

CINQUE STRADE PER IL TOTAL RETURN

Sono quelle seguite da altrettante case di investimento. Sempre alla ricerca del rendimento assoluto, indipendentemente da come vanno i mercati, ma fedeli al proprio stile di gestione. Le soluzioni di Mellon, Schroders, F.Templeton, WestLB Mellon e Pharus

■ di Fabio Sansone

Dopo oltre quattro anni di rialzo di Borsa senza (quasi) soluzione di continuità, è lecito che gli investitori guardino con crescente interesse ai prodotti che puntano al cosiddetto rendimento assoluto (total o absolute return). Anche perché, se è vero che nel frattempo sono aumentati i rendimenti dei titoli a reddito fisso sia a breve che a medio lungo termine, sembra ancora lontana una stabilizzazione dei corsi del mercato obbligazionario.

Investire ha voluto approfondire le caratteristiche di alcuni dei più recenti prodotti a rendimento assoluto lanciati in Italia per un loro uso consapevole e per chiarire come questi nuovi comparti di investimento fondi si innestano nella filosofia total o absolute return delle diverse case d'investimento.

■ Mellon Evolution Currency Option Fund

Il Mellon Evolution Currency Option Fund utilizza gli ampi poteri di investimento concessi dalla direttiva europea UCITS III per ottenere rendimenti assoluti investendo nei principali mercati valutari mondiali. In particolare, il fondo si distingue per una strategia di gestione attiva delle divise che investe attraverso opzioni lunghe call e put, che permettono di massimizzare i rendimenti limitando le possibili perdite, e segue un approccio quantitativo. I modelli utilizzati adottano sofisticate tecniche statistiche per elabo-

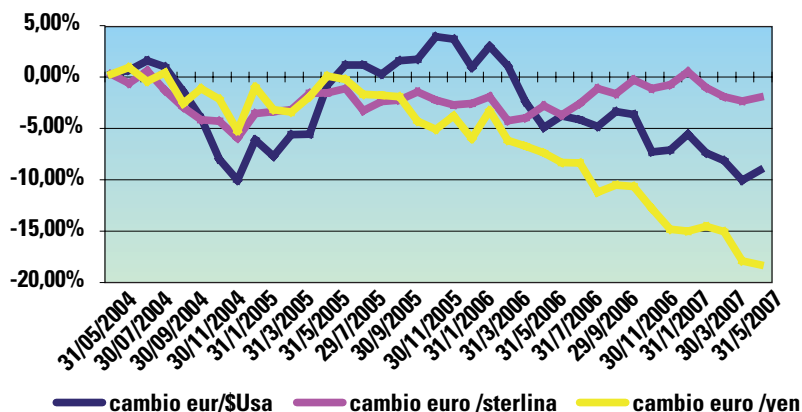
rare dati relativi alle differenze giornaliere rilevate sui mercati delle valute e alle dinamiche dei mercati delle opzioni sulle divise e in questo modo identificare situazioni che potrebbero generare brusche correzioni e quindi valide opportunità di guadagno. Con questo peculiare approccio il fondo è gestito da Pareto Investment Management, società di BNY Mellon Asset Management riconosciuta tra i principali specialisti al mondo in investimenti valutari. Ma perché investire in valute? «Tra i mercati finanziari», osserva **Marco Palacino**, direttore generale Italia Mellon Global Investments, «l'arena valutaria è la più grande in termini di volumi trattati ma il suo potenziale è stato finora poco sfruttato dagli investitori. Infatti le divise rappresentano una fonte di rendimento indipendente e di diversificazione al-



Marco Palacino
MELLON GLOBAL
INVESTMENTS

DIRETTORE GENERALE ITALIA

I cambi dell'euro



Andamento dell'euro rispetto a dollaro Usa, yen e sterlina.



Bob Michele
SCHRODERS
GESTORE



Donato Savatteri
FRANKLIN TEMPLETON
ITALIA
SALES DIRECTOR

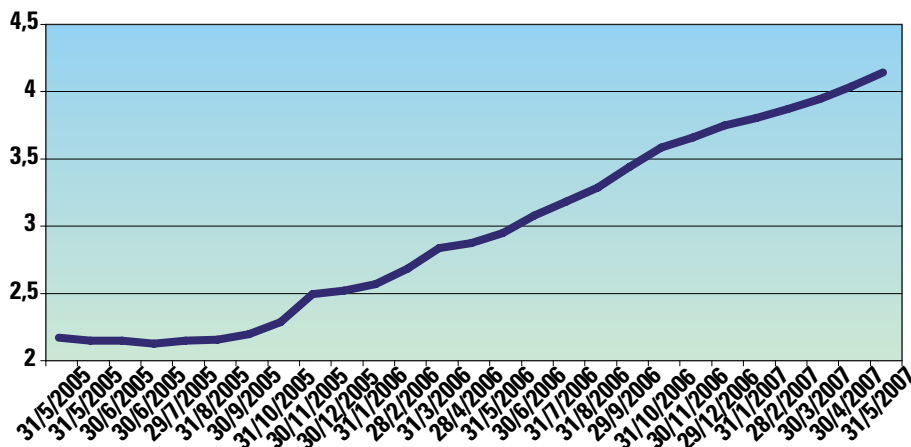
l'interno di un portafoglio in quanto i loro rendimenti nel lungo periodo dipendono da fattori economici non completamente sovrapponibili a quelli che influenzano i mercati azionari ed obbligazionari. Inoltre non tutti gli attori che operano sui mercati valutari hanno come obiettivo la generazione di profitti ma spesso sono guidati da altre finalità, come ad esempio la copertura di esposizioni valutarie, gli scambi commerciali, oppure attività legate alle politiche delle banche centrali. Infine l'elevata liquidità e le inefficienze che caratterizzano i mercati delle divise rappresentano la situazione ideale per gli operatori che possono sfruttare interessanti opportunità d'investimento a basso costo». Palacino spiega anche come questo nuovo fondo si innesta nella filosofia Absolute return di Mellon: «Il Mellon Evolution Currency Option Fund è il secondo della gamma Evolution: una nuova serie di fondi Mellon - parte della Sicav Mellon Global Funds - creata per offrire agli investitori la possibilità di accedere a strategie innovative, generalmente disponibili solo attraverso fondi hedge, senza rinunciare ai vantaggi di trasparenza e di liquidità riconosciuti ad un fondo tradizionale. La gamma Evolution è stata recentemente rafforzata con l'autorizzazione in Italia di due nuovi fondi, il Mellon Evolution Core Alpha e il Mellon Evolution Currency Alpha».

Per quanto riguarda gli obiettivi del fondo in termini di rendimento si può precisare che il comparto punta ad ottenere un rendimento pari al 15% annuo lordo, in tutte le condizioni di mercato, con un VaR (Valore a Rischio) non superiore al 5%, calcolato con un periodo di detenzione di un giorno e un intervallo di confidenza del 99%. Ciò significa che, in condizioni normali di mercato, il gestore può prevedere con una probabilità del 99% che il fondo non subirà una perdita superiore al 5% nell'arco di un giorno. A quale tipo di sottoscrittore può essere suggerito?: «Il fondo», è l'indicazione di Marco Palacino, «è pensato per soddisfare le esigenze degli investitori che desiderano diversificare il proprio portafoglio e accrescere il proprio capitale nel lungo periodo investendo in una strategia innovativa e con un disciplinato controllo del rischio».

Schroder Absolute Return Bond

Si tratta di un nuovo comparto obbligazionario flessibile che può investire in tutte le regioni del mondo dove il gestore individua le migliori opportunità. Le strategie del comparto rispecchiano i migliori investimenti individuati dal team globale di Schroders specializzato in investimenti a reddito fisso e assicurano agli investitori

La salita del Libor



L'andamento del tasso Libor negli ultimi due anni.

Da sapere

■ 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.

■ Market neutral

Strategia dei gestori hedge in base alla quale si investe in titoli sia long che short (vendita allo scoperto), cercando in media di avere un'esposizione netta al mercato molto bassa in modo da ridurre al massimo l'esposizione al rischio di mercato.

■ 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).

un'elevata diversificazione geografica e settoriale degli investimenti. I gestori dispongono così di maggiori opportunità di investimento rispetto a quelle offerte da singoli mercati nazionali. Il fondo si prefigge di assicurare un rendimento positivo in tutte le condizioni di mercato, con un livello di volatilità relativamente contenuto. «Ci impegnamo a individuare le aree che offrono le migliori prospettive in un'ottica di lungo termine e siamo liberi di evitare i segmenti del mercato che, in un determinato momento, non dovessimo ritenere idonei per il comparto» afferma **Bob Michele**, gestore di Schroders

Il comparto è in grado di reagire in modo rapido al variare delle condizioni di mercato e in base alla tendenza della politica dei tassi d'interesse delle principali banche centrali mondiali in continuo cambiamento – i tassi d'interesse sono strettamente connessi alle quotazioni obbligazionarie. Secondo Michele il nuovo prodotto si inserisce molto bene nella filosofia Schroders del rendimento assoluto: «In particolare perché la asset class dei titoli a reddito fisso, nell'attuale contesto di mercato, subisce le pressioni della crescita dei rendimenti e dell'ampliarsi dei differenziali di credito. Schroder ISF Absolute Return Bond può investire in tutte le aree della asset class dei titoli a reddito fisso, oltre a poter passare ad una posizione corta in duration (in termini assoluti) – caratteristiche essenziali per poter conseguire il suo obiettivo di rendimento. Il comparto offre agli investitori un'opportunità di generare rendimenti positivi superiori al tasso Libor».

Il team di gestione si prefigge di conseguire un rendimento positivo in tutte le condizioni di mercato, con una volatilità massima del 2% annuo.

«Il nostro approccio», prosegue Michele, «può essere sintetizzato dai seguenti elementi caratteristici: a) sfruttiamo tutte le opportunità globali – in tutti i principali mercati obbligazionari e in tutti i settori (compresi gli strumenti derivati); b) il comparto non è vincolato a un benchmark e può così assumere posizioni flessibili e dinamiche; c) il fondo mantiene un'esposizione minima in valuta estera (il 20%

è la massima esposizione consentita senza copertura); d) la duration sarà compresa in un intervallo di +/- 2 anni, con possibilità di implementare una posizione corta in duration quando si prevede un incremento dei rendimenti. In termini di rendimento, il nostro obiettivo è costituito dal tasso Libor maggiorato di 150 - 200 punti base».

Per questo fondo Schroders ha introdotto un rigoroso processo di controllo del rischio. Come già accennato, il portafoglio è gestito con l'obiettivo di non superare il limite di volatilità del 2%. Il tracking error del comparto viene tenuto strettamente sotto controllo quotidianamente e si procede a riequilibrare il portafoglio tenendo in debito conto del timing, al fine di limitare la volatilità complessiva del portafoglio.

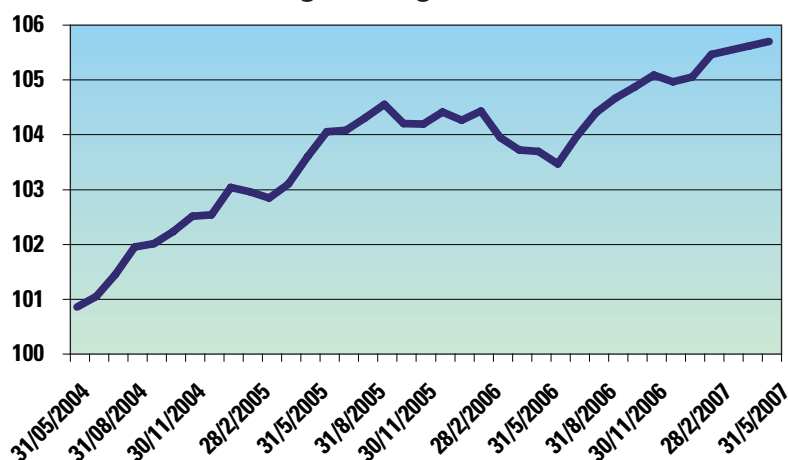
«Il prodotto si rivolge a investitori in possesso di disponibilità liquide da investire e che vogliono realizzare più del tasso di mercato (Libor) assicurato dagli investimenti in liquidità. E' adatto anche agli investitori che hanno puntato sul settore obbligazionario ma che temono nel lungo periodo la possibilità di un mercato ribassista» sottolinea infine Michele.

■ Templeton Absolute Return (Euro) Fund

Questo nuovo fondo è un prodotto a indirizzo obbligazionario di tipo absolute return con un obiettivo di rendimento netto, in euro, pari al tasso EONIA maggiorato di 200 punti base su base annua. La duration di portafoglio può oscillare in modo ampio tra +2,5 e -2,5 anni con una volatilità obiettivo compresa tra il 2 ed il 3%, anche se mediamente si dovrebbe attestare intorno al 2%. Ogni singola emissione presente in portafoglio non può pesare più del 5% mentre il rating medio è Investment Grade anche se il gestore ha la teorica possibilità di investire fino ad un massimo del 50% in emissioni non investment grade.

Inoltre fino ad un massimo del 30% può essere investito in valute diverse dall'euro per scommettere sul loro apprezzamento rispetto alla moneta unica europea. La commissione an-

Come vanno gli obbligazionari flessibili



Andamento dell'indice dei fondi obbligazionari flessibili nel triennio

nua di gestione del comparto in classe A ad accumulazione è dello 0,80%. Ma come si innesta questo nuovo comparto nella filosofia total o absolute return di Franklin Templeton? «Il nuovo comparto» spiega **Donato Savatteri**, Sales Director Franklin Templeton Italia «nasce dalla fusione delle migliori competenze gestionali presenti nella nostra casa d'investimento all'interno delle strategie absolute e total return. In particolare, gli altri prodotti total return della casa sono, come si dice, long only, vale a dire che non possono prendere posizioni "corte" sui tassi di interesse, al contrario il prodotto absolute return, tramite l'utilizzo di strumenti derivati, può assumere posizioni negative sulla duration, sulle valute e sui rischi di credito».

Il prodotto absolute return, grazie soprattutto a questa caratteristica che permette di eliminare il "rischio mercato", risulta meno volatile rispetto alla gamma di fondi total return. Il portfolio lead manager è Robert Waldner, responsabile della strategia absolute return, che è coadiuvato da Jonh Beck, gestore del fondo Templeton Total Return e da David Yuen, responsabile del team di analisi quantitativa. Per quanto riguarda il processo di controllo del rischio si deve partire, dall'obiettivo di volatilità posto tra il 2 ed il 3% con l'obbligo tassativo (specificato nel regolamento del fondo) di non superare la soglia del 3,5%. Per-

tanto esiste a priori un livello massimo oltre il quale la volatilità non può andare. La gestione del rischio è integrata in ogni aspetto del processo d'investimento del Templeton absolute return Franklin Templeton e si focalizza principalmente su tre tipi di rischio: i rischi legati ai singoli titoli, i rischi di portafoglio nel suo complesso e i rischi operativi.

«L'obiettivo del team di gestione è quello di ottimizzare il rendimento atteso aggiustato per il rischio; per mantenere il rischio all'interno di parametri definiti i gestori operano delle simulazioni di rischio ex ante. Difatti, prima di effettuare qualsiasi transazione si verifica che detta transazione non porti la volatilità al di sopra dei livelli massimi consentiti, simulandone l'acquisto e verificando il livello di volatilità del portafoglio ottenuto» tiene a precisare Savatteri.

Il processo di risk management quantitativo prevede infine, oltre al modello sviluppato da Moody's (KMV), anche l'utilizzo del sistema Lehman's Point System, in grado di fornire una prospettiva aggiuntiva sul rischio attivo di portafoglio grazie alla scomposizione della volatilità complessiva del portafoglio nelle sue singole componenti, per individuare quale singola posizione, settore o valuta contribuisce maggiormente al rischio.

«In tutti i casi il fattore chiave in tutti i portafogli obbligazionari è la diversificazione anche e soprattutto al fine di

limitare la volatilità. Per il Templeton absolute return non c'è un numero di titoli target prefissati ma il range va dalle 30 alle 70 posizioni: i pesi settoriali o industriali sono il risultato di processo di selezione del credito bottom up», afferma Savatteri. La conclusione è una considerazione sulla tipologia di investitori a cui può essere indicato questo comparto: «A tutti coloro che abbiano un profilo di rischio basso e che abbiano un orizzonte temporale di un anno. L'obiettivo di rendimento è difatti su base annua, indipendentemente dal momento di acquisto, ma ciò implica che nel corso dell'anno vi potranno anche essere dei giorni in cui il valore della quota scende, a differenza degli investimenti monetari puri».

WestLB Mellon Multimanager Target Return fund

Secondo gli esperti di WestLB Mellon è il primo fondo al mondo del suo genere. Target Return fund è un autentico approccio absolute return puntando su valute, tassi e credito. Inoltre, essendo un fondo multimanager, si avvale delle specifiche capacità dei migliori gestori e organizzazioni che il team di ricerca WestLB Mellon AM Multi-manager sia in



**Alan Bartlett
e Ben Fox**
WESTLB MELLON
GESTORI DEL MULTIMANAGER
TARGET RETURN FUND

grado di selezionare. Il fondo opera tramite portafogli segregati gestiti in delega da ciascun manager scelto, permettendo così al fondo di godere della massima flessibilità e della possibilità di monitorare quotidianamente le posizioni in portafoglio. Il fondo è stato creato proprio per offrire un profilo di rischio/rendimento fortemente attrattivo per gli investitori.

«L'obiettivo di Target Return è di generare ritorni assoluti nell'ambito di strumenti di liquidità regolamentati in contrapposizione agli hedge fund che non lo sono. Ciò è possibile facendo leva su tre principali strategie long-short riconducibili a: tassi d'interesse internazionali, mercato internazionale del credito e mercato internazionale valute. L'obiettivo è di massimizzare i rendimenti utilizzando con massima flessibilità un ampio spettro di strategie, consentite dalla direttiva europea sui fondi d'investimento di tipo Ucits III» dicono infatti **Alan Bartlett** e **Ben Fox**, gestori del Multimanager target return Fund.

L'obiettivo di performance è il rendimento del capitale pari al tasso Euribor a tre mesi maggiorato di 2,5 punti percentuali annui al netto delle commissioni mentre la volatilità annualizzata controllata è prevista al di sotto del 5,5%.

«Target Return impiega al momento

quattro fondi sottostanti mentre il massimo consentito dal regolamento è di otto. Il peso massimo per ciascun gestore è del 30%. I manager delegati sono tenuti a generare un significativo impatto sulla performance a livello di fondo. Ciascun gestore dovrebbe prevedere di apportare al fondo almeno 40 punti base all'alpha netto generato», tengono a precisare i gestori.

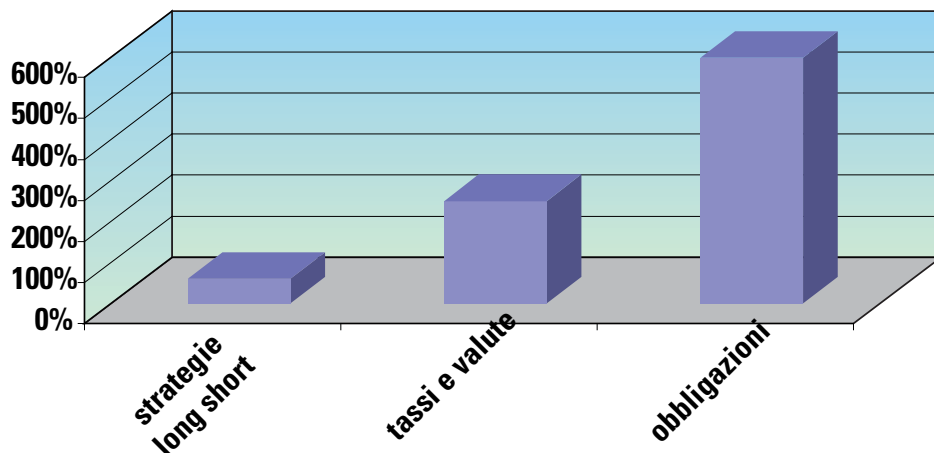
Target return è uno strumento regolamentato dalla direttiva Ucits III che comporta una gamma completa di requisiti di gestione del rischio. Il contesto che regola il processo di controllo dei rischi di questo fondo è ancora più restrittivo dei requisiti imposti dalla direttiva Ucits III.

La diversificazione è un altro importante fattore che contribuisce alla generazione di rendimenti e al controllo dei rischi. La allocazione massima delle risorse consentita per ciascuna delle tre strategie long short è del 60% e il minimo è zero. L'esposizione massima consentita in tassi e valute è pari al 250%. L'esposizione massima consentita in obbligazioni è pari al 600%.

A livello di fondo, (non di singolo mandato) la qualità del credito minima consentita è pari ad un rating A -, la duration è compresa tra i +5 anni e i meno 5 anni, mentre l'esposizione valutaria è inferiore al 30% e il Var a un mese è inferiore al 2,5%

“ **L'obiettivo di performance è il rendimento pari al tasso Euribor a tre mesi maggiorato di 2,5 punti percentuali annui al netto delle commissioni con una volatilità annualizzata al di sotto del 5,5%** ”

Le leve finanziarie di WestLB Mellon



La percentuale massima di utilizzo della leva nelle tre strategie di gestione.

“ Pharus Sicav Market Neutral è uno dei primi fondi, a livello europeo, ad adottare una strategia market neutral pura che mira ad una totale decorrelazione dal mercato azionario ”

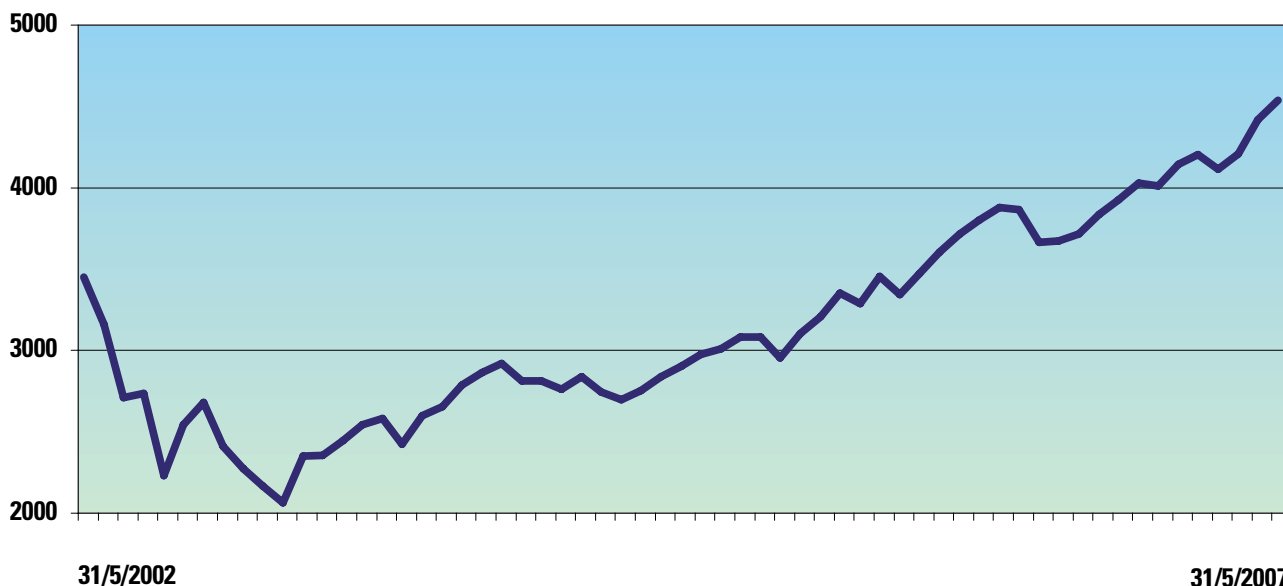
«La combinazione di gestori e le linee guida che per essi abbiamo ideato, fa sì che nel complesso il fondo non infranga alcuno dei limiti formali della direttiva UCITSIII. Il monitoraggio quotidiano di tutte le posizioni assicura l'adeguamento a tutti gli standard dettati dalla direttiva. Se il fondo dovesse anche solo avvicinarsi a infrangere i limiti imposti, possiamo comunque evitarlo mettendo in atto un certo numero di azioni alternative, spiegano i gestori che, a proposito di quali tipologie di investitori possono essere attratte dal fondo affermano: «Riteniamo che Target Return fund sia attraente per tre distinte tipologie d'investitori: a) investitori che cercano un rendimento assoluto che offra liquidità quotidiana nell'ambito di un contesto caratterizzato da rigidi parametri di controllo dei rischi; b) investitori che cercano una strategia di alfa puro che possa essere affiancato a un indice azionario o una curva dei tassi; c) investitori che cercano un'alternativa alla tradizionale esposizione obbligazionaria internazionale che protegga dai ribassi assoluti più efficacemente e al tempo stesso generi ritorni più attraenti sul lungo periodo».

■ Pharus Sicav: Market Neutral e Absolute Return

I due nuovi comparti nascono dall'integrazione delle diverse metodologie di gestione del team di Pharus. Entrambi sono gestiti in ottica total return, proponendo obiettivi di rendimento assoluti, indipendentemente dall'andamento dei mercati finanziari.

In particolare Pharus Sicav Market Neutral rappresenta una novità nell'ambito delle sicav e dei fondi comuni di investimento, essendo uno dei primo fondi, a livello europeo, ad adottare una strategia market neutral pura, che mira ad una totale decorrelazione dal mercato azionario. Il comparto investe al 100% in azioni del mercato europeo prevalentemente a media capitalizzazione, con una copertura totale del portafoglio. La componente long (posizione in acquisto) è gestita mediante un rigoroso processo di investimento, guidato dall'interazione di modelli sia fondamentali sia quantitativi e supportato da un'attenta selezione dei titoli; la componente short (posi-

Cinque anni di Euro Stoxx 50



Andamento dell'indice delle 50 blue chips delle Borse dell'area euro.

Da sapere

■ Punto base

E' 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%.

■ 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.

■ 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.

zione in vendita) è invece gestita attraverso la vendita di future sull'indice DJ Euro Stoxx 50.

L'altro comparto, il Pharos Sicav Absolute Return, offre invece un portafoglio obbligazionario ad elevato merito di credito, permettendo nel contempo di beneficiare di un maggiore potenziale di rendimento, grazie ad una componente a strategia market neutral. Il portafoglio, infatti, è investito per l'80% in obbligazioni corporate con elevato merito di credito (prevalentemente rating A e AA), e per il restante 20% in azioni europee con copertura totale. La componente obbligazionaria del fondo è gestita tramite un rigoroso processo di bond picking (selezione dei titoli obbligazionari), mentre la componente azionaria è gestita con approccio market neutral.

«I due nuovi comparti», precisa **Davide Pasquali**, presidente di Pharos Sicav, «si inseriscono perfettamente nella filosofia di Pharos Sicav, confermandone il posizionamento, all'interno dell'industria del risparmio gestito, quale boutique gestionale indipendente specializzata nell'offerta di comparti che adotta-



Davide Pasquali
PHARUS SICAV
PRESIDENTE

no tecniche gestionali tipiche degli hedge fund long/short e market neutral. Pharos Sicav, infatti, propone agli investitori, dal 2003, degli strumenti di nicchia e a elevato valore aggiunto che adottano uno stile di gestione flessibile, propongono obiettivi di rendimento assoluti e permettono di beneficiare di tutti i vantaggi tipici delle gestioni hedge, associati alla garanzia di trasparenza di una Sicav lussemburghese con operatività giornaliera». Pasquali specifica anche quali siano gli obiettivi dei fondi in termini di rendimento e volatilità. «L'obiettivo di entrambi i comparti è quello di ottenere rendimenti positivi, a prescindere dall'andamento del mercato. Per quanto riguarda Pharos Market Neutral, sottolineiamo che la performance è assolutamente indipendente dalla direzionalità del mercato ed è generata esclusivamente dal differenziale di rendimento tra i titoli selezionati e il future venduto. Il rendimento obiettivo dichiarato è superiore al 10% annuo con una volatilità tra i sette e gli otto punti percentuali, su un orizzonte temporale di dodici mesi. Per quanto riguarda invece Pharos Absolute Return, stimiamo un rendimento superiore agli investimenti del mercato monetario, pari al tasso Euribor maggiorato di un punto percentuale, offrendo una volatilità contenuta, attorno ai due punti percentuali, e un ridotto rischio di timing di ingresso».

La gestione del rischio, che è parte integrante del processo di investimento, si realizza in modo continuativo e rigoroso, sia nella fase che precede l'applicazione delle strategie di investimento, sia in quella successiva, attraverso il controllo del profilo di rischio. Il processo si basa su modelli proprietari matematico-statistici che consentono un sistematico e quotidiano monitoraggio delle componenti long e short del portafoglio, al fine di ottimizzare il rapporto rischio-rendimento.

«I due nuovi comparti sono particolarmente adatti a chi è alla ricerca di prodotti di investimento di tipo total

return che mirano ad ottenere un ritorno positivo in qualsiasi condizione di mercato, senza avere un benchmark di riferimento. L'investimento in questi fondi è consigliato su un orizzonte temporale di investimento medio-lungo.

In particolare Pharos Absolute Return è adatto a chi ricerca un rendimento superiore rispetto al mercato monetario, rimanendo in un contesto di bassa volatilità e rischio medio. Pharos Market Neutral è, invece un comparto che ha le potenzialità per offrire un rendimento più elevato a fronte di una maggiore volatilità e di un livello di rischio medio-alto» conclude Pasquali. ■