* tattico), facilitando così il controllo delle scelte di *market timing*.

Con riferimento agli strumenti utilizzati per la selezione, il modello di B&S è supportato da una più che decennale esperienza nello sviluppo di analisi quali/quantitative dei gestori attraverso la costruzione di un database proprietario e di un software di Fund Selection che prestano particolare attenzione, oltre che alla coerenza degli indicatori di performance utilizzati, anche ad aspetti di natura qualitativa che consentono di effettuare confronti tra gruppi omogenei di gestori. Più in particolare, oltre alle informazioni rese disponibili dai gestori in materia di costi, benchmark di riferimento, composizione del portafoglio, B&S ha sviluppato un proprio modello di analisi dei fondi e/o dei mandati di gestione basato sulla *returns based style analysis* che permette, attraverso un metodo statistico ormai consolidato a livello internazionale, di ricostruire deduttivamente la composizione del portafoglio dei gestori e di verificarne la coerenza con l'asset class che il gestore è chiamato a coprire.

Questo approccio di selezione dei gestori è particolarmente utile anche in fase di monitoraggio della performance, in quanto viene definito ex-ante il mercato che ogni singolo gestore deve presidiare ed il contributo che dallo stesso ci si aspetta.

Le fasi che, quindi, definiscono l'intero processo di selezione dei gestori possono essere così individuate:

Fase 1: definizione dello stile di gestione (asset class di riferimento, gestione attiva/passiva) per il quale occorre effettuare la selezione;

Fase 2: identificazione dell'universo dei candidati e conseguente screening quantitativo mediante il quale si giunge alla identificazione di una lista di candidati che presentano *track-record* apprezzabili e degni di approfondimento;

Fase 3: predisposizione di un questionario quali-quantitativo (differenziato a seconda dello stile di gestione oggetto di selezione) e successivo invio dello stesso alle società di gestione selezionate nella fase precedente;

Fase 4: analisi dei candidati mediante studio dei questionari inviati dalle case di gestione e definizione (sulla base di una griglia di variabili discriminanti aventi ponderazione differenziata a seconda della natura attiva/passiva dei gestori da selezionare) di uno Score Finale rappresentativo della bontà complessiva del gestore;

Fase 5: presentazione della short list di candidati agli organi del Fondo, ai quali viene data libertà di selezione. In altri termini, la selezione non si chiude con un numero definitivo di gestori selezionati, ma con un “ventaglio” di soggetti considerati tutti degni di selezione, all'interno del quale il *board* del Fondo individua i gestori a cui affidare il mandato.

4. Descrizione del modello di monitoraggio della performance e di Risk Management.

Il processo di investimento trova nella fase di **monitoraggio** un importante momento di verifica della robustezza dell'impostazione metodologica seguita. Ne consegue che il monitoraggio non si pone soltanto l'obiettivo, che consideriamo minimale, di rappresentare in modo chiaro e trasparente l'evoluzione del patrimonio, ma ambisce a diventare uno strumento di verifica della correttezza delle ipotesi poste alla base della costruzione stessa del portafoglio ed una guida per eventuali azioni correttive. Coerentemente con questa impostazione, B&S ritiene opportuno procedere su base trimestrale (su richiesta del cliente anche mensilmente) ad un monitoraggio dell'asset allocation strategica finalizzato a verificare che la sua evoluzione sia coerente con le ipotesi di rendimento e rischio formulate in sede di ottimizzazione del portafoglio e, quindi, con le aspettative del Fondo.

Si procede, ora, ad una descrizione dettagliata di tutte le informazioni che saranno presenti all'interno del report di monitoraggio periodico (si sottolinea che il Report viene prodotto in automatico mediante una routine sviluppata da B&S in ambiente Matlab®. Conformemente alla volontà di B&S di produrre risultati personalizzati, rimane ferma la totale disponibilità ad allineare le caratteristiche del modello di monitoraggio della performance ai desiderata dell'Ente. In tal caso, la struttura di seguito riportata sarebbe oggetto di modifica):

- con il metodo MWRR si produrranno i rendimenti conseguiti dal portafoglio mobiliare nell'ultimo trimestre, da inizio anno e da inizio monitoraggio periodico. I rendimenti saranno confrontati con quelli relativi all'asset allocation strategica del comparto mobiliare;
- la performance a livello di portafoglio complessivo viene, poi, declinata per *segmento di gestori/prodotti*, così da poter verificare quale sia stata appunto la capacità reddituale delle diverse tipologie di gestori/prodotti;
- ai fini di una corretta interpretazione della performance periodica, è necessario verificare, poi, quale sia stato il rendimento a livello di singoli comparti/mercati. Per tale ragione B&S, grazie ad un'attenta mappatura dei prodotti in portafoglio, è in grado di misurare anche il rendimento riconducibile a specifici comparti (quali il monetario, l'obbligazionario, l'azionario, ecc...) e o mercati (monetario euro, azionario Europa, ecc ...);
- l'analisi della rendicontazione prodotta da B&S è tanto dettagliata da permettere di stimare - sempre secondo la logica Money Weighted – il rendimento di ogni singolo prodotto in portafoglio, così da apprezzare la redditività a livello di ogni singolo “tassello” che compone il portafoglio;
- stima del contributo alla performance complessiva da inizio anno a livello di singola macro asset class, singolo comparto, singolo mercato e singolo prodotto. In tal modo, noto il rendimento complessivo che il portafoglio ha conseguito da inizio anno, questa analisi di *performance decomposition* riesce a stimare in che misura il rendimento sia riconducibile ad uno specifico segmento di prodotto, mercato, comparto o singolo titolo;

- comparazione dell'evoluzione del portafoglio strategico e del portafoglio mobiliare con gli scenari atteso, ottimistico e pessimistico prodotti in funzione delle stime espresse nella fase di definizione dell'asset allocation strategica;
- andamento delle singole asset class e confronto tra asset allocation strategica e composizione corrente del portafoglio mobiliare;
- sintesi analitica di tutte le operazioni finanziarie (comprehensive di flussi di cassa staccati) effettuate dall'Ente dalla data di inizio rendicontazione periodica.

Per quanto attiene, infine, il modello di **Risk management**, B&S propone un'analisi del rischio sia di tipo assoluto, sia di tipo relativo. Nello specifico, l'attività di risk management si compone di una parte nella quale viene stimato il rischio del portafoglio ricorrendo ad indicatori quali il VaR o il Relative VaR; vi é poi una parte dedicata alla valutazione del rischio relativo, ovvero al confronto del rischio del portafoglio rispetto al benchmark. Ai fini della quantificazione del rischio vengono utilizzati i seguenti parametri: (a) deviazione standard semplice o esponenziale; (b) VaR parametrico, non parametrico o ibrido; (c) Conditional VaR (o expected shortfall) parametrico, non parametrico o ibrido; (d) Relative VaR parametrico; (e) draw-down. Le misure di rischio vengono stimate utilizzando serie storiche dei *risk-factor* (fattori di rischio) aventi una durata biennale e caratterizzate da una frequenza settimanale.

Il processo di *risk management* implementato da Benchmark & Style (sviluppato in ambiente Matlab® con cadenza trimestrale ma producibile su richiesta del cliente anche con cadenza mensile) è governato da un processo di mapping di tutte le posizioni in portafoglio. Grazie a questa attività di mappatura è possibile scomporre il portafoglio in prodotti in oltre 280 *risk factor*. L'associazione dei singoli prodotti ad un fattore di rischio o ad una combinazione di più fattori di rischio è la condizione che rende possibile la stima dell'impatto che ogni specifico fattore di rischio può produrre a livello di portafoglio o di porzione (ad esempio un comparto) del portafoglio. In tal modo è possibile identificare quali sono i fattori che spiegano la più elevata porzione del rischio complessivo di portafoglio.

Ai fini della stima assoluta del rischio del portafoglio, B&S utilizza tre distinti parametri: la deviazione standard, il VaR ed il Conditional VaR. Sta poi all'Ente decidere se la reportistica del rischio debba produrre stime per tutti i parametri o per un sottoinsieme di essi. Ai fini della stima relativa del rischio (ovvero del rischio del portafoglio versus benchmark), viene utilizzato il Relative VaR preferito alla Tracking Error Volatility (TEV).

Il modello flessibile implementato da Benchmark & Style permette di calcolare tutti i parametri di rischio appena menzionati applicando metodologie alternative:

- modelli parametrici, non parametrici o ibridi;
- modelli di ponderazione semplici o esponenziali;
- finestre temporali di stima variabili (da 6 mesi a tre anni).

In assenza di richieste precise da parte dell'Ente, B&S procede alla stima dei rischi utilizzando un modello ibrido, ovvero di applicazione del metodo delle simulazioni storiche con stima del percentile attraverso un modello di media mobile esponenziale con fattore di decadimento pari a 0,98. Il campione storico per la stima del rischio è di ampiezza biennale.

Inoltre, la stima del rischio può essere prodotta a qualsiasi livello di dettaglio. Ciò implica la possibilità di procedere ad una quantificazione del rischio che, senza soluzione di continuità, va dalla stima del portafoglio complessivo sino alla stima dei singoli comparti, dei singoli gestori sino al singolo prodotto. Pertanto, le stime di dettaglio a cui si farà riferimento nel prosieguo di questo documento possono essere riprodotte per ogni possibile sottoinsieme di portafoglio.

Il modello flessibile di B&S permette di organizzare la reportistica rispondendo a tutte le richieste di personalizzazione dell'Ente. Nell'ipotesi in cui la controparte non avesse specifiche esigenze di customizzazione, data una porzione di portafoglio della quale si vuole stimare il rischio, il lavoro di monitoraggio sarebbe organizzato nel modo qui di seguito descritto:

- Analisi della dinamica del rischio assunto nell’ultimo anno. Vengono utilizzati diversi parametri di stima del rischio.
- L’analisi prosegue con una sezione denominata “Scenario Analysis” mediante la quale è possibile verificare quale sarebbe stato il risultato reddituale prodotto dal portafoglio nell’ipotesi in cui in futuro si verificassero situazioni economiche assimilabili a quelle verificatesi in periodi passati particolarmente favorevoli e sfavorevoli. Sempre in questa sezione si stimano i migliori e peggiori risultati (in diversi orizzonti temporali) che il portafoglio corrente avrebbe conseguito nella “storia” dei mercati finanziari.
- Una volta quantificato il rischio complessivo del portafoglio, si procede ad un confronto tra portafoglio e benchmark, così da verificare se vi siano scostamenti significativi ed ingiustificati tra il rischio del portafoglio e quello del benchmark. In tale sessione si concentreranno anche le misure di Relative VaR e la verifica di eventuali limiti operativi che governano gli scostamenti del portafoglio dall’asset allocation strategica.
- L’analisi prosegue con la stima della *risk decomposition* a livello di macro-aree e di micro-aree (da concordare con l’Ente). Attraverso la stima del VaR marginale o del Co-VaR marginale è possibile giungere ad una scomposizione del rischio tale da permettere di identificare quale sia la quota di rischio complessivo riconducibile a ciascuna macro/micro-area di investimento (azionario, obbligazionario, valutario, ecc ...). Questa analisi è essenziale al fine di identificare quali siano i *risk factor* dai quali dipende prevalentemente la performance del patrimonio dell’Enpav.
- L’analisi di *risk decomposition* viene declinata anche a livello di confronto tra portafoglio e benchmark, al fine di verificare se il portafoglio abbia una scomposizione del rischio che è ingiustificatamente diversa dalla scomposizione del rischio del benchmark.
- La disamina delle componenti di rischio del portafoglio prosegue con l’identificazione dei “*risk absorbers*” e dei “*risk diversifiers*”. Nello specifico, vengono evidenziati sia i fattori di rischio sia i prodotti che, rispettivamente, assorbono più rischio o che contribuiscono maggiormente alla riduzione del rischio complessivo del

portafoglio, in quanto, grazie ad una bassa correlazione con le componenti di portafoglio prevalenti, favoriscono il fenomeno della diversificazione.

–Il tema della risk decomposition viene quindi declinato a livello di singole porzioni del portafoglio, così da fare un *Focus* su specifici segmenti del portafoglio.

–La disamina del rischio si completa con l’analisi della “Superficie del Rischio” che, attraverso una rappresentazione tridimensionale, permette di identificare la presenza di “picchi” di rischiosità sia a livello di fattori di rischio che di prodotti.

Il Risk Management tradizionale si basa appunto sulle tecniche e sui parametri precedentemente menzionati che B&S sintetizza in una struttura di Report molto accurata e completa. Tuttavia, è altamente probabile che l’Ente abbia definito una governance che disciplina/limita alcune scelte di investimento o impone il controllo di alcuni indicatori specifici. Per tale ragione, una sezione del report periodico di risk management sarà dedicata alla verifica dei limiti di governance che l’Ente si è auto-imposto quali, a mero titolo di esempio:

- peso massimo in portafoglio degli asset ad alto rischio;
- limiti in termini di *funding ratio* e di probabilità di conseguire un *funding ratio* maggiore di 1;
- peso massimo in portafoglio di prodotti illiquidi;
- limiti di concentrazione relativi al controllo del rischio gestore;
- limiti relativi alle scelte di asset allocation tattica;
- limiti di concentrazione individuale a livello di investimenti diretti;
- esistenza di investimenti diretti di tipo *speculative grade*.