

GLI ASSET MANAGER DEL FUTURO

# LA GESTIONE ATTIVA SARÀ SEMPRE LA FRECCIA CHE CENTRA I PROFITTI

di Gloria Valdonio

**A**vete letto L'indice della paura di Robert Harris? Nel thriller l'autore illustra, attraverso le vicende di uno scienziato prestatosi alla finanza, i pericoli derivanti dagli algoritmi e dall'high frequency trading. Il tema viene ripreso in 6|5, la Rivolta delle macchine di Alexandre Laumonier, romanzo alla Philip Dick che ha come protagonisti gli stessi algoritmi e che descrive la de-umanizzazione della finanza e di molto altro. Perché, tra le mille sfide che oggi deve affrontare la gestione finanziaria, quella dell'Intelligenza Artificiale è in assoluto la più concreta e insidiosa. A livello operativo si traduce nella competizione con la gestione passiva affidata appunto agli algoritmi, che negli Stati Uniti raccoglie da tempo flussi a danno di quella attiva, fenomeno che si è manifestato anche in Europa, dove Etf e fondi passivi stanno crescendo più dei fondi attivi. «Il mondo della gestione è profondamente cambiato», spiega Giovanni De Mare, country head di AllianceBernstein. «La

---

**Che sfide per i money manager, a cominciare dallo sviluppo dell'intelligenza artificiale. La soluzione è cavalcare l'evoluzione tecnologica per ampliare l'offerta**

---

ragione è la combinazione perfetta di un ambiente di riduzione dei ritorni su tutte asset class e dal fatto che, a partire dal 2000, abbiamo visto un mondo sempre più veicolato dalle manovre di politica fiscale - per governare prima la bolla tech, poi la crisi dei subprime e dei debiti sovrani, infine quella sanitaria - che hanno alterato gli equilibri nel mondo della gestione». In questo ambiente di riduzione dei rendimenti attesi e di maggiore efficienza dei mercati finanziari, aggiunge lo strategist, l'Etf è stato uno strumento privilegiato per cavalcare l'equity in un mercato costantemente in rialzo negli ultimi dieci anni, perché ha costi più bassi. «Ma quando i mercati sono diventati laterali e difficili, gli Etf non hanno più assolto al loro magico compito», aggiunge De Mare.

## Attivo contro passivo

Secondo lo strategist, nonostante le mille difficoltà rappresentate da rendimenti in calo, iper regolamentazione, richiesta di performance da vetrina, variabili macro imprevedibili ma devastanti (vedi emergenze sanitarie), è proprio questo il momento d'oro della gestione attiva. Perché l'IA, se rappresenta un rischio, offre anche una grande opportunità di rinnovamento ai professionisti dell'alfa che possono sfruttarla, per esempio, nell'analisi quantitativa o nel machine learning per costruire modelli analitici e per velocizzare tutti i processi di selezione e di previsione. «Siamo rimasti gestori attivi puri, perché siamo convinti che in





## COVERSTORY

questo tipo di scenario ricco di influenze esterne il vero mantra sia la capacità di fare selezione», conferma De Mare. Che aggiunge. «Quando il momento diventa complicato, soprattutto nell'equity, la gestione attiva, o la ricerca dell'alfa e dell'estrema diversificazione del rischio, fa la differenza su quella passiva, ancorata invece al coefficiente beta che misura il comportamento di un titolo rispetto al mercato». Il momento poi è da cogliere al volo: il 2021 è infatti un anno di grande sviluppo per il risparmio gestito in Italia, grazie a una raccolta che a giugno ha sfiorato i 47 miliardi di euro e masse gestite superiori a 2.500 miliardi. Le risorse per continuare ad alimentare tale crescita stanno nelle giacenze di conto corrente delle famiglie italiane che raggiungono i 1.700 miliardi di euro e che attendono di essere investite in modo proficuo. «Il contesto è favorevole al settore dell'asset management in Italia, ma le sfide non mancano: una di queste viene senz'altro dalla pressione sui margini», conferma **Paolo Proli**, head of retail division and executive board member di **Amundi Sgr**. Che aggiunge: «Molti ritengono che gli strumenti passivi, fondi indicizzati ed Etf siano l'emblema di questa pressione e indicano nella gestione passiva la causa del più o meno prossimo declino dell'industria dei fondi attivi. In Amundi vediamo questa questione in modo completamente opposto: fondi attivi e fondi passivi possono e devono coesistere all'interno dell'offerta, perché rispondono a esigenze diverse della clientela». Usando una metafora, si tratta di frecce diverse nell'arco del gestore. «Oggi gli Etf rappresentano una soluzione a basso costo utilizzata dagli investitori istituzionali, come pure nell'ambito dei cosiddetti wrapper collocati presso la clientela retail. Si tratta di soluzioni efficienti che non sostituiscono la gestione attiva, ma la integrano aumentando le possibilità di business, anziché riducendole come sembrerebbe in prima battuta», aggiunge Proli. Secondo **Vittorio Fontanesi**, portfolio manager mercati obbligazionari di **AcomeA Sgr**, solo la gestione attiva è in grado di anticipare i mercati, ma deve evolvere e utilizzare i nuovi strumenti perché con quelli tradizionali difficilmente sopravvivrà nel mondo della finanza digitalizzata. «La gestione passiva ha eroso fette di mercato a quella attiva, che era molto cara, fino al 2008», commenta Fontanesi. «Ma in questo momento l'investimento passivo è come un elefante in una cristalleria: cerca di replicare gli indici, ma prende i titoli più liquidi senza selezionarli creando così grandi distorsioni - per esempio sui mercati obbligazionari - basate sulla liquidità dell'investimento. Ed è proprio lì che bisogna cercare valore, sperando che quel valore si rifletta sull'andamento del fondo».

### La relazione tra l'IA e il gestore

Eppure Gordon Gekko, il cinico protagonista di Wall Street, diceva che oltre il 90% dei gestori non batte l'indice S&P500. Perché, allora, preferire una gestione attiva a una passiva? «Un gestore di fondi è davvero bravo se riesce ad anticipare il mercato e guadagnare sul giusto timing degli investimenti. E il mio lavoro è proprio quello di scegliere quel 5-10% di fondi che battono regolarmente l'indice», è la risposta di **Michele**



Nelle foto a pagina 20, a sinistra Paolo Proli, head of retail division and executive board member di Amundi Sgr; a destra Giovanni De Mare, country head di AllianceBernstein. Nelle foto sopra, a sinistra Luca Giorgi, head of BlackRock iShares e Wealth Italy, Greece e Malta di BlackRock; a destra Carlo De Luca, responsabile investimenti di Gamma Capital Markets



**De Michelis**, responsabile investimenti di **Frame Asset Management**, società indipendente specializzata in gestioni patrimoniali a ritorno assoluto. Secondo **Luca Giorgi**, head of BlackRock iShares e Wealth Italy, Greece e Malta di **BlackRock** (la prima sicav in Europa con 200 miliardi di massa gestita e una raccolta a fine luglio di 15 miliardi), se è vero che l'IA oggi mette a disposizione del gestore una valanga di dati, l'abilità consiste proprio nella loro lettura e interpretazione. «Negli ultimi due anni la dispersione è stata altissima, e i gestori del futuro dovranno essere sempre più specializzati in tecniche e conoscenze», spiega Giorgi. Che aggiunge: «In questa epoca di veloce trasformazione la nostra gestione attiva ha generato enorme valore soprattutto in alcuni ambiti settoriali e tematici caratterizzati da un forte alfa, e in generale si stanno definendo importanti trend di investimento veicolati dalla tecnologia». Sempre secondo Giorgi, l'analisi fondamentale sta crescendo molto negli investimenti tematici e nell'obbligazionario, insieme all'analisi quantitativa grazie ad algoritmi sempre più raffinati ed efficienti. «I grandi cambiamenti sono sempre fonti di alfa per i portafogli, anche se la gestione passiva continuerà ad avere il suo spazio», commenta Giorgi. Secondo **Carlo De Luca**, responsabile investimenti di **Gamma Capital Markets**, l'IA è lo strumento migliore per il gestore, anche discrezionale, in capo al quale alla fine ricadranno comunque le scelte di investimento. «Gli algoritmi automatici risolvono in parte il problema numero uno del gestore, ovvero togliere l'emozione. In questo senso rappresentano un in-



VITTORIO FONTANESI DI ACOMEA SGR

credibile supporto al professionista e al suo processo decisionale», spiega De Luca. Che aggiunge: «Non dimentichiamo però che all'algoritmo non importa se è cambiata la regolamentazione in Cina: a certi prezzi compra comunque. E, se è vero che sta diventando sempre più affidabile anche in fase previsionale, l'algoritmo non considera ancora

le variabili esogene o se il rischio sta diventando sistemico, mentre il bravo gestore sì». L'aspetto positivo della gestione attiva, secondo **Giacomo Calef**, country manager del gruppo **Notz Stucki** di Ginevra, è particolarmente evidente sui mercati emergenti. «Chi ha una posizione sui mercati azionari e obbligazionari emergenti ha assoluta necessità di un gestore attivo e locale per cogliere le opportunità e formulare previsioni coerenti per ogni singolo Paese nel quale intende investire», afferma Calef.

#### Margini e tassi

Tuttavia, secondo gli addetti ai lavori, il tema della pressione sui margini è reale e va affrontato quanto prima. E infatti la riduzione dei costi rappresenta la seconda grande sfida del gestore del futuro, soprattutto in Italia. L'Esma, l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, nel suo rapporto annuale sull'industria del risparmio gestito continua infatti a sottolineare che i fondi attivi hanno un costo molto elevato e spesso non riescono a garantire all'investitore una sovraperformance rispetto al benchmark, e che i fondi di diritto italiano sono in assoluto i più cari nel panorama europeo. «Crediamo che sempre di più l'offerta debba andare nella direzione di proporre servizi a valore aggiunto per i clienti», dice Proli. «Si tratta innanzitutto di affiancare i distributori nel processo di consulenza fornendo loro nuovi servizi che aumentino l'efficacia commerciale». Come spiega lo strategist, in Amundi si è sviluppata un'importante esperienza in materia di formazione comportamentale delle reti e di profilazione della clientela basata sulle differenti tipologie di personalità. Ma è necessario anche ampliare l'offerta, sfruttando l'evoluzione tecnologica per proporre servizi a banche, distributori, wealth manager e altre Sgr, per esempio nell'ambito del risk manage-

ment, del middle e del back office, basati sul cloud. «È quello che facciamo con Amundi Technology, la nostra business line dedicata ai servizi ad alto contenuto tecnologico con la quale abbiamo già conquistato 29 clienti internazionali in 17 Paesi. Nel complesso sono quindi ottimista sul futuro di quegli asset manager che sono costantemente alla ricerca di nuove opportunità di business e che credono nell'innovazione come fattore chiave di successo», dice Proli. Ovviamente il grande assedio ai margini è posto oggi dai tassi di interesse. Dopo oltre un decennio di tassi estremamente bassi, secondo lo strategist, la ricerca di rendimento passa anche attraverso profili commissionali dei prodotti che vanno tenuti sotto controllo e ciò può mettere in difficoltà il conto economico di alcuni operatori. In questo contesto le dimensioni contano e gli asset manager contraddistinti da un cost/income efficiente sono meglio posizionati per vincere la competizione, che è sempre più globale. Secondo De Mare, i costi della gestione attiva sono senza dubbio alti, perché basati sulla ricerca e sull'analisi: «Se si pensa che nelle fasi di volatilità il rischio è stato enfatizzato dagli Etf, mentre i fondi attivi hanno fatto la differenza facendo meglio dei mercati, il paragone tra gestione attiva e passiva è un po' come quello tra una Ferrari e una benché dignitosissima Porsche», commenta Proli. Che sottolinea come il costo della gestione attiva sia legato anche al fattore distributivo e che quindi si sta andando in questa direzione con portafogli che prevedono fee misurate sui risultati. «In generale stiamo cercando di efficientare al meglio i costi: per esempio nei portafogli obbligazionari, dove i rendimenti sono ancora assottigliati, l'IA permette al gestore di non perdere tempo nello spulciare tutti i bilanci annuali dell'azienda e questo facilita il processo di gestione e di analisi», spiega De Mare. Che aggiunge: «In questo senso la tecnologia è uno strumento di leverage delle capacità del pilota».

#### La compliance e le banche centrali

Tra le nuove competenze richieste al gestore spicca su tutte la compliance, ovvero la verifica della conformità dell'attività a norme e regolamenti, che agli addetti ai lavori sembrano di anno in anno sempre più astruse e complicate. «Un fondo euro-



MICHELE DE MICHELIS DI FRAME AM



MARCO BERNARDESCHI DI BANCA IFIGEST



## COVERSTORY

peo non può più comprare Etf quotati in Usa, che è il mercato per eccellenza per questi strumenti, perché non armonizzati. Ha poi un limite del 20% alla liquidità, che è un'asset. E questi sono solo alcuni vincoli che chiudono lo spazio d'azione del gestore», racconta **Marco Bernardeschi**, head of investment advisory di **Banca Ifigest**. «A ciò si aggiunge il Nav (il valore dell'attivo netto, ndr) giornaliero pubblicato sui giornali, che inchioda il gestore alla performance day by day quando la performance di un fondo ha senso se misurata nel tempo». Come spiega **Piermattia Menon**, analista dell'ufficio studi e ricerche di **Consultique Scf**, l'iper regolamentazione è aggravata dal fattore dirompente del cambiamento climatico, con la nuova direttiva europea sulla sostenibilità (la Sfd) che pone la necessità per i gestori di sviluppare conoscenze e professionalità nella valutazione di aspetti non strettamente finanziari di un'azienda, come la sostenibilità ambientale e sociale. Secondo De Mare, i criteri Esg consentono però ai fondi anche di fare engagement nei consigli di amministrazione delle quotate ampliando enormemente il valore della gestione e la sua influenza. «Oggi la gestione deve saper valutare i criteri Esg per evitare i titoli più suscettibili dal lato ambientale o sociale, e questa valutazione permette al gestore di avere un controllo di portafoglio ed evitare il rischio misurando con un criterio in più le prospettive di un titolo», dice De Mare. Anche secondo Menon la sostenibilità può essere una leva interessante: «La gestione passiva si limita ad applicare dei filtri, mentre i gestori attivi possono fare analisi molto più approfondite, applicare politiche di voto e in generale di impact investing che la gestione passiva difficilmente potrà permettersi». Secondo Giorgi, è la transizione energetica la grande occasione, perché escluderà alcuni settori dalle scelte del professionista, ma potrà creare grande valore all'intera industria del risparmio gestito. «Ma la sfida in assoluto più grande alla gestione sarà quando le banche centrali finiranno di pompare danaro, perché fino a oggi gli investitori hanno navigato con un vento molto forte», aggiunge Giorgi. L'azione coordinata delle banche centrali rappresenta infatti un inedito storico, dagli sviluppi imprevedibili. Gli acquisti di bond governativi effettuati a man bassa dagli istituti centrali hanno portato a una riduzione dei rendimenti sul comparto obbligazionario con lo spostamento degli investimenti su comparti significativamente rischiosi quali l'high yield, i subordinati, e i convertibili. «L'eventuale conclusione dei programmi di Qe sarà un momento abbastanza delicato per i gestori, mentre i livelli di multiplo che si osservano sui mercati azionari saranno difficili da sostenere una volta avviata la normalizzazione», dice Menon. Che aggiunge: «Probabilmente non è un elemento sufficiente per gridare alla bolla e a crolli imminenti, ma è un aspetto a cui prestare molta attenzione», aggiunge l'analista.



GIACOMO CALEF DI NOTZ STUCKI



SALVATORE GAZIANO DI SOLDIEXPERT SCF

### Il gestore del domani

Altro che analisi tecnica e fondamentale. Il nuovo mondo chiede al gestore nuove competenze, come interpretare regole complesse e usare al meglio la tecnologia per semplificare i processi e fare analisi migliori. Ma non solo. «Oggi l'asset manager deve essere anche un comunicatore sempre più bravo e brillante, perché questa è una dote imprescindibile nell'era dei social e dello storytelling dove il "faire savoir" o informare è diventato perfino più importante del "savoir faire", e ovviamente deve anche essere un ottimo motivatore», dice **Salvatore Gaziano**, responsabile delle strategie d'investimento di **SoldiExpert Scf**. Ma soprattutto quelle richieste al gestore oggi non sono più previsioni, ma vere divinazioni a causa della nuova variabile sanitaria e di un assetto geopolitico ormai giunto a una fase critica e dagli sviluppi imprevedibili. «Il gestore deve anche essere un po' futurologo, avere sempre le antenne dritte e circondarsi di persone con competenze trasversali e anche molto giovani per capire lo scenario attuale e la sua evoluzione e dare il posizionamento corretto al suo fondo o alla sua linea di consulenza», spiega Gaziano. Che conclude: «Oltre a questo, il gestore deve restare umile, non deve dare per scontato nulla e non deve pensare di essere diventato un guru o salire sul piedistallo». Le storie di money manager che sembravano grandi e inscalfibili e che sono spariti dai radar ci ricordano anche questo. Ma è proprio così? È definitivamente tramontata l'era dei guru di Wall Street, della gestione libera e selvaggia che ha fatto sognare schiere di giovani money manager ispirati dai successi dei vari Buffet, Simons, Dalio e Icahn e dal loro personale stile di cavalcare i mercati e riempire di soldi i clienti? «Oggi i gestori non sono più le star di una volta», dice Bernardeschi. «In ogni caso ritengo che, anche se sarà una mosca bianca, il bravo gestore farà sempre di più la differenza, visto che sempre meno fondi battono il mercato e che le gestioni patrimoniali sono per il 99% a benchmark». Insomma lo spazio c'è ancora per lo stock picker vecchia maniera, soprattutto ora che la valutazione degli indici e di gran parte delle aziende appare molto scollegata dalla realtà, come testimonia per esempio Amazon che presenta ancora valutazioni da start up dopo venti anni di business consolidato. Ma dovrà essere molto attento - perché gli impulsi non arrivano solo dai mercati finanziari, ma anche da healthcare e tecnologia - e nel contempo molto specializzato su alcune tematiche di investimento - come l'economia reale o l'universo delle Pmi - lasciando ampio spazio di crescita agli investimenti alternativi. «I grandi guru ci saranno sempre, ma il nuovo Mobius utilizzerà piattaforme informatiche più potenti: la partita la giocherà il gestore, ma la differenza la farà lo strumento», conclude De Luca.