

MA QUESTI NUOVI UCITS SEMBRANO QUASI HEDGE

I prodotti di Goldman Sachs e Mellon nascono dalla direttiva europea che ha ampliato gli strumenti a disposizione dei gestori. Ecco con quali tecniche si inseguono rendimenti non più legati solo all'andamento delle Borse

Da un lato i fondi azionari tradizionali a gestione attiva che, però, presentano (sempre) costi elevati e (in misura contenuta) performance superiori agli indici di mercato. Dall'altro i fondi hedge accessibili soltanto a investitori di fascia alta dal momento che l'investimento minimo è consentito è 500 mila euro. Nel mezzo, ora, alcuni prodotti davvero innovativi. Anticipatori di una nuova stagione dell'asset management, figlia della direttiva Ucits III che ha ampliato gli strumenti a disposizione dei gestori. *Investire* ha deciso di approfondire l'analisi iniziando da due case d'investimento che proprio nelle scorse settimane hanno presentato le loro iniziative al pubblico italiano.



**Carolina
Minio
Paluello**
GOLDMAN SACHS

RESPONSABILE EUROPEO
QUANTITATIVE RESOURCES
GROUP DI GSAM

Gsam Flex - long & short in portafoglio

GS EUROPE CORE FLEX PORTFOLIO

LE CINQUE TOP POSIZIONI LONG DI PORTAFOGLIO	SETTORE	PESO %
ENDESA SA	SPAGNA	3,2
VIVENDI SA	FRANCIA	3,2
MUENCHENER RUECK.	GERMANIA	3,2
AIR FRANCE-KLM	FRANCIA	2,5
FINMECCANICA SPA	ITALIA	2,5

LE CINQUE TOP POSIZIONI SHORT DI PORTAFOGLIO	SETTORE	PESO %
ZODIAC SA	FRANCIA	-2,5
ROYAL NUMICO NV	OLANDA	-2,4
FRED OLSEN ENERGY	NORVEGIA	-2,3
PERNOD-RICARD SA	FRANCIA	-2,2
CONTINENTAL AG	GERMANIA	-2,1

GS US CORE FLEX PORTFOLIO

LE CINQUE TOP POSIZIONI LONG DI PORTAFOGLIO	SETTORE	PESO %
AMERISOURCEBERGEN CORP	FARMACEUTICO	1,7
DEVON ENERGY CORP	ENERGIA	1,7
LOEWS CORP	FINANZIARIO	1,6
JPMORGAN CHASE & CO	FINANZIARIO	1,6
HEWLETT-PACKARD CO	INFORMATICA	1,6

LE CINQUE TOP POSIZIONI SHORT DI PORTAFOGLIO	SETTORE	PESO %
PROCTER & GAMBLE	BENI DI CONSUMO	-1,5
AMERICAN INTERNATIONAL GROUP	FINANZIARIO	-1,4
CHEVRON CORP	ENERGIA	-1,2
CITIGROUP INC	FINANZIARIO	-1,2
IBM	INFORMATICA	-1,1

Le principali posizioni lunghe e corte sulle azioni nei due fondi Goldman Sachs am.

GOLDMAN SACHS ASSET MANAGEMENT (GSAM)

I nuovi GS Flex Equity Portfolios di GSAM (Gs Us core flex portfolio e Gs Europe core flex portfolio) rappresentano una buona alternativa ai tradizionali fondi azionari con elevata volatilità spesso in mano a gestori considerati di eccellenza. I fondi Flex sfruttano una strategia innovativa che permette di implementare le idee generate dal processo di ricerca anche su posizioni corte con l'obiettivo di generare un rendimento atteso superiore all'indice di riferimento ma con livelli controllati di volatilità. I Fondi Flex sono gestiti dal team Azionario Quantitativo Globale di GSAM composto da oltre 70 professionisti dell'investimento che gestiscono attualmente più di 80 miliardi di euro.

Per la prima volta, questi prodotti sono accessibili a una vasta gamma di investitori, in quanto conformi alla direttiva Uctis 3. Tali fondi pur chiamandosi Flex non devono essere confusi con i fondi della categoria Flessibili di Assogestioni. *Investire* ha rivolto alcune domande a **Carolina Minio Paluello**, responsabile europeo Quantitative Resources Group di GSAM.

I fondi possono generare un'esposizione long fino al 135% e una short fino al 35%; cosa possono fare, però, in uno scenario di mercato azionario fortemente negativo come quello del triennio 2000-2003?

L'implementazione di posizioni short (di vendita allo scoperto, allo scopo di guadagnare sulla perdita di valore dei titoli), che possono essere ottenute tramite strumenti derivati, può offrire importanti vantaggi rispetto ai tradizionali fondi azionari. Consente di trarre vantaggio dalle informazioni negative sui titoli. Nell'ambito di un portafoglio tradizionale (long-only), il massimo che si può fare in caso di un'opinione negativa del gestore è evitare di detenere un titolo. In realtà, l'esposizione short a titoli con andamento deludente può migliorare il rendimento del portafoglio. Parallelamente, la strategia Flex prevede l'investimento in posizioni long (di acquisto, allo scopo di guadagnare sulla crescita di valore dei titoli) ulteriori a sostegno delle opinioni posi-

tive dei gestori, in modo da beneficiare in maggior misura delle informazioni positive sui titoli.

Quali sono quindi i vantaggi per gli investitori?

Sfruttando in maniera più efficace le capacità dei gestori, il fondo ha il potenziale per generare un rendimento più elevato; ma è importante sottolineare che mantiene la piena esposizione al mercato sottostante, sia positivo che negativo, avendo un Beta obiettivo di uno.

Che differenze ci sono rispetto a un fondo hedge equity long / short?

I fondi hedge sono generalmente fondi non regolamentati e disponibili unicamente agli investitori istituzionali. I GS Flex Equity Portfolio invece, in quanto fondi regolamentati dalla direttiva Uctis III, sono disponibili alla distribu-

Settori, confronto con gli indici

GS US CORE FLEX PORTFOLIO

SETTORE	FONDO	INDICE S&P500
FINANZIARIO	21,2	22,1
TECNOLOGIA	16,0	15,1
HEALTHCARE	13,3	12,2
BENI DI CONS.DISCREZIONALI	11,7	10,8
INDUSTRIALI	11,5	10,8
BENI DI CONS.PRIMA NEC.	9,8	9,3
ENERGIA	8,2	9,7
UTILITIES	3,0	3,4
TELECOM	2,8	3,6
MATERIALI DI BASE	2,4	3,1

GS EUROPE CORE FLEX PORTFOLIO

SETTORE	FONDO	INDICE MSCI EUROPE
GRAN BRETAGNA	34,2	34,1
FRANCIA	14,9	14,6
GERMANIA	10,8	10,9
SVIZZERA	9,8	10,1
SPAGNA	6,3	5,9
ITALIA	5,9	5,6
OLANDA	5,0	4,9
SVEZIA	3,7	3,8
FINLANDIA	1,9	2,1
BELGIO	1,6	1,8
ALTRI PAESI	6,0	6,2

Quanto pesano i settori nei due fondi e quanto nei rispettivi indici borsistici di riferimento.

Da sapere

■ Beta

E' il rapporto esistente tra la variazione di un titolo o di un fondo comune rispetto al suo indice di mercato o di riferimento. Se è uguale a uno le due variazioni coincidono perfettamente; se, per esempio, è pari a 0,9 significa che ad una variazione dell'1% dell'indice ne corrisponde una dello 0,9% del fondo.

■ Alfa (o Alpha)

Indica la parte di rendimento di un fondo imputabile all'abilità del gestore, con riferimento alla capacità di selezione dei titoli e dei tempi (timing) di acquisto e vendita degli stessi.

■ 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).

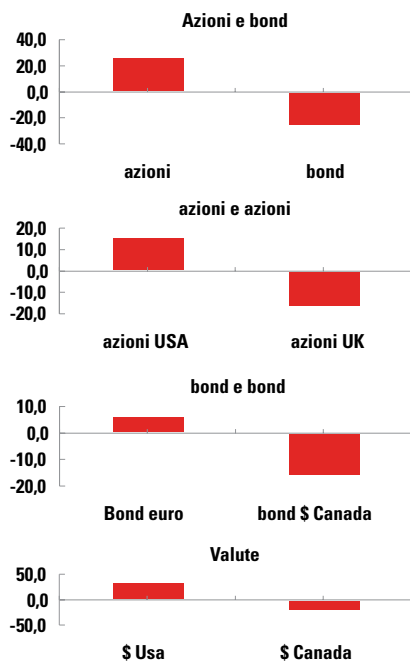
■ Bottom up

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.



Marco Palacino
MELLON
GLOBAL INVESTMENTS
DIRETTORE GENERALE

Mellon, long & short con i derivati



Le posizioni lunghe e corte del fondo Mellon Evolution Global Alpha funds.

zione al pubblico e hanno liquidità giornaliera. Oltretutto i GS Flex Equity Portfolio, a differenza dei fondi hedge che hanno un Beta variabile, hanno una completa esposizione al mercato sottostante tramite un Beta di uno.

Possiamo affermare che questa nuova tipologia di prodotto più che un concorrente diretto dei fondi hedge equity long short può dimostrarsi un temibile competitor nei confronti dei tradizionali fondi azionari a gestione attiva geografica (rispettivamente un azionario America e un azionario Europa) che fanno emergere sempre più i loro limiti in tema di possibilità di investimento?

Assolutamente sì. I competitor dei GS Flex Equity Portfolio di GSAM sono i tradizionali fondi azionari europei ed americani ad elevato Alpha che spesso sono molto concentrati e con un'elevata volatilità. Attraverso l'implementazione di raccomandazioni long e short, invece, i fondi Flex offrono una marcia in più nell'investimento azionario tradizionale mirando ad un Alpha potenzialmente elevato pur mantenendo un portafoglio molto diversificato ed un rischio controllato. Tali fondi rappresentano una rivoluzione nei fondi azionari consentita grazie alla nuova direttiva Ucits III che ci ha permesso di implementare in un fondo autorizzato Ucits III l'esperienza che abbiamo accumulato negli anni con le gestioni per i clienti istituzionali.

Come e ogni quanto tempo vengono modificate l'asset allocation strategica e quella tattica di portafoglio?

L'asset allocation strategica dei fondi GS Flex Equity riflette esattamente il benchmark di riferimento. Riguardo all'asset allocation tattica, la nostra gestione si basa su un approccio di selezione dei titoli di tipo cosiddetto bottom up, che si fonda su fattori fondamentali, e quindi non facciamo esplicite allocazioni settoriali o su specifiche nazioni.



Utilizzando gli ampi poteri di investimento concessi dalla Direttiva Ucits III, il Mellon Evolution Global Alpha fund offre agli investitori individuali una strategia finora disponibile solo attraverso fondi hedge. In particolare, con l'obiettivo di massimizzare i rendimenti e ridurre la volatilità del

“ Gli strumenti derivati offrono diversi vantaggi; in particolare permettono al fondo di assumere posizioni lunghe laddove ci siano attese di crescita delle valutazioni, e posizioni corte in caso contrario. Quindi di beneficiare di fasi di mercato sia al rialzo sia al ribasso ”

portafoglio, il fondo combina posizioni lunghe e corte, investendo unicamente attraverso strumenti derivati sui mercati azionari, obbligazionari e valutari dei principali Paesi sviluppati. Ciò consente un'elevata diversificazione del portafoglio e rendimenti a bassa correlazione con le tipologie di investimento tradizionali. Un ulteriore elemento distintivo di questo fondo a ritorno assoluto è dato dall'indicazione di un obiettivo di rendimento annualizzato, pari all'Euribor a 1 mese + 4% al netto delle commissioni di gestione e delle spese, su un orizzonte temporale di 3/5 anni.

Marco Palacino, direttore generale Italia di Mellon Global Investments tiene a precisare:

«Il fondo non investe in singoli titoli e così evita molti dei rischi legati all'investimento diretto a livello di società. Al contrario, prende posizioni attraverso strumenti derivati su interi mercati azionari e obbligazionari e sulle valute, usando future e contratti a termine. Gli strumenti derivati offrono diversi vantaggi; in particolare permettono al fondo di assumere posizioni lunghe laddove ci siano attese di crescita delle valutazioni e posizioni corte in caso contrario. Quindi di beneficiare di fasi di mercato sia al rialzo sia al ribasso. Ciò significa che il portafoglio offre rendimenti scarsamente correlati alle tradizionali classi di investimento, come azioni e obbligazioni. Infine, l'utilizzo di strumenti derivati consente di assumere posizioni su tutti i mercati a costi ridotti». A Palacino *Investire* ha rivolto una serie di domande.

Qual è la metodologia adottata per il controllo del rischio? E quali obiettivi si pone?

Il controllo del rischio è una parte fondamentale del processo di investimento. Vengono seguiti chiari parametri per evitare un'eccessiva concentrazione degli investimenti in alcune posizioni, ridurre esposizioni su mercati correlati con l'obiettivo di assicurare un'adeguata diversificazione tra le tipologie di investimento e i mercati. Circa l'obiettivo, il gestore non può superare il limite del Value at Risk (VaR) del 5% su base settimanale. Il VaR è una misura statistica che indica la massima perdita attesa del portafoglio, con un certo livello di probabilità e su un determinato orizzonte temporale. Nel caso del Mellon Evolution

Global Alpha Fund, 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 una settimana.

Che differenze ci sono rispetto a un fondo hedge?

Possiamo dire che il Mellon Evolution Global Alpha Fund rappresenta un concetto nuovo di fondi. Permette infatti agli investitori individuali di potersi avvalere dei benefici di sofisticate strategie e tecniche di investimento finora accessibili solo attraverso gli hedge funds, quali la leva finanziaria e la vendita allo scoperto di strumenti derivati, senza rinunciare ai vantaggi di un fondo tradizionale, in termini di trasparenza, quotazione e liquidità giornaliera, soglia minima di investimento.

Il fondo segue una strategia di allocazione tattica globale delle risorse. Come funziona?

Questa strategia permette di sfruttare le opportunità offerte dai mercati finanziari in base alle valutazioni delle diverse classi di attivo. Il team di gestione utilizza modelli di analisi che tengono costantemente sotto controllo le valutazioni dei principali mercati valutari, obbligazionari e azionari dei principali paesi sviluppati, per evidenziare le classi di attivo che sono destinate a vedere crescere le proprie valutazioni e quelle che invece sono già valutate equamente o sopravvalutate. La flessibilità di questo approccio consente di ottenere Alpha, ovvero rendimento aggiuntivo, in tutte le condizioni di mercato. Inoltre, focalizzandosi sulle valutazioni di diverse classi di investimento a livello globale, il fondo offre un'elevata diversificazione e riduce la volatilità del portafoglio tutelando il capitale investito.

Qual è l'uso più corretto a vostro avviso di questo prodotto?

Per le sue caratteristiche, il fondo è adatto ad investitori che sono alla costante ricerca di rendimenti positivi e non correlati alle tipologie di investimento tradizionali; che vogliono diversificare il portafoglio senza incrementarne il rischio e che pertanto mirano alla conservazione del capitale senza rinunciare alla sua crescita. ■

Da sapere

■ **Posizioni short**

Strategia dei gestori in base alla quale si vendono allo scoperto i titoli che ritengono destinati a scendere per guadagnare ricomprandoli a prezzi più bassi con l'obiettivo o di aggiungere extra rendimento al portafoglio oppure di ridurre l'esposizione netta complessiva di portafoglio.

■ **Long short equity**

Strategia dei gestori hedge in base alla quale si acquistano titoli che ritengono destinati a salire e vendono allo scoperto i titoli che ritengono destinati a scendere mantenendo un'esposizione netta al rialzo del mercato.

■ **Long only**

Letteralmente: soltanto lunga. È l'unica strategia a disposizione dei gestori di fondi comuni tradizionali che, infatti, possono soltanto assumere posizioni acquistano titoli che ritengono destinati a salire ma non possono vendere titoli allo scoperto. È per questo che tale strategia è definita rialzista in quanto può guadagnare soltanto se il mercato sale.