

# GESTIONI TOTAL RETURN, QUANDO L'OBIETTIVO È GUADAGNARE COMUNQUE

Filosofia, strategie e tecniche operative finalizzate a conseguire comunque un guadagno. Dai fondi hedge, lo strumento principe, ai fondi flessibili e ai prodotti in fase di lancio che sfruttano le possibilità offerte dalle nuove norme

■ di Fabio Sansone

**G**uadagnare comunque. Sia quando gli indici di Borsa tendono in territorio negativo, sia quando le obbligazioni perdono colpi sotto l'effetto dei rialzi dei tassi di interesse. Sia quando l'euro si apprezza sulle principali valute estere, sia quando l'ascesa delle materie prime raggela le aspettative economiche mondiali. E' questa l'obiettivo dei prodotti total return, quelli cioè che perseguono il rendimento assoluto positivo ogni anno. Prodotti che sono presenti sul mercato da oltre un decennio ma che sono diventati ora molto apprezzati dagli investitori subito dopo il grande crollo delle Borse degli anni 2000-2002.

Un fondo con approccio total return è spesso caratterizzato dal non avere un benchmark di riferimento e dal dichiarare politiche d'investimento piuttosto vaghe. In pratica il sottoscrittore accetta di firmare quasi una delega in bianco al gestore del fondo. Ma non per questo deve rinunciare a conoscere quale sia la volatilità e il rendimento prospettico a medio lungo termine attesi. Infatti, partendo dal presupposto che il tasso risk free, senza rischio (che, per il mercato italiano, è quello dei Bot) indica quanto è possibile guadagnare con il fai-da-te (quasi) senza rischi, è importante che il sottoscrittore di un fondo total return conosca in anticipo come verrà remunerata la maggiore volatilità dell'investi-

## Anno per anno, quanto hanno reso tutti i tipi di investimento

	Hedge Fund	Private Equity	Materie Prime	Immobiliare	Volatilità	Tender	Obli. Alto Rendimento	Obli. Paesi Emergenti	Azioni USA	Obli. USA
1994	41	17,8	16,6	6,0	13,2	15,4	-1,0	-18,9	2,0	-3,4
1995	21,5	33,3	15,2	9,4	-5,2	13,8	20,5	26,8	38,2	18,3
1996	21,1	26,3	23,2	-0,8	67,1	10,7	11,3	39,3	24,1	2,7
1997	16,8	-1,9	-3,4	6,9	14,8	18,9	13,3	13,0	34,1	9,6
1998	2,6	9,5	-27,0	5,6	1,7	5,9	3,0	-14,4	30,7	10,0
1999	31,3	133,1	24,4	2,8	6,9	10,9	2,5	26,0	22,4	-2,5
2000	5,0	-34,6	31,8	4,1	9,0	4,4	-5,1	15,7	-12,5	13,5
2001	4,6	-24,9	-19,5	4,4	-11,4	-5,2	4,5	-0,8	-12,0	6,7
2002	-1,4	-17,7	25,9	3,6	20,3	1,9	-1,9	14,2	-22,7	11,6
2003	19,5	50,3	23,9	2,1	-36,0	7,7	28,2	28,8	29,1	2,3
2004	9,1	24,0	9,2	2,4	-27,4	11,2	10,9	11,8	10,7	3,5
2005	9,7	18,6	34,9	3,3	-13,5	6,6	2,8	12,9	4,4	2,8

Undici anni di rendimenti a confronto. In rosso sono evidenziate le variazioni inferiori al tre per cento. Fonte Julius Baer am.

## Da sapere

■ **Alfa**

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.

■ **Portable alpha**

Sofisticata tecnica di gestione tramite la quale è possibile ricavare l'extra rendimento del gestore rispetto all'andamento di mercato e trasferirlo in un portafoglio finanziario senza aggiungere rischio.

■ **Asset allocation**

Procedura tramite la quale si determina la suddivisione ottimale di un portafoglio tra le varie asset class disponibili con l'obiettivo di massimizzare il rendimento e minimizzare il rischio.

■ **Asset class**

Classe di attivo finanziario. Quelle tradizionali sono: azioni, obbligazioni e liquidità. Tra le altre classi di attivo finanziario figurano invece gli investimenti alternativi (hedge funds, investimenti immobiliari ecc.), i prodotti strutturati e i derivati (future, covered warrant, certificati finanziari, obbligazioni indicizzate ecc.) e le forme di previdenza integrativa (fondi pensione, polizze vita, unit linked).

mento rispetto al risk free. Per farlo è necessario ricorrere al rapporto rischio/rendimento del fondo: si può, per esempio, confrontare i fondi e, a parità di volatilità espressa, selezionare quelli con il rendimento maggiore. In questo caso la preferenza è nella direzione della massimizzazione del rendimento in funzione di un certo rischio accettato. Ma si può anche ricorrere all'indice di Sharpe, l'indicatore sintetico che permette di confrontare tutti i fondi in quanto fornisce il valore aggiunto di gestione al netto del rischio corso: in questo caso viene privilegiata l'efficienza di gestione e non il guadagno massimo. In tutti i casi, è comunque necessaria una serie storica di dati senza la quale non è possibile analizzare e confrontare l'effettiva capacità di gestione del fondo.

■ **ARCA E MONTEPASCHI**

In Italia stanno fiorendo una serie di nuove proposte in questo senso, stimolate dal nuovo Regolamento di Banca d'Italia che hanno ampliato le possibilità di ricorso agli strumenti finanziari di nuova generazione (come gli hedge funds). Tra queste si segnalano Arca, la sgr delle banche popolari, e Montepaschi am. La prima, in collaborazione con Russell Investment Group ha lanciato sul mercato italiano Arca rendimento assoluto t3 e t5: i primi fondi di diritto italiano Multy Strategy Multi Manager, con obiettivo di rendimento positivo. Per la prima volta in Italia sono stati introdotti fondi d'investimento accessibili a tutte le famiglie che adottino la multistrategia: la capacità cioè di combinare, in un unico portafoglio, le strategie classiche direzionali, correlate direttamente ai mercati finanziari e attuate investendo in azioni e obbligazioni, con le strategie non direzionali, correlate poco o addirittura non correlate ai mercati finanziari. Queste ultime tramite prevedono l'utilizzo di fondi di hedge, strumenti con obiettivi di rendimento, la gestione attiva delle valute e la cosiddetta portable alpha, tramite la quale è possibile ricavare l'extra rendimento del gestore rispetto all'andamento di mercato e trasferirlo nel portafoglio senza ag-

giungere rischio. Si chiama invece Ducato Multimanager Cash Premium la novità in casa MontePaschi asset management. Adotta una strategia di portafoglio flessibile. Investe, infatti, in strumenti di natura monetaria a basso rischio (tra il 51% e il 70%) ed investimenti di natura alternativa (tendenzialmente dal 20 al 49%) di 3 tipi: hedge funds (su cui i fondi non armonizzati possono investire fino al 20%), i fondi immobiliari (Reits, fondi immobiliari italiani, Etf su indici real estate, ecc.) e fondi, Etf e sicav esposti sul settore delle materie prime.

Ducato Multimanager Cash Premium si pone quindi l'obiettivo di fornire, rispetto ad un investimento in liquidità, un extra rendimento realizzato con strumenti finanziari non facilmente accessibili al singolo risparmiatore e tendenzialmente scarsamente correlati sia tra loro e sia rispetto all'andamento dei mercati tradizionali.

Il comparto quindi presenterà un grado di rischio - nel suo complesso - controllato, sebbene moderatamente superiore all'investimento in liquidità. Con un'ultima precisazione: l'extra rendimento del fondo non è ricercato né con l'investimento in azioni e nemmeno in bond ma soltanto tramite la componente alternativa di portafoglio, ovvero i fondi hedge, gli strumenti a indirizzo immobiliare e i prodotti collegati direttamente o indirettamente al settore delle commodities

■ **PIONEER (UNICREDITO)**

Anche Pioneer Investments ha presentato la famiglia di fondi Total Return. I tre nuovi fondi, Pioneer Target Controllo, Pioneer Target Equilibrio e Pioneer Target Sviluppo, sono caratterizzati da uno stile di gestione a ritorno assoluto, volto a ricercare rendimenti superiori a quello dei Bot indipendentemente dall'andamento dei mercati, minimizzando il rischio di portafoglio. I nuovi fondi sono dedicati a chi ricerca la tranquillità nel proprio investimento e a chi detiene risparmi frammentati fra diversi strumenti amministrati, che potrebbero aumentare l'efficienza del portafoglio senza modificare il profilo di

rischio. PioneerTarget Controllo è un fondo flessibile con un obiettivo di rendimento medio annuo pari a MTS Bot + 0,5% su un orizzonte temporale di almeno tre anni. Il grado di rischio è medio-basso e la componente massima di azioni in portafoglio può essere del 30%. PioneerTarget Equilibrio è un fondo flessibile con un obiettivo di rendimento medio annuo pari a MTS Bot + 0,8% su un orizzonte temporale di almeno cinque anni. Il grado di rischio è medio e la componente massima di azioni in portafoglio può essere del 50%. PioneerTarget Sviluppo è un fondo flessibile con un obiettivo di rendimento medio annuo pari a MTS Bot + 1,1% su un orizzonte temporale di almeno sette anni. Il grado di rischio è medio-alto e la componente massima di azioni in portafoglio può essere del 80%

### **AZIMUT E KAIRÒS**

Ci sono sgr italiane che fanno del total return uno dei propri cavalli di battaglia, un vero e proprio tratto distintivo nel panorama italiano. Si tratta di Kairos partners e di Azimut.La, prima, fondata e guidata da Paolo Basilico, vanta una delle più consolidate esperienze nell'ambito delle gestioni hedge funds: un expertise che infatti si rivela sia nella sgr speculativa di gruppo sia nell'approccio gestionale nei fondi comuni di diritto italiano. Uno stile improntato alla ricerca paziente del risultato di gestione, ottenuto tramite l'accurata scelta dei titoli da inserire in portafoglio senza la necessità di dover superare la concorrenza di mercato a tutti i costi nel breve termine. Il confronto con il parametro di riferimento si esaurisce al livello di volatilità che è il paletto di riferimento rispetto al quale l'andamento della quota di ciascun fondo deve muoversi. Ciò permette a ciascuno dei gestori di adottare un approccio gestionale improntato alla prudenza, all'uso della strategia bottom up (la scelta rigorosa dei titoli da inserire in portafoglio), e alla conservazione del patrimonio (che significa soprattutto non aggiungere rischi eccessivi al portafoglio). Con scelte finali nel loro insieme molto poco

correlate (spesso) al benchmark.

In Azimut, invece, la gamma di fondi tradizionali, è da sempre affiancata da quella dei flessibili di tipo total return, il cui alfiere storico è il fondo Azimut trend. Il classico prodotto flessibile con approccio total return che, a fronte di un'alta volatilità delle quotazioni, ha restituito ai sottoscrittori alti rendimenti: dal febbraio '93, data di partenza, al 31 marzo scorso, Azimut trend ha reso il 12,012% annuo composto contro il 10,34% del Comit globale di Piazza Affari, il 7,97% dell'indice Mts netto dei Btp, il 7,76% dell'indice MSCI world convertito in euro. Merito anche di una peculiarità: quella di essere uno dei pochi fondi che in oltre 11 anni di attività non ha mai cambiato il gestore (Gherardo Spinola). Azimut vanta poi un fondo azionario total return flessibile focalizzato su Piazza Affari (Azimut trend Italia), uno bilanciato (Azimut strategie trend) e i tre fondi Formula 1 messi a punto per i risparmiatori può propensi all'investimento a breve termine che, tuttavia, non disdegnano la possibilità di ricavare un extra rendimento rispetto al tasso risk free.

### **UNO SGUARDO AL MERCATO**

In mercati molto direzionali come lo sono stati quelli degli anni Novanta una gestione flessibile è in grado di offrire una buona remunerazione ma meno di una gestione indicizzata: il costante inseguimento dell'indice di Borsa in continuo rialzo permette performance non ottenibili con la gestione flessibile. Al contrario in situazioni di mercato come quelle di questi ultimi anni, che in gergo tecnico sono definite laterali o moderatamente rialziste, è invece vero il contrario. Una buona gestione flessibile con approccio total return è in grado di cogliere le opportunità al rialzo e di capitalizzarle nel tempo. Proprio per queste ragioni *Investire* ha voluto allargare il panorama ai grandi asset manager internazionali per verificare sul campo quali siano i tratti distintivi del loro filosofia total return e quali, in concreto i prodotti proposto alla clientela italiana. ■

“ **In situazioni di mercato come quelle di questi anni, che in gergo tecnico sono definite laterali o leggermente positive, risulta più efficiente un approccio di tipo total return. Una gestione cioè capace di cogliere le opportunità di guadagno ma che sappia soprattutto capitalizzarle** ”

IN MATERIA DI TOTAL RETURN INVESTIRE HA RIVOLTO DUE DOMANDE AI RESPONSABILI DELLE MAGGIORI CASE DI INVESTIMENTO INTERNAZIONALI CHE HANNO ESPERIENZA IN QUESTO TIPO DI GESTIONI.

### LA FILOSOFIA

**1** QUAL È LA VOSTRA FILOSOFIA "ABSOLUTE RETURN" E/O "TOTAL RETURN" E COME VIENE MESSA IN PRATICA IN DETTAGLIO?

### I PRODOTTI

**2** QUALI SONO I PRODOTTI DISTRIBUITI IN ITALIA CON QUESTA METODOLOGIA? E CHE CARATTERISTICHE HANNO?

### INVESCO

**Sergio Trezzi**  
RESPONSABILE ITALIA



#### ■ La Filosofia

Nell'ambito della propria gamma di prodotti, Invesco dispone di due tipologie di soluzioni a ritorno assoluto: reddito fisso a bassa volatilità e il Multi asset class (ovvero reddito fisso più azionario insieme). Il primo comprende investimenti esclusivamente in titoli obbligazionari con l'obiettivo di ottenere un rendimento aggiuntivo al

tasso Euribor. Il prodotto di riferimento è il comparto Bond Return Plus, il cui obiettivo di rendimento è pari al tasso Euribor tre mesi maggiorato di 260 punti base (al lordo delle commissioni di gestione) in tutte le condizioni di mercato, con una volatilità media del 2%. Gli attivi in gestione ammontano a 2,5 miliardi di euro e sono in costante crescita. Anche perché l'evoluzione del mondo degli investimenti obbligazionari offre oggi più opportunità di diversificazione, dando accesso a maggiori possibilità di fonti di rendimento. Nel caso di Bond Return Plus, oltre 1200 fonti di alfa (extra rendimento del fondo derivante dalle scelte del team di gestione), raggruppate in 7 categorie (duration, investment grade, obbligazioni cartolarizzate, Paese, valuta, high yield, mercati emergenti) vengono esaminate per identificare le potenziali decisioni di investimento. Il prodotto è gestito avvalendosi del contributo analitico di oltre 90 professionisti, suddivisi per area di competenza (ognuna delle sette categorie di alfa), i quali utilizzando un sistema informatico proprietario centralizzato chiamato Q-tech, mettono a disposizione le loro decisioni e i relativi obiettivi (target stop/loss profit). Il portafoglio viene poi costruito rispettando il passaporto-prodotto, ovvero la carta di identità del portafoglio dove vengono riportate i rendimenti attesi da ciascuna fonte di alfa e il relativo contributo atteso nel rispetto del livello massimo di rischio totale.

Per quanto riguarda la seconda tipologia di total return di Invesco, quella cosiddetta multi asset class, posso invece dire che dal 31 marzo scorso è stato lanciato un nuovo prodotto denominato Invesco Continental European Absolute Return, avente un obiettivo di rendimento assoluto con bassa volatilità e gestione attiva dell'allocazione tra azioni obbligazioni e cash. Il fondo è gestito utilizzando le competenze complessive del nostro team di Henley (Londra), suddivise per contributo di asset allocation (5 risorse) e selezione titoli (3 risorse)

#### ■ I Prodotti

Come detto sono tre. Il primo, Bond Return Plus, ha l'obiettivo di rendimento del 2,60% (al lordo delle commissioni di gestione) al di sopra dell'Euribor 3 mesi in tutte le condizioni di mercato, con una volatilità media del 2% (massimo consentito 3%). Il comparto mira a generare rendimenti competitivi e a preservare il capitale, investendo in un portafoglio diversificato di attività a reddito fisso in tutto il mondo. Il gestore investe principalmente in obbligazioni corporate, titoli di stato e altri strumenti di debito cartolarizzati. Almeno l'80% del comparto è sempre investito in attivi denominati o coperti in Euro. Il comparto può investire fino al 25% delle sue attività nette in titoli a reddito fisso non investment grade. Tenuto conto degli ottimi risultati ottenuti con il comparto Bond return plus, a inizio di Marzo 2006 è stato lanciato una seconda versione, denominata Bond Return Plus II, dove l'obiettivo di rendimento è posto al tasso Euribor tre mesi maggiorato di 500 punti base (al lordo delle commissioni di gestione) in tutte le condizioni di mercato, con una volatilità media del 4%. Per coloro che amano una diversificazione globale c'è poi il citato INVESCO Continental European Absolute Return.

### CREDIT SUISSE

#### ■ La Filosofia

Per i mandati absolute return noi utilizziamo il nostro processo di investimento, basato sulle view relative tra mercati, e ottimizziamo con il nostro modello quantitativo ORB (Optimal Risk Budgeting) facendo riferimento ad un certo livello di volatilità crescente al crescere del target di rendimento.

Ad esempio, per una linea d'investimento che ha come obiettivo il tasso Libor a 3 mesi maggiorato di 150 punti base usiamo una volatilità pari al 2%. Nel caso delle linee a rendimento assoluto il modello va ad investire soltanto sulle asset class che si trovano al di sopra della linea del monetario, perchè solo queste

asset class hanno un ritorno atteso positivo. Queste linee hanno infatti come obiettivo quello di ottenere un "rendimento assoluto" positivo qualsiasi sia lo scenario di mercato e quindi indipendentemente dall'andamento dei mercati finanziari». Più mirata agli strumenti tipici del mercato obbligazionario la strategia di portafoglio per il segmento reddito fisso.

La nostra filosofia absolute return, all'interno dell'asset class reddito fisso, consiste nello sviluppare una gamma di prodotti che da una parte copra l'intero spettro dei livelli di rendimento-rischio, e dall'altra si differenzi per le classi di attivi nelle quali investe e per le strategie adottate. Nell'ambito Fixed Income il nostro prodotto con l'obiettivo di rendimento più alto (pari al tasso Libor 3 mesi maggiorato di 300 punti base al netto dei costi) e con il profilo di rischio più aggressivo è il fondo CSF (Lux) Total Return Engineered (Eur).

**Walter Sperb**  
CEO CREDIT SUISSE MILANO



### ■ I Prodotti

Abbiamo delle gestioni patrimoniali e dei fondi. Le linee di gestione patrimoniale, in fondi e miste (titoli+fondi), si articolano su tre profili con target rispettivamente tasso libor maggiorato di 150 punti base, libor più 300 punti base e tasso libor accresciuto di 500 punti base.

**Daniele Paglia**  
GESTORE FIXED INCOME  
CREDIT SUISSE ZURIGO



Credit Suisse total return global è un fondo flessibile che può spaziare da zero a 100% sia nelle azioni che nei titoli a reddito fisso e negli strumenti monetari. Il suo processo decisionale è molto sofisticato e particolare. Non ci interessa ipotizzare quale possa essere in assoluto il rendimento atteso delle Borse, delle obbligazioni e del mercato monetario, ma procediamo a confrontare le diverse asset class all'interno della stessa area geografica (per esempio le azioni Usa rispetto ai bond americani), o la stessa tipologia di titoli all'interno della stessa asset class (per esempio i bond area euro rispetto a quelli in sterline inglesi). Ciò ci permette di ricavare una matrice di preferenze di investimento a cui vengono affiancate analisi tecniche, studi macro economici e analisi fondamentali del mercato. Il tutto è poi dato in input al cosiddetto optimal risk proceeding che ha l'obiettivo di normalizzare tutte le nostre indicazioni di investimento in una unità comune di rischio: ciò consente di valutare l'esposizione al rischio del portafoglio in funzione dell'obiettivo di rendimento atteso. Nel caso del comparto Total return global, per esempio, l'obiettivo lordo di rendimento è fissato al tasso Euribor tre mesi maggiorato di 500 punti base ovvero del tasso Euribor 3 mesi maggiorato di 350 punti base per quello al netto delle commissioni

con una volatilità del 10%. In questa fase di mercato, per esempio, abbiamo un'esposizione in Borsa del 70% circa con il 30% in strumenti monetari in quanto siamo molto negativi sulle obbligazioni. A livello azionario preferiamo, nell'ordine, i Paesi emergenti, il Giappone e l'Europa mentre siamo meno positivi su Wall Street».

## WESTAM MELLON AM

**Massimoluca Mattioli**  
MANAGING DIRECTOR  
PER L'ITALIA



### ■ La Filosofia

Abbiamo due approcci di tipo total return: uno momomarca e l'altro multi-manager.

Si tratta di due approcci completamente diversi tra loro. Quello monobrand è di tipo beta driven. In pratica il gestore fa leva in primis sull'asset allocation per poi migliorarne i risultati con il ricorso ai migliori fondi della casa. Si cerca quindi di individuare le asset class che possano offrire le migliori opportunità in termini di rendimento assoluto e dopo averle individuate e sovrappesate in portafoglio vi si investe tramite fondi della nostra scuderia che hanno dimostrato di avere costanza di extra rendimento rispetto ai concorrenti di mercato.

Il secondo approccio di tipo total return è multimanager e alpha oriented. Il team di gestione ricerca i gestori

che potrebbero nei successivi sei-dodici mesi generare un alpha al portafoglio. Un approccio che incrocia un'attenta analisi quantitativa con una rigorosa analisi qualitativa basata anche su visite personali ai gestori in ogni parte del mondo.

Si possono distinguere tre sfumature di approccio multimanager apha oriented.

Il primo, denominato, Cash plus, combina i migliori gestori arbitraggisti in ambito reddito fisso: specialisti su curva dei tassi, duration, cambi, rischio corporate high yield.

L'obiettivo di rendimento è quello di generare un rendimento lordo pari al tasso Euribor 3 mesi maggiorato di 400 punti base con un VaR del 2,5%. Quest'ultimo, il Value at risk, è la misura della perdita massima, stimata con un 95% di probabilità, per i prossimi 12 mesi. Esistono due possibilità di calcolo del VaR: nel nostro caso è determinato come perdita massima residua dell'investimento nei successivi 12 mesi dopo uno shock finanziario (come, per esempio, quello degli attentati alle Torri Gemelle) senza che sia recuperato il livello pre crisi e si possa contare solo sul flusso cedolare e dei dividendi dei titoli in portafoglio. Qualora si consideri pure l'apporto dell'alpha del gestore il VaR di questo approccio scende allo 0,5%. L'orizzonte temporale consigliato è di tre anni.

Il secondo approccio è invece il cosiddetto Global equity low volatility, che consente al team di gestione di sfruttare tutte le possibilità d'investimento negli strumenti in ambito azionario con il solo limite imposto dalla direttiva comunitaria UCITs III. Il VaR è del 13,5% (che scende al 9,5% qualora si consideri l'apporto stimato dell'alpha di gestione) con un obiettivo di rendimento pari a quello dell'MSCI world ma con una volatilità ridotta rispetto all'indice delle Borse mondiali.

Il terzo approccio è il cosiddetto Global long/short equity, ovvero il fondo di fondi hedge multimanager.

Nella nostra sicav WestAM Compass Fund saranno lanciati in estate due nuovi fondi secondo le strategie Cash Plus e Global Equity low volatility del nostro team Multimanager. Si tratta di prodotti multimanager -

Gestione di gestori in senso stretto, dove il portafoglio del cliente è gestito direttamente in attività finanziarie con il concorso di una pluralità di gestori delegati che operano su segmenti contigui dello stesso portafoglio, scelti e monitorati in piena autonomia dal Gestore dei gestori che è l'unico responsabile per l'andamento del portafoglio. È una soluzione adottabile per un fondo collettivo multimanager, in alternativa allo schema classico del fondo di fondi. È una soluzione possibile per grandi portafogli istituzionali o per comparti di grandi portafogli istituzionali (per esempio Fondi Pensione Multicomparto). I punti distintivi vanno dall'accesso ai migliori gestori spesso non disponibili nel mondo dei fondi comuni all'esclusione dell'utilizzo dei processi d'investimento della casa, fino alla ricerca molto approfondita per inserire i gestori che riusciranno a produrre alpha in futuro il che non coincide necessariamente con un buon track record del passato. Il team gestisce più di 600 milioni di euro in mandati multiasset.

## UBS GLOBAL AM

**Antonio Manzini**  
RESPONSABILE DEGLI INVESTIMENTI



### ■ La Filosofia

«Un prodotto absolute return è per noi un prodotto il cui rendimento è scarsamente soggetto alle fluttuazioni dei mercati (più precisamente dei

## Da sapere

### ■ Correlazioni

In economia e finanza la "parentela stretta" in termini di andamento e comportamento tra due variabili economiche o due mercati finanziari. Al contrario, si dicono decorrelati o non correlati, variabili economiche e mercati finanziari i cui andamenti siano scarsamente convergenti o, addirittura, divergenti.

### ■ 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.

### ■ Indice di Sharpe

È un indicatore, relativo ad un fondo o ad un comparto di Sicav, che esprime una valutazione del rendimento ponderato per il rischio. Si ricava sottraendo dal rendimento del fondo il tasso di interesse di un investimento senza rischio (tasso risk free). Il risultato di questa differenza è poi successivamente diviso per la volatilità del fondo.

benchmark), soprattutto quando questi attraversano periodi di debolezza. L'obiettivo del gestore di un prodotto absolute return non è dunque, come nei portafogli o nei fondi tradizionali, il raggiungimento di una performance migliore di quella dell'indice di riferimento, quindi di un risultato relativo ad un altro, ma il conseguimento di un rendimento chiaramente formulato e il più possibile libero da condizioni o relazioni, assoluto dunque. Solitamente questi obiettivi di rendimento si esprimono sotto forma di una certa percentuale al di sopra di un tasso d'interesse privo di rischio (Libor o Euribor). Presso UBS Global Asset Management la natura assoluta dei risultati si ottiene gestendo separatamente l'esposizione del portafoglio, o fondo, al mercato (il cosiddetto beta) dalla selezione dei titoli (il cosiddetto alfa). Il gestore, che gode dunque di ampia libertà, ha così la possibilità di effettuare la selezione dei titoli e nel contempo, grazie all'utilizzo di strumenti derivati, di ridurre o addirittura annullare l'esposizione al mercato di riferimento. In tal caso la parte del beta nel rendimento totale è ridotta, se non addirittura azzerata, mentre il peso dell'alfa risulta accresciuto rispetto a quello che sarebbe in un fondo gestito tradizionalmente. La flessibilità di cui beneficia il gestore gli consente di addirittura rendere negativa l'esposizione al mercato, così da guadagnare nel caso in cui quest'ultimo realizzi delle perdite, oppure di portarla ai massimi livelli consentiti. Per poter realizzare degli obiettivi così ambiziosi il gestore deve poter disporre di aspettative di rendimento dei mercati attendibili e di solidi risultati di ricerca per la selezione dei titoli. Per poter esprimere al meglio le potenzialità dei nostri portafogli absolute return è indispensabile ampliare il più possibile il campo d'investimento. È così più agevole per il gestore identificare delle promettenti opportunità d'investimento e, nel contempo, realizzare un'ampia diversificazione del portafoglio. Da ultimo la gestione di prodotti "absolute return" necessita di un sofisticato sistema di controllo del rischio, senza l'apporto del quale l'ampia libertà di cui gode il gestore potrebbe condurlo a scelte troppo ri-

schiose (da notare che nei prodotti absolute return la scelta dell'obiettivo di rendimento è di quella del rischio tollerato sono intimamente legate). Ecco quindi che case di asset management che dispongono di strutture di ricerca globali, di ampie capacità d'investimento e di rigorosi strumenti di controllo e gestione del rischio godono di vantaggi nella gestione di prodotti absolute return.

### ■ I Prodotti

Al momento uno solo: UBS (Lux) Bond Fund – Absolute Return Bond (EUR). Si tratta di un fondo con l'obiettivo di perseguire un rendimento assoluto positivo e superiore al tasso di rendimento medio del mercato monetario dell'area euro. Il suo rendimento obiettivo è infatti fissato al tasso monetario a tre mesi maggiorato di 200 punti base al lordo delle commissioni di gestione. Un prodotto diversificato sia per tipologia di titoli che per rating: attualmente, per esempio, nel suo portafoglio il 40,3% è destinato a corporate bonds, il 23,5% a titoli MBS e ABS, il 19,8% a emissioni di Enti sovranazionali, il 6,4% ad altri titoli e il 10,1% in liquidità. Per quanto riguarda invece il rating, il 68,5% è in titoli con almeno singola A, mentre quelli BBB contano per il 12,9%, quelli con rating BB il 7,4% e quelli tripla B l'8,5%. Il portafoglio del fondo ammonta a 918 milioni di euro con una duration pari a circa un anno.

## FORTIS INVESTMENTS

### ■ La Filosofia

Fin dal 2002 Fortis Investments ha sviluppato, e nel tempo implementato, strategie absolute Return per i portafogli gestiti ed ha strutturato una propria filosofia d'investimento. In Fortis crediamo che i mercati siano inefficienti nel breve-medio periodo in quanto le quotazioni tendono a muoversi in maniera ciclica e sono costantemente influenzate dai mutevoli favori degli operatori di mercato e da investitori che tendono a sovrastimare le proprie scelte di investimento.

### Andrea Favalaro COUNTRY MANAGER



Questi movimenti, identificati grazie ad analisi sistematiche che prendono in esame un numero significativo di fattori, possono essere catturati e trasformati in rendimenti aggiuntivi da offrire ai nostri investitori. Nel fare ciò seguiamo una filosofia di investimento evoluta: il nostro modo di allocare le risorse, oggi, si è evoluto passando da una classica allocazione tra asset class ad un'allocazione tra diversi livelli di rischio. Questo tipo di filosofia è supportata da un approccio di tipo risk budget che permette di allocare il rischio tra strategie che presentino il miglior rapporto rischio/rendimento e di raggiungere contemporaneamente un alto livello di diversificazione tramite uno stretto controllo delle volatilità e delle correlazioni. Il secondo pilastro su cui si fonda la nostra filosofia di investimento è quella di costruire portafogli che seguano un numero elevato di strategie poco correlate. Questo permette ai nostri portafogli di avere, laddove voluto, una scarsa dipendenza dai movimenti principali di mercato ed offrire delle risposte a possibili movimenti negativi degli stessi (vedi rialzo dei tassi di interesse).

### ■ I Prodotti

A parte gli hedge funds dedicati ad una clientela istituzionale, attualmente distribuiamo in Italia cinque fondi absolute return: il Fortis L Fund Abso-

lute Return Stability, Balanced and Growth; il Fortis L Fund Absolute Return Bond Euro Plus ed il Fortis L Fund Absolute Return Equity Europe. I fondi Fortis L Absolute Return Stability - Balanced e Growth, utilizzando sia strategie long che short, possono investire in ogni classe di attivo, dai mercati tradizionali (Equity, Bonds) a classi che permettono una migliore diversificazione del portafoglio quali: Emerging Equities, Emerging Debt, High Yield, utilizzando i derivati ad essi associati o i centri di investimento all'interno di Fortis investments

Le principali fonti di valore aggiunto offerte dai fondi sono le Strategie direzionali e le strategie Alpha. Le prime puntano sui trend dei mercati in ascesa o in calo a cui si affiancano le strategie "relative" (market neutral) come i movimenti della curva mentre le strategie Alpha fanno leva sul portafoglio alpha, derivante dai nostri centri di investimento, e che consiste nel ricavare l'extra rendimento del gestore rispetto all'andamento di mercato e trasferirlo nel portafoglio minimizzando il rischio aggiuntivo. I principali vantaggi vanno da un grande numero di strategie scarsamente correlate alla possibilità di sfruttare mercati in fase discendente, dalla bassa sensibilità ai tassi di interesse ad avere un'alternativa ai classici prodotti Equity e Bonds, da un importante mezzo di diversificazione (bassa correlazione con le asset class tradizionali) alla piena trasparenza offerta da un fondo UCITS III (molto migliore rispetto a quella offerta da un hedge fund) L'obiettivo annuo di rendimento dei fondi è rispettivamente: tasso Eonia maggiorato di un punto percentuale per lo Stability, tasso Eonia maggiorato di due punti percentuali per il Balanced e tasso Eonia più 4% per il comparto il Growth.

Il Fortis L Fund Absolute Return Bond Euro Plus investe unicamente sui mercati obbligazionari mondiali avendo la possibilità di andare long/short al fine di sfruttare i differenti movimenti dei tassi di interesse. L'obiettivo di rendimento annuale è pari al tasso Eonia maggiorato di due punti percentuali con una volatilità media attesa equivalente a quella di un portafoglio investito in obbligazio-

ni governative europee, circa il 3%. Il vero valore aggiunto del fondo sta nella possibilità dei gestori di esprimere tutte le loro capacità di gestione sganciandosi dalle restrizioni di un benchmark ed allo stesso tempo, avendo la possibilità di andare sia long (assumere cioè posizioni di acquisto sui titoli) che short (vendite allo scoperto) sfruttando qualsiasi evento e movimento del mercato al fine di generare rendimenti assoluti.

## BNL GESTIONI

**Andrea Spallacini**  
RESPONSABILE DELLA LINEA  
TOTAL RETURN



### ■ La Filosofia

La gestione improntata alla filosofia absolute return mira al conseguimento di rendimenti stabili ed alla conservazione del capitale indipendentemente dalle condizioni di mercato prevalenti. Ciò è attuato mediante la ricerca di strategie di gestione il più possibile decorrelate tra loro ed indipendenti dalla direzionalità dei mercati. In generale in Bnl gestioni prevediamo l'utilizzo di tecniche quantitative e di strategie di gestione avanzate finalizzate alla gestione dinamica dell'allocation per classi di attivo, sia all'aumento del rendimento ottenibile dalle singole asset class. L'obiettivo di queste gestioni è prevalentemente quello di ottenere un rendimento assoluto (total return) proporzionale al profilo di rischio previsto per il pro-

dotto, ovvero un rendimento che sia funzione dei vincoli di protezione dei capitali investiti, in relazione agli orizzonti temporali definiti, in presenza di limiti di rischio prevalentemente di tipo assoluto

In pratica il processo di gestione si concretizza nella ripartizione di tali budget di rischio tra diverse asset class e strategie di gestione, al fine di giungere alla costruzione di un portafoglio efficiente sia in termini di rendimento atteso che in termini di volatilità assoluta e correlazione con le principali classi di attività finanziarie. La gestione fa inoltre ricorso all'utilizzo di strumenti derivati, possibilità recentemente ampliata con l'emanazione del nuovo Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio di Banca d'Italia, che estende la possibilità di implementazione di strategie di creazione di alfa tramite opzioni ed altri strumenti derivati.

### ■ I Prodotti

La linea di gestione Total Return di BNL Gestioni si occupa della gestione di diversi fondi comuni di diritto italiano. In base alle strategie gestionali impiegate ed ai profili di rischio definiti, la gamma spazia da prodotti total return così come definiti nella loro accezione più pura, a prodotti che, pur con un grado di volatilità maggiore, non presentano una correlazione elevata con una specifica classe di attivo (i cosiddetti flessibili). In particolare il fondo BNL Strategia Rendimento rappresenta la sintesi della filosofia "total return" precedentemente descritta. All'obiettivo di limitazione del rischio di perdita del capitale su un orizzonte temporale di un anno si aggiunge infatti quello di un extra rendimento rispetto al mercato monetario mediante l'implementazione delle varie strategie prima illustrate, il tutto con un grado di rischio molto contenuto. I fondi BNL Strategia 90 e BNL Strategia 95 si caratterizzano per l'adozione di un modello quantitativo di gestione di tipo CPPI ("Constant Proportion Portfolio Insurance") che stabilisce l'allocation tra investimenti rischiosi e non, garantendo attraverso una strategia "convessa" la partecipazione ai trend del mercato azionario e la contestuale protezione di una soglia

## Da sapere

### ■ Punto base

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

### ■ 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 e, a seguire, le aree geografiche, i settori e, infine, i singoli titoli.

### ■ 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).

del patrimonio investito. Vi è poi un fondo di ispirazione esclusivamente obbligazionaria, BNL Obbligazioni Flessibile, che si caratterizza per una gestione più dinamica dello strumento della duration di portafoglio (quale indicatore di sintesi dell'esposizione al rischio tassi), rivolgendosi sia alle emissioni delle principali aree geografiche (Europa, America, Regno Unito) che a quelle di paesi periferici ed emergenti, gestendo attivamente anche la componente valutaria.

Oltre a questi quattro prodotti, BNL Gestioni gestisce BNL Flessibile, un fondo tattico con un profilo di rischio alto e ampi margini di discrezionalità finalizzati alla realizzazione di performance aggiustate per il rischio, comparativamente migliori dell'asset class azionaria globale.

Da segnalare che la gamma di offerta di BNL Gestioni è stato recentemente ampliato con un nuovo comparto obbligazionario Total Return della Sicav di diritto irlandese di BNL Gestioni: BNL Euro Absolute Return Bonds è un comparto appartenente alla tipologia degli obbligazionari flessibili, con un rischio finanziario medio basso. La gestione del comparto è affidata in delega a Lazard Asset Management Deutschland, la cui strategia di gestione – che vanta un'esperienza particolarmente significativa – si fonda sulla ricerca di extrarendimenti attraverso la selezione di strumenti di debito quali ABS ed MBS di elevato rating e l'utilizzo di un sofisticato modello di duration management.

## FRANKLIN TEMPLETON ITALIA SGR

### ■ La Filosofia

Franklin Templeton è focalizzata sul Total Return che significa avere la possibilità di investire potenzialmente in qualsiasi strumento obbligazionario puntando a realizzare un rendimento assoluto positivo. Questo obiettivo viene perseguito cercando di massimizzare le componenti principali che costituiscono il rendimento

di un investimento obbligazionario: reddito da interessi, apprezzamento in conto capitale e utili su cambi.

L'universo d'investimento viene definito in termini estremamente ampi, per includere tutte le tipologie di strumenti disponibili sui mercati obbligazionari globali: dalle obbligazioni con rating elevato (investment grade) sia corporate che governative alle obbligazioni ad alto rendimento (high yield) emesse da aziende o emesse sui mercati emergenti fino ai titoli denominati in molte valute differenziate. Strumenti obbligazionari molto diversificati vengono scelti per combinare nel modo ottimale le migliori opportunità.

**Sergio Albarelli**

**AMMINISTRATORE DELEGATO**



In termini di obiettivo di investimento, la gestione total return di Franklin Templeton si pone come obiettivo la ricerca di rendimenti elevati e soddisfacenti e si fonda sul lavoro di analisti specializzati e su una strategia di gestione attiva volta ad identificare le migliori opportunità di investimento caratterizzate da un alto rendimento potenziale.

L'ampissima gamma di strumenti obbligazionari e valute in cui i comparti Total Return possono investire fa sì che l'allocazione di portafoglio sia definibile in modo più flessibile rispetto ai prodotti tradizionali. Questo consente di realizzare una migliore diversificazione, approfittando con-

temporaneamente dell'andamento differenziato dei tassi d'interesse a livello globale, delle dinamiche dei tassi di cambio e degli altri fattori che determinano la performance dei comparti obbligazionari. In termini di filosofia di investimento, il Franklin Templeton Global & International Bond Team segue un processo d'investimento strutturato. Ogni settore viene sottoposto ad analisi specifiche, nell'ambito di una strategia che combina una visione macro globale con un approccio bottom-up alla valutazione dei titoli specifici. Il team di gestione degli investimenti definisce il portafoglio a partire dall'analisi delle emissioni governative e corporate in tutto il mondo, sulla base di un approccio sia quantitativo che qualitativo.

### ■ I Prodotti

In Italia i comparti Total Return della Sicav Franklin Templeton Investment Funds sono tre: Templeton European Total Return Fund, Templeton Global Total Return Fund e Franklin US Total Return Fund. Tutti e tre hanno come obiettivo la ricerca del miglior rendimento assoluto, come combinazione di rendimento da interessi, apprezzamento del capitale e guadagni sulle valute e investe in un portafoglio di obbligazioni a tasso fisso o variabile, in titoli di stato o di enti statali, o in obbligazioni corporate. L'unica sostanziale differenza è il focus di azione: uno punta in particolare sull'area europea, uno sui titoli a livello mondiale e il terzo sull'area del dollaro americano. L'universo d'investimento, in termini di titoli, comprende: obbligazioni governative, obbligazioni corporate, obbligazioni emesse nei paesi emergenti, obbligazioni high yield, asset-backed securities, emissioni in valute straniere. Il team di Franklin Templeton Fixed Income conta su 72 esperti d'investimento e analisti, con un'esperienza mediadecennale nell'analisi dei mercati, mentre il team di Fiduciary è composto da 23 professionisti, che vantano un'esperienza media nel settore di 13 anni. Nella gestione di questo comparto è coinvolto anche il Global Credit Research Team, composto da 30 analisti situati a San Mateo in California, a New York e a Londra.

Il valore aggiunto della gestione del fondo Templeton Global Total Return Fund consiste nell'expertise in un gruppo di ricerca globale, costituito da professionisti specializzati basato a San Mateo, che interagisce direttamente con un team di 72 ricercatori dedicati al reddito fisso e con gli uffici Franklin Templeton di 28 paesi, garantendo una copertura davvero globale della ricerca.

## JULIUS BAER SGR

**Riccardo Cervellin**  
DIRETTORE GENERALE



### ■ La Filosofia

La nostra società può contare su due diversi approcci a rendimento assoluto, l'uno implementato dalla divisione londinese e l'altro sviluppato a Zurigo.

Il team Julius Baer di Londra gestisce mandati e fondi absolute con un approccio focalizzato sugli strumenti obbligazionari e sulla gestione attiva delle variabili che ne condizionano il rendimento finale. L'idea d'investimento è quella di uno strumento che, attraverso uno stretto controllo di duration, valuta, settori e rischio di credito su base globale, sia in grado di ottenere il rendimento obiettivo in ogni condizione di mercato.

In particolare, tale assunto di base trova la sua applicazione mediante l'ampia diversificazione fra i diversi bond a disposizione, partendo dal presupposto, suffragato dai dati storici, che

non tutte le obbligazioni, in un dato momento, si comportano allo stesso modo. Il secondo mezzo a disposizione dei gestori è poi assicurato dalla possibilità di "andare corti" quando le condizioni di mercato, come ad esempio nello scenario attuale, lo richiedono. In questo senso, i limiti di gestione consentono di sfruttare la variabile duration come una leva critica per la costruzione di valore, alterabile nell'ampio intorno che va dai +12 anni ai -3 anni. La cassetta degli strumenti derivati adatti allo scopo, come le opzioni su tassi di interesse, obbligazioni e valute e varie tipologie di swap, usate per gestire il rischio anche nei casi di eventi infausti, come l'insolvenza di un emittente.

Ricapitolando, il portafoglio è dunque composto, nella sua parte core da Obbligazioni prevalentemente Government e ad elevato rating. Per quanto riguarda la parte satellite il portafoglio si compone invece di strumenti tesi da un lato ad enfatizzare le possibilità di rendimento, mediante l'utilizzo di corporate bonds, strumenti convertibili, obbligazioni high yield e Asset Backed Securities; dall'altro ad assicurare una copertura efficace del rischio, utilizzando a tal fine gli strumenti derivati.

Il rischio è monitorato attraverso tecniche di Value-at-Risk, che permettono di limitare la massima perdita attesa entro un certo orizzonte temporale entro limiti predefiniti, con una ragionevole certezza. Nel caso del fondo distribuito in Italia, l'Absolute Return Bond Fund, lo scostamento massimo atteso dal rendimento target (Euribor + 200 / 300 punti base) è limitata al 6% con un livello di confidenza del 99%. Assumendo un valore dell'Euribor pari al 2,5%, ciò significa solo in un anno di gestione ogni 100 il fondo potrebbe registrare un rendimento inferiore a -0,5%.

Per quanto concerne l'approccio di Zurigo, che chiamiamo Multistrategy, anche in questo caso l'obiettivo è ottenere un rendimento positivo, pari all'Euribor più uno spread predeterminato, indipendente dall'andamento del mercato.

I mezzi attraverso i quali questo genere di risultato è reso possibile,

fanno in primo luogo riferimento ad un universo d'investimento ancora più ampio del precedente e ad un rigoroso controllo del rischio, attuato sempre attraverso metodologie di Value-at-Risk.

L'ampio universo di investimento comprende, accanto ai prodotti tradizionali azionari e obbligazionari, le commodities, il mercato immobiliare, fondi di private equity, fondi hedge, e strumenti legati al mercato assicurativo o del legname. La diversificazione in questione mira a costruire un portafoglio in cui le diverse classi di attivo abbiano una correlazione bassa o addirittura negativa con i comparti tradizionali. Consideriamo infatti la correlazione, specie nei casi di incrementi repentini o anomali, il rischio da monitorare più attentamente.

In aggiunta all'utilizzo di classi di attivo decorrelate, fondamentale per la strategia absolute e per l'innalzamento della frontiera efficiente, la politica d'investimento prevede l'impiego di strumenti derivati attraverso strategie market neutral e long/short, tali da assicurare una riduzione consistente del beta di portafoglio.

Strettamente collegato alla politica d'investimento e parte integrante della stessa è il processo di gestione e monitoraggio del rischio. Questo processo richiede una conoscenza approfondita dei profili di rischio/rendimento delle asset class utilizzate e di uno stretto controllo del rischio assoluto. Gli indicatori utilizzati a tal fine, oltre al VaR, sono il VaR condizionale, indispensabile per tenere conto dei rischi connessi alle code della distribuzione dei rendimenti (c.d. fat tails - ovvero delle situazioni estreme dei mercati), e l'assegnazione di un budget di rischio per ogni singola posizione.

### ■ I Prodotti

In primis l'Absolute Return Bond Fund, gestito dal team di Londra e indirizzato sia alla clientela retail che a quella istituzionale. Il prodotto ha un patrimonio in gestione di 2,36 miliardi di euro. Di questi, ben 750 milioni sono stati sottoscritti nel nostro Paese.

Il fondo è partito due anni fa e nel solo 2005 la performance si è atte-

stata su valori prossimi al 7%, che lo collocano ai vertici del proprio peer group.

Il suo obiettivo di rendimento è pari all'Euribor + 200 / 300 punti base, mentre il limite di VaR è posto al 6% annuale a un livello di confidenza del 99%.

Il team di Zurigo per il momento collabora con noi attraverso mandati di gestione pensati specificamente per la clientela istituzionale. Il patrimonio di questi mandati, assegnati oltre che in Italia in Svizzera, Germania, Austria e Gran Bretagna, è pari a 810 milioni di euro.

## AXA IM

**Alessandro D'Andrea**  
GLOBAL HEAD OF PRODUCT  
SPECIALIST UNIT



### ■ La Filosofia

Axa im è un gestore di fondi multi-specialist che ha in gestione un patrimonio superiore ai 430 miliardi di euro (dati al 31 dicembre 2005). La nostra offerta di tipo total return copre differenti tipologie di asset class: reddito fisso, azionario, asset allocation e fondi hedge. In Italia la nostra offerta è focalizzata sui prodotti di tipo asset allocation, ma potrebbe ampliarsi nel prossimo futuro.

Noi riteniamo che ci siano tre principali fattori chiave all'interno del nostro processo di investimento che consentono di generare un consistente e regolare flusso di performance. Il

primo dei quali è una dinamica, flessibile e opportunistica asset allocation tattica messa in opera da un team di specialisti di investimento. In secondo luogo, altrettanto importante, è la garanzia di un'ampia diversificazione in termini di asset class, aree geografiche, settori e stili di gestione, facendo leva sul modello multi-specialist di Axa im. Questo modello produce i nostri fondi total return con una selezione ampia di asset class gestite da team di investimento: un esempio è rappresentato dalla gamma dei fondi azionari del team Axa Rosenberg. L'uso di sofisticate metodologie quantitative per ottimizzare la costruzione del portafoglio e per ripartire le diverse asset class con il miglior rapporto rischio - rendimento attuato attraverso il cosiddetto approccio VaR (value at risk). Il team di gestione controlla che il rischio dei fondi sia in linea con le specifiche dichiarate nel prospetto e nella vendita ai clienti; per farlo utilizza tecniche quantitative in base alle quali stabilisce il limite massimo accettabile per la quota di ciascun fondo: per esempio 2,5% di Axa tesorerie plus, il 4% di AXAWf force 3 e l'8% di Axa Wf force 5 con una probabilità del 95% nei prossimi 12 mesi.

### ■ I Prodotti

La gamma di fondi di total return di Axa im è articolata in quattro prodotti che coprono altrettanti obiettivi d'investimento capaci di rispondere alle esigenze degli investitori. In particolare Axa Wf force 3 si pone l'obiettivo di investimento un rendimento superiore di 200 punti base al tasso Eonia con un value at risk del 4%; Axa W force 5, invece si pone l'obiettivo di superare il tasso Eonia di 400 punti base con un value at risk dell'8%. Chiudono l'elenco i fondi AXAWF talents absolute e AXAWF Optimal income.

#### AXAWF Force 3

L'obiettivo di AXAWF Force 3 è quello di generare una performance assoluta pari a Eonia capitalizzato +200bps. Per raggiungere l'obiettivo, il gestore si basa su un'allocation tattica e molto dinamica, l'ampia diversificazione in termini di classe attivi (azioni, obbligazioni, valute), di settori e di stili di gestione (mettendo così a profitto il modello multi-specialist di AXA In-

vestment Managers), e infine sull'utilizzo di strumenti quantitativi che permettono di ottimizzare la costruzione di portafoglio con l'uso di un approccio Value At Risk per l'allocatione del rischio.

AXAWF Force 3 è gestito con un livello di VaR del 4%, ciò significa che, nel peggiore dei casi e con un elevato livello di confidenza, la perdita non dovrebbe essere superiore al 4% su un arco temporale di un anno.

L'obiettivo di AXA WF Force 5 è quello di generare una performance assoluta pari a Eonia capitalizzato +400bps. Per raggiungere l'obiettivo, il gestore si basa su un'allocazione tattica e molto dinamica, l'ampia diversificazione in termini di classe attivi (azioni, obbligazioni, valute), di settori e di stili di gestione (mettendo così a profitto il modello multi-specialist di AXA Investment Managers), e infine sull'utilizzo di strumenti quantitativi che permettono di ottimizzare la costruzione di portafoglio con l'uso di un approccio Value At Risk per l'allocatione del rischio. AXAWF Force 5 è gestito con un livello di VaR del 8%, ciò significa che, nel peggiore dei casi e con un elevato livello di confidenza, la perdita non dovrebbe essere superiore al 8% su un arco temporale di un anno.

AXAWF Optimal Income è un fondo total return con un obiettivo di rendimento assoluto pari al 7% p.a. al lordo delle commissioni. L'approccio è Bottom-up: 100% security picking in un universo d'investimento costituito da una selezione di titoli di qualità ed obbligazioni corporate di società europee a media e grande capitalizzazione. I gestori del fondo scelgono il migliore veicolo d'investimento per una certa società, fra azioni e obbligazioni corporate, in grado di produrre il rendimento maggiore nel rispetto di parametri di rischio di riferimento: azioni con alto dividend yield e con buone prospettive di crescita; obbligazioni corporate con un rating superiore a BB, con un rendimento superiore ai Titoli di Stato e minor downside in una fase di ripresa economica.

L'allocatione fra Azioni e Obbligazioni permette una variazione

dell'esposizione azionaria compresa tra il 25% ed il 75%.

AXAWFTalents Absolute

L'obiettivo di questo fondo è di ottenere un apprezzamento di capitale nel lungo periodo (orizzonte temporale 3 anni) tramite strumenti finanziari per coprire il portafoglio contro la maggior parte dei rischi di valuta e del mercato azionario, al fine di isolare la sovra-performance generata dallo stock picking. AXAWFTalents Absolute seleziona società gestite da imprenditori che hanno mostrato di poter creare valore indipendentemente dal ciclo economico. Il gestore del fondo e i membri del team preferiscono affidarsi a persone che abbiano una visione di lungo termine e che abbiano dimostrato il loro valore, anziché crearsi un'opinione basata sulle loro società.

## RAIFFEISEN CAPITAL MANAGEMENT

**Donato Giannico**  
COUNTRY HEAD ITALIA



### ■ La Filosofia

In Austria, dove le norme sono meno restrittive, abbiamo un'esperienza molto ampia in fatto di total return. Anche quando si tratta di prodotti long only, che puntano cioè soltanto sul rialzo, si tratta di mettere insieme diverse classi di investimento, com-

## Da sapere

### ■ Benchmark

È un indice o un paniere di indici che descrive l'andamento di un mercato finanziario (azionario, obbligazionario ecc.). È il parametro di riferimento che viene utilizzato per confrontare in modo sistematico e omogeneo l'andamento di un titolo (azione o obbligazione) o di un fondo o di una gestione patrimoniale.

### ■ Beta

Indica la parte di rendimento di un fondo imputabile all'andamento del mercato finanziario di riferimento.

### ■ 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.

**“ In generale per i prodotti total return il sottostante conta poco. Sono le scelte del gestore, pilotate dal controllo del rischio, che fanno quel valore aggiunto che nei prodotti long only può arrivare a rappresentare il 50-60% del risultato ”**

presi i fondi hedge e immobiliari (investimenti alternativi). Noi lo facciamo dosando la quantità di equity a seconda del prodotto che vogliamo creare. Abbiamo infatti fondi dove utilizziamo reddito fisso più alternativi, altri con equity più alternativi, altri ancora dove si combinano sia reddito fisso, sia equity, sia alternativi. Al di sopra dell'acquisto dei titoli (per i fondi) e dei fondi (per i fondi di fondi) c'è un sovrastrato di strategie che servono per aggiungere alfa. In particolare l'asset allocation tattica, per la quale in particolare siamo conosciuti. Si tratta di sovrappesare o sottopesare le varie asset class con decisioni molto ravvicinate nel tempo. Il nostro processo si è talmente evoluto e perfezionato da diventare un marchio registrato. Si chiama Stratomatrix, ci permette di agire su 180 possibilità di combinazioni, in pratica 180 scommesse diverse. Con questo processo siamo anche in grado di misurare l'outperformance imputabile al processo stesso, che per esempio nel 2005, rispetto ad un ipotetico portafoglio perfettamente bilanciato, ha significato 220 punti base in più. Utilizziamo lo Stratomatrix per tutti i prodotti, e naturalmente anche per i total return. Per questi ultimi il fattore fondamentale è il controllo del rischio: il nostro modello evoluto, che abbiamo chiamato Constant Shortful Risk, ci consente in ogni momento di verificare il potenziale aggiustato per il rischio di ogni portafoglio. Per il total return nel reddito fisso, un ambito nel quale abbiamo in Austria una larga offerta di prodotti, utilizziamo un insieme di modelli quantitativi e qualitativi che ci consentono di fare scommesse decorrelate tra di loro. In questa fase di tassi in salita, per esempio, utilizziamo i derivati non soltanto per azzerare le duration, ma anche, se del caso, per speculare andando short e quindi a leva con le duration stesse. Lo stesso si può fare con i credit default swaps (CDS) e con i cambi. In generale per i prodotti total return il sottostante conta poco. Sono le scelte del gestore, pilotate dal controllo del rischio, che fanno quel valore aggiunto che nei prodotti long only può arrivare a rappresentare il 50-60% del risultato.

## ■ I Prodotti

In Austria i nostri prodotti total return, sia istituzionali sia retail, contengono fondi hedge. In Italia sinora la normativa non lo ha consentito. Sul mercato italiano abbiamo al momento un obbligazionario breve termine total return, lo Short term strategy plus. Ha come obiettivo di rendimento 80 punti base in più dell'Euribor, al lordo delle commissioni di gestione. Abbiamo comunque in progetto di registrare in Italia una serie di fondi total return adeguando dove necessario i prodotti austriaci.

**BNP  
PARIBAS AM**

**Alberto D'Avenia  
DIRETTORE MARKETING**



## ■ La Filosofia

La gestione total return si pone un obiettivo di rendimento annuale in valore assoluto, e non in rapporto ad un benchmark di riferimento. Bnp Paribas Asset Management (Bnp Pam) ritiene che la chiave del successo di questo approccio gestionale sia la selezione della corretta classe di attivo nel momento giusto.

L'extra rendimento che si può trarre da una gestione total return è infatti legato in prevalenza alle scelte di asset allocation più che alla mera esposizione sui mercati. Abbiamo calcolato che circa il 70% dell'extra

return che si produce deriva dalle scelte di esposizione ai mercati.

Tale filosofia sarebbe in qualche modo limitata, a nostro avviso, se l'universo potenziale di investimento non fosse composto da tutte le classi di attivo. Azioni, obbligazioni, commodity, come ogni altra attività d'investimento in cui investiamo, presentano profili rischio/rendimento diversificati nel corso degli anni e dunque è importante poter investire su tutte per puntare a un obiettivo di ritorno annualizzato costante nel tempo.

Tale diversificazione consente ai nostri fondi di evidenziare una correlazione.

Infine, il nostro approccio prevede l'investimento in fondi o Sicav. Il nostro universo di investimento è costituito dall'insieme degli fondi armonizzati utilizzabili a livello europeo delle principali classi di gestione. Nel perseguire tale logica ci avvaliamo della fondamentale attività di FundQuest, la società del gruppo Bnp Paribas responsabile dell'architettura aperta. FundQuest è un selezionatore di prodotti di terzi e un gestore multi-marca ma, con riferimento a Target Return e Target Return Plus, opera semplicemente come provider ossia fornisce le liste di fondi di terzi meglio rispondenti ai temi che, di volta in volta, il nostro team total return identifica come migliori in termini di alpha generation (rendimento da gestione attiva). Un esempio: se il nostro team individua nell'oro un tema interessante toccherà a FundQuest selezionare quei fondi o comparti di sicav che presentano il miglior profilo rischio/rendimento in tale ambito e senza nessun obbligo che siano prodotti della casa.

Il valore aggiunto che offre l'investimento in fondi

Il nostro processo si basa sull'investimento in Ucits perché siamo convinti che ciò apporti alla gestione maggiore efficienza. Il fondo consente di ottenere immediatamente, al nostro team absolute return, grande diversificazione e abbassamento della volatilità. Anche scommesse che non occupano un peso

### E anche i fondi pensione...

**Il total return è sempre più richiesto anche dai fondi pensione. Sull'argomento risponde Marco Palacino, responsabile italiano di Mellon, uno dei leader stranieri del settore.**

#### **COM'È CAMBIATO L'APPROCCIO DEI FONDI PENSIONE NEI CONFRONTI DEL TOTAL RETURN?**

I fondi pensione, come del resto tutto il settore degli investitori istituzionali, stanno progressivamente modificando il loro approccio alla costruzione dei portafogli, con una crescente preferenza per prodotti a rendimento assoluto rispetto a quelli a rendimento relativo. In particolare, la logica che guida l'allocatione degli attivi di questi investitori e la conseguente misurazione dei rendimenti ottenuti è attualmente più legata al raggiungimento di specifici obiettivi di rischio e rendimento attraverso strumenti distinti che generino alfa, cioè il rendimento puro non collegato al mercato, e beta, vale a dire il rendimento del mercato. E' in atto, in sostanza, un cambiamento della domanda, con una maggiore polarizzazione tra gestioni passive e gestioni a ritorno assoluto, che permettono di ottenere una vera

diversificazione con una ridotta volatilità generale del portafoglio.

#### **QUALI SONO I VOSTRI PROGETTI NEL TOTAL RETURN?**

Facendo leva sulle nostre consolidate competenze negli investimenti alternativi, dove gestiamo più di 100 miliardi di dollari, abbiamo in programma di creare nuovi prodotti a ritorno assoluto all'interno della nostra Sicav Mellon Global Funds plc.; strumenti che, secondo la direttiva UCITS III, impieghino molte delle caratteristiche di un fondo hedge, tra cui la vendita allo scoperto, la leva finanziaria, e il Var (value at risk), ma con una volatilità più contenuta. Si tratta di fondi a gestione quantitativa con approccio multi-asset che utilizzeranno modelli collaudati attraverso i nostri fondi hedge single manager e che consentiranno di ottenere una vera decorrelazione del portafoglio e un miglior indice di Sharpe.

#### **QUAL È LA VOSTRA STRATEGIA IN ITALIA?**

Mellon gestisce complessivamente più di 781 miliardi di dollari ed è il quarto maggior gestore al mondo di patrimoni per conto di clientela istituzionale. In Italia, dove siamo arrivati nel 2001, ci siamo inizialmente focalizzati sulla



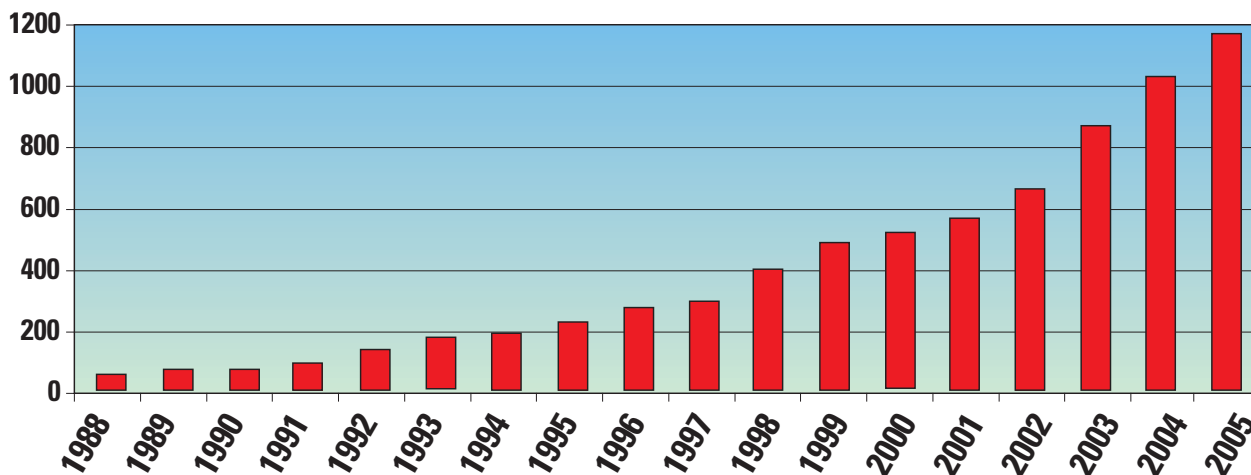
**Marco Palacino**  
MELLON GLOBAL  
INVESTMENTS  
ITALIA

DIRETTORE GENERALE

gestione degli investimenti di fondi pensione preesistenti, e questa scelta strategica si è rivelata premiante. Oggi, in questo mercato molto frammentato, ci posizioniamo tra i primi operatori esteri, con una quota pari all'1,4%, e un patrimonio in gestione di circa 550 milioni di euro. Per il futuro, ci proponiamo di continuare a crescere ad un tasso del 25/30% annuo. In termini di scenario, siamo convinti che tra cinque anni il 30% di entrate da commissioni di gestione a favore di investitori istituzionali previdenziali deriverà da prodotti che non sono offerti attualmente. I gestori tradizionali vedranno una sempre maggiore standardizzazione della loro offerta e una forte pressione sulle commissioni. In questo contesto, saranno avvantaggiate le società che possono contare su solide esperienze nel settore degli strumenti alternativi.

## Quanto cresce nel mondo il patrimonio degli hedge

Massa gestita (miliardi di dollari)



Come si vede, la massa di denaro gestita dai fondi hedge, strumenti total return per eccellenza, nel mondo si è moltiplicata sino ad avvicinarsi ai 1.200 miliardi di dollari. Il 75% è gestito negli Usa, il 20% in Europa e il 5% in Asia

rilevante all'interno del portafoglio godono di un'immediata diversificazione ottimale. In secondo luogo, essendo la scelta del fondo delegata a FundQuest, la società del nostro gruppo che ha come mission lo sviluppo delle tematiche di architettura aperta, incorporiamo in queste nostre gestioni la specifica capacità di generare rendimenti dei gestori che selezioniamo.

Per concludere, la nostra gestione absolute return beneficia di due livelli di alpha generation. Il primo, principale, la nostra capacità di fare asset allocation, il secondo, l'abilità di FundQuest nel trovare quei gestori che hanno dimostrato nel tempo superiori capacità di gestione tanto da battere costantemente il benchmark. Il tutto all'interno di un rigoroso sistema di risk management atto a monitorare la consistenza dell'andamento del fondo con gli obiettivi preposti.

### ■ I prodotti

Offriamo anche in Italia i fondi Parvest Target Return. Parvest è il nostro principale veicolo di investimento lussemburghese. Consta di 69 comparti, tutti autorizzati alla distribuzione in Italia, e attivi in gestione per oltre 20 miliardi di euro. Al suo in-

terno Target Return (Euro) e Target Return Plus (Euro) sono i due comparti nei quali si concretizza la nostra capacità di gestori absolute return, capacità basata sui presupposti descritti sopra: logica "multi-asset" e gestione attiva per adattare la gestione alle differenti condizioni in essere sui mercati.

Il primo obiettivo è naturalmente l'ottenimento di un target di ritorno assoluto annualizzato (5,5% e 7% rispettivamente per Target Return e Target Return Plus); ma la nostra gestione absolute return è anche orientata a preservare il capitale investito alla scadenza dell'orizzonte di investimento con un livello di probabilità del 95%. L'obiettivo di volatilità annualizzata, invece, è fissato al 6% e al 10% massimo, rispettivamente per i comparti Target Return e Target Return Plus.

E' necessario sottolineare che gli obiettivi di rendimento sono annualizzati e non annuali. Vuol dire che la gestione è finalizzata al conseguimento di questi rendimenti per ciascun anno di investimento ma che solo alla scadenza dell'orizzonte temporale prefissato (3 e 5 anni) possono espresse valutazioni definitive. Inoltre, l'orizzonte di investimento è rolling, ossia in qua-

lunque momento si entri nel fondo l'orizzonte temporale è tre anni (o 5 nel caso del Target Return Plus). Ciò vuol dire che i clienti non si trovano davanti un prodotto che è diventato più o meno aggressivo rispetto alle sue caratteristiche originarie in funzione di quanto accaduto in precedenza.

L'analisi delle caratteristiche quantitative dei due prodotti sarebbe incompleta se non menzionassi un punto fondante della nostra gestione: il controllo del rischio. L'obiettivo è un andamento del Nav il più possibile in linea con lo sviluppo atteso del rendimento annualizzato. Quando il rendimento corrente si discosta dallo sviluppo atteso (in positivo o in negativo) il processo di risk management prevede automaticamente il taglio del budget di rischio, ovvero dell'esposizione alle classi di investimento più volatili (ad esempio l'azionario) proprio per contenere la volatilità del fondo.

Quando si ristabiliscono condizioni maggiormente in linea con gli obiettivi di rendimento e volatilità si ripristinano i livelli di risk budget precedenti, evitando in tal modo di "ingessare" il fondo su investimenti che ne diminuirebbero il potenziale. ■