

La sfida, oggi, è tenere costante il reddito distribuito mantenendo la volatilità contenuta

In un mercato con rendimenti compressi dalle Banche Centrali, Banor Capital guarda al mondo *high yield* e sottopesa i titoli del settore *investment grade*

di Marco Degrada

Banor Capital Limited è una società di gestione indipendente autorizzata dalla Financial Conduct Authority. Banor Capital è nata a Londra nel 2011 per iniziativa di un gruppo di professionisti che lavora in team dal 2001. Parte del Gruppo costituito con le gemellate Banor SIM S.p.A. e Banor Sicav, Banor Capital si propone come partner di riferimento per clienti istituzionali e privati sviluppando e gestendo tramite Banor Sicav una gamma di prodotti dal forte valore aggiunto, nei quali sono rappresentate diverse strategie di investimento, mercati e classi patrimoniali. Gli asset under influence (Aui) del Gruppo Banor sono superiori a 5 miliardi di euro, di cui 2,5 miliardi di euro in gestione discrezionale. Banor Sicav è una struttura lussemburghese Ucits IV con cinque comparti: tre fondi alternativi long/short (North America, Italy e Greater China), un comparto azionario (European Value), uno obbligazionario (Euro Bond Absolute Return). Da marzo 2015 Banor Capital gestisce i comparti di Aristeia Sicav tra cui Enhanced Cash, un fondo per la gestione avanzata della liquidità, il fondo multi asset Global Flexible, il fondo bilanciato Chiron Total Return e il fondo New Frontiers Equity Fund, che si concentra sui mercati emergenti.

“L'unica soluzione per recuperare un po' di rendimenti è tenersi alla larga dagli acquisti della Bce, spostandosi su altri settori: emissioni in dollari o sterline, titoli con *rating* inferiore all'*investment grade* o emissioni bancarie". A dirlo a MondoAlternative è **Francesco Castelli**, responsabile fixed income di Banor Capital che, inoltre, spiega i segreti del fondo Euro Bond Absolute Return: prodotto nato dall'esigenza di garantire rendimenti stabili nel tempo, anche in un'era di tassi negativi.

Potete spiegarci brevemente la strategia del vostro fondo Euro Bond Absolute Return e quali sono i principali tratti distintivi del vostro approccio d'investimento?

Il fondo investe prevalentemente su obbligazioni societarie europee con l'obiettivo di produrre un flusso costante di cedole superiore al 3,5% (che viene regolarmente pagato semestralmente nelle classi a distribuzione). La sfida, nel contesto attuale, è tenere costante il reddito distribuito agli investitori mantenendo un profilo di volatilità contenuto. In generale, la componente che caratterizza il nostro portafoglio è l'assunzione di un rischio di credito, mentre la *duration*, ovvero la sensibilità ai tassi, è contenuta intorno a 2/3 anni. Crediamo infatti che il nostro obiettivo possa essere raggiunto con obbligazioni a scadenza relativamente ravvicinata, senza bisogno di alzare eccessivamente il rischio tasso.

La nostra caratteristica distintiva è l'applicazione del metodo *value*, uno dei pilastri della nostra azienda, alla gestione obbligazionaria: in una logica totalmente svincolata dai *benchmark* di settore, investiamo solo in titoli emessi da aziende che conosciamo bene, di cui capiamo il business, dotate di un management affidabile.

Attualmente, quali sono le principali posizioni in portafoglio?

Teniamo presente che i nostri portafogli partono da scelte *bottom up*, nelle quali l'analisi sui singoli emittenti prevale rispetto a logiche di *asset allocation*. In un

mercato dominato dalla compressione dei rendimenti generata dalle politiche monetarie ultra espansive, tendiamo a spostarci sul mondo *high yield*, rimanendo sottopesati sul settore *investment grade*. Vediamo diverse opportunità nel settore *gaming* (IGT, Gamenet, Snai), dove la generazione di cassa a nostro avviso più che compensa i rischi regolamentari. Ci piacciono società ben gestite e con posizioni di *leadership* come IVS. E poi abbiamo una serie di posizioni su emittenti finanziari di qualità, dove il premio al rischio è particolarmente elevato (come il Tier1 di Popolare Milano).

L'Euro Bond Absolute Return risulta oggi moderatamente investito in strumenti emessi da soggetti italiani. Come mai tale scelta? Quali sono le principali opportunità nel mercato obbligazionario italiano?

Crediamo molto nella ripresa economica del nostro Paese: pur in presenza di una crescita del reddito modesta, crediamo che l'industria italiana sia uscita dalla crisi che ci ha colpito tra il 2008 il 2014. Malgrado il risanamento, molte delle società italiane continuano a pagare un premio al rischio elevato e, a nostro avviso, ingiustificato. Si è poi sviluppata una situazione di particolare interesse nel settore finanziario: la piaga del nostro sistema bancario sono i crediti deteriorati, che deprimono le valutazioni azionarie, scatenando dubbi sulla solvibilità delle nostre banche. Se da un lato la discesa dei corsi azionari è in parte giustificata dal rischio di aumenti di capitale, riteniamo invece che ci siano opportunità molto interessanti sul mercato del credito: ci sono emittenti di qualità sui quali non vediamo rischi di *bail in* o di conversione del debito in azioni. Su tali emittenti, contagiati dal terrore di rischio sistemico, si trovano rendimenti molto elevati (si pensi al 10% degli Additional Tier1 di Intesa).

Per quanto riguarda la nostra esposizione complessiva all'Italia, va anche ricordato che la nostra società ha tra i suoi punti di forza un team di ricerca focalizzato sul mercato italiano. Di conseguenza, cono-

sciamo bene molti degli emittenti e crediamo di avere un vantaggio competitivo nell'identificazione delle migliori opportunità di investimento.

Le politiche della Banca Centrale Europea stanno avendo un forte impatto sia sui titoli governativi che sul segmento *investment grade*. Qual è la vostra posizione in tali settori e cosa vi aspettate per i prossimi mesi?

L'intervento della Bce è di grandissima importanza per il rilancio dell'economia ma ha reso buona parte del mercato obbligazionario non attraente: si pensi che la metà dei titoli governativi area euro offre attualmente un rendimento negativo, così come il 10% dei titoli *corporate*. Riteniamo che il rapporto rischio/rendimento in queste *asset class* sia ormai totalmente ingiustificato, sostenuto da una logica di flussi perversa e da ragionamenti fatti con lo specchietto retrovisore: si guarda molto ai risultati storici e poco alle potenzialità limitate di rendimenti ai minimi storici. L'unica soluzione per recuperare un po' di rendimenti è tenersi alla larga dagli acquisti della Bce, spostandosi su altri settori: emissioni in dollari o sterline (per le quali operiamo una copertura del cambio), titoli con *rating* inferiore all'*investment grade* o emissioni bancarie.

Oggi le migliori opportunità di rendimento nel settore fixed income sono nel segmento degli *high yield*. Siete d'accordo?

Sì, siamo d'accordo: la Bce ha deciso di non toccare questo mercato, lasciando che il premio al rischio rimanga su livelli accettabili e stabiliti dagli investitori. Tuttavia, avviciniamo il settore con grande rigore e attenzione: si tratta comunque di investimenti rischiosi, che possono essere affrontati solo dopo aver analizzato ogni emittente in maniera approfondita. Purtroppo, anche in un mondo dominato dalle Banche Centrali, le aziende fragili continueranno a fallire (si pensi ai casi recenti di Abengoa o di Portugal Telecom Oi) e l'investitore serio non può prescindere da un'analisi di credito accurata. Nell'ambito del mondo *high yield*, siamo anche interessati alle opportunità che si sono aperte nell'ambito dei titoli finanziari: il settore offre oggi *spread* molto attraenti, motivati dai rischi della nuova normativa bancaria Brrd (che espone i titoli al *bail in*) e dalla complessità dei titoli subordinati. Anche in questo settore, paga avere una ricerca di credito proprietaria, in grado di valutare correttamente il rischio di credito dell'emittente e i rischi legali derivanti da una normativa in costante evoluzione.

Un intervento al rialzo della Fed Usa sui tassi sembra sempre più imminente. Che effetto avrà sul mercato obbligazionario europeo?

Riteniamo che eventuali interventi della Fed saranno, in linea con le aspettative di mercato, molto gradualmente e dilazionati su un orizzonte piuttosto lungo. Crediamo che l'andamento del mercato europeo sarà relativamente poco influenzato da tali decisioni e rimarrà imbrigliato nello scenario attuale, che vede un pervasivo e lungo intervento sia da parte della Bce che da parte della Bank of England. Le iniezioni di liquidità sono destinate a continuare nel tempo, mantenendo uno scenario di tassi molto bassi e una sostanziale stabilità dei corsi obbligazionari.

Come si è comportato l'Euro Bond Absolute Return nel corso degli ultimi anni?

Il nostro fondo nasce dall'esigenza di garantire rendimenti stabili nel tempo anche in un'era di tassi negativi. Abbiamo visto che la domanda di prodotti di questo genere è in costante aumento: nei primi anni di vita il prodotto era soprattutto dedicato ai nostri clienti *private* mentre negli ultimi anni lo abbiamo offerto anche alla clientela istituzionale. In termini di raccolta, questo ci ha permesso di registrare un importante incremento delle masse, giunte oggi a 140 milioni di euro. In termini di rendimento, abbiamo lavorato molto sulla composizione di portafoglio, con l'obiettivo di limitare la volatilità e garantire una redditività costante. Il pagamento delle cedole (sulle classi a distribuzione, nella misura minima del 3,5% annuo) è un buon termometro di quella che consideriamo essere la nostra redditività sostenibile.

Stare studiando altre soluzioni d'investimento obbligazionario attive e flessibili vista la forte richiesta degli investitori?

Siamo sempre alla ricerca di nuove soluzioni d'investimento che rispondano alle nuove esigenze della clientela. In particolare, lo scorso anno abbiamo lanciato una strategia di gestione avanzata della liquidità che investe esclusivamente con istituti bancari italiani. Il fondo in questione (Aristea Sicav Enhanced Cash) ha avuto un grande successo commerciale raggiungendo i 250 milioni di euro di masse nel primo anno. Stiamo anche studiando una strategia concentrata esclusivamente sul mondo dei subordinati bancari, una delle aree del reddito fisso sulle quali, a nostro avviso, continuano a presentarsi rendimenti molto interessanti.