

# TREN D

Fatti, fenomeni, studi, ricerche che fanno tendenza

## FONDI COMUNI, PERCHÉ IN ITALIA VANNO PEGGIO

**La crisi dei mutui subprime americani e i ribassi delle Borse hanno provocato riscatti un po' in tutta Europa. Ma in Italia la disaffezione data ormai da lungo tempo. A pagina 103 pubblichiamo un rapporto di Lipper sull'andamento del mercato europeo nel trimestre agosto-ottobre 2007. Su quei dati Investire ha chiesto un commento a due big internazionali e al leader della raccolta nazionale**

### INNALZARE IL LIVELLO DELLA QUALITÀ

*Carlo Trabattoni*

«Siamo in presenza di un oggettivo rallentamento nella raccolta di fondi in Europa. Negli altri Paesi questo rallentamento è dovuto alla congiuntura che offre condizioni più favorevoli, a cominciare dalla migliore remunerazione, grazie al rialzo dei tassi, degli investimenti della liquidità cosiddetti risk free. Inoltre la crisi dei mutui subprime ha influito sulla volontà di un gran numero di investitori di rimanere investiti, di resistere, per così dire. Con mercati diventati più volatili molti



hanno deciso di monetizzare i profitti. Non dimentichiamoci che veniamo da un lungo periodo di buoni mercati.

Nel mercato italiano invece il sistema fondi patisce da lungo tempo un'inversione di tendenza, che si è manifestata anche in presenza di mercati positivi. Perché in Italia c'è questa disaffezione per il prodotto-fondo? Vorrei mettere l'accento su alcuni elementi. Innanzitutto il fatto che l'industria del risparmio gestito si sta interrogando sulla qualità della propria offerta. Con le dovute eccezioni, la maggioranza dei prodotti domestici non è riuscita infatti a fornire risultati di evidente interesse per i risparmiatori: fondi troppo schiacciati sul benchmark, gestioni soltanto in pochi casi capaci di creare reale valore aggiunto. C'è poi il fatto che il canale bancario, in Italia preponderante, sta privilegiando al-

tri strumenti, prevalentemente obbligazioni strutturate, che probabilmente assicurano una redditività più elevata per il canale distributivo stesso e sono anche più vicini alla volontà dell'investitore di avere comunque un rendimento predeterminato. Ma questo tipo di strumenti strutturati prescinde da quei criteri di trasparenza che vengono richiesti dalla normativa vi-

**continua a pagina 10**

**Carlo Trabattoni**  
**SCHRODERS**

AMMINISTRATORE DELEGATO DI SCHRODERS IN ITALIA E RESPONSABILE DELLA DISTRIBUZIONE RETAIL DI SCHRODERS PER L'EUROPA CONTINENTALE

segue da pagina 7

gente (la Mifid) alla quale invece i fondi rispondono perfettamente da sempre.

Che fare? Credo che da un lato la produzione dovrebbe innalzare il livello di qualità dell'offerta, e dall'altro la distribuzione dovrebbe prescindere da logiche di redditività di breve periodo; da ultimo il cliente finale in qualche modo dovrebbe rendersi parte diligente nel comprendere che prodotti meno trasparenti sono in generale da preferire di meno rispetto ai fondi che fanno invece della trasparenza uno dei punti di forza. Secondo me il cliente dovrebbe iniziare a porsi questa domanda: vale di più un rendimento predeterminato su un prodotto con un grado di trasparenza molto limitato, o un risultato, non determinabile ex ante ma certamente in linea con i mercati, ottenibile con un prodotto così trasparente da essere verificabile (e liquidabile) in ogni singolo momento?»

## STRUTTURATI, ALLA LUNGA NESSUNO GUDAGNA

*Marc Raynaud*

“Da anni i fondi di diritto italiano sono in raccolta negativa, anche per la penalizzazione fiscale. Ma dopo la crisi dei mutui subprime i riscatti li hanno coinvolto anche i fondi di diritto estero. Il deflusso dai fondi è abbastanza generalizzato in Europa. Le uscite interessano in particolare i prodotti monetari, anche se in realtà gli ABS, legati al mercato dei finanziamenti immobiliari, con il monetario non c'entrano niente. Il rialzo dei tassi ha portato oltretutto i titoli di Stato a rendere come e più dei monetari. Ma, a differenza dell'Italia, negli altri Paesi continuano a fare raccolta positiva i fondi a maggior valore aggiunto, soprattutto azionari, in particolare Paesi emergenti ed Europa. Bnp Paribas ha registrato nel 2007 una raccolta netta mondiale di oltre 1,2 miliardi di euro sull'azionario, il deflusso ha riguardato soltanto obbligazionario e monetario. Ma la massa degli investitori ita-



**Marc Raynaud**  
BNP PARIBAS  
RESPONSABILE MONDIALE  
DELLA DISTRIBUZIONE DEI FONDI

liani non si indirizza verso i prodotti azionari più sofisticati, quelli che all'estero tirano di più.

In Italia c'è poi il fatto che le banche tendono a privilegiare altri prodotti, segnatamente assicurativi e strutturati. Anche noi attraverso la rete Bnl abbiamo venduto nel 2007 parecchi miliardi di polizze, ma con i fondi lussemburghesi come sottostante. Le banche italiane spingono invece soprattutto le index linked, legate a indici e ad altri prodotti di trading room. In una visione a breve il prodotto strutturato è vantaggioso perché offre al distributore una remunerazione immediata, mentre il fondo la dà ogni tre mesi. Per questo le banche tendono a lanciare prodotti sempre nuovi a scapito dei fondi e di altri prodotti esistenti. Ma a lungo termine non ci guadagnano né gli investitori, né le società di gestione, né le banche e le reti, ma soltanto chi struttura i prodotti.

**Pietro Giuliani**  
AZIMUT  
AMMINISTRATORE DELEGATO

Senza contare che mentre i fondi comuni sono un prodotto assolutamente trasparente per l'investitore, gli strutturati restano una specie di scatola nera. E la normativa europea Mifid, che impone ai fondi ulteriore trasparenza, anche sulla remunerazione dei distributori, agli strutturati non si applica: e questo è uno scandalo.

## LIMITI NELLA GESTIONE E NELLA CONSULENZA

*Pietro Giuliani*

«I risultati deludenti dei fondi italiani sono sotto gli occhi di tutti: il 90% dell'industria rende in media sui 5 anni meno dei BOT. Le ragioni sono legate in particolar modo a problematiche legate alla distribuzione e alla gestione. In Italia ci continua a pagina 12



Qui New York

■ di Coleman S. Kendall\*

## Mutui, perché le banche continuano a perdere

**Q**uasi ogni giorno capita di leggere fra le news finanziarie un pezzo sulle perdite (causa crisi subprime) di una grande banca. Un giorno Citibank, Merrill Lynch o qualche altro big annuncia perdite, per poi rendere note poche settimane dopo altre più pesanti perdite. Perché? Senza perdersi in particolari tecnici o legali, capire in che acque navigano queste banche potrà esserci d'aiuto per interpretare il loro comportamento.

I mortgage bonds (le obbligazioni legate ai mutui, CDOs) non sono negoziate di frequente (come invece le azioni e i Bot), così non c'è modo per monitorarne il prezzo (un po' come il proprietario di una casa che non ha la possibilità di saperne esattamente il prezzo). La banca ha due metodi per stabilire il valore di questi bonds: può simularne il valore alla luce di varie ipotesi (prezzo determinato da un modello), o chiamare un'altra banca per sapere quanto questa sarebbe disposta a pagarli (prezzo determinato dal mercato). Così, nell'esempio del padrone di casa, egli potrebbe calcolare quanto costerebbe costruire una casa identica (modello) o chiamare un agente immobiliare (mercato).

In tempi normali il valore del titolo oscillerebbe di poco tutti i giorni. La banca potrebbe così ricalcolarne il valore e, in base alle regole contabili, riconoscerne gli utili e le perdite, utilizzando così sia il modello che il mercato (chiamando altri dealers).

I problemi arrivano con i grandi movimenti di mercato (tempi che non sono poi così normali). Dopo un crollo nel valore di questi titoli (diciamo un 20%, a causa di una crescita improvvisa dei pignoramenti) le banche si trovano a dover decidere cosa fare. Seppur il prezzo sia condiviso dagli operatori di mercato, i management

delle varie banche possono discordare sulla strategia da prendere. Alcune banche possono chiudere le operazioni di trading, altre possono decidere di rimanere nel business, e un terzo gruppo può invece preferire di aspettare e stare a vedere.

Le banche che chiudono le operazioni di trading vendono immediatamente tutti i loro bonds a qualunque prezzo il mercato offre loro in quel momento.

Quelle che rimangono saranno riluttanti ad aumentare la loro detenzione di questi strumenti, così il loro prezzo non potrà che scendere fino a che anche questi saranno venduti. Ciò metterà pressione alle banche indecise, che vedranno rapidamente scendere il valore dei loro bonds, più rapidamente di quello di altre banche. Se, nel frattempo, qualche altra banca avrà deciso di ridurre l'esposizione, questi titoli saranno soggetti ad una pressione ancora maggiore.

Le banche che decidono di rimanere nel business devono dare ai loro investitori le cattive notizie. Dopo aver annunciato una prima perdita dopo il calo del valore del titolo del 20%, dovranno poi rendere conto di successive perdite ad ogni vendita da parte delle altre banche. Per loro il prezzo di mercato del bond (il prezzo al quale può essere venduto in quel momento) è notevolmente sotto il prezzo-modello; e questo divario si fa sempre più grande ad ogni vendita da parte di altre banche.

Chi investe in titoli di queste banche ora sa perché le stime iniziali per queste perdite fossero molto inferiori, stime che invece sembrano crescere senza fine. Gli investitori si fanno ora più attenti e vendono i titoli delle banche che possiedono questi bonds, abbandonando il prezzo.



Nota: dopo aver visto il valore del bond scendere del 20%, non si è imparato nulla di nuovo sul mercato immobiliare; se ci fossero state ulteriori cattive notizie, lo scenario sarebbe stato anche peggiore. Se non ci sono altre cattive notizie, allora il vero problema è il gap tra il valore-modello (quanto il titolo dovrebbe valere) e il prezzo-mercato (a quanto effettivamente lo si può vendere). Questo divario rimarrà fino a che qualcuno, fino a quel momento fuori da questo mercato, decide che questo gap è talmente ampio da rappresentare un'opportunità di profitto e compra qualcuno di questi titoli (o forse qualcuna di queste banche) e allora la differenza tra i due prezzi torna a diminuire.

Negli ultimi mesi si sono visti investimenti da sovereign wealth funds, ovvero fondi gestiti da Paesi (come la Cina, o i paesi OPEC) che hanno grandi disponibilità. Questi fondi non rispondono alla pressione delle authority, pressione a cui le banche sono sensibili, in parte proprio perché sono organi governativi loro stessi.

Un'altra strategia (forse di recente adottata da Merrill Lynch) è quella di assumere il valore di questi titoli pari a zero; nell'assumere in anticipo la massima perdita possibile, la banca dimostra l'assurdità delle continue sorprese e delle perdite crescenti, quando in realtà poco è cambiato. Con il titolo a valore zero, la sola possibile notizia è una buona notizia

\*Economic Strategies, New York  
c.kendall@estrats.com

segue da pagina 10

sono pochissime scuole gestionali di valore che possono vantare una storia di successo provata dai fatti e non dagli slogan commerciali e sono anche molto limitate le reti distributive che hanno dimostrato di orientare i Clienti in modo corretto. Manca una cultura orientata alla gestione attiva perché il benchmark ha appiattito la professione. Negli ultimi 4 anni per esempio i mercati azionari sono andati bene, a differenza dei mercati obbligazionari che hanno sofferto e distrutto valore per il cliente. Eppure anche nei momenti di mercato migliori solo il 25% dei portafogli dei clienti nell'area del risparmio gestito erano investiti in azioni. Considerato che le altre asset class, hedge e flessibili a parte, hanno reso zero o addirittura perso, è ovvio che il livello di insoddisfazione sia elevato. Quindi oltre alle performance dei fondi anche la capacità delle reti distributive di orientare in modo corretto le scelte dei clienti, si è dimostrata deludente. E' molto importante, e Azimut lo fa da sempre, abituare il cliente a ragionare su diversi orizzonti temporali e il gestore a essere valutato sulla sua capacità di soddisfare queste esigenze. Inoltre un'altra problematica da non sottovalutare è legata alle politiche di budget di breve termine che hanno portato molti operatori bancari a vendere prodotti strutturati generalmente poco trasparenti, molto complessi e molto cari e quindi molto redditizi per l'emittente. Essere spinti da logiche di budget di breve termine e non dalla soddisfazione del cliente nel medio/lungo termine è molto dannoso per l'industria. Inutile sottolineare, e i numeri di raccolta e di performance lo evidenziano, che il gruppo Azimut ha invece da sempre seguito una strada diversa orientata alla chiarezza nel patto con il cliente, alla qualità delle performance e delle reti distributive. E i numeri lo confermano. In 10 anni abbiamo dato ai Clienti una performance media ponderata, al netto di costi e fiscalità, è di circa il 3,5% sopra la media di mercato e ol-

# AZIONI USA E GIAPPONE, MA CON PRUDENZA

**Le previsioni sui mercati internazionali e la strategia di investimento consigliata da Pietro Cirenei, direttore generale di Bipiemme Gestioni. Tra i settori di Borsa, privilegio ai difensivi. E tra le obbligazioni, corporate in euro e governativi a scadenze brevi**



**Pietro Cirenei**  
**BIPIEMME GESTIONI**  
DIRETTORE GENERALE

■ di Fabio Sansone

Una moderata preferenza alle azioni, in particolare a quelle americane e giapponesi. Un portafoglio leggermente meno aggressivo sotto il versante dei settori di Borsa. Una buona esposizione sui corporate bond e sui titoli di Stato euro con scadenza brevi. Sono queste, in estrema sintesi, le linee guida per gli investimenti 2008 suggerite da **Pietro Cirenei** direttore generale Bipiemme Gestioni, la società di gestione del risparmio che fa capo al gruppo Banca Popolare di Milano e che può contare su una delle scuderie tra le più competitive nel risparmio gestito italiano. «La premessa sulla quale si basano tutte le nostre scelte di portafoglio per il prossimo anno è funzionale a uno scenario di rallentamento economico, peraltro già in atto negli Usa, ma non di recessione» puntualizza subito Cirenei che poi aggiunge «La fase che stiamo vivendo sconta lo scoppio della crisi dei mutui subprime Usa che ha avuto il merito, per così dire, di far emergere i rischi più allargati di tutta la finanza strutturata di questi ultimi anni: dai Cdo, ai Cds, fino a tutti i vei-

continua a pagina 15

# Mondo ETF

■ DA LYXOR IL PRIMO ETF IN ITALIA SULLE ENERGIE RINNOVABILI

A gennaio, Lyxor am (gruppo Société Générale) ha quotato su Borsa Italiana due Etf su indici tematici: il Lyxor Etf New Energy, il primo Etf presente a Piazza Affari che permette di investire nel settore delle energie rinnovabili, e il Lyxor Etf World Water, per prendere posizione su aziende attive nel ciclo dell'acqua. I due nuovi strumenti di Lyxor permettono di prendere posizione con costi contenuti su aziende all'avanguardia in business come la produzione e la distribuzione di energia solare, eolica e attive nel ciclo dell'acqua. La commissione di gestione annua è per entrambi dello 0,6 per cento.

Il Lyxor Etf New Energy replica l'indice World Alternative Energy Index cw, un indice total return basato sulla capitalizzazione, composto dalle 20 società mondiali a maggiore liquidità e dimensione che hanno come core business attività legate a energia rinnovabili e inesauribili (bionergie, energia idrica, geotermica, eolica, solare e marina), a efficienza energetica e a tecnologie di decentramento della produzione di energia.

Il Lyxor Etf World Water replica l'indice World Water Index cw, un indice total return basato sulla capitalizzazione, composto dalle 20 società mondiali a maggiore liquidità e dimensione che hanno come core business attività relative a forniture, infrastrutture e trattamento dell'acqua. I primi 5 titoli in portafoglio sono: Veolia Environnement (10,2%); Severn Trent (9,72%); United

Utilities (9,65%); Kelda Group (9,23%); Geberit (8,89%).

■ DA SPA ETF 6 FONDI SU INDICI CON CRITERI FONDAMENTALI

Spa Etf, società emittente di Exchange Traded Funds di seconda generazione, ha fatto debuttare a Piazza Affari 6 Spa MarketGrader Etf basati su indici di azioni Usa. Il lancio segue il recente debutto di questi fondi al London Stock Exchange e all'American Stock Exchange. Gli indici

MarketGrader sono diversificati, equipesati e ribilanciati semestralmente (tranne MarketGrader 40 che è ribilanciato con cadenza trimestrale), al fine di garantire che tutte le azioni all'interno del paniere abbiano lo stesso peso omogeneo e che tutti i titoli siano ad alto rating. Le azioni sono selezionate in base a 24 criteri fondamentali suddivisi in 4 aree (crescita, valore, profittabilità e cash flow) e scelte tra oltre 5.700 titoli Usa con un sistema totalmente computerizzato che garantisce l'oggettività del processo decisionale d'investimento. Daniel Freedman, direttore generale di Spa Etf, ha dichiarato che "abbiamo scelto di puntare anche su Piazza Affari in quanto riteniamo che il mercato italiano degli Etf sia molto interessante e in rapida crescita".

■ POWERSHARES COPRE NUOVI SOTTOSTANTI DI STILE

Sono sbarcati in Etf cinque nuovi Etf firmati PowerShares Global Funds Ireland plc che amplia ulteriormente la sua offerta raggiungendo quota 11 fondi clone. La nuo-

va emissione è composta dal PowerShares Dynamic US Market (le 100 azioni Usa con ranking fondamentali migliore), PowerShares Dynamic Global Developed Markets (250 società internazionali con ranking migliore per il maggiore potenziale di crescita), PowerShares Global Clean Energy (società specializzate in energie rinnovabili), PowerShares Palisades Global Water (società del settore acqua) e PowerShares Global Listed Private Equity.

■ BORSA/LSE: +75% PER I CONTRATTI SU ETF E ETC 2007

Nel corso del 2007 il numero di contratti complessivamente scambiati su Etf e Etc sui mercati di Borsa Italiana e del London Stock Exchange ha registrato un incremento del 75% sull'anno precedente totalizzando 1,5 mln. Il controvalore totale scambiato è quasi raddoppiato, archiviando un +97% sul 2006 con 50,5 mld di euro (34,8 mld di sterline). In particolare nel mese di dicembre il numero di contratti scambiati è stato pari a 102.159 per un controvalore di 4 mld di euro (2,9 mld di sterline). Il confronto con dicembre 2006 mostra un +36% per contratti e +87% per controvalore scambiato.

■ IL NASDAQ È LA PRIMA BORSA IN SCAMBI ETF

I dati del 2007 hanno sciolto ogni dubbio. Nel diversificato mondo delle Borse americane di Etf è emerso il Nasdaq che ha superato come volumi tutti gli altri listini a stelle e strisce. Lo scorso anno ha infatti raccolto scambi per 61,6 mld. La quota di mercato del Nasdaq nel 2007 è stata dun-

que del 35,9 per cento.

■ L'INDUSTRIA USA DEGLI ETF È CRESCIUTA TROPPO VELOCEMENTE?

Il dubbio se l'industria americana di fondi indice sia cresciuto troppo velocemente attanaglia gli stessi amministratori degli Etf.

In effetti nel 2007 è stato registrato il debutto di 290 fondi clone dopo i 159 lanciati nel 2006. Tra chi si è posto questa domanda spicca Greg Friedman, capo di iShares product management Americas per Barclays Global Investors che è poi il più grande provider di Etf al mondo.

L'osservazione di Friedman è che molti dei fondi che hanno debuttato negli ultimi mesi non sono riusciti ad attrarre volumi significativi. La crescita degli asset in gestione degli Etf nel 2007 è stata del 50% a 623 mld di dollari. Ma la maggior parte della raccolta riguarda un nocciolo di grossi fondi quotati.

■ AL DEBUTTO IN AMERICA GLI ETF SUL CARBONE

A metà gennaio è stato lanciato sul mercato americano il primo Etf indicizzato alle quotazioni del carbone. Lo ha fatto la società Van Eck facendo debuttare il fondo indice Market Vectors-Coal Kol. L'Etf ha l'obiettivo di replicare il Stowe Coal index, che racchiude 60 società di 12 Paesi legate al business della produzione e trasporto di carbone. Tutte le imprese che fanno parte dell'indice devono avere almeno il 50% del fatturato da attività relative al carbone. L'indice sottostante ha messo a segno un balzo del 103,3% nel 2007.

# Mondo Alternativo

## ■ BLACKSTONE HA FAME DI HEDGE FUND

Dopo l'acquisizione dell'hf Gso, il fondo Blackstone ha espresso l'intenzione di investire in altri hedge fund. La società di private equity vuole infatti sfruttare tutte le occasioni di acquisto portate dalla crisi dei mutui subprime. Il ceo Schwarzman non ha voluto specificare in quali aree di business Blackstone potrebbe investire. Per finanziare le acquisizioni, il gruppo intende utilizzare i fondi legati al buyback, che dovrebbero ammontare a 200-500 milioni di dollari.

## ■ L'EX PRESIDENTE FED GREENSPAN DIVENTA CONSULENTE PER PAULSON&C

L'ex presidente della Federal Reserve Alan Greenspan approda all'industria degli hedge fund, indossando i panni del consulente di Paulson&Co, gruppo del guru John Paulson. Dopo incarichi simili presi a Deutsche Bank e al colosso dei fondi Pimco, l'ex sfinge della Banca centrale americana, sarà advisor di un fondo speculativo da 28 miliardi di dollari, con sede a New York e che nel 2007 ha ottenuto risultati in netta controtendenza rispetto al mercato, scommettendo sul crollo dei valori immobiliari. L'hedge fund newyorches, in particolare, è uno dei pochi a essere uscito indenne dalla crisi dei mutui subprime, scommettendo contro i prestiti ad alto rischio sul mercato Usa e riportando profitti stimati in 12 miliardi di dollari. In una nota, Paulson, spiega che "poche persone al mondo hanno l'e-

sperienza e la profonda capacità di capire i mercati globali come quella di Alan Greenspan".

## ■ GENERALI HA VIA LIBERA PER SOCIETÀ FONDI SPECULATIVI IN SVIZZERA

La Commissione federale delle banche svizzere ha riconosciuto lo stato di asset manager autorizzato in Svizzera a Thalia, centro internazionale di competenza in materia di hedge fund del gruppo Generali. Il quadro normativo svizzero in materia di investimenti ha infatti sancito recentemente una nuova categoria di intermediari finanziari, quella di asset manager, accanto alle tradizionali categorie (banca e negoziante in valori mobiliari), prevedendo che la gestione di fondi venga affidata solo ad entità autorizzate.

## ■ TIMIDO SORRISO DOPO I DATI 2007 DI ASSOGESTIONI

Il 2007 si è rivelato un anno tutto sommato positivo per gli Hedge Fund, che hanno registrato un timido rialzo della raccolta (+112 milioni), ma un esaltante balzo del 31% del patrimonio, a 36,5 miliardi. A confermarlo sono i dati di Assogestioni che hanno anche rivelato che lo scorso anno è stato un periodo nero per l'industria italiana dei fondi comuni che ha accusato deflussi netti pari a 53 miliardi di euro ed un calo del 5,8% del patrimonio gestito, che scende così a 570 miliardi di euro. I cugini dei fondi alternativi, cioè i Flessibili, hanno registrato la migliore performance tra tutte le categorie: nonostante i -722

milioni di dicembre, archivano per l'intero 2007 un +10,5 miliardi di raccolta ed un patrimonio in crescita a 66,8 miliardi.

## ■ ATTESA NEL 2008 ATTIVITÀ INTENSA DI HF SUL SETTORE FINANZIARIO

Secondo uno studio effettuato dalla società di consulenza Freeman & Co, nel 2008 private equity e hedge fund trarranno vantaggio del calo del valore degli asset causato dalla crisi subprime e incrementeranno gli investimenti nel settore finanziario. In particolare l'attività di M&A nel settore dei servizi finanziari dovrebbe continuare, se non addirittura aumentare, nel 2008 in scia al processo di consolidamento nell'industria dei servizi finanziari avviata nella seconda parte del 2007. Secondo gli analisti, tuttavia, non è da escludere la possibilità che i fondi sovrani diventino i maggiori investitori nel settore finanziario, spinti dal fatto che la crisi del credito ha fatto emergere molte opportunità di fare affari. Lo studio si basa sul fatto che il passaggio delle crisi subprime nel comparto del corporate credit nel 2008 creerà molte opportunità per le società solide dal punto di vista finanziario, di consolidare la propria posizione di leader.

## ■ HF SEMPRE PIÙ INTERESSATI A MATERIE PRIME AGRICOLE

Secondo una serie di commenti raccolti da Reuters, il rialzo dei prezzi attira sempre di più i maggiori fondi hedge verso i mercati delle

materie prime agricole come mais, grano e soia, spinti dalla crescente domanda di biocarburanti. "Il big-money ritiene di avere davanti un mercato delle materie prime Toro che durerà alcuni anni e adesso comincia a voler entrare direttamente sulle commodity (agricole)" spiega Gary Blumenthal, presidente e CEO di World Perspectives intervenuto al Reuters Agriculture and Biofuels Summit. Finora gli hedge funds hanno tradizionalmente limitato la loro attività ai derivati, lasciando il trading sul fisico ai grandi player come Archer Daniels Midland Co o Bunge Ltd, ricorda l'analista. Ma ora si vedono deal come quello di Whitebox Advisors LLC che sta comprando un operatore granario del Minnesota dal gigante dell'agribusiness Cargill, mentre altri hedge stanno cercando di comprare terreni agricoli in Sudafrica. Blumenthal si aspetta che i prezzi delle commodity lievettino ancora per almeno due-tre anni ancora. Poi, prevede, una volta che torneranno a scendere sui minimi riemergerà l'interesse dei grandi player "commercializzatori" come appunto Cargill che "interverranno a ricomparsi a niente" asset che adesso stanno vendendo per mietere profitti a breve.

## ■ SCHRODERS VEDE UN 2008 SUPER PER GLI HF

Secondo Schroders, con il quadro di volatilità e premi al rischio alti che distingue le attese di mercato 2008, quello appena iniziato dovrebbe essere un anno favorevole ai fondi hedge. Sul

terreno italiano, poi, lo sviluppo men che maturo dell'industria offre succose opportunità, in controtendenza al tono in rosso profondo dei fondi tradizionali. Schroders, grande casa internazionale di gestione presente in Italia da anni, solo ora ha costituito a Milano una Sgr speculativa, che offrirà i primi prodotti da marzo.

La Sgr Schroders Alternative non è una battistrada nel mercato italiano degli hedge, dove ormai ci sono una quarantina di Sgr speculative dietro leader come Kairos o Duemme di Banca Esperia (secondo i dati Assogestioni, il patrimonio del segmento a fine 2007 è poco sotto 37 miliardi). "In un contesto in cui si vedono premi al rischio molto elevati, i fondi hedge possono sperare in rendimenti eccellenti senza doverli andare a catturare alzando troppo la leva" ha dichiarato a Reuters Carlo Alberto Bruno, ad di Schroders Alternative Sgr e responsabile dei portafogli istituzionali

■ UN BUON 2007 COSTITUISCE LA PREMESSA PER UN POSITIVO 2008 Secondo Hedge Fund Research gli hedge fund hanno concluso il 2007 in grande stile, grazie alle convincenti performance nei mercati emergenti e nella tecnologia, che hanno spinto l'indice composito del settore - oltre 1.800 miliardi di dollari di asset - in rialzo del 10,36%. Praticamente tutte e 30 le sottocategorie prese in esame da Hfr hanno terminato il 2007 con il segno

più. Il maggiore rialzo lo hanno messo a segno gli investimenti nei mercati emergenti asiatici (+35,88%), sempre secondo Hfr. L'indagine condotta dal gruppo di ricerca di Chicago si basa su un campione di migliaia di hedge fund. L'industria degli hedge, che è partita meno di venti anni fa, aveva nel 1990 39 miliardi di dollari di asset.

■ UBS AVVICINA HF E TITOLI AZIONARI POCO LIQUIDI

Secondo Reuters, Ubs sta creando un mercato "alternativo" di capitali che potrebbe costituire una fonte di finanziamento diversa dalle Ipo per le società, attraverso la vendita ai grandi investitori di titoli azionari poco liquidi su canali diversi dalla Borsa.

"I fondi hedge sono in cerca di investimenti di questo tipo", ha spiegato in una intervista a Reuters Thomas Fox, responsabile capital markets azionario della banca svizzera, sottolineando che per Ubs è un'importante occasione per ideare soluzioni non convenzionali.

Rispetto ad altre iniziative simili prese da alcune banche concorrenti, ora Ubs - che è la leader mondiale sul mercato delle IPO e negli ultimi due anni ha raccolto 5 miliardi di dollari - fa un passo avanti puntando sulla vendita di prodotti azionari "molto strutturati" che offrono ritorni interessanti: tra questi carta come le cosiddette "preferred shares" convertibili, obbligazioni obbligatoriamente convertibili e debito cum warrant azionari.

segue da pagina 12

coli d'investimento della cosiddetta finanza creativa». I mercati, secondo Cirenei, preso atto dei potenziali rischi più o meno individuabili e valutabili in queste strutture finanziarie, non hanno potuto fare altro che penalizzare le valutazioni delle banche e delle assicurazioni più o meno esposte con la conseguenza di riportare a livelli più ragionevoli le quotazioni dei grandi gruppi finanziari. «La correzione, tuttavia, ha interessato molti altri settori di Borsa facendo affiorare molte opportunità di acquisto in ottica di medio termine» dichiara Cirenei. Tradotto in pratica, i suggerimenti per un portafoglio bilanciato (che normalmente è investito a metà in azioni e obbligazioni), vedono un'esposizione al 55% in equity e il restante 45% in bond.

«Una volta superati i timori di rallentamento dell'economia globale, pensiamo che per la componente azionaria siano da prediligere Wall Street e Tokyo all'Europa. La nostra convinzione, infatti, è che la spinta della Germania (la cui Borsa è stata la più brillante nell'area euro nel 2007, ndr) stia esaurendo la sua forza relativa e che, al contrario, la solidità delle large cap e delle multinazionali americane sia sotto gli occhi degli analisti più avvertiti. Riteniamo che i flussi di cassa ge-

nerati dalle corporation americane possano essere in grado di alimentare le loro valutazioni di Borsa al di là di dove potrà attestarsi il cambio euro / dollaro nei prossimi 6-12 mesi. Inoltre investendo nelle multinazionali si partecipa alla crescita economica globale che, nonostante i timori attuali, dovrebbe comunque mantenere

continua a pagina 16

“ Riteniamo che i flussi di cassa generati dalle corporation americane possano essere in grado di alimentare le loro valutazioni di Borsa ”

segue da pagina 15

nersi positiva anche nel 2008. E questo vale anche per i grandi gruppi high export giapponesi che, dopo aver effettuato drastiche ristrutturazioni, sono oggi più che mai in grado di cogliere al meglio tutte le opportunità di interscambio privilegiato con la Cina e con gli Stati Uniti» argomenta Cirenei che, passando invece ai settori di Borsa, predilige quelli difensivi. «Attualmente siamo più esposti sulle utilities, sulle telecom e sull'alimentare a discapito dei finanziari e dei ciclici. Guardiamo inoltre con molto interesse al settore farmaceutico che, sebbene continuamente penalizzato dal mercato, annida al proprio interno più di una società di sicuro interesse. Infine, preferiamo muoverci in modo selettivo sugli industriali e sui materiali di base che hanno visto crescere molto le quotazioni negli ultimi 12-18 mesi».

Per Piazza Affari, tra le Borse meno brillanti del 2007 nell'area euro i destini restano incrociati con quelli dei finanziari. «Un listino, come quello italiano, dove i pesi di banche e assicurazioni sono ancora più accentuati di quanto non lo siano quelli europei in generale, difficilmente potrà ruggire se il settore finanziario internazionale non supera l'attuale fase di incertezza».

E per quanto riguarda i bond? Qui la ricetta è relativamente semplice. «Siamo convinti che gli attuali spread allargati dei corporate bond dell'area euro rappresentino una buona occasione di acquisto mentre sarei più cauto sulle obbligazionari emerging market i cui spread restano meno generosi. Di conseguenza, destinerei un 15% del portafoglio alle emissioni societarie e il restante 30% della componente a reddito fisso in titoli governativi euro con scadenze corte. Una scelta, quest'ultima, dettata, da un lato, dalla possibilità di assicurarsi dei buoni rendimenti e, in caso di ribasso dei tassi da parte della Bce, di un capital gain, e, dall'altro, dal facile smobilizzo di parte delle posizioni, da investire in Borsa in caso di accentuate correzioni dei listini» conclude Cirenei. ■

## Insider

■ di Luca La Ferla\*

## Quale Microsoft senza Bill

**N**on sono ancora finiti i fasti del CES di Las Vegas (il Computer Electronics Show) che già abbiamo nostalgia di Bill Gates (Zio Bill) che ha iniziato la sua procedura finale di distacco dalla sua creatura, la Microsoft. Tralasciando sul cosa farà da pensionato (al proposito, ha prodotto un divertente e spiritoso spot di commiato... da vedere: <http://www.youtube.com/watch?v=3HA4ISUhlbw>) penso che sia più interessante vedere quali le conseguenze di questa chiusura del ciclo(ne) Gates.

**Crisi di identità**

La Microsoft è Gates e adesso, dopo circa 2 anni dall'annuncio della sua messa in pensione, la più grande azienda di software per PC al mondo (e non solo) è in piena crisi d'identità, solo il suo strapotere commerciale e le tuttora ragguardevoli percentuali di penetrazione sul mercato dei PC le consentono di sopravvivere alla grande. Ma è un'azienda ancora viva come 20 anni fa? Mi viene da rispondere di no. Lo scenario e il modello di business è variato notevolmente tanto da pensare che il software tradizionale (cioè quello che installiamo e usiamo sul nostro computer) stia

evolvendo in una forma molto più vicina al concetto di servizio erogato attraverso la rete che utilizzi da qualsiasi "aggeggio" collegato ad internet, sia questo una PSP, uno smartphone oppure un supercomputer da paura, il vecchio concetto di software è superato dal concetto di servizio spesso denominato web service. Che cos'è un web service? Semplice, un insieme di applicativi che girano presso una piattaforma server a cui gli utenti si collegano attraverso il browser internet. Il più noto e semplice da comprendere è web mail. Ma siamo andati ben oltre al concetto di servizio di posta. Oggi tutto o quasi il software si sta trasformando in service. Il nostro editore di testi, il foglio elettronico addirittura il programma per le presentazioni e il foto ritocco, lo troviamo direttamente on line, senza più dover stare dietro a tutti i problemi locali che queste installazioni normalmente producono (aggiornamenti, bug, licenze, ecc.).

**Thin Client**

È il ritorno al concetto di "terminale stupido" degli anni 80 che oggi stupido non è più e si chiama, in modo molto più intrigante, il "Thin Client". Il Thin Client

non è solo il nipote del "dull terminal" ma è anche il secondo tentativo di far breccia in area che risulta sempre più interessante ma anche più competitiva, l'area hardware delle aziende. In questo momento stiamo testando un hardware che costa meno di 100 Euro (vogliamo fare qualche paragone con il baraccone di OLPC di Negroponte?) che si collega in rete in pochi secondi e scarica quasi tutto quello che occorre all'utente direttamente da un server che si occupa di lui.

**Udite udite**

È scatoletta alta poco più di 20 cm., pesa mezzo chilo e consuma poco più di una lampadina e, udite udite, finalmente funziona sostituendo per la maggior parte i desktop in azienda. Questo oggi è possibile per l'avanzamento tecnologico di tutti i settori legati all'IT. L'hardware, il software hanno fatto tali e tanti progressi da consentire la soluzione della maggior parte delle barriere tecnologiche esistenti fino a poco tempo fa. A questo uniamo la diffusione della Banda Larga, ed abbiamo questo nuovo modello di sistema informativo composto da una molteplicità di modelli di accesso al software non più legato



al concetto di Personal Computer. Cosa c'entra tutto questo con la casa di Redmond? Ecco la mia impressione da uomo della strada, è che Microsoft questa rivoluzione epocale/copernicana la sta un po' subendo e non riesce ad uscire dal suo modello consolidato.

### Sotto il peso della leggenda

Non è la prima volta e non è una società di piscelli di primo pelo, ma forse senza l'entusiasmo del suo Presidente e il fisiologico invecchiamento del top management, non li vedo posizionati al meglio in questo contesto. Altri, più giovani ed agguerriti stanno facendo la seconda rivoluzione digitale, e forse anche per questo che Zio Bill ha lasciato. Con il suo peso e con la sua leggenda sulle spalle, forse Microsoft rischiava e (rischia tuttora) di perdere il treno di questo nuovo scenario tecnologico che si sta delineando all'inizio millennio. Forse c'è solo un rammarico che il suo avversario/rivale e ora 'quasi' amico Steve Jobs, sembra cavalcare alla grande questa nuova onda, o perlomeno, si sente a più a suo agio. Come sempre... "casco in testa, cervello sempre acceso e ... prudenza. Sempre!" (originale di Nico Cereghini)

\*Fondatore Digitaltrust

# CHI È DAVVERO UN PROMOTORE DI SUCCESSO

## Focus

■ a cura di NMG

■ Consulente Census è una piattaforma di indagini online su un campione di oltre 200 promotori sviluppata da NMG, società di consulenza strategica e di marketing specializzata nei servizi finanziari.



**Indagine per scoprire le motivazioni e le aspettative per il 2008, i prodotti ritenuti indispensabili, le case di investimento che si vorrebbero distribuire, l'andamento dei guadagni, la frequenza degli interventi sui portafogli dei clienti**

**G**li oltre 50 mila promotori finanziari sul territorio hanno programmi formativi simili, una gamma prodotti a disposizione simile e offrono essenzialmente gli stessi servizi. Come fanno e come pensano di differenziarsi dai loro diretti concorrenti? Su cosa punteranno nel 2008 per essere dei promotori vincenti? E quanti di costoro vogliono essere ancora più di successo nel 2008?

NMG lo ha chiesto attraverso la propria piattaforma di indagini on-line [www.consulentecensus.com](http://www.consulentecensus.com) nel mese di dicembre a 600 promotori finanziari che operano per Allianz Bank, F&F Banca, Banca Fideuram, Azimut, Xelion Banca, Unicredit private banking, Credem, BSI e MPS Banca Personale.

Il sentiment che emerge da queste interviste è che il 75% degli intervistati si ritiene soddisfatto del proprio lavoro, ma ambisce a diventare un promotore ancora più di successo nel 2008. Ma cosa significa nella mente degli intervistati essere un promotore di successo? La maggior parte (circa 35% dei rispondenti) ha dichiarato che significa "fare sempre gli interessi del cliente", il 25% ritiene che si possa avere successo solo se si ha una gamma prodotti adeguata e multibrand, circa un altro 25% sostiene la consulenza indipendente come vero vantaggio competitivo per il 2008, mentre solo il 15% sostiene che essere di "successo" non significa capire di fondi e gestioni, azioni o obbligazioni, o rischi associati ai vari tipi di investimenti, ma significa avere una solida base clienti e sviluppare grandi relazioni con gli stessi in modo che possano diffondere il nome del promotore presso il proprio circuito di amici e famigliari. Fra

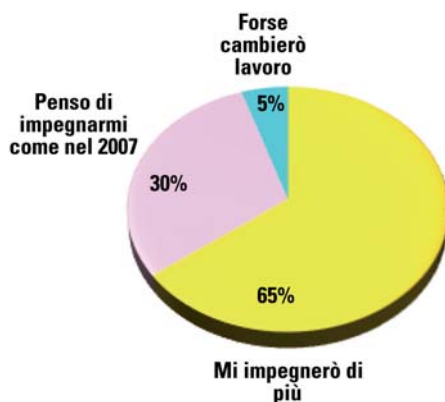
continua a pagina 18

segue da pagina 17

coloro che ritengono che sarà indispensabile nel 2008 avere una gamma multibrand e ampia, i gestori più citati sono stati Fidelity, UBS, Goldman Sachs e BNP Paribas, mentre circa i prodotti ritenuti indispensabili per "vincere" nel 2008 i più citati sono stati: prodotti di liquidità, gestioni patrimoniali articolate, prodotti absolute return, hedge funds e prodotti assicurativi unit-linked del tipo personal portfolio bond.

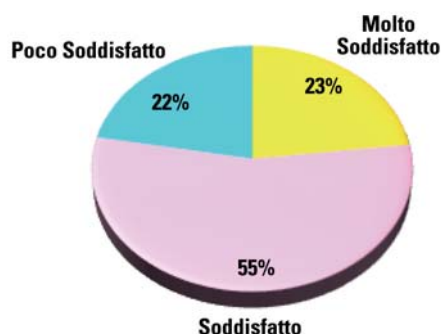
Una porzione dei promotori che hanno partecipato all'indagine, ovvero circa il 25% ha dichiarato che sono invece poco soddisfatti del proprio lavoro e sembrano demotivati pertanto ad impegnarsi per migliorare il proprio modo di lavorare. La diminuzione dei loro guadagni rispetto al passato è sicuramente un aspetto che porta diversi promotori a non essere così propensi ad impegnarsi per diventare dei promotori di "successo". Soprattutto i promotori di alcune grandi reti, come ad esempio diversi partecipanti all'indagine di Allianz Bank e Xelion Banca, hanno detto di essere stati caratterizzati nel 2007 da una riduzione dei loro guadagni. L'80% dei rispondenti sull'aspetto guadagni è caratterizzato invece da risposte miste: circa il 38% ha dichiarato provvigioni in aumento nel 2007 mentre un buon 40% dichiara che il 2007 non ha portato guadagni superiori a quelli del 2006, come ad esempio per molti rispondenti di Banca Fideuram e di MPS Banca Personale.

Un altro aspetto che ha indagato l'indagine Consulente Census è stato il modo di lavorare dei promotori finanziari. Dai risultati è emerso che la maggior parte dei rispondenti tende a cambiare il portafoglio del proprio cliente ogni 3-6 mesi, mentre coloro che lavorano con la clientela private sembra che lo facciano solo una volta all'anno (76% dei rispondenti). Quando i promotori devono consigliare un fondo nuovo ai propri clienti tendono a guardare al rapporto rischio-rendimento e la performance storica piuttosto che il gestore di riferimento. Servizi di consulenza più efficaci a disposizione del promotore sono attesi cambiare il modo di lavorare almeno dal 40% dei rispondenti. ■



◀ Pensi di impegnarti nel 2008 per avere ancora più successo?

▼ Quanto sei soddisfatto del tuo lavoro svolto nel 2007?



▼ Come sono andati i suoi guadagni nel 2007?



▼ Con quale frequenza cambi la composizione dei fondi nel portafoglio dei tuoi clienti?

