

La ricerca del rendimento indipendentemente dall'andamento dei mercati trova in questi prodotti la massima espressione. Le differenze rispetto alla gestione tradizionale

FONDI HEDGE, IL TOTAL RETURN PER ECCELLENZA

■ di **Lorenzo Marconi***

I termini total return, absolute return, ritorno assoluto ecc, ecc, sono diventati via via una moda e un argomento di cui si sente parlare sempre più spesso. Ma cosa significa concretamente rendimento assoluto? Significa ricercare rendimenti positivi indipendentemente dall'andamento dei mercati. Nessun orientamento ad un benchmark predefinito. L'obiettivo di rendimento è solitamente definito in

funzione della politica di gestione dichiarata. In altre parole l'obiettivo è generare dei rendimenti in assenza di correlazione positiva e con la possibilità per molte strategie di generare performance attraverso l'utilizzo sia di posizioni long (lunghe, cioè acquisto di titoli puntando al rialzo), sia di posizioni short (corte, cioè vendite allo scoperto puntando al ribasso), libertà di movimento sui mercati e di scelta delle attività in cui investire. Questa è anche la definizione che si utilizza per de-

finire in generale la filosofia di gestione di un hedge fund. Questo strumento finanziario, nonostante un'informazione parziale e a volte distorta sull'argomento, rappresenta per la sua tipologia di gestione il total return per eccellenza.

Questa considerazione permette una riflessione che coinvolge i fondi flessibili con una gestione attiva, ma tipicamente direzionale (si punta solo al rialzo). In questo caso questi prodotti sono generalmente slegati da un benchmark di riferimento, ma non lo sono dall'andamento dei mercati, per cui non possono essere definiti completamente total return. Per capire a fondo la valenza di una gestione a ritorno assoluto può risultare significativo fare l'analisi delle principali differenze tra il modello absolute return e la gestione tradizionale o relative return.

FILOSOFIE DI GESTIONE A CONFRONTO

Relative Return	Total Return
STILE D'INVESTIMENTO	
OBIETTIVO PRIMARIO: APPORTARE VALORE AGGIUNTO RISPETTO A UN BENCHMARK PRESTABILITO	OBIETTIVO PRIMARIO: GENERARE RENDIMENTI POSITIVI PIUTTOSTO CHE MANTENERE UNA CERTA CORRELAZIONE CON UN BENCHMARK DELL'ASSET CLASS
PRESERVAZIONE DEL CAPITALE	
DOWNSIDE RISK (RISCHIO DI PERDITA DEL CAPITALE) DETERMINATO PRINCIPALMENTE DALLA CARATTERISTICHE DI RISCHIO/RENDIMENTO DEL BENCHMARK	INTERESSE PRIMARIO NELLA PRESERVAZIONE DEL CAPITALE, CON UN SECONDARIO CRESCENTE INTERESSE NELL'ACCUMULAZIONE DEL CAPITALE ALL'AMPLIARSI DELLA TOLLERANZA PER IL RISCHIO
TOLLERANZA DEL CLIENTE PER LE PERDITE / COSTO DI OPPORTUNITÀ	
CONCETTO SIMMETRICO DEL RISCHIO	RISCHIO INTESO COME POSSIBILITÀ DI PERDITA - PRIVILEGIATA LA PRESERVAZIONE DEL CAPITALE

PRESEVARE IL CAPITALE

Per il ritorno assoluto l'approccio ideale va ricercato nell'interesse primario della preservazione del capitale, dove la successiva ricerca della performance positiva è via via crescente in funzione dell'aumento del rischio. Nel total return il rischio viene preso in considerazione non come possibilità di perdita, ma come elemento di natura secondaria rispetto alla protezione del patrimonio. Possiamo così affermare che mentre nel relative return l'incidenza dell'andamento del mercato è alta, nelle strategie hedge bidirezionali (posizioni lunghe e corte) l'incidenza del mercato sia bassa, per diventare piatta o nulla nelle politiche di gestione tipicamente neutrali (quelle in cui le posizioni lunghe e corte si annullano) o in quelle politiche di gestione del tutto non correlate all'andamento dei mercati.

fonte: Elaborazione Altair su fonte Raiffeisen.

Le parole da sapere

■ **Benchmark**
indice di riferimento di un determinato settore o mercato per il confronto rendimento/rischio di strumenti finanziari tra loro omogenei; il benchmark può essere un titolo, un fondo oppure il rendimento di un mercato specifico.

■ **Politica di gestione**
Costituisce l'indicazione attraverso la quale il gestore dichiara le modalità operativa e le scelte di investimento che attuerà nella gestione del fondo. Per un gestore di Hedge fund il rispetto della politica di gestione dichiarata è un dogma: il rispetto di tale politica è uno dei principali elementi per i quali il gestore viene valutato dai suoi sottoscrittori.

■ **Correlazione**
misura statistica standardizzata (compresa

nell'intervallo +/- 1). Descrive la relazione tra due variabili: una correlazione pari a +1 indica che le due variabili si muovono con uguale intensità e uguale direzione; una correlazione pari a -1 indica che le due variabili si muovono con uguale intensità e direzione opposta; una correlazione pari a 0 indica che le due variabili sono tra loro indipendenti.

■ **Posizioni lunghe/corte (long/short)**
Posizione corta/short: posizione in portafoglio di cui si attende il deprezzamento. Posizione ribassista.
Posizione lunga/long: posizione in portafoglio di cui si attende l' apprezzamento. Posizione rialzista.

■ **Downside risk**
rappresenta il rischio sistematico legato alla

discesa dei mercati.

■ **Volatilità**
grado di variabilità di una determinata grandezza (prezzi, tassi, ecc.) in un dato periodo di tempo; la volatilità è di fatto il rischio la cui unità di misura è la deviazione standard. La deviazione standard è la misura della dispersione dei rendimenti intorno alla loro media.

■ **Alfa**
è l'extrarendimento prodotto dalla gestione di un'attività finanziaria rispetto ad un dato parametro di riferimento.

■ **Beta**
è l'espressione del rischio sistematico (non eliminabile attraverso la semplice diversificazione) ed indica la sensibilità del rendimento di un'attività finanziaria ai movimenti del mercato: 1 - se β è pari ad 1, la

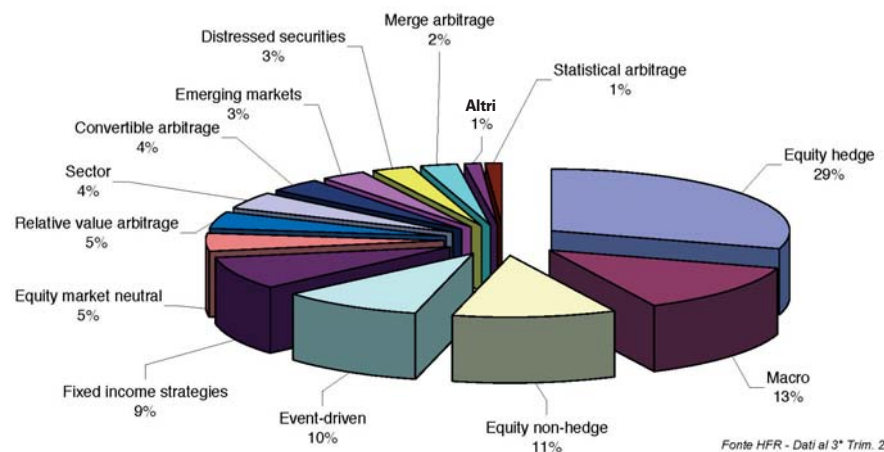
variabilità del rendimento del titolo è uguale a quella del mercato; 2 - se β è maggiore di 1 ci si attende una variabilità superiore a quella del mercato e quindi un rendimento maggiore; 3 - se β è compreso tra 0 e 1 il titolo tende a muoversi nella stessa direzione del mercato ma non con la stessa intensità.

■ **Esposizione di un hedge neutrale o flat**
significa che le posizioni assunte dal gestore generano una posizione con correlazione neutrale, cioè con una correlazione pari a 0 che indica che le due variabili (long/short) sono tra loro indipendenti.

■ **Risk Budgeting**
definizione di un budget legato al rischio che si prende il gestore negli investimenti delle posizioni assunte.

Peccato che il desiderio dell'investitore spesso è quello di preferire la direzionalità quando i mercati salgono considerando penalizzante (o meno attraente) l'approccio al totale return. In questo caso si considera in maniera erronea il concetto di preservazione del patrimonio, spinti dall'avidità di ottenere il massimo rendimento, ma non considerando, o considerando parzialmente nel migliore dei casi, un corretto approccio al rischio e alla sua gestione globale. Nel relative return la tolleranza al rischio è espressa in termini di volatilità, mentre nel total return la tolleranza al rischio si esprime attraverso la stabilità dei rendimenti, e soprattutto attraverso la probabilità di generare risultati positivi costanti. In pratica nel relative return se i mercati salgono si generano profitti, se i mercati scendono si generano perdi-

La torta degli hedge strategia per strategia



La suddivisione per tipo di strategia dell'intero sistema dei fondi hedge nel mondo.

CAUSE / EFFETTI

Relative Return

Total Return

IMPATTO DEL RENDIMENTO DI MERCATO SUL RISCHIO/PERFORMANCE DEL PRODOTTO

Alto (tra 70 e 100%)

CARATTERISTICHE DEL PRODOTTO DEFINITE DAI RENDIMENTI DEL MERCATO DEL BENCHMARK. LE CARATTERISTICHE RISCHIO/RENDIMENTO DEL BENCHMARK DEVONO ESSERE IN LINEA CON LA PROPENSIONE AL RISCHIO DEL CLIENTE

Basso (<50%)

L'OBIETTIVO È GENERARE RENDIMENTI POSITIVI PIUTTOSTO CHE MANTENERE UNA CERTA CORRELAZIONE CON UN BENCHMARK DELL'ASSET CLASS

IMPATTO DELLA GESTIONE ATTIVA SULLA PERFORMANCE E IL RISCHIO DEL PRODOTTO

Basso (0% - 30%)

PERFORMANCE E RISCHIO PRINCIPALMENTE DETERMINATI DAL BENCHMARK, LA GESTIONE ATTIVA È UNA (PREZIOSA) AGGIUNTA

Alto (>50%)

AD ESEMPIO, DALLA SELEZIONE DEI TITOLI, DALL'ASSET ALLOCATION, DALL'USO DEL FUTURES COME COPERTURA ETC

ABILITÀ NEL GENERARE RENDIMENTI POSITIVI IN UN CONTESTO DI MERCATO SFAVOREVOLE

NO

ESPOSIZIONE AI MERCATI "LONG-ONLY" (SENZA LEVA)

SÌ

USO DI STRUMENTI/STRATEGIE CHE PERMETTONO DI GENERARE RENDIMENTI SUPERIORI AL MONETARIO ANCHE IN UN CONTESTO DI MERCATO SFAVOREVOLE

GESTIONE DEL DOWNSIDE RISK (RISCHIO DI PERDITA CAPITALE)

NO

NESSUNA POSSIBILITÀ DI MINIMIZZARE IL RISCHIO DI PERDITA AL DI FUORI DELLA TRASFORMAZIONE IN LIQUIDITÀ DI TUTTO O DI PARTE DEL PORTAFOGLIO PRIMA DEL CROLLO DEI MERCATI (DIRETTIVE D'INVESTIMENTO PERMETTENDO)

SÌ

IL DOWNSIDE RISK DELLE STRATEGIE È GESTITO ATTIVAMENTE, PER ESEMPIO UTILIZZANDO I DERIVATI PER RAGGIUNGERE UN RITORNO ASIMMETRICO

fonte: Elaborazione Altair su fonte Raiffeisen.

te. Negli hedge fund l'incidenza dell'andamento del mercato è bassa, la gestione genera profitti costanti nel tempo mantenendo una bassa correlazione con l'andamento del mercato. Questo significa per gli hedge fund in generale poter realizzare guadagni anche in contesti sfavorevoli di mercato. Dal punto di vista del downside risk (rischio di ribasso) abbiamo visto come il controllo del rischio sia un dogma negli hedge e come invece nel relative return sia impossibile, soprattutto nell'ambito normativo di diverse direttive d'investimento, proteggersi dal downside risk liquidando interamente le posizioni assunte.

NON È UNA MODA

Volendo provare a dare una risposta alla domanda: il total return è una moda, una tendenza del momento o una necessità per molti clienti, si potrebbe affermare che l'attuazione di una Strategia Total Return parte dalla volontà di generare un processo d'investimento che passa dal pensiero relativo a quello assoluto attraverso un'ampia e corretta diversificazione (Alfa, Beta), una forte struttura di pianificazione e gestione del rischio, attraverso la comprensione e gestione del downside risk. Con una definizione sintetica: maggiore flessibilità nella gestione del portafoglio per aumentare la probabilità di raggiungere l'obiettivo di rendimento positivo attraverso un adeguato controllo del rischio. Alla luce di queste riflessioni si può affermare che gli hedge funds si stanno rivelando la "quarta asset class" (destinata a crescere notevolmente nei portafogli istituzionali e privati italiani). Una vera necessità, in grado di rimettere in moto un mercato, quello del risparmio gestito, entrato ormai in una fase di maturità. Per quanto riguarda invece gli sviluppi futuri appare chiaro come sia crescente l'evoluzione della domanda del risparmio gestito da parte dei privati e degli investitori istituzionali grazie alla crescita degli high net worth individual (investitori con consistenti disponibilità monetarie) e allo sviluppo del grado di sofisticazione dei clienti. ■

***Presidente Altair
Soluzioni Assicurative**

BOOM DEI FLESSIBILI MA NON DEI RENDIMENTI

Indagine di Investire: soltanto pochi fondi ripagano bene, ma il fiume di sottoscrizioni premia i prodotti meno brillanti. Caratteristiche, opportunità e rischi di una categoria che sta vivendo una fase di grande popolarità

Nel 2005 hanno raccolto oltre 5,5 miliardi di euro risultando una delle categorie di fondi più gettonati, con un vero e proprio boom nel primo trimestre 2006: 9,6 miliardi di euro di nuove sottoscrizioni nette. Sono i fondi flessibili, i particolari prodotti del risparmio gestito che lasciano libero il gestore di scegliere di volta in volta il mix di titoli in portafoglio, permettendogli di cavalcare il trend vincente dei mercati finanziari e, magari, di anticiparlo. Caratteristica comune a quasi tutti i fondi flessibili, che li fa rientrare a pieno titolo, pur nella forma più semplice, tra i prodotti di investimento total return, è la delega in bianco al gestore. Delega che il risparmiatore accetta di firmare, all'atto dell'a-

desione al fondo, senza quasi mai nessun mercato o indice di riferimento da battere, accettando quindi il massimo rischio. La maggior parte dei fondi flessibili investe, infatti, in azioni anche fino all'80-90% dell'attivo in gestione, ma con la libertà di azzerare, se necessario, l'intera componente azionaria. Pertanto il sottoscrittore deve sapere che può correre i rischi tipici di un portafoglio prevalentemente azionario anche se, a livello almeno teorico tramite la gestione attiva del portafoglio, può aspirare a limitare i danni rispetto a un fondo azionario tradizionale. La discrezionalità del gestore nel suddividere il portafoglio offre infatti ampie possibilità di scelta a livello di asset class (azioni,

Da sapere

■ Curva dei tassi

Indica la distribuzione nel tempo (di solito da tre mesi a 30 anni) dei rendimenti dei titoli a tasso fisso di una determinata area valutaria. Per esempio la curva dei tassi euro, indica quali sono i rendimenti dei titoli a tasso fisso denominati in euro a partire da quelli con scadenza a breve termine (3-6 mesi) fino a quelli con scadenza lunga (10 e 30 anni).

■ P/e

abbreviazione di price / earnings, letteralmente rapporto prezzo utili. Indica il rapporto tra il prezzo del titolo azionario e i suoi utili di bilancio per azione. Se, per esempio, i profitti netti per azione di un titolo sono pari a 5 euro e la sua quotazione di Borsa fosse di 100 euro, il rapporto p/e ammonterebbe a 20 volte. E' un indicatore per scoprire quanto il mercato stia valutando il titolo rispetto ai profitti aziendali.

La valanga di sottoscrizioni premia i meno bravi

PRIMI TRE MESI DEL 2006	RACC.NETTA	QUOTA %	PERF.MEDIA
FONDI PRIMO QUARTILE	790,3	7,0%	5,08%
FONDI SECONDO QUARTILE	706,8	6,2%	2,36%
FONDI TERZO QUARTILE	4.371,5	38,6%	0,98%
FONDI QUARTO QUARTILE	5.457,5	48,2%	0,09%
	11.326	100,0%	

ULTIMI 12 MESI	RACC.NETTA	QUOTA %	PERF.MEDIA
FONDI PRIMO QUARTILE	605,1	7,1%	15,27%
FONDI SECONDO QUARTILE	689,3	8,0%	9,52%
FONDI TERZO QUARTILE	1.426,3	16,6%	5,36%
FONDI QUARTO QUARTILE	5.854,8	68,3%	2,22%
	8.576	100,0%	

I dati di raccolta netta e di performance aggregati per fasce di rendimento.

L'investitore firma una delega in bianco al gestore

obbligazioni, liquidità), aree geografiche, settori di Borsa e valuta. Insomma, almeno per il gestore, il fondo flessibile è una macchina ideale, perchè gli affida la più ampia facoltà nel poter scegliere strategie e titoli spaziando dall'azionario al reddito fisso, dall'Italia all'estero. E sono proprio queste le caratteristiche su cui ha fatto leva l'industria del risparmio gestito per promuovere i fondi flessibili.

DELUSIONE

Peccato che, performance alla mano, i risultati in tasca all'investitore sono spesso deludenti. E' quanto emerge da un'esclusiva analisi condotta da *Investire* sui flussi di investimento dei fondi flessibili degli ultimi due anni: l'intero 2005 e i primi tre mesi del 2006. Sono stati dapprima calcolati i flussi di raccolta netta di ciascuno degli 84 fondi flessibili operativi a inizio 2006 per poi ricavare la graduatoria in base ai rendimenti del primo trimestre 2006. Si scopre così (vedere tabella accanto) che la raccolta netta dei fondi nel primo quartile, cioè i fondi classificatisi tra il primo e il ventunesimo posto, ammonta a 790,3 milioni di euro, pari al 7% del totale, quella dei fondi del secondo quartile a 706,8 milioni di euro (con una quota di mercato del 6,2%), quella dei fondi del terzo quartile a 4.371,5 milioni di euro (38,6%) e quella relativa ai prodotti nel quarto e ultimo quartile a 5.457,5 milioni di euro (48,2% del totale). In pratica soltanto il 13,2% dei flussi di investimento dei fondi flessibili si è posizionato sui fondi con le performance più brillanti. Infatti, i fondi flessibili nel primo quartile mostrano un rendimento medio del 5,08%, quelli del secondo un +2,36%, quelli del terzo quartile un +0,98% mentre quelli del quarto quartile non sono andati oltre uno striminzito +0,09%.

I SOLDI NON VANNO AI FONDI MIGLIORI

A chi obietta che tre mesi sono pochi e che, pertanto, potrebbero non rappresentare una vera e propria tendenza di mercato, si possono mostrare i risultati dell'analisi a un anno. Negli ultimi 12 mesi i fondi flessibili del primo quartile, quelli cioè posizionati nella graduatoria per

Classifica di rendimento e raccolta netta

FONDO COMUNE	SOCIETÀ DI GESTIONE	RACCOLTA NETTA		
		DA 1/01/05	DA 1/01/06	1 ANNO
AZIMUT TREND ITALIA	AZIMUT SGR	-8,2	9,21%	22,43%
ALARICO RE	GESTI-RE	2	8,18%	11,04%
SYMPHONIA FORTISSIMO	SYMPHONIA SGR	-4,8	8,04%	24,98%
NORD EST SICAV	NORD EST SICAV	6,8	7,35%	13,84%
AUREO FLESSIBILE	AUREO GESTIONI SGR	134,2	6,11%	15,45%
SYMPHONIA ITALIA FLESSIBILE	SYMPHONIA SGR	93,8	5,37%	11,13%
CAPITALIA TOTAL RETURN	CAPITALIA AM SGR	-23,5	5,12%	19,18%
KAIROS PARTNERS MULTIMANAGER GLOBALE	KAIROS PARTNERS SGR	30,9	4,80%	
FORMULA 1 HIGH RISK	AZIMUT SGR	-4,9	4,80%	13,51%
BIM FLESSIBILE	BIM INTERMOBILARE SGR	17,9	4,69%	15,97%
KAIROS PARTNERS FUND	KAIROS PARTNERS SGR	73	4,63%	14,86%
AZIMUT TREND	AZIMUT SGR	359,5	4,27%	14,70%
MC FDF FLEX BEST FUND	MC GESTIONI SGRPA	-0,3	4,12%	17,65%
TANK FLESSIBILE	TANK SGR	18	4,09%	8,60%
FORMULA 1 RISK	AZIMUT SGR	12,3	3,95%	11,98%
GESTIELLE TOTAL RETURN GLOBALE	ALETTI GESTIELLE A.M. SGR	26	3,91%	13,11%
PROFILO BEST FUND	PROFILO SGR	14	3,79%	13,75%
INVESTITORI FLESSIBILE	INVESTITORI SGR	38	3,72%	9,02%
NEXTRA TEAM 5	CAAM SGR	-20,5	3,55%	16,53%
SYMPHONIA ASIA FLESSIBILE	SYMPHONIA SGR	16	3,50%	13,82%
EPSILON QRETURN	EPSILON SGR	10,1	3,46%	14,47%
ZENIT ABSOLUTE RETURN	ZENIT SGR	-2,6	3,39%	6,63%
ABIS FLESSIBILE	ABIS SGR	-1,7	3,29%	6,87%
BIPITALIA FREE	BIPITALIA GESTIONI	-6,2	3,00%	18,62%
AGORA FLEX	AGORA INVESTMENTS SGR	3	2,80%	6,52%
NEXTRA TEAM 4	CAAM SGR	68,5	2,74%	12,23%
ANIMA FONDATTIVO	ANIMA SGR	82	2,64%	14,44%
RAS OPPORTUNITIES L	RAS A.M. SGR	-52,3	2,60%	8,58%
RAS OPPORTUNITIES T	RAS A.M. SGR	—	2,52%	8,20%
PROFILO ELITE FLESSIBILE	PROFILO SGR	25,3	2,45%	
PRIMAVERA TR. FLESSIBILE GLOBALE	CAAM SGR	-13,2	2,41%	7,59%
FORMULA 1 BALANCED	AZIMUT SGR	124,8	2,38%	6,93%
EUROMOBILIARE STRATEGIC	EUROMOBILIARE A.M. SGR	30,9	2,36%	9,08%
INTRA ASSOLUTO	VEGEGEST SGR	21,2	2,15%	
DUCCATO FLEX 100	MONTEPASCHI A.M. SGR	-90,8	2,15%	8,91%
EDR MULTIGESTION TREND GLOBALE	EDMOND DE ROTHSCHILD SGR	-10,1	2,07%	11,19%
AZIMUT STRATEGIC TREND	AZIMUT SGR	355,9	2,06%	8,09%
NEXTRA TOP DYNAMIC	CAAM SGR	-18,4	1,93%	7,08%
CAPITALGEST REDDITO PIÙ	CAPITALGEST SGR	63,8	1,76%	3,26%
ALPI ABSOLUTE RETURN	ALPI FONDI	3,6	1,75%	10,51%
CAPITALGEST RISK	CAPITALGEST SGR	62,9	1,54%	7,74%
DUCCATO PORTFOLIO FLESSIBILE	MONTEPASCHI A.M. SGR	60,2	1,48%	10,38%
VEGEGEST FLESSIBILE	VEGEGEST SGR	-4,6	1,47%	3,98%
NEXTRA TEAM 3	CAAM SGR	0,2	1,42%	6,86%
BNL FLESSIBILE	BNL GESTIONI SGR	-66	1,34%	12,78%
SANPAOLO HIGH RISK	SANPAOLO IMI A.M. SGR	-47,3	1,33%	5,93%
FORMULA 1 CONSERVATIVE	AZIMUT SGR	247,3	1,23%	3,98%
PARITALIA ORCHESTRA	BNP PARIBAS A.M. SGR	-64,7	1,21%	5,83%
AAA MASTER FLESSIBILE	ANTONVENETA ABN AMRO	-75,6	1,18%	2,37%
BPU PRAMERICA FLESSIBILE	BPU PRAMERICA SGR	667	1,18%	5,68%
GRIFOPLUS	GRIFOGEST SGR	30,8	1,13%	4,94%

segue a pag. 39

C'è chi ha recuperato dal 2000 e chi no

Flussi record di investimento a parte, i fondi flessibili restano comunque una delle categorie più esaminate. Soprattutto in funzione della loro particolarità: quella di essere dei battitori liberi del mercato. Il fatto che i gestori possano, senza gli stretti vincoli di un benchmark, posizionarsi ora sulle azioni, ora sui bond o sulla liquidità a seconda dell'andamento dei mercati finanziari, garantisce loro una libertà di movimenti che dovrebbe permettere, almeno nel medio lungo termine, di superare meglio di altri prodotti del risparmio gestito le difficili fasi di Borsa e dell'andamento dei tassi di interesse. Ma è proprio così? L'analisi degli ultimi sei anni sembrerebbe dimostrare che non sempre è vero. Anzi, numeri alla mano, metà dei fondi flessibili sono riusciti a farlo mentre l'altra metà no. Infatti se si guarda ai 20 fondi flessibili attivi senza soluzione di continuità, dal marzo 2000, periodo nel quale sono stati registrati i massimi storici delle Borse mondiali, al marzo 2006, si può constatare che metà fondi ha superato il valore della quota di sei anni fa e può pertanto vantare un rendimento positivo mentre i restanti 10 fondi sono ancora in ritardo ed evidenziano rendimenti in territorio negativo.

Tra i fondi più brillanti figurano sette prodotti: Azimut (Trend, Trend Italia e i cinque Formula Uno), Nextra obiettivo reddito di CAAM sgr, Capitalgest reddito più, della onomina sgr del gruppo Banca Lombarda e Anima fondativo della società di gestione del gruppo Banco di Desio e della Brianza.

Tra i flessibili in rosso, invece, spiccano Bipitalia free (-53,27%) della sgr della Popolare italiana, Sanpaolo high risk (-52,79%) della società di gestione del gruppo Sanpaolo Imi, Zenit absolute return (-44,65%) della casa d'investimento del gruppo Pfm, Nextra obiettivo crescita (-43,97%) di CAAM sgr, Gestielle total return globale (-32,04%) della sgr del gruppo Popolare Verona e Novara e Bnl flessibile (-29,45%) della società di gestione del gruppo Bnl.

FONDO COMUNE	SOCIETÀ DI GESTIONE	DA 1/01/06	PERFORMANCE		
			1 ANNO	3 ANNI	6 ANNI
AZIMUT TREND	AZIMUT SGR	4,27%	14,70%	61,29%	32,43%
FORMULA 1 CONSERVATIVE	AZIMUT SGR	1,23%	3,98%	10,64%	21,36%
FORMULA 1 BALANCED	AZIMUT SGR	2,38%	6,93%	17,65%	20,71%
FORMULA 1 LOW RISK	AZIMUT SGR	1,00%	3,55%	9,75%	19,43%
NEXTRA OBIETTIVO REDDITO	CAAM SGR	0,61%	2,04%	5,89%	17,45%
FORMULA 1 RISK	AZIMUT SGR	3,95%	11,98%	30,26%	16,32%
FORMULA 1 HIGH RISK	AZIMUT SGR	4,80%	13,51%	35,63%	16,16%
CAPITALGEST REDDITO PIÙ	CAPITALGEST SGR	1,76%	3,26%	9,76%	15,81%
ANIMA FONDATIVO	ANIMA SGR	2,64%	14,44%	55,78%	7,40%
AZIMUT TREND ITALIA	AZIMUT SGR	9,21%	22,43%	88,36%	5,66%
CAPITALIA TOTAL RETURN	CAPITALIA AM SGR	5,12%	19,18%	31,00%	-8,53%
CAPITALGEST RISK	CAPITALGEST SGR	1,54%	7,74%	10,20%	-12,40%
RAS OPPORTUNITIES L	RAS A.M. SGR	2,60%	8,58%	24,69%	-14,30%
GESTNORD ASSET ALLOCATION	GESTNORD FONDI SGR	0,64%	8,47%	20,42%	-22,99%
BNL FLESSIBILE	BNL GESTIONI SGR	1,34%	12,78%	41,87%	-29,45%
GESTIELLE TOTAL RETURN GLOBALE	ALETTI GESTIELLE A.M. SGR	3,91%	13,11%	18,22%	-32,04%
NEXTRA OBIETTIVO CRESCITA	CAAM SGR	1,02%	3,74%	13,85%	-43,97%
ZENIT ABSOLUTE RETURN	ZENIT SGR	3,39%	6,63%	19,44%	-44,65%
SANPAOLO HIGH RISK	SANPAOLO IMI A.M. SGR	1,33%	5,93%	8,87%	-52,79%
BIPITALIA FREE	BIPITALIA GESTIONI	3,00%	18,62%	37,78%	-53,27%

Da sapere

■ **Dividend yield**
(letteralmente rendimento del dividendo). È il rapporto, espresso in percentuale, tra l'importo del dividendo distribuito dalla società e il suo prezzo di Borsa. Per esempio, il dividend yield di un titolo azionario che quota 10 euro e distribuisce un dividendo di 0,4 euro è pari al 4%.

■ **Top down**
Letteralmente "dall'alto verso il basso". La strategia di gestione in base alla quale si costruisce il portafoglio finanziario partendo dall'analisi dei dati macro economici per individuare la ripartizione preferenziale tra azioni, obbligazioni e liquidità.



Stefano Ambrogi
AURO GESTIONI SGR
DIRETTORE INVESTIMENTI

rendimento annuo tra il primo e il diciottesimo posto (in quanto quelli operativi sono stati 75), hanno accumulato una raccolta netta di 605,1 milioni di euro (pari al 7,1% del totale) mentre quelli del secondo quartile hanno totalizzato un saldo attivo di 689,3 milioni di euro (8%): ai fondi del terzo quartile sono andati 1.426,3 milioni di euro (16,6%) di nuove sottoscrizioni mentre ai prodotti del quarto e ultimo quartile addirittura 5.854,8 milioni di euro (68,3% del totale).

COSA VALUTARE

I risultati dell'analisi devono far riflettere i risparmiatori che un po' troppo generosamente si affidano ai fondi flessibili. Spingendoli, da un lato, a soppesare in tutti i dettagli il tipo di prodotto che stanno sottoscrivendo, valutandone i rischi e, soprattutto, se sia effettivamente coerente con i propri profilo di rischio e obiettivi. E, dall'altro, scegliendo o le società di gestione che vantano da anni i fondi flessibili di qualità (come, per esempio, Azimut, Kairos partners, Aureo gestioni e Anima) oppure un buon fondo bilanciato che, perlomeno, dichiara un preciso benchmark ed è misurabile in termini oggettivi. ■

BIPIEMME FLESSIBILE	BIPIEMME GESTIONI SGR	23,4	1,06%	9,88%
NEXTRA OBIETTIVO CRESCITA	CAAM SGR	-156,1	1,02%	3,74%
FORMULA 1 LOW RISK	AZIMUT SGR	142,7	1,00%	3,55%
RAS TOTAL RETURN DINAMICO L	RAS A.M. SGR	231	0,73%	4,00%
NEXTRA TOP APPROACH	CAAM SGR	-70,7	0,71%	2,24%
RAS TOTAL RETURN DINAMICO T	RAS A.M. SGR	—	0,68%	3,75%
GESTNORD ASSET ALLOCATION	GESTNORD FONDI SGR	6	0,64%	8,47%
NEXTRA OBIETTIVO REDDITO	CAAM SGR	-296,5	0,61%	2,04%
INTESA PREMIUM	CAAM SGR	3575,5	0,56%	2,71%
RAS TOTAL RETURN PRUDENTE L	RAS A.M. SGR	178,8	0,55%	2,69%
NEXTRA TEAM 1	CAAM SGR	50,3	0,54%	1,86%
CARIPARMA NEXTRA REDDITO TR	CAAM SGR	-9,6	0,54%	1,69%
BIVER OBIETTIVO RENDIMENTO	CAAM SGR	11,1	0,51%	1,65%
RAS TOTAL RETURN PRUDENTE T	RAS A.M. SGR	—	0,49%	2,43%
NEXTRA TEAM 2	CAAM SGR	81,5	0,48%	3,67%
KAIROS PARTNERS MULTIMANAGER ASIA	KAIROS PARTNERS SGR	21,2	0,47%	—
GENERALI MEDIUM RISK	BG SGR	146,7	0,47%	2,06%
CR CENTO PREMIUM	VEGAGEST SGR	6,5	0,40%	—
GENERALI RISK	BG SGR	29,3	0,31%	2,65%
INTESA GARANZIA ATTIVA I SEM	CAAM SGR	2637,3	0,26%	—
INTRA FLESSIBILE	VEGAGEST SGR	6,8	0,25%	1,77%
BNL TESORERIA RENDIMENTO	BNL GESTIONI SGR	8,2	0,24%	—
DUCATO FLEX 40	MONTEPASCHI A.M.SGR	4,8	0,18%	5,74%
DUCATO ETICO FLEX CIVITA	MONTEPASCHI A.M.SGR	2,7	0,17%	4,25%
BNL STRATEGIA RENDIMENTO	BNL GESTIONI SGR	751,9	0,09%	1,37%
CAPITALIA OBIETTIVO 2007	CAPITALIA AM SGR	1086,8	-0,21%	3,42%
KAIROS PARTNERS INCOME FUND	KAIROS PARTNERS SGR	175,5	-0,37%	1,18%
CAPITALIA OBIETTIVO 2010	CAPITALIA AM SGR	328,6	-0,46%	5,50%
CAPITALIA OBIETTIVO 2015	CAPITALIA AM SGR	80,2	-0,52%	8,32%
CA-AM MIDA OPPORTUNITÀ	CA.A.M.SGR	39,4	-0,53%	1,07%
SYMPHONIA BOND FLESSIBILE	SYMPHONIA SGR	48,6	-0,88%	2,23%

La classifica in base al rendimento da inizio anno dei fondi flessibili italiani.

Aureo gestioni: «Soprattutto Borsa ma con un 11% di liquidità»

Aureo flessibile è uno tra i leader della categoria. Investire ha rivolto alcune domande al responsabile degli investimenti, Stefano Ambrogi. «Siamo moderatamente positivi sui mercati azionari, soprattutto per le buone valutazioni, l'accelerazione della crescita in area euro e l'abbondante liquidità. In particolare, per quanto concerne le valutazioni, in base alle nostre stime il rapporto P/e 2006 delle Borse europee viaggia intorno a 12,5 / 13,0, che riteniamo ancora interessante; quello italiano,

che si attesta su un livello leggermente superiore (il 13,5 circa), può tuttavia vantare un ottimo dividendo yield. Siamo stati invece cauti sui mercati obbligazionari, almeno fino a poco tempo fa; solo recentemente siamo rientrati, e comunque, limitatamente alla parte a breve della curva dei tassi».

QUAL È LA RIPARTIZIONE DEL PORTAFOGLIO?

«Premesso che il nostro approccio gestionale in questo fondo è di tipo top down, vorrei spiegare che da circa tre anni siamo più

positivi sulle azioni che sui bond anche se, attualmente, i mercati azionari sono diventati più cari mentre quelli obbligazionari, pur garantendo tassi di interesse superiori ai minimi del 2005, restano ancora incerti. Si spiega così la nostra quota di liquidità (un 11% impiegato in pronti contro termine) in chiave tattica, pronta ad essere impiegata non appena o su un fronte (quello azionario) o sull'altro (quello obbligazionario) si vengano a creare le condizioni di investimento interessanti. Per il resto posso confermare che

l'esposizione azionaria resta maggioritaria al 67%, quasi tutte in area euro e così divisa: per il 45% in Italia, per il 7% in Francia, per l'8% in Germania, per il 4% nel Benelux, per il 2% in Spagna e Portogallo 2% e per l'1% in Inghilterra. Piazza Affari resta la preferita anche se negli ultimi 12 mesi abbiamo cominciato a spostare delle quote a favore di titoli di altri Paesi europei più esposti alla ripresa del ciclo economico. Non è presente nessuna componente americana in quanto non siamo positivi sul dollaro».