

Focus

L'obiettivo di rendimento assoluto nel reddito fisso si sta diffondendo oltre che nei portafogli degli investitori istituzionali anche in quelli degli investitori privati.

La tendenza si è accentuata negli ultimi mesi, caratterizzata da una prolungata fase di rialzo dei tassi di interesse con conseguenti cospicue perdite in conto capitale nei portafogli obbligazionari.

Le strategie adottate dalle più evolute case d'investimento nel segmento total return puntano al conseguimento di rendimenti assoluti positivi affiancati da un rigoroso processo di controllo del rischio.

Negli articoli di queste pagine vengono approfondite le diverse tecniche e metodologie che contraddistinguono gli approcci gestionali total return nel reddito fisso di tre grandi case di investimento internazionali: Credit Suisse am, Dexia am e Bnp Paribas am.

EXTRA-RENDIMENTO A BASSO RISCHIO

Da Credit Suisse una vasta gamma d'offerta con prodotti a reddito fisso per clienti con diverse esigenze e profili di rischio. Con soluzioni alternative persino rispetto ai fondi hedge

■ di Fabio Sansone

La filosofia total return di Credit Suisse asset management, all'interno della classe di investimento reddito fisso, consiste nello sviluppare una gamma di prodotti che da una parte copra l'intero spettro dei livelli di rendimento-rischio, e dall'altra si differenzi per le classi di attivi nelle quali investe e per le strategie adottate. Nell'ambito Fixed Income il ventaglio dell'offerta total return è tra le ampie ed articolate presenti sul mercato.

CS TOPS

Si chiamano CSTops e sono fondi obbligazionari che investono su scala mondiale in titoli di debito che spaziano dalle emissioni di prim'ordine fino al segmento "lower investment grade" e comprende obbligazioni, notes e altri titoli analoghi, sia a tasso fisso che variabile. La strategia innovativa adottata consente di conseguire rendimenti nettamente superiori a quelli ottenuti tramite investimenti sul mercato monetario, a fronte di un rischio solo lievemente superiore. L'obiettivo prioritario del fondo è ottenere una performance positiva.

Una particolare tecnica d'investimento permette al fondo di conseguire un interessante rendimento aggiuntivo rispetto a quello offerto da investimenti a breve termine, senza tuttavia esporsi ai relativi rischi di variazione dei tassi. Per ottenere questo risultato, il gestore investe in bond a lunga scadenza impiegando contestualmente strumenti derivati al fine

di ridurre la scadenza media (duration). Tale obiettivo viene conseguito ricorrendo anche a obbligazioni a tasso variabile. In tal modo il rischio di variazione dei tassi di CSTops è inferiore a quello cui sono esposti i tipici fondi obbligazionari e può essere paragonato piuttosto a quello dei fondi composti da obbligazioni a breve scadenza.

TARGET RETURN

Il fondo denominato Target Return mira a ottenere un rendimento totale costante nella valuta del fondo mediante strategie di rotazione delle asset class, scadenza media e curva dei rendimenti, con la possibilità di adottare una posizione di duration negativa, attraverso la selezione dei titoli a cura di gestori di investimento specializzati. Il fondo investe in obbligazioni di tutto il mondo, compresi titoli convertibili (massimo 25% delle attività gestite) e strumenti monetari, sull'intera gamma di scadenze e rating degli emittenti.

Circa due terzi del valore aggiunto provengono dal collaudato processo top-down di asset allocation di Credit Suisse, che fa leva su un'estesa piattaforma di reddito fisso e un sistema proprietario di gestione del rischio. Le allocazioni alle varie strategie avvengono in chiave modulare, consentendo ai team specializzati nelle singole asset class di gestire le attività sottostanti. Essi sono supportati dal team di ricerca obbligazionaria globale di Credit Suisse, che si avvale inoltre della piattaforma di ricerca azionaria, e adottano tecniche di

Dentro il fondo Target Return

Titoli di Stato: 0 – 35%
Duration: 6 mesi – 4 anni
Rating medio: AA

Mercato monetario: 0 -20%
Rating medio: AA-

**Riserva tecnica
di liquidità: 0 – 25%**

Obbligazioni di alta qualità: 0 – 30%
Rating medio: investment grade

Obbligazioni convertibili: 0 – 25%
Rating medio: investment grade

Europa centrale: 0 – 30%
Rating medio: investment grade

Mercati emergenti: 0 -25%
Rating medio: BB

High yield: 0 -20%
Rating medio: B

**Obiettivo di rendimento:
Libor Eur 6 mesi + 140 punti base**
Duration: da -2 anni a +4 anni
Rating medio: investment grade

selezione dei titoli di tipo bottom-up per realizzare il restante valore aggiunto.

RELATIVE RETURN ENGINEERED

I fondi della famiglia Relative return engineered investono in tecniche e strumenti d'investimento nuovi e professionali (ad esempio derivati). Il gestore assume all'interno di fasce ben definite scostamenti dal benchmark ad hoc relativamente alle dimensioni di rischio tassi e solvibilità. Le tre dimensioni delle obbligazioni, rischio debitore, rischio tassi, nonché rischio valutario vengono generate sinteticamente tramite i derivati, quali per esempio futures, credit default swap e operazioni forward. Questa struttura consente di gestire le dimensioni, legate invece tra loro in modo indissolubile nel caso di obbligazioni fisiche, in modo del tutto indipendente. Inoltre trattandosi di strumenti derivati e contratti strutturati, consentono di generare rendimenti supplementari, investendo la liquidità disponibile in uno strumento sintetico del mercato monetario. Ciò permette al fondo non solo di generare il tasso Libor attuale, ma anche un "portable alpha". Ecco come si presentano le singole fasi: lo scambio di flussi di pagamento consente al portfolio manager di trasmettere il rendimento di un paniere azionario a terzi, ottenendo in cambio un rendimento pari al tasso Libor attuale in euro. Il portable alpha specifico viene contemporaneamente generato da un arbitraggio su indice azionario, sfruttando le inefficienze che si manifestano regolarmente all'atto della modifica della composizione di un indice azionario. Il gestore si posiziona in modo mirato su azioni che escono da un indice (o ne vengono inserite), tutelandosi contemporaneamente contro i movimenti dell'indice. In questo modo si può generare regolarmente un rendimento positivo. Ne risulta un portafoglio con carattere obbligazionario e privo di rischio azionario che mira a raggiungere un rendimento annuale sull'indice JP Morgan EMU TradedTR.

«IL TOTAL RETURN PER DIVERSIFICARE NEL REDDITO FISSO»

Come utilizzare nel portafoglio le opportunità dei nuovi fondi che sfruttano le tecniche per accrescere i rendimenti controllando il rischio

L'accelerazione c'è stata nel 2001, praticamente subito dopo gli attentati alle Torri Gemelle a New York, per dare una risposta concreta agli investitori la cui avversione al rischio era salita alle stelle. Ma il lavoro del team dedicato al total return vanta un'esperienza pluridecennale all'interno della business line fixed income dell'Asset management di Credit Suisse. «Siamo partiti con i prodotti Target con l'obiettivo di fornire una valida alternativa di extra rendimento rispetto al mercato obbligazionario che non fosse un prodotto azionario» tiene a precisare Matteo Bosco, Ceo Credit Suisse divisione Asset Management, Italia che poi aggiunge «Successivamente è stata progettata la linea Tops per poi passare ai più sofisticati prodotti engineered». Il fondo Relative return engineered, per esempio, è indicato per investitori

che desiderino il profilo di rischio di un portafoglio obbligazionario tradizionale, ma con maggiore remunerazione. Essi beneficiano di un rendimento atteso più elevato, costi di transazione minori, e maggiore flessibilità nelle strategie d'investimento. I potenziali investitori del fondo Total return engineered desiderano invece un rendimento positivo indipendentemente dal rispettivo andamento del mercato accettando, al contempo, una maggiore volatilità. Per questi investitori, il fondo Total return engineered costituisce un'alternativa agli hedge fund, con i vantaggi di una maggiore trasparenza, un contesto di regole più chiaro, nonché commissioni di gestione più contenute.

QUALI CONSIGLI?

«Nel periodo 2003-2005, la strategia di ampia



Matteo Bosco
CREDIT SUISSE AM
CEO

diversificazione nel reddito fisso da noi suggerita sembrava non efficace ma soltanto perché il mercato obbligazionario continuava a salire molto (con i rendimenti, che viaggiano in direzione opposta, caduti ai minimi storici). Dal settembre dello scorso anno, con la crisi dei mercati obbligazionari, le cose sono cambiate. Il segmento fixed income continua a soffrire una certa instabilità dei prezzi e le tensioni inflattive rendono ancora più difficile del solito l'attività fai da te. E' per questo che occorre diversificare ricorrendo a una ragionata allocazione delle risorse in modo da cogliere le possibilità sul mercato e, al contempo, limitare i rischi»

COME DIVERSIFICARE, IN PRATICA?

«Un possibile portafoglio a reddito fisso potrebbe

essere composto da una quota in Target return che è un'alternativa ai Cct e ai titoli a breve termine ma che dovrebbe assicurare un extra rendimento rispetto al tasso risk free; una quota dovrebbe invece essere allocata in Relative return engineered per ottimizzare le opportunità nelle tre dimensioni delle obbligazioni (rischio debitore, rischio tassi, e rischio valutario) e una quota pure in un fondo Long term euro per sfruttare al meglio la parte lunga della curva». Secondo Bosco, si potrebbe poi aggiungere fino a un 5% nel fondo CS DJ - AIG commodity index plus che permette di investire nell'omonimo indice delle materie prime che ha il vantaggio di essere ribilanciato in modo che nessuna componente, nemmeno quella energetica e petrolifera, superi il 33% del totale: un investimento che ottimizza ulteriormente la diversificazione di portafoglio. Infine, soltanto per coloro che hanno un orizzonte di investimento ampio e desiderino un'ulteriore diversificazione del rischio e delle opportunità a medio lungo termine, si potrebbe pensare anche ad una quota del 5%, frazionata in più acquisti mensili in modo da mediare il costo di entrata e il rischio dell'investimento, nel comparto d'investimento Credit Suisse equity fund Lux future energy, il fondo che punta sui nuovi trend energetici secolari.

Da sapere

■ Lower investment grade

Giudizio di merito, emesso da agenzie internazionali specializzate (quali ad esempio Moody's e Standard & Poor's), sulla capacità, inferiore rispetto alla media, di una società di onorare nei tempi e nei modi promessi i debiti contratti. Rientrano in questa fascia i rating compresi tra BBB+ e BBB- della scala di S&P e quelli tra BAA1 e BAA3 di Moody's.

■ Portable alpha

Strategia di portafoglio, tramite la quale è possibile ricavare l'extra rendimento del gestore rispetto all'andamento di mercato e trasferirlo nel portafoglio senza aggiungere rischio.

■ Bottom up

Letteralmente "dal basso verso l'alto". La strategia di gestione in base alla quale si costruisce il portafoglio finanziario partendo dal singole realtà industriali concentrandosi sulla qualità del management, sulla validità dei prodotti e servizi offerti dalla società, sulla competitività e sulla capacità di riuscire a crescere in modo indipendente (o quasi) dall'andamento del ciclo economico o del settore di appartenenza.

TOTAL RETURN ENGINEERED

Utilizzano tecniche e strumenti d'investimento nuovi e professionali (ad esempio derivati) e possono assumere posizioni sia corte che lunghe nelle tre dimensioni duration, credito e valuta. Il fondo mira alla realizzazione di un rendimento positivo assoluto pari al tasso Libor in euro + 300 punti base (+3%) indipendentemente dalla rispettiva situazione di mercato e in condizioni di rischio controllato.

Anche in questo caso, come per il Relative return engineered, le tre dimensioni delle obbligazioni, rischio debitore, rischio tassi, nonché rischio valutario, vengono generate sinteticamente tramite i derivati, quali per esempio future, credit default swap e operazioni forward. La differenza tra il Total return engineered e il Relative return engineered sta tutta nei diversi obiettivi da raggiungere. Il fondo Relative return engineered si orienta al suo benchmark, ma come i fondi obbligazionari tradizionali può assumere soltanto strategie long (puntare al rialzo). La sua strategia d'investimento consiste nell'assumere scostamenti mirati dal benchmark in relazione alla duration e al credito all'interno di fasce ben definite. Il fondo Total return engineered può assumere posizioni sia short (puntare al ribasso) che long nelle tre dimensioni duration, reddito e valuta. Il fondo Relative return engineered è indicato per investitori che desiderino il profilo di rischio di un portafoglio obbligazionario tradizionale, ma con maggiore remunerazione. Essi beneficiano di un rendimento atteso più elevato, costi di transazione minori, nonché di una maggiore flessibilità per quanto riguarda l'attuazione della strategia d'investimento. Gli investitori del Total return engineered desiderano invece un rendimento positivo indipendentemente dal rispettivo andamento del mercato. Sono contemporaneamente disposti a esporsi al rischio di una maggiore volatilità del rendimento. Il fondo Total return engineered costituisce un'alternativa agli hedge fund, con i vantaggi di una maggiore trasparenza, un contesto di regole più chiaro, nonché com-

L'obiettivo di rendimento assoluto positivo di Dexia total return bond è fissato al 2% sopra l'indice obbligazionario JPM Emu 1-3 anni

Il rialzo dei tassi di interesse in Europa non ha frenato i prodotti obbligazionari che, infatti, negli ultimi 18 mesi hanno attirato 113 miliardi di euro di nuove sottoscrizioni (fonte Feri-Fmi). Non solo. Nell'ultimo quinquennio, gli investitori istituzionali europei, e in particolare i fondi pensione, hanno incrementato gli investimenti in prodotti a reddito fisso dal 46% al 61% (fonte Greenwich Associates).

In risposta alla crescita della domanda, Dexia Asset Management ha sviluppato soluzioni innovative in grado di assicurare performance elevate, tenendo sotto controllo i livelli di rischio nella maggior parte delle fasi del ciclo economico. In particolare ha progettato una nuova soluzione a rendimento assoluto: Dexia bonds Total Return. Si tratta di un prodotto dedicato sia agli investitori istituzionali sia al pubblico retail che si pone in alternativa all'investimento dei fondi tradizionali obbligazionari, e che investe direttamente nella varie sotto-categorie a reddito fisso, perseguendo l'obiettivo del ritorno assoluto positivo tramite un portafoglio dinamico.

CONTINUITÀ, RICERCA E INNOVAZIONE

In Dexia Am la gestione del reddito fisso, includendo gli strumenti del mercato monetario, ammonta a circa 51 miliardi di euro ovvero oltre la metà del patrimonio totale in gestione. Un team dedicato, composto da oltre 35 persone che condividono un'esperienza professionale sin dal 1996, si occupa costantemente della ricerca di nuove opportunità d'investimento e del miglioramento dei

TUTTI I SEGMENTI A REDDITI FISSO PER CREARE VALORE

processi di investimento. Esso è formato da team indipendenti di analisti dei mercati, del credito e quantitativi, specializzati nei vari segmenti del reddito fisso. I fondi obbligazionari di Dexia am coprono l'intera gamma degli investimenti e offrono performance competitive: la maggior parte di essi si colloca nei quartili superiori delle valutazioni di S&P mentre 14 fondi sono classificati AA o AAA da Moody's.

UNA DISTRIBUZIONE DINAMICA

Ma veniamo a Dexia Total Return Bond. Dal suo lancio, nel 2004, il fondo registra una raccolta record ed è uno dei prodotti a crescita più rapida in Europa, con la gestione di un patrimonio pari ad oltre 4 miliardi

di euro. L'approccio di investimento ha dimostrato di saper garantire buone performance anche in situazioni di mercato difficile. Si tratta di uno strumento rivolto ad investitori che intendono operare sui vari mercati a reddito fisso e sfruttare i vantaggi offerti dalle categorie di investimenti a maggior rendimento, contenendo al tempo stesso il livello di rischio nella maggior parte delle fasi del ciclo economico.

Questo fondo di investimento prevede, al proprio interno, una distribuzione dinamica di tutti i segmenti a reddito fisso: obbligazioni del mercato monetario, titoli governativi, bond societari con rating medio alto, inflation linked bond, titoli ad alto rendimento, bond ipotecari, obbligazioni convertibili e titoli a reddito

Le filosofie di investimento a confronto

	GESTIONE ATTIVA CONTRO BENCHMARK	DEXIA BONDS TOTAL RETURN	HEDGE FUNDS
OBIETTIVO	EXTRA RENDIMENTO RISPETTO AL BENCHMARK	RENDIMENTO ASSOLUTO POSITIVO	RENDIMENTO ASSOLUTO POSITIVO
METODOLOGIA	QUALITATIVA E QUANTITATIVA	QUALITATIVA E QUANTITATIVA	IN FUNZIONE DEL GESTORE
RISCHIO	RISCHIO DEL BENCHMARK (MERCATO) + MASSIMO RISCHIO RELATIVO (DERIVANTE DALLA GESTIONE ATTIVA)	VOLATILITÀ MASSIMA ASSOLUTA	RISCHIO ASSOLUTO, RISCHIO DERIVANTE DALLO STILE DI GESTIONE DEL GESTORE
UNIVERSO DI INVESTIMENTO	IN FUNZIONE DEL BENCHMARK	UNIVERSO DIVERSIFICATO DEL REDDITOFISSO	UNIVERSO DIVERSIFICATO GLOBALE
ALLOCAZIONE	LONG ONLY	LONG ONLY, ALLOCAZIONE DINAMICA	LONG / SHORT E LEVA FINANZIARIA
LEVA FINANZIARIA	NO	NO	DI NORMA, ALTA
ALTRO	LIQUIDITÀ GIORNALIERA, TRASPARENZA, REGOLE	LIQUIDITÀ GIORNALIERA, TRASPARENZA, REGOLE	ILLIQUIDITÀ, REGOLE MENO TRASPARENTI

Nello schema si possono confrontare i differenti approcci gestionali adottati dalla gestione attiva contro benchmark (fondo obbligazionario tradizionale), dal fondo Dexia e dai fondi hedge.

Rating

Giudizio di merito, emesso da agenzie internazionali specializzate (quali ad esempio Moody's e Standard & Poor's), sulla capacità di una società di onorare nei tempi e nei modi promessi i debiti contratti. Più il rating è elevato più la solidità della società garantisce i debitori e viceversa in caso di rating minore.

Punto base

È la più piccola unità di misura convenzionalmente impiegata per definire i rendimenti dei titoli a reddito fisso. Corrisponde ad un centesimo di punto percentuale, cioè allo 0,01%.

Inflation linked bond

Si tratta di titoli obbligazionari, come per esempio, Buono del Tesoro Poliennale Btp-i, il cui rendimento è espresso come premio rispetto al tasso di inflazione (europea, italiana o di altro Paese). Se, per esempio, il rendimento dichiarato è dell'1,3% e l'inflazione europea si attestasse al 2%, il rendimento lordo complessivo ammonterebbe al 3,3%.

“ La filosofia di questa tipologia di fondi consiste nell’offrire rendimenti positivi quasi in ogni fase del ciclo economico dei mercati a reddito fisso, ovvero sia in mercati rialzisti e sia in trend ribassisti, sfruttando appieno la bassa correlazione fra i vari sotto mercati a reddito fisso ”

fisso di Paesi dell’Europa orientale e dei mercati emergenti. Sebbene lo strumento “fondo di fondi” offra alcuni vantaggi certi, gli investitori di alcuni Paesi hanno mostrato interesse per un prodotto che investa direttamente nella varie sottocategorie a reddito fisso. A tale fine, Dexia am ha sviluppato il prodotto Dexia Bonds Total Return.

LE CARATTERISTICHE

Intanto il fondo ha ottenuto le necessarie autorizzazioni in Lussemburgo mentre negli altri Paesi l’iter autorizzativo è attualmente in corso. E’ denominato in euro e si pone come obiettivo la performance positiva assoluta pari all’indice JP Morgan EMU 1-3 anni maggiorato di 200 punti base.

La filosofia di questa tipologia di fondo consiste nell’offrire rendimenti positivi quasi in ogni fase del ciclo economico dei mercati a reddito fisso ovvero sia in mercati rialzisti e sia in trend ribassisti, sfruttando appieno la bassa correlazione fra i vari sotto-mercati a reddito fisso: strumenti del mercato monetario, titoli governativi, bond societari con rating medio alto, inflation linked bond, obbligazioni ad alto rendimento, emissioni ipotecarie danesi, e bond di Paesi dell’Europa orientale e dei mercati emergenti.

L’elemento centrale del processo d’investimento sta nell’allocazione ottimale del portafoglio di investimenti, stabilita in base alla previsione dei rendimenti attesi dai titoli di Stato e dal mercato monetario, in primo luogo, e dalle varie classi d’investimento a più elevato rendimento, in secondo luogo.

IL PROCESSO D’INVESTIMENTO

Il processo d’investimento prevede infatti un report dettagliato di previsioni sui ritorni attesi per ciascuna delle singole sotto classi di attivo di investimento, stilato in base ai modelli quantitativi proprietari e a elementi qualitativi di mercato. Ne deriva una serie di idee d’investimento che il team soppesa in funzione della confidenza di giudizio, del livello di ritorno atteso cor-

retto per il rischio, del tipo di controllo del rischio da dottare. Il tutto, poi, ottimizzato con il processo Black Litterman che permette di fissare precisi parametri quali, per esempio, il massimo rischio di volatilità del fondo, il peso massimo per ciascuna asset class in portafoglio, il divieto di vendite allo scoperto, il massimo rischio derivante dalla quota in ciascuna asset class. Negli ultimi mesi questo approccio ha dimostrato di apportare un reale valore aggiunto.

Considerando l’evoluzione del valore patrimoniale netto (NAV) dalla creazione di Dexia Total Return Bond (ottobre 2004), il fondo ha affrontato inizialmente un periodo di calo dei tassi di interesse (il tasso decennale è sceso di 87 punti base fino al 3,03% nel settembre 2005) e, successivamente, un periodo di crescita. La ripartizione ottimale degli investimenti ha garantito consistenti vantaggi derivanti dalla diversificazione, grazie ai rendimenti aggiuntivi generalmente non correlati dei vari sotto-mercati a reddito fisso.

POSITIVO NELLA FASE DI CALO

Nella prima fase di calo dei rendimenti il fondo ha prodotto una performance interessante rispetto al classico fondo obbligazionario globale (che investe prevalentemente in titoli governativi e corporate bond con rating medio alto); inoltre il valore della quota di Dexia Total Return Bond ha evidenziato una crescita stabile e meno volatile.

Nel periodo di crescita dei tassi di interesse, il valore di Dexia Total Return Bond si è stabilizzato, a dimostrazione della netta differenza rispetto ad un’obbligazione tradizionale che, in questo secondo periodo, ha invece conseguito un risultato negativo.

Dexia Total Return Bond rappresenta uno strumento ideale per gli investimenti che intendono operare nei diversi mercati a reddito fisso e beneficiare delle categorie di investimenti a maggior rendimento, contenendo al tempo stesso il livello di rischio. ■

ARCHITETTURA APERTA A TUTTE LE FONTI DELL'ALFA

Un team di gestione dedicato. E un processo d'investimento rivisto e notevolmente migliorato dal 2002. E' questo il total return nel reddito fisso per Bnp Paribas am

Un team competente e dedicato dal 2002. Un'organizzazione specializzata e articolata in quattro divisioni operative. Quindici miliardi di patrimonio in gestione.

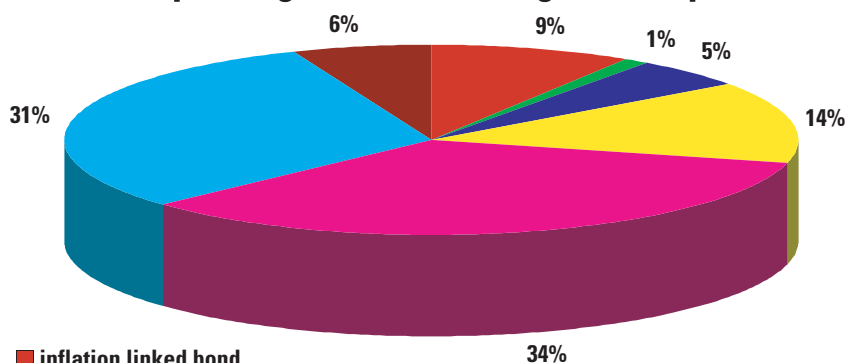
E' questa la carta d'identità del Team di Asset allocation di Bnp Paribas asset management guidato da Luc Lefter, a cui fanno capo la divisione Gestione portafogli asset allocation (con un patrimonio in gestione di 10 miliardi) diretta da Christophe Belhomme, la direzione Fondi pensione & Beni immobili (un miliardo di euro di assets) amministrata da Dominique Reliquet, la divisione Piani di risparmio individuali & obbligazioni convertibili (4 miliardi di gestito) guidata da Eric Bouthiller.

Chiude l'elenco la divisione Ricerca & strategia al comando di Patrick Mange.

ALFA E BETA

Il primo passo che guida le scelte del team è la distinzione tra la performance dovuta all'esposizione strutturale al mercato (beta) e quella dovuta alla gestione attiva dei portafogli (alfa). La gestione total return è focalizzata sull'alfa: se in un portafoglio tradizionale il contributo del beta è circa l'80% e il 20% restante deriva dall'alfa, nel portafoglio total return di Bnp Paribas am il contributo richiesto all'alfa deve raggiungere il 70%. Per farlo il team conta su un ventaglio di elementi competitivi. Innanzitutto si tratta di un team di gestione dedicato e stabile dal 2002 il cui processo d'investimento è rivisto e notevolmente migliorato dal 2002. Grazie all'acquisizione di Fund-Quest, leader americano di consulenza nel settore della selezione dei fondi, è in grado di ottimizzare l'uso dell'architettura aperta coniugando la competenza dell'asset allocation a quella della selezione dei migliori gestori internazionali. Non solo. L'obiettivo è anche quello di ampliare l'universo delle classi d'investimento disponibili aggiungendo i fondi hedge, le materie prime e le obbligazioni convertibili. Il tutto, in una cornice di rigoroso controllo del rischio: lo sviluppo del sistema interno di gestione dei rischi, il MAP System, assicura un quadro chiaro del rischio complessivo atteso.

Nel portafoglio di Parvest target return plus



- inflation linked bond
- materie prime
- convertibili
- gestione attiva delle liquidità
- obbligazioni euro bt
- titoli azionari
- altro

Nella torta la ripartizione delle scelte d'investimento a fine marzo 2006 del fondo Parvest target return plus, il cui obiettivo è quello di conseguire una performance assoluta del 7% circa su base annua nel medio termine.

TRE FASI

Il processo d'investimento prevede tre successive fasi: quella relativa alla decisione, in cui si decide la strategia d'investimento, quella dell'allocation, in cui la strategia d'investimento prende corpo tramite l'asset allocation del portafoglio modello e a cui è affiancato un budget dei rischi che tale giardinetto d'investimento dovrà rispettare, e la fase del-

la costruzione finale del portafoglio nel rispetto del budget di rischio e con piena operatività del controllo del rischio.

Le decisioni iniziali per la strategia d'investimento vengono adottate dal team di asset allocation in stretta collaborazione con la divisione ricerca & sviluppo vengono analizzati gli elementi fondamentali, tecnici, di valorizzazione e quantitative di mercato ad intervalli mensili al fine di ricavarne le fonti dell'alfa. Per i portafogli total return è previsto un comitato ad hoc composto da un numero selezionato di gestori che hanno l'obiettivo di adattare la strategia d'investimento ai criteri total return e, al contempo, di ampliare l'universo di investimento.

STRATEGIE ALTERNATIVE

Alle classi tradizionali azionarie (geografiche e per stili di gestione) ed obbligazionari (per tipologia di emittenti, per valuta e per duration), si vanno ad aggiungere sia strategie alternative (immobili, hedge funds, materie prime, gestione delle valute, convertibili, strategie sulla volatilità ecc.) e sia strategie relative (curva dei rendimenti, settori, capitalizzazione di mercato ecc.). Subito dopo deve essere definito il budget dei rischi ovvero la stima dinamica del rischio atteso, la ripartizione della gestione attiva dei rischi, l'allocatione di portafoglio in funzione del rischio specifico dei mercati e il livello interno di informazioni della società su quello specifico mercato. Sono tre le componenti che delimitano il perimetro del budget dei rischi: la massima volatilità attesa ammessa per portafoglio, il contributo massimo alla volatilità attesa per mercato, l'esposizione massima per mercato. Il portafoglio modello deve tradurre le fonti di alfa in esposizioni di mercato effettive rispettando, al contempo ogni componente del budget dei rischi. Ciò permette di attribuire, in continua e in tempo reale, la performance di ciascuna strategia di portafoglio. Un processo ottimizzato dal controllo dei rischi esercitato in funzio-

ne di quattro differenti fattori: la volatilità (tracking error), il Var (value at risk), la correlazione del portafoglio ai diversi mercati finanziari, e l'analisi multi fattoriale, tramite la quale si cerca di stimare il comportamento probabile del portafoglio in funzione di fattori predefiniti.

L'ESPERIENZA DI FUNDQUEST

L'approccio total return di Bnp Paribas am prevede l'investimento in fondi o Sicav con un universo di prodotti costituito dall'insieme dei fondi armonizzati utilizzabili a livello europeo. Nel perseguire tale logica, la società si avvale della fondamentale esperienza nell'architettura aperta di FundQuest. Quest'ultimo, pur essendo un selezionatore di prodotti di terzi e un gestore multimarca, nell'ambito dei due fondi total return di Parvest (Target return e Target return plus), opera semplicemente come fornitore di terzi di fondi di terzi meglio rispondenti ai temi che di volta in volta il team di gestione total return identifica come migliori in termini di generazione dell'alfa.

Parvest target return, in particolare, si pone l'obiettivo di una performance assoluta del 5,5% circa su base annua nel medio periodo (almeno tre anni). L'obiettivo di volatilità annualizzata del portafoglio è del 6% massimo su un orizzonte di tre anni.

PARVEST TARGET RETURN PLUS

L'altro fondo, Parvest target return plus, mira invece a conseguire una performance assoluta del 7% circa su base annua nel medio termine (almeno cinque anni). L'obiettivo di volatilità annualizzata del portafoglio è del 10% massimo su un orizzonte di cinque anni.

Alla fine del primo trimestre 2006 il suo portafoglio, a titolo di esempio, mostrava un'esposizione del 34% in euroobbligazioni, del 9% in inflation linked bond, del 14% in strumenti monetari, dell'1% i' commodity, del 5% in convertibili e un 31% in componenti azionarie.

La volatilità attesa era stimata al 3,3% e la duration di portafoglio non superava gli 0,8 anni. ■

Da sapere

■ Duration

Misura del rischio di variazione del prezzo dell'obbligazione a tasso fisso al variare di tassi di interesse.

Spesso è però usato come sinonimo per indicare la scadenza media dei titoli in portafoglio.

■ Tracking error

Nell'analisi dei fondi comuni e dei comparti di Sicav è un elemento utile per esaminare la regolarità dei risultati rispetto a quelli dell'indice di riferimento di mercato. Più elevato è il tracking error, più il rendimento del fondo è difficile da prevedere.

■ VaR

Il Value at Risk (VaR) è una misura di rischio che quantifica la massima perdita potenziale di un portafoglio finanziario, su un determinato orizzonte temporale e con un dato livello di probabilità (cosiddetto intervallo di confidenza).