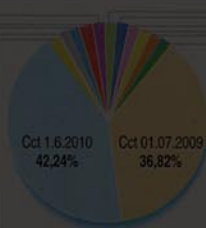


UN MIX VINCENTE DI AZIONI E CCT

È il portafoglio M (medio rischio) aggiornato settimanalmente nell'apposita pagina di Milano Finanza della sezione Il Trader, che segue costantemente dall'ottobre 2003 quattro composizioni a rischio crescente e a capitale protetto tramite procedure di controllo del rischio. Il portafoglio M ha una rischiosità massima pari al 4%, a patto che vengano segui-

Iti priv. 2%
Finmeccanica 2,25%
Eni 1,76%
Fastweb 1,68%
Aem 1,84%



Italcementi 1,87%
Seat 2,07%
B Pop Milano 1,71%
Snam 1,99%
Teneris 1,83%
Terna 1,94%

Il gli aggiustamenti delle posizioni che mediamente intervengono ogni tre mesi circa. Dall'ottobre del 2003 a oggi ha reso il 20,7%, al netto della tassazione dei proventi (interessi e dividendi) e delle commissioni di negoziazione supposte pari al 2 per mille, mentre il rendimento lordo dell'indice Bankitalia dei Btp si è fermato al 14,5%. Il sovrarrendimento è stato per altro prodotto in un contesto di minore volatilità e quindi di minore rischio, dato che il portafoglio M ha mostrato una variabilità annualizzata del controvalore pari al 2,1% che sale al 2,4% nel caso dell'indice dei Btp.

Massimo Brambilla

BORSA, RISCHIO & BTP/1 Chi compra oggi i titoli di stato ottiene un 4% all'anno. Come avere di più senza mettere a repentaglio il capitale? Dalle convertibili ai corporate bond, passando per gli etf, ecco i consigli di chi si prende cura dei Paperoni

di Roberta Castellarin e Paola Valentini

Oggi chi compra un Btp a tre anni si assicura un rendimento lordo del 4%, ossia un 3,5% netto. Si può avere di più rischiando poco? È una sfida difficile. Come confermano gestori hedge di prodotti a bassa volatilità e private banker. Se un anno fa per battere il rendimento sicuro di un titolo di stato voleva dire ottenere guadagni del 4-5%, oggi l'asticella si è alzata al 6-7%. Una scommessa che mette sempre più in difficoltà chi gestisce i grandi patrimoni dei Paperoni, da sempre poco disposti ad accettare perdite sul capitale. I super-ricchi sono in cerca di qualche punto in più ai tassi di mercato e non sono propensi a farsi contagiare dalla febbre di rischio, che è tornata a colpire gli investitori italiani con un ritorno massiccio alla borsa senza troppa selettività. Questi ultimi sembrano aver dimenticato i casi Parmalat, Cirio & co. e si scatenano anche a fare trading su piccoli titoli molto volatili. Oppure mettono il piede in borsa preferendo le care polizze unit linked ai fondi azionari, come dimostra l'ennesima raccolta negativa del risparmio gestito in Italia. E i più prudenti si fanno tentare dalle obbligazioni strutturate e dai bond bancari, promossi allo sportello grazie alla promessa del capitale garantito. Ma in molti casi questi titoli sono più avari di un Btp. Conviene quindi forse mettersi sulle orme dei Paperoni e fare come loro. Milano Finanza ha contattato private banker e family office per scoprire che cosa offrono ai loro clienti più facoltosi. Ma, come alternativa, ha anche elaborato due portafogli in titoli e in etf che rispettano il diktat del basso rischio.

Ricette da 6% senza stress

Va dove ti porta il Paperone. «Siamo in un momento storico in cui è difficile battere il Btp. Trovare titoli di reddito fisso che rendano di più tra le obbligazioni ad alto rating è quasi impossibile, perché oggi il premio per il rischio è ai minimi storici. Per esempio, un'emissione corporata di una società del settore utility oggi dà solo lo 0,5% in più rispetto al titolo di stato, una remunerazione troppo bassa che non compensa il maggior rischio», afferma Mario Spreafico, responsabile investimenti di Citigroup in Italia.



PUNTARE SU UN MIX DI BOND E GESTORI ESTERI

Concorda Giuseppe Marsi, capo del private banking di Schroders in Italia: «Il problema non è solo battere il Btp, oggi anche i pronti contro termine o i conti on-line danno il 4%. Quando il risk free diventa così competitivo, diventa

più difficile offrire proposte di investimento che diano qualche punto di rendimento in più, ma senza esporre i clienti a troppi rischi. Noi abbiamo elaborato delle proposte con classi d'investimento alternative, ma ribadiamo al cliente che l'obiettivo è battere i tassi free risk, ma non c'è la certezza di riuscirci soprattutto con un orizzonte breve come un anno». La ricetta di casa Schroders? «Noi proponiamo alcune gestioni a bassissimo rischio. Le più semplici sono composte da una quota del 50-60% in obbligazioni convertibili e la restante parte in liquidità. Quelle più sofisticate prevedono anche una quota di hedge a bassa volatilità. La scelta di puntare sulle convertibili trova riscontro anche alla prova dei rendimenti storici, perché negli ultimi cinque anni un portafoglio composto da liquidità e convertibili ha dato guadagni superiori al tasso

free risk pur con una volatilità contenuta». Aggiunge Marsi: «Le obbligazioni convertibili ci sembrano le uniche alternative per competere con tasso di breve termine perché hanno una volatilità anche inferiore alla metà di quella delle azioni, ma consentono comunque di prendere una scommessa sulla crescita economica». Propone un mix diverso il family office Cfo sim. «Ogni investitore può ottenere un



MEGLIO UN PANIERE DI LIQUIDITÀ E TITOLI CONVERTIBILI

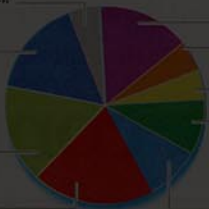
rendimento mediamente più elevato del semplice investimento in titoli governativi free risk su un orizzonte di cinque-dieci anni, inserendo nel proprio portafoglio delle obbligazioni societarie, i cosiddetti corporate bond. Con un'avvertenza: tale strategia sarà perfettamente efficace solo se l'attuale curva dei rendimenti non muta o se si mantengono i titoli in portafoglio fino a scadenza», dice Massimo Papetti, responsabile family banking di Cfo. Che aggiunge: «Dal punto di vista del rischio dell'investimento, oggi il differenziale di rendimenti fra i titoli di stato e i titoli corporate è storicamente molto basso. Pertanto, è comunque preferibile selezionare titoli con rating elevato (doppia A o singola A) al fine



BTP E CCT MESCOLATI CON ETF E CERTIFICATE

La composizione è finalizzata a battere il rendimento offerto dai Btp attraverso: 1) l'effetto leva dato dal Btp trentennale, che amplifica l'eventuale apprezzamento del Btp a più breve scadenza; qualora i corsi proseguis-

Commodity accel. Certificate SoGen 5%
Cct 1.5.2010 16%
Cct 01.07.2009 16%
Btp 01-08-2034 20%



Eq. Protect. S&P/Mib 93,5%
Dic. 2010 Abax 15%
Eq. Protect. Nikkel 80%
Apr. 2011 Deutsche B. 5%
Eq. Protect. Nikkel 67%
Dic. 2010 Deutsche B. 5%
Lycor ETF Dow Jones Ind. Average 9%
ETF i-shares Msci World 9%

sero invece la discesa, la maggiore perdita in conto capitale risulterebbe coperta dalle cedole del Cct. 2) una mix di posizioni a capitale protetto sau indici e materie prime attuato tramite investment certificate quotati sul mercato SeDeX, nonché di ETF sul Dow Jones e sull'indice Msci mondiale quotati sul segmento MTF del mercato azionario. Massimo Brambilla

Il guru Fink, scegliete un gestore abile nel coprire il rischio

«Controlliamo le locuste!». Così Der Spiegel ha dato il benvenuto ai ministri finanziari del G7 che nella riunione di questo week end a Essen hanno iniziato ad affrontare il tema della regolamentazione degli hedge fund. La Germania gli hedge non li ama proprio. Colpa del crash da 1 miliardo di euro del fondo Phoenix Kapitaldienst che nel 2005 ha coinvolto 30 mila investitori tedeschi. Ma anche dell'aggressività con cui lo scorso anno i gestori hedge hanno costretto alle dimissioni i vertici della Deutsche borse, di cui erano diventati azionisti di minoranza. Berlino non riuscirà a portare a casa dal G7 grandi risultati. Usa e Inghilterra restano contrari a una stretta imposta al settore e il governatore della Bce si è schierato giovedì 8 in favore di codici volontari. Grande prudenza su nuove norme più severe le esprime anche Stanley Fink, ceo di Man group, società specializzata in hedge fund che gestisce un patrimonio di 60 miliardi di dollari ed è quotata a London Stock Exchange con una market cap di 7 miliardi di sterline. Idealmente io manterrei tutte le regolamentazioni molto semplici. La regolamentazione può innescare conseguenze non desiderate. Per esempio, le ultime regolamentazioni emesse dalla Sec. che permettevano agli hedge fund di evitare la registrazione se avessero imposto dei lock-up lunghi e quindi rendendoli più simili a fondi di private equity, ha portato molti hedge ad adottare questi lock-up anche se non erano necessari per le loro strategie sottostanti».

Domanda. Un consiglio per i gestori italiani e per gli investitori?
Risposta. Quando un money manager inizia deve decidere se dare da solo o se vuole lavorare con una buona incubatrice. Per esempio, Man fa da incubatrice a molti manager di fondi hedge ai quali offre diversi servizi: dall'asset allocation al back office, così il gestore si può concentrare sul trading e sulla creazione di alpha, cioè nella selezione di titoli capaci di sovraperformare. Direi che un gestore nuovo, oltre che prestare attenzione a produrre buoni rendimenti, deve stare attento alla gestione del rischio perché un periodo disastroso potrebbe compromettere la sua reputazione per sempre. Inoltre, dovrebbe dedicare la giusta attenzione al disaster recovery, perché a volte le bombe esplodono, l'energia elettrica può essere interrotta o può scoppiare un incendio. Agli investitori direi quindi di cercarsi quei manager che hanno proprio questa capacità nella gestione del rischio e ottimi sistemi di disaster recovery in funzione, idealmente con un solido track record e di prodotti sicuri e strutturati. Penso che la capacità di strutturare i prodotti sia importante specialmente in un ambiente molto complesso dal punto di vista legale e fiscale, come quello in cui viviamo tutti noi.



Stanley Fink

cità con cui il settore cresce rappresentano un rischio per la stabilità dei mercati?
R. La mia posizione è sempre stata che la cosa più sana per la liquidità dei mercati sia avere vari operatori con stili differenti di investimento e con tempi di investimento diversi. Prendiamo il settembre 2001, quando ci fu l'attentato alle Torri gemelle. Se tutti i mercati azionari fossero appartenuti, per esempio, alle società assicurative inglesi, che avevano rigorosi parametri di solubilità da rispettare, al scendere dei mercati si sarebbe innescato un circolo vizioso di vendite su vendite. Gli hedge fund, che non avevano costrizioni e potevano comprare, quindi hanno rafforzato la stabilità del mercato.

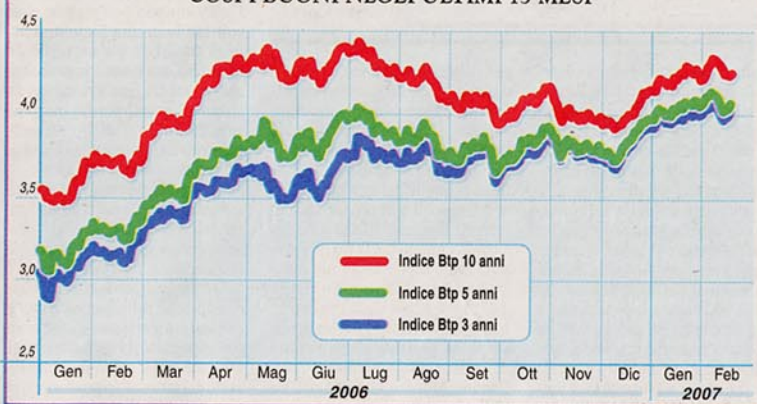
D. Lei è in Man dal 1987, è considerato uno dei pionieri di questa industria. Che cos'è cambiato in questi 20 anni?

R. Innanzitutto gli hedge fund sono più regolamentati, hanno maggiori controlli, si sono stabilizzati e hanno allargato la loro gamma di strategie. Ci sono pochissime cose che sono peggiorate, forse l'indicizzazione degli hedge fund può costringere i fondi a comportarsi in modo più passivo e blocca le persone dal provare cose diverse, che è il motivo principale per cui c'è stato bisogno dei fondi hedge, in quanto l'azionariato tradizionale, al contrario, seguiva i benchmark. (riproduzione riservata)



Andrea Cabrini (traduzione di Claudia Pensotti)

COSÌ I BUONI NEGLI ULTIMI 13 MESI



tra Europa e Asia, si trovano boutique come Lupus Alpha, Acadian asset manager, ma anche colossi come Blackrock, Morgan Stanley e JP Morgan. Per la parte alternativa, che pesa il 40%, il family office guarda a società estere come Fim e Glig, ma anche a italiane quali Unifortune, Ersel e Albertini Syz. Scommette sul risparmio gestito anche Vontobel. Afferma Massimo Jakelich, responsabile investimenti di Vontobel Italia: «Partiamo da una precisazione, oggi il Btp è interessante se i tassi

hanno smesso di crescere, come noi ci aspettiamo. Detto questo, per avere qualcosa in più bisogna rivolgersi a tecniche di gestione a ritorno assoluto, un concetto che noi sviluppiamo da tempo. Sono gestioni con titoli e fondi che usano anche derivati per gestire la volatilità del portafoglio, ma queste tecniche risultano efficaci solo se si ha lo stesso orizzonte temporale di un Btp, ossia almeno due anni». Sottolinea ancora Jakelich: «Si va da un obiettivo minimo di 0,5% più del tasso free risk a un più 2,5%. Noi negli ultimi tre anni li abbiamo raggiunti, anche se ora la sfida è più difficile perché sono più alti i tassi da battere». Questi i consigli per chi non vuole rischiare, ma avverte Marsi: «Quando i tassi salgono non bisogna cedere alla tentazione di abbandonare del tutto azioni o immobili, ossia asset legati alla crescita economica, per passare ai bond. Perché nel lungo termine solo borsa e il mattone sono in grado di proteggere il potere d'acquisto. Quindi è importante avere un portafoglio

NELLA SEZIONE I VOSTRI SOLDI, DA PAGINA 41, TUTTI I RENDIMENTI 2006 DEGLI HEDGE FUND E DEI FONDI DI FONDI SPECULATIVI MADE IN ITALY