

# Rendimenti positivi e decorrelati con l'approccio *value* Long/short equity

Nel 2017, i rischi per i gestori alternativi focalizzati sul mercato azionario potrebbero provenire ancora dalla rotazione settoriale, ma anche dalla politica monetaria americana

di Luca Damiani

## I NUMERI DEI FONDI LONG/SHORT EQUITY

Focus di specializzazione	Numero fondi	Asset in gestione
Europa	70	26.857
Regno Unito	9	8.570
Globale	35	7.848
Stati Uniti	22	4.187
Settoriale	13	2.365
Asia Pacifico	11	415
Totale	160	50.242

Dati in milioni di euro. Fonte: MondoAlternative.

Lo scorso anno è stato molto impegnativo per i gestori di fondi Ucits alternativi Long/short equity, messi a dura prova sia dalla rotazione settoriale avvenuta nei primi mesi del 2016 che dalle reazioni turbolente dei mercati a seguito di eventi politici inaspettati, che hanno registrato il terzo rendimento annuo negativo della strategia dal 2007 a oggi (vedi grafico 1 pag. 56). Nonostante questo risultato, i prodotti Long/short equity continuano a detenere la maggiore quota di mercato nell'industria dei *liquid alternative*: a fine dicembre erano attivi 160 fondi che amministravano 50,2 miliardi di euro (vedi tabella in pagina). MondolInvestor ha voluto approfondire l'analisi di questa tipologia di prodotti ascoltando la voce di alcuni dei gestori capaci di mettersi in luce anche nei contesti di mercato più difficili.

### Il successo dell'approccio *value*

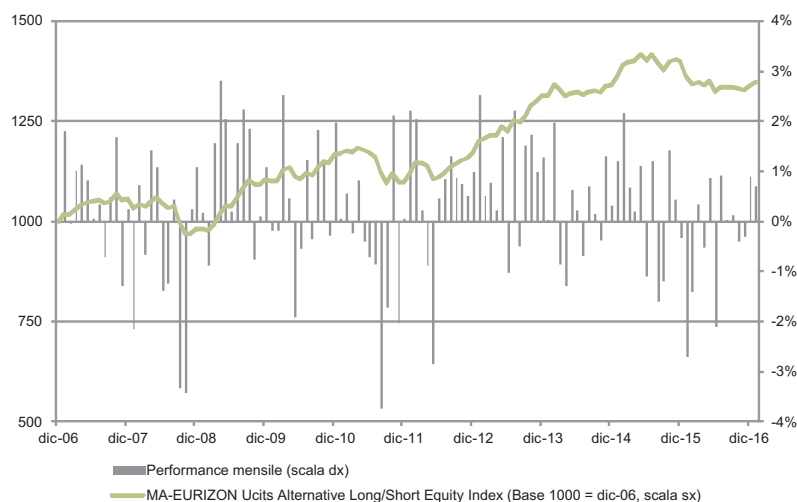
Il fattore comune che lega i tre gestori intervistati è il loro approccio *value* di tipo *bottom up* nella selezione dei titoli azionari, allo scopo di individuare le aziende sottovalutate e quelle sopravvalutate rispetto al loro valore intrinseco, che ha consentito di generare performance positive sia nel breve che nel medio/lungo periodo. Come spiega Eddie Ramsden, gestore del fondo Banor Sicav North America Long Short Equity, "siamo contenti di essere stati in grado di ottenere rendimenti superiori al mercato sia sulla parte *long* che *short*, specialmente in un periodo in cui molti fondi long/short hanno avuto difficoltà a raggiungere questo risultato. Il nostro approccio è semplice e ripetibile: siamo investitori *value* di esperienza e ci concentriamo su business e società che conosciamo a fondo. Per l'analisi delle posizioni sia *long* che *short* vogliamo che la nostra *vision* sull'azienda e le prospettive future sia differente rispetto al mercato. Vogliamo sentire che capiamo l'errore che il mercato sta facendo nella valutazione dell'azienda". Dal canto suo, Giorgio Martorelli, Par-

tner di Amber Capital Italia Sgr e gestore del fondo Alpha UCITS Sicav Amber Equity Fund, mette in luce come "la costante generazione di alfa, mantenendo un livello di volatilità assai contenuto e una marcata *market* e *sector neutrality*, avviene attraverso un'attenta costruzione del portafoglio con un approccio di tipo *bottom up* guidata dalla ricerca e dall'analisi fondamentale di società che riteniamo sottovalutate ma che presentano un potenziale di *rerating* in un predefinito orizzonte temporale, grazie all'emersione del reale valore al manifestarsi di determinati scenari e/o eventi tipici della vita aziendale". In riferimento ai buoni risultati conseguiti anche lo scorso anno, Vittorio Villa, gestore Kairos International Sicav KEY, evidenzia che "il comparto KEY ha generato performance positive da tutte le strategie sottostanti. In dettaglio, la strategia *core long* è stata quella di maggior successo: ci siamo concentrati sulle nostre migliori idee *bottom up* in questo triennio, con posizioni concentrate e un approccio di medio/lungo periodo. In particolare ha premiato la bassa rotazione dei nomi in portafoglio, con un *trading* attivo sulle posizioni esistenti. Inoltre abbiamo attuato sulle posizioni più importanti un dialogo attivo con il management e i maggiori *stakeholder*, spesso riuscendo ad influenzare le politiche di allocazione del capitale in modo più favorevole per noi azionisti. Le strategie *short* e di *hedging* coi derivati, oltre a ridurre la volatilità e il *beta* di portafoglio sono servite a generare performance positive".

### L'esposizione netta dei fondi nel 2016

La gestione della *net exposure* è, invece, un aspetto che differenzia in modo marcato i tre gestori. Infatti, Villa mette in luce che la sua strategia prevede di "mantenere una *net* molto stabile, al 70%, durante tutte le fasi di mercato. Quello che variamo con maggiore frequenza e rapidità, adattandoci alle varie fasi di mer-

## LA PERFORMANCE DEI FONDI LONG/SHORT EQUITY DA DICEMBRE 2006 A GENNAIO 2017



Fonte: [www.mondoalternativeindex.com](http://www.mondoalternativeindex.com), in collaborazione con Eurizon Capital Sgr.

grafico 1

cato, è l'esposizione *gross*, che tendiamo ad aumentare e o diminuire per regolare il *beta* del portafoglio, che per sua natura tende ad avere posizioni lunghe su titoli difensivi a basso *beta* con elevata visibilità e posizioni ribassiste o di copertura su società con *beta* più elevato, e/o coperture su indici. Questo vuol dire che alzare la *gross* a parità di *net*, in maniera controintuitiva, per noi vuol dire diminuire il *beta* di portafoglio e viceversa". Punta invece all'azzeramento del *beta* del portafoglio Martorelli: "L'esposizione netta nel 2016 per la parte equity del portafoglio (escludendo la parte di Risk arbitrage) è stata di circa il 35%. Questo dato però va valutato congiuntamente al *beta* del portafoglio, che è stato sempre prossimo allo zero. Questo è il valore target che noi cerchiamo sempre con molta attenzione, e l'esposizione del portafoglio (lorda e netta) è sempre una conseguenza di ciò". Ramsden spiega di adottare un approccio più flessibile, in quanto "l'esposizione netta del fondo Banor North America Long Short è sempre legata alla nostra *view* sulla valutazione complessiva del mercato in un dato momento storico. Nel corso del 2016 l'esposizione netta media del fondo è stata del 59%. Abbiamo cominciato il 2016 con un'esposizione netta del 57% e abbiamo chiuso l'anno con un'esposizione netta del 38%. I principali cambiamenti avvenuti nel corso del 2016 si sono verificati in risposta ai due maggiori *sell off* di mercato a gennaio e febbraio e poi immediatamente dopo Brexit. In queste occasioni abbiamo aumentato l'esposizione netta del fondo fino al

70% al fine di trarre vantaggio dalla debolezza del mercato. Al contrario, la nostra attuale esposizione netta è orientata verso la fascia bassa del nostro *range* tipico mentre l'esposizione netta *beta adjusted* è attorno al 50%. Questo posizionamento riflette la nostra visione generale che, anche se stiamo trovando buone opportunità su entrambi i lati del portafoglio, il mercato nel suo complesso non sembra essere né particolarmente economico né precipitosamente costoso".

### I rischi da fronteggiare nel 2017

Tra le maggiori criticità dello scorso anno per i fondi Long/short equity, la forte rotazione settoriale che ha contraddistinto i mercati azionari è stata indubbiamente quella che più ha danneggiato le performance. Alla base del processo di investimento di Martorelli c'è proprio l'annullamento di questo rischio, che potrebbe verificarsi nuovamente anche nel corso del 2017: "Nella costruzione del portafoglio partiamo solitamente dalla scelta dell'idea per la posizione lunga e poi di conseguenza montiamo le coperture *short* cercando la completa neutralità al settore di appartenenza con posizioni *single name ad hoc*. Questo ci consente di non aver problemi quando il mercato effettua delle *sector rotation* importanti, e crediamo che il fatto di non effettuare scommesse settoriali ci differenzi da molti altri gestori. La preoccupazione del 2017 potrebbe, a nostro avviso, essere proprio la stessa e per questo motivo manteniamo sempre fede alla nostra filosofia di gestione". Essendo focalizzato sui settori più nell'occhio del ciclone lo scorso anno, Villa sottolinea che "il comparto KEY nel 2016 è stato fortemente penalizzato dalla rotazione settoriale, in quanto siamo strutturalmente lunghi con i titoli del settore delle infrastrutture o dove ci sono flussi di cassa molto visibili e corti con titoli più ciclici o dove c'è una componente legata alle commodity. L'anno scorso si è verificata una rotazione estremamente violenta di questi settori in senso opposto al nostro posizionamento strutturale: gli indici settoriali europei delle infrastrutture, utility e telecom hanno perso tra il -5% e -15%. Nonostante ciò, il comparto ha generato una performance positiva, grazie soprattutto all'alfa generato sullo *stock picking* e alla strategia in derivati. Per il 2017 ci aspettiamo una normalizzazione in quanto il movimento di rotazione visto sul finale del 2016 ha portato a situazioni valutative estreme. Se guardiamo al lungo periodo, notiamo che il

mercato prezza un premio per il rischio rispetto al *risk free* strutturalmente troppo elevato per i titoli difensivi di cui siamo strutturalmente lunghi e l'opposto sui titoli più ciclici, cioè gli investitori non sono abbastanza remunerati a prendere rischi sulla parte più volatile del mercato e viceversa". Guardando al contesto americano, tra le possibili fonti di incertezza per il prossimo anno, Ramsden rivela di temere maggiormente delle cattive notizie dal fronte della politica monetaria: "Lo scorso anno abbiamo assistito ad alcuni inattesi risultati politici, il più evidente è l'elezione di Donald Trump come Presidente degli Stati Uniti. E tuttavia i listini azionari non sono stati condizionati da queste turbolenze politiche. Il mercato è salito stabilmente a partire dalle elezioni americane e l'indice Vix è a 12. Simpatizziamo con la reazione favorevole del mercato ai risultati delle elezioni, almeno come scenario base di un ambiente con politiche governative più favorevoli alle imprese. Allo stesso tempo, ci chiediamo se la possibilità di vedere dati macroeconomici più estremi non sia aumentata. Se dovessimo concentrarci su una variabile, sarebbe la futura politica monetaria sotto il nuovo Governo. Mentre le conseguenze di molte politiche di Governo sono spesso difficili da prevedere, è più facile fare errori sulla politica monetaria e una politica monetaria sbagliata sarebbe molto rilevante".

#### Idee d'investimento e prospettive future

All'interno del proprio portafoglio di aziende americane, Ramsden rivela di aver assunto a fine 2016 una posizione lunga in Adient, azienda leader di mercato a livello globale nella produzione di sedili per il settore automobilistico nata dallo scorporo con Johnson Controls: "Al momento dello *spin off*, le pressioni tecniche dovute alla vendita ci hanno permesso di costruire una posizione a meno di cinque volte gli utili attuali, uno sconto significativo rispetto alla nostra opinione del valore intrinseco e rispetto al prezzo a cui scambiano i *competitor*. Allo stesso tempo, siccome le azioni continuano a salire, in particolar modo quelle delle aziende domestiche medio/piccole, abbiamo individuato diverse posizioni da aggiungere sul lato *short* del portafoglio. Circa la metà dell'attuale *short book* comprende *retailer* tradizionali e ristoranti. Anche se ci avviciniamo al ventesimo anniversario dell'Ipo di Amazon, continuiamo a trovare *retailer* le cui azioni sono

prezzate come se l'azienda fosse immune da qualsiasi minaccia secolare. In generale, il settore retail negli ultimi anni si è rivelato essere un terreno di caccia fertile per la parte *short* del portafoglio e riteniamo che questo sia destinato a continuare". Riguardo all'allocazione del proprio prodotto, Villa osserva: "Sulla parte lunga puntiamo sulle municipalizzate italiane che hanno una cedola media del 4% coperta da utili visibili e su alcuni primari titoli infrastrutturali europei, che hanno corretto in modo significativo rispetto ai massimi del 2015, ma dove i principali business sottostanti continuano a registrare ottime performance. Sulla parte corta continuiamo a puntare su quelle società che hanno un alto dividendo non coperto dalla generazione di cassa o dagli utili di lungo periodo. Il mercato ha penalizzato in maniera indifferenziata tutti i titoli regolati, ma se andiamo a vedere i bilanci e le regolamentazioni specifiche nei vari Paesi troviamo inefficienze molto importanti che si trasformano in opportunità di investimento". Infine, Martorelli spiega di seguire con attenzione i titoli di aziende italiane di media dimensione, a cui si aggiunge l'interesse verso alcuni selezionati titoli nel comparto bancario e delle utility: "Se lo scorso anno il catalizzatore delle posizioni ribassiste su Piazza Affari era rappresentato dal referendum costituzionale di dicembre, nei prossimi mesi l'Italia non sembra destinata ad affrontare nuovi eventi di tale portata. Molte società continuano comunque ad offrire livelli valutativi molto attraenti ed un potenziale *upside* molto interessante, in vista di un possibile riposizionamento dei portafogli da parte degli investitori internazionali. Ci sono inoltre alcune potenziali situazioni molto interessanti a livello di M&A e ristrutturazioni aziendali che a nostro avviso potrebbero offrire importanti opportunità di investimento nell'anno in corso. Un altro fattore da tenere sotto osservazione è il potenziale sviluppo dei Pir (*Piani individuali del risparmio, vedi pag. 32*) creati dalle recente legge di bilancio, che potrebbe incrementare notevolmente l'interesse e la liquidità delle Pmi quotate che fino ad ora hanno sofferto le dimensioni del mercato pur essendo in molti casi delle ottime società. Il 2017 potrebbe essere un anno volatile per i mercati azionari, in cui le politiche divergenti delle Banche Centrali e l'incertezza geopolitica potranno creare notevoli opportunità di investimento, generando basse correlazioni e dispersione dei rendimenti", conclude Martorelli.