



IL FONDO CHE NON AFFONDA

**Che cosa definisce un buon gestore? Come si sceglie un fondo di investimento?
Quali regole occorre applicare per essere certi di aver fatto la scelta giusta?**

Se il buon senso ci suggerisce di non comprare le prime medicine che ci vengono in mente, ma di avvalersi del consiglio di un farmacista, il medesimo criterio ci dovrebbe guidare nella scelta dei fondi comuni di investimento. Ricorrere ad un bravo professionista è il primo suggerimento da non dimenticare mai.



Michele De Michelis

Nato a Viareggio nel 1967, ha maturato un'esperienza pluriennale nel mondo finanziario e del private banking lavorando dal 1993 al 2007 per la Bnl Investimenti Sim, poi diventata Allianz Bank Financial Advisors. Dal 2007 ricopre l'incarico di Presidente del consiglio di amministrazione di Frame SA Asset Management, società di diritto svizzero specializzata in gestioni patrimoniali e consulenza negli investimenti che ha rilevato insieme ad altri soci nel 2006.

A chi oppone che in quest'ultimo caso esiste un conflitto d'interesse e nell'altro no, rispondo che come difficilmente i farmacisti consigliano "farmaci generici", così i consulenti (siano essi bancari o di rete) difficilmente suggeriscono prodotti che non hanno in convenzione.

Tuttavia questo problema potrebbe essere parzialmente risolto anche in Italia con la quotazione dei fondi in Borsa, come successo già in passato in Svizzera o in Lus-

semburgo, dove le banche comprano qualunque fondo o prodotto esistente sul mercato. Per tale motivo, stiamo assistendo alla nascita di un mercato regolamentato (e quindi a basse commissioni di negoziazione) di compravendita di tali strumenti finanziari, che dovrebbe offrire l'accesso ai prodotti di investimento tipici delle boutique estere di gestione (specializzate in alcune nicchie di mercato) anche ai piccoli risparmiatori. Usiamo il condizionale perché, nonostante siano passati già quattro mesi dallo sbarco delle prime Sicav sul segmento dedicato ETFPlus, ci risulta che le maggiori banche italiane ancora non permettono ai risparmiatori di avvalersi di questo canale di acquisto.

PRIMA REGOLA, DIVERSIFICARE

Forse non tutti sanno che già nell'antichità i Fenici, all'epoca (X secolo a. C.) considerati commercianti imbattibili, concepirono un'idea straordinaria per trasportare le merci riducendo al contempo il rischio che non giungessero a destinazione. Diversificarono i carichi.

Per esempio, se avevano dieci prodotti da vendere e dieci navi per trasportarli, caricavano su ogni nave un decimo di ciascun prodotto e partivano per la traversata con ogni natante carico dei beni così suddivisi, operando dunque una primitiva quanto efficace diversificazione.

Questo principio presentava due vantaggi: in caso di naufragio non avrebbero perso la totalità di alcun tipo di merce (evitando così di deludere i compratori), mentre in caso di disgrazia (perdita del carico), la diminuzione dell'offerta avrebbe fatto aumentare il prezzo in presenza di domanda costante. Già gli antichi Fenici che affidavano i loro beni in conto vendita sapevano che avrebbero dovuto rinunciare ad una percentuale sugli affari che sarebbero stati fatti in terre lontane e che pertanto scegliere il miglior negoziatore era di cruciale importanza.

Al giorno d'oggi, un grosso supporto è fornito da un mix di innovazione tecnologica, liberalizzazione e conseguente accesso alle case di gestione europee, oltre alle normative UCITS. Oggi quindi il risparmiatore italiano ha la possibilità di investire su numerose strategie e per fare questo necessita solo di un bravo consulente, a meno che non si tratti di una persona estremamente preparata.

I FONDI DI INVESTIMENTO ABSOLUTE RETURN

Per prima cosa cerchiamo di definire chi è e che cosa fa un gestore di un fondo *Absolute Return*.

Si può definire tale un professionista che investe il denaro affidatogli dal cliente come se fosse tutta la liquidità che il cliente possiede tenendo ben presente che questo denaro potrebbe essere richiamato, in parte o to-

talmente, in qualunque momento.

In Germania addirittura esiste una categoria chiamata *gestori di patrimoni* relativa ai fondi comuni d'investimento che credo renda bene questo concetto.

Una volta definito l'approccio, andiamo a stabilire l'obiettivo che dovranno ottenere con i soldi loro affidati.

L'esperienza (nonché mia personale regola d'oro) mi dice che un buon gestore ha circa il 75 per cento di risultati positivi su un arco di sessanta mesi, un ottimo gestore arriva all'80 per cento, mentre tutti quelli che superavano il 90 per cento in questi anni sono stati scoperti trattare titoli illiquidi, manipolabili o non correttamente valutati, con un importante rischio liquidità, mentre l'unico che arrivava al 97 per cento era **Bernard Madoff**, che tutti abbiamo purtroppo avuto modo di conoscere anche se indirettamente, attraverso la truffa da lui perpetrata.

Naturalmente diventa fondamentale che durante i periodi di negatività il ribasso sia contenuto e che non ci sia distruzione eccessiva di capitale perché in quel caso diventa poi difficile recuperare se non aumentando in maniera rilevante il rischio di portafoglio.

Tutti i gestori che ho incontrato in questi anni hanno un loro stile, un loro modello di generazione di *Alpha* o *extrarendimento* (rappresenta la *sovraperformance del fondo rispetto al benchmark, tenendo conto dell'esposizione del fondo al rischio di mercato, indicate dal Beta*) e una loro politica d'investimento e ognuno di loro incontra saltuariamente un andamento di mercato in cui questo modello non funziona. In quel caso diventa fondamentale la coerenza e l'elasticità mentale, nonché la capacità di imparare dai propri errori senza intestardirsi troppo.

Assegnerei quindi quattro definizioni ai nostri bravi *fund manager*, al fine di compararne meglio le capacità ed evitare di commettere l'errore di valutare pere con mele o viceversa:

1. Long/short Equity Relative Value
2. Macro/Global Tactical Asset Allocation
3. Quantitative
4. Fixed Income Relative Value

L'obiettivo è quello di comporre una formazione (*asset allocation*) sufficientemente equilibrata da schierare in campo per affrontare qualunque tipo di avversario (il mercato).

Per esemplificare il mio discorso, nei tre grafici sottostanti potete trovare l'andamento a un anno, tre anni e quattro anni di quattro fondi a ritorno assoluto (ciascuno rappresentativo di ognuna delle quattro categorie o ruoli di cui sopra).

I fondi che ho inserito nel grafico sono:



GRAFIGO N.1a) Old Mutual Global Equity Absolute Return Vs. Ruffer Total Return Vs. 1741 Global Risk Diversification Vs. CGS Global Evolution Frontier Markets
Periodo dal 31/12/2013 al 31/12/2014.
Fonte: Bloomberg



GRAFIGO N.1b) Old Mutual Global Equity Absolute Return Vs. Ruffer Total Return Vs. 1741 Global Risk Diversification Vs. CGS Global Evolution Frontier Markets
Periodo dal 02/01/2012 al 31/12/2014.
Fonte: Bloomberg

- Old Mutual Global Equity Absolute Return
- Ruffer Total Return
- 1741 Global Diversification
- CGS Global Evolution Frontier Markets



GRAFICO N.1c) Old Mutual Global Equity Absolute Return Vs. Ruffer Total Return Vs. 1741 Global Risk Diversification Vs. CGS Global Evolution Frontier Markets
 Periodo dal 31/12/2010 al 31/12/2014.
 Fonte: Bloomberg

Come avete potuto verificare, sono stati in grado di generare rendimenti positivi ai propri investitori in questi quattro anni di grandi turbolenze e crisi finanziarie, su più periodi temporali e con volatilità contenuta.

E questi rendimenti sono stati superiori al rendimento ottenuto da coloro che avessero investito in titoli di stato italiani quattro anni fa.

Possiamo quindi affermare che esistono sul mercato professionisti capaci di fare il loro mestiere? Secondo il mio modesto punto di vista, allo stato attuale, la risposta è positiva.

Diventa quindi molto importante il monitoraggio delle performance, la coerenza nel conseguimento delle stesse e il grado di lucidità che il nostro gestore sarà in grado di mantenere durante il tempo.

Non dimentichiamo infatti che stiamo comprando Alpha puro, quindi dipendiamo dalla capacità del nostro professionista di riferimento di individuare le corrette opportunità, non più dai mercati che possono salire o scendere.

Ecco perchè non bisogna mai sovraesporre i portafogli dei clienti ad una singola strategia, pur valida che sia.

PORTAFOGLIO STRATEGICO E PORTAFOGLIO TATTICO

Il mio modello di asset allocation prevede l’inserimento di tutte e quattro le modalità di creazione di Alpha (ovvero Fixed income arbitrage, Quantitative, Long/Short equity, Macro GTTA).

Questo sarà il portafoglio core strategico al quale abbineremo un portafoglio satellite o tattico, mentre per quanto riguarda l’assegnazione dei pesi esistono vari approcci.

Il mio modus operandi è il seguente: parlo con i gestori Macro (che secondo me hanno una marcia in più dal punto di vista dell’analisi del ciclo) per farmi un’idea sul tipo di mercato che potremmo trovare nei mesi futuri. Una volta individuati i vari scenari possibili ed assegnate le probabilità che essi si verifichino, procedo nella valutazione dei comportamenti dei vari tipi di gestione nei differenti scenari di mercato. Sostanzialmente, vado a vedere come hanno “giocato” i miei gestori nelle partite passate, nelle varie condizioni climatiche.

Cercherò quindi di assegnare un maggior peso a quelli che penso siano più adatti domani, non focalizzandomi sol-

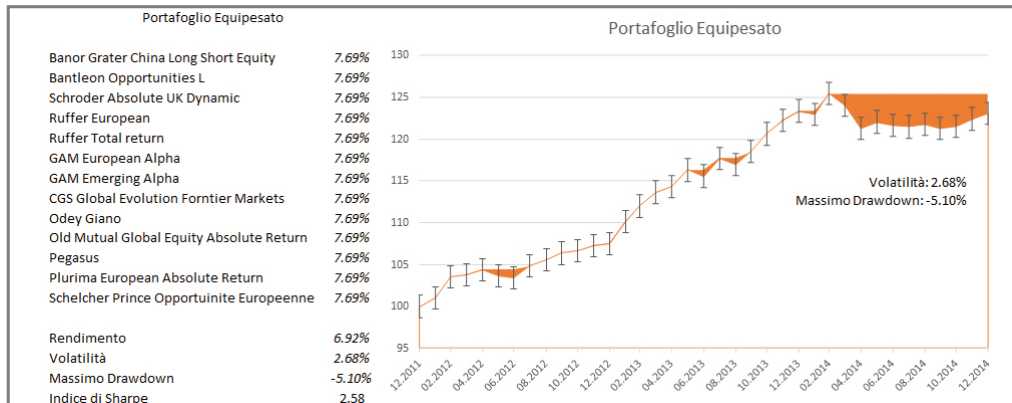


GRAFICO N.2) PORTAFOLIO EQUIPESATO

Grafico del portafoglio.

Fonte: Elaborazione dati Frame AM

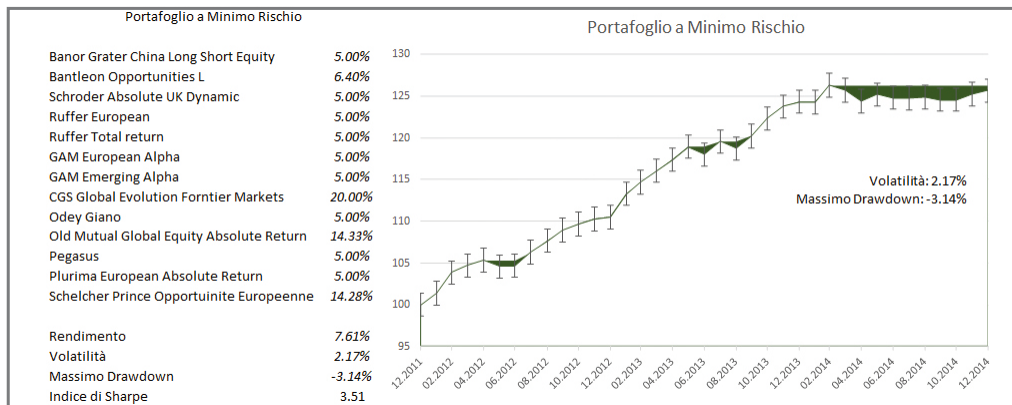


GRAFICO N.3) PORTAFOLIO A MINIMO RISCHIO

Grafico del portafoglio.

Fonte: Elaborazione dati Frame AM

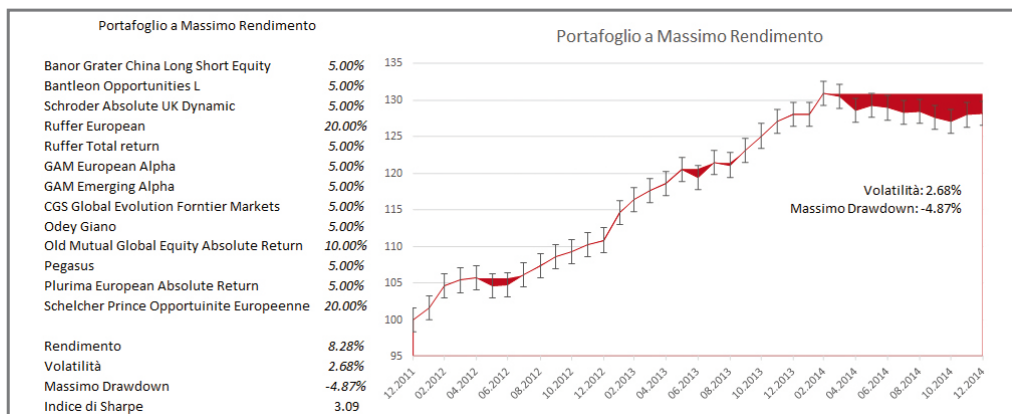


GRAFICO N.4) PORTAFOLIO A MASSIMO RENDIMENTO

Grafico del portafoglio.

Fonte: Elaborazione dati Frame AM

” Mai sovraesporre i portafogli dei clienti ad una singola strategia, pur valida che sia.

tanto su quello che hanno fatto ieri.

Mi è - infatti - capitato spesso di aumentare il peso di un fondo che aveva sottoperformato se (dopo aver parlato con il suo responsabile) avevo la sensazione che la sua analisi di scenario fosse corretta e il mercato fosse sul punto di andare in tale direzione.

Al contrario, nel nostro settore vedo spesso molti consulenti ragionare sempre e solo con lo specchietto retrovisore, pronti spesso a saltare sulla Sicav di moda del momento e rimanendoci poi male se non ottengono i risultati sperati.

Per tale motivo preferisco assegnare una preferenza ai gestori dinamici, che possono fare relative value, ovvero individuare un titolo che scenderà meno di un altro.

Ricordate che se il titolo sul quale sono lungo perde il 20 per cento, mentre quello che ho “shortato” perde il 30 per cento, il mio trade frutterà comunque il 10 % netto

Ovviamente non è detto che il mio protocollo operativo sia giusto o il migliore di tutti, l'importante però è avere coerenza in quello che si sceglie.

Se io seguo la view di Tizio e Caio nel 2014, perché ritengo siano abili nell'analisi degli scenari, non devo pensare nel 2015 che siano diventati improvvisamente incompetenti solo perché nell'immediato non si sta verificando quello che hanno previsto.

In ogni caso, una volta individuati i pesi da assegnare alla singola strategia, dovremo anche conferire dei pesi ai singoli fondi che la compongono.

NON DIMENTICARE LA DECORRELAZIONE

Il criterio di assegnazione può essere “salomonico” dando un peso uguale ad ognuno di essi, oppure utilizzare modalità più sofisticate che traggano spunto dalla analisi quantitativa e in particolare dalla cosiddetta modern portfolio theory. La parola chiave è DECORRELAZIONE, ovvero cercare fondi che abbiano rendimenti che siano il più possibile indipendenti gli uni dagli altri.

Come costruire un portafoglio siffatto? Innanzitutto bi-

sogna prendere le serie storiche mensili dei gestori che vogliamo introdurre nel nostro portafoglio, inserirle in una matrice e utilizzare una formula matematica che ci dirà se i numeri generati nel passato sono frutto di strategie simili tra loro, oppure se siano correttamente diversificati.

Questo esercizio è fondamentale per evitare di avere tutta la “squadra” che sbaglia perché tutti schierati in attacco, o in difesa, giusto per utilizzare un esempio calcistico.

Esistono poi delle formule matematiche più evolute, i cosiddetti algoritmi di ottimizzazione, che analizzano attivamente le serie storiche, ad esempio assegnando maggiore importanza a quelle più recenti, piuttosto che in differenti condizioni di mercato e che quindi cercano di simulare i comportamenti dei gestori in scenari futuri ipotizzabili.

Ogni asset allocator ha il suo algoritmo e lo conserva gelosamente, cercando di migliorarlo ogni volta, imparando dai propri errori, parlando con il collega matematico che deve costruirlo.

Nella formazione della nostra asset allocation, possiamo cercare di minimizzare il rischio, oppure di massimizzare il rendimento a parità di rischio.

Immaginate di scegliere una macchina cercando di avere il minor consumo possibile a parità di velocità, oppure quella che alla velocità da voi voluta consumi meno delle altre.

Di seguito potete vedere degli esempi di ciò che dico

Nel grafico n.2 potete vedere come si sarebbe comportata la nostra asset allocation nel passato utilizzando fondi equipesati.

Se però volessimo privilegiare il minor rischio, dando un peso minimo del 5 per cento e massimo del 20 per cento, ecco cosa andremmo ad ottenere (vedere grafico n. 3).

Per concludere, nel grafico n. 4 il portafoglio che cerca di massimizzare il rendimento avendo come obiettivo la maggior efficienza, ovvero il miglior sharpe ratio (che è il rapporto tra rendimento ottenuto per rischio, inteso come deviazione standard, del nostro portafoglio).