



Maurizio de Martino

Paolo Ubaldini

*Business Development*

# Gli investimenti a Leva e Total Return

# ASSET MANAGEMENT VS INVESTMENT BANK

Modelli organizzativi e competenze professionali

**Asset Management**

vs

**Investment Bank**

AFFINITA'

**Gestione rischio di portafoglio**  
**Gestione di trading e arbitraggio proprietario**  
**Sistemi di controllo e risk management**  
**Monitoraggio ed analisi strategie e performance**  
**Sistemi di garanzia / protezione (opzioni, modelli quantitativi)**

SINERGIE

**Servizi di trading**  
**Piattaforma di risk management**  
**Gestione degli strumenti derivati**  
**Ricerca**

Regolamentazione: Limiti e opportunità

**Normativa:**  
**UCITS III**  
**Banca d'Italia**  
**Consob**  
**CESR**  
**Direttiva - SI**

# ASSET MANAGEMENT VS INVESTMENT BANK

Due modelli che convergono beneficiando delle rispettive specializzazioni

**Asset Management**

**Investment Bank**

Un nuovo modo di intendere il settore del risparmio gestito che determinerà un cambiamento strutturale dell'industria dell'asset management nel suo complesso.

Relative verso Absolute Returns e tracking verso total risk		
	Modelli d'investimento a ritorno relativo con basso grado di specializzazione	Modelli d'investimento a rendimento assoluto con elevato grado di specializzazione
	Passivi                      Attivi	
<i>Obiettivo di investimento</i>	Ritorno Relativo Replicare il benchmark    Battere il benchmark	Ritorno assoluto Capitalizzare le performance positive
<i>Risk Management</i>	Tracking risk Replicare il benchmark    Battere il benchmark	Total risk Evitare la capitalizzazione di performance negative

Fonte: UBS

- Emergono nuovi prodotti che generano rendimenti usando strategie altamente specializzate e avvalendosi della possibilità di effettuare investimenti in asset class meno liquide
- E' possibile ottenere un migliore rapporto tra rischio e rendimento se si gestisce l'esposizione ai mercati (beta) separatamente dalla selezione delle attività finanziarie di riferimento (Alfa), generando minori costi di opportunità e di transazione.

## LA DEFINIZIONE DEGLI INVESTIMENTI



### Nuove tipologie di investimento:

- ☒ Mercati Emergenti
- ☒ Valute Esotiche
- ☒ Derivati
- ☒ Commodities
- ☒ Hedge funds
- ☒ Polizze
- ☒ Private Equity
- ☒ Immobiliare

### Caratteristiche:

- ☒ Struttura giuridica
- ☒ Conferimento / versamento: unico, periodico
- Durata da 1 a 30 anni.
- Obiettivo rendimento:
- ☒ A scadenza
- ☒ Periodico
- ☒ Gestione dei cash flow

### Effetto leva e controllo del rischio

- ☒ Leva massima applicabile: es. 150% del nominale
- ☒ Meccanismi di autoliquidazione
- ☒ Meccanismi di stop loss / take profit

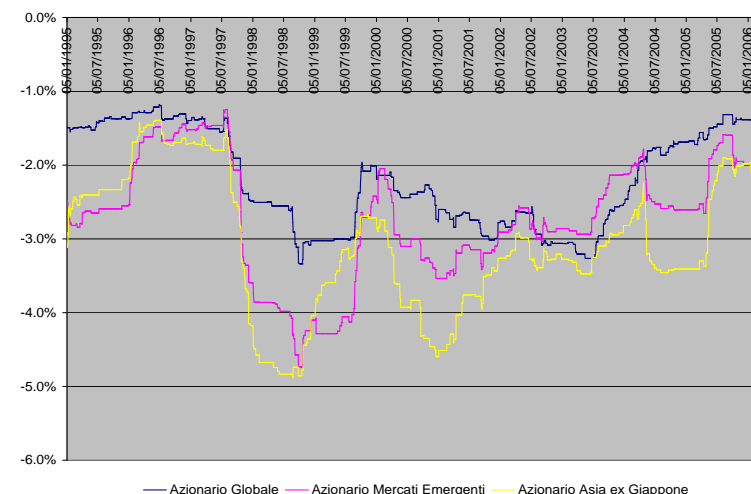
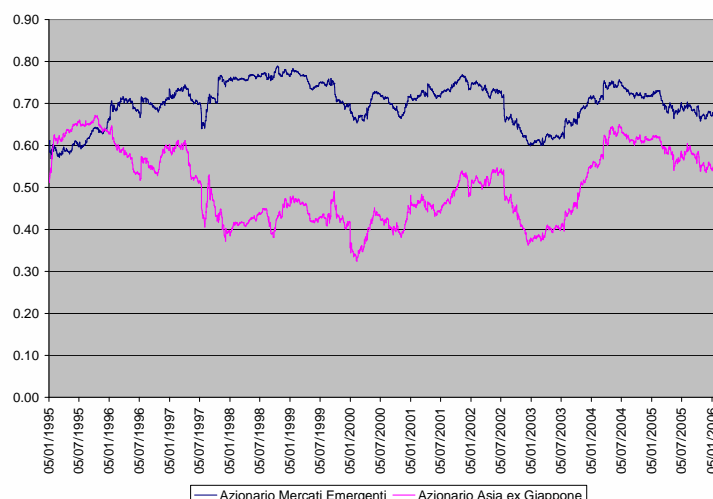
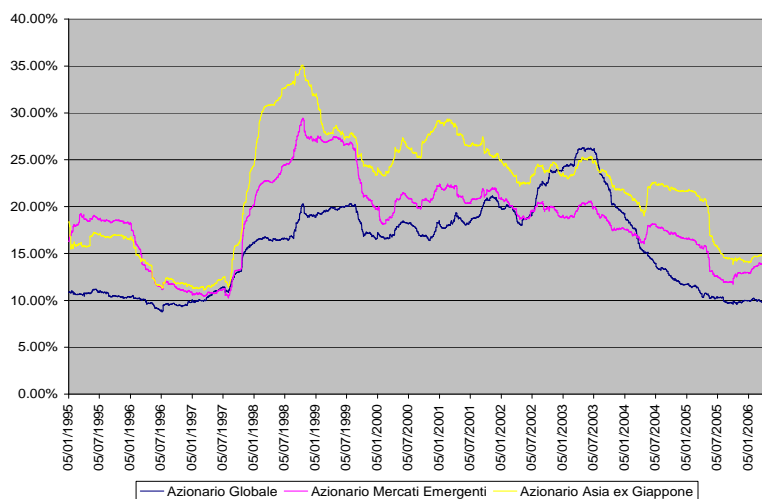
Σ ΕΣΠΕΡΙΕΝΖΕ ΔΙ ΙΝΒΕΣΤΙΜΕΝΤΟ:

*ΟΜΕ ΟΠΕΡΑΡΕ ΣΥ ΤΥΤΤΕ ΛΕ ΟΠΠΟΡΤΥΝΙΤΑ' ΟΦΦΕΡΤΕ ΔΑΛ ΜΕΡΓΑΤΟ ΟΝ ΙΛ ΟΝΤΡΟΛΛΟ ΔΕΛ ΡΙΣΧΙΟ Ε ΜΙΝΙΜΙΖΖΑΡΕ Ι ΟΣΤΙ ΟΠΕΡΑΤΙΥΙ*

- ⊕ Ινβεστίμεντο νεί μερκαί Κίνα & Ινδία ίν υν πορταφολίο Ολοβλε
- ⊕ Ινβεστίμεντο ίν υν πορταφολίο δι πολίζε α καπυαλίζζαση
- ⊕ Ινβεστίμεντο ίν υαλυε εσοτίκε

# INVESTIMENTI NEI MERCATI CINA & INDIA

## Analisi della Correlazione, Volatilità e Rischio (Shortfall)



### Volatilità a confronto (rolling a 1 anno)

Negli ultimi anni la volatilità degli Emerging Markets ed, in particolare dell'Asia, si è notevolmente ridotta, tanto in termini assoluti quanto se confrontata con i mercati sviluppati (Azionario Globale, MSCI World).

Questo trend è cominciato ben prima del calo generalizzato di volatilità che ha caratterizzato i mercati azionari globali. Esso è spiegabile con il miglioramento dei fondamentali e della solidità di molti Paesi compresi negli EM e, in particolare, dei paesi della regione asiatica.

### Correlazioni a confronto (rolling a 1 anno)

La correlazione tra EM e Asia vs Azionario Globale è comunque rimasta stabilmente bassa (oggi 0.70 per EM e 0.60 per Asia).

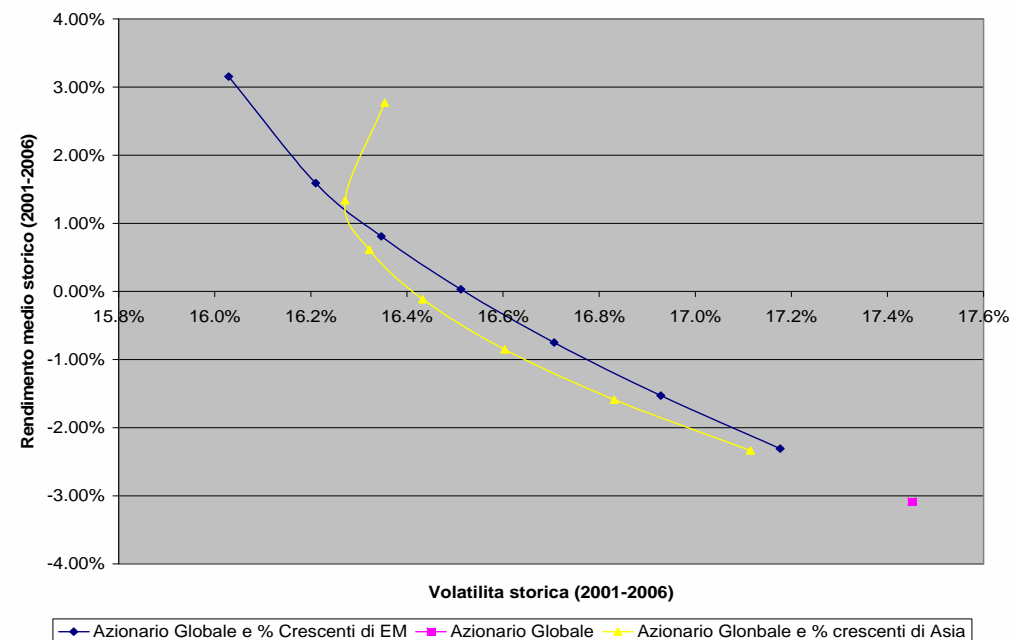
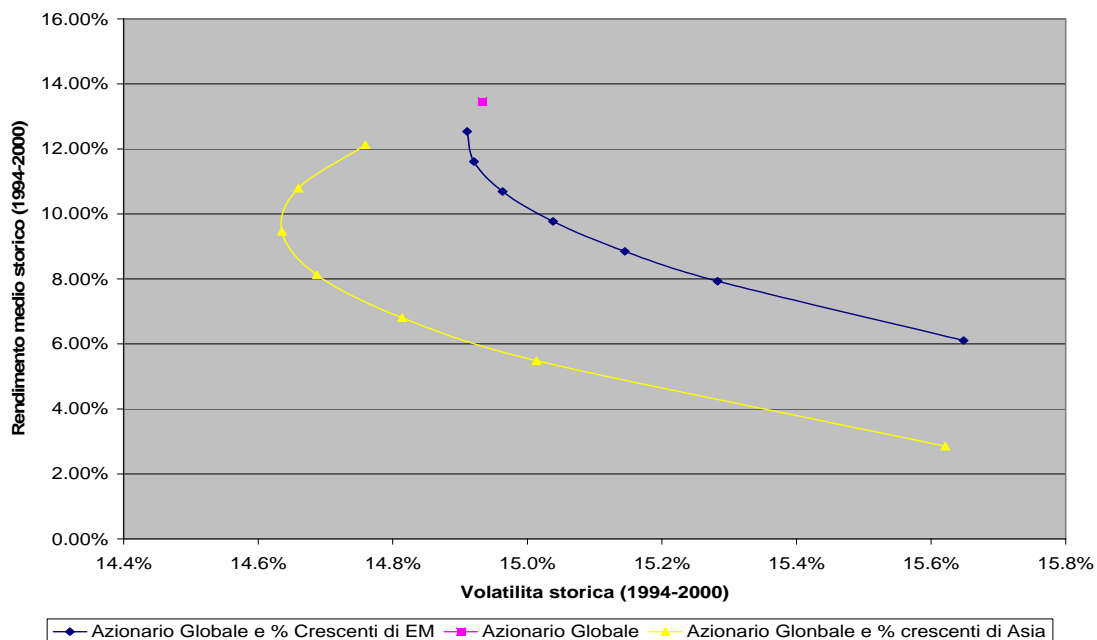
Ciò indica che, all'interno di un portafoglio azionario, l'inserimento di queste componenti ha un elevato potenziale di diversificazione, ancor prima di qualsiasi considerazione sulle prospettive di profitto della regione.

### Rischio (Shortfall giornaliero 5% - rolling 1 anno)

C'è però un fattore da non sottovalutare. Il rischio di perdita su base giornaliera connesso con un investimento in EM e Asia è ancora sensibilmente più elevato rispetto a Azionario Globale (oggi siamo a più del 2% vs 1.3% dell'Azionario Globale).

# INVESTIMENTI NEI MERCATI CINA & INDIA

## La costruzione del portafoglio



### 1994-2000 – L’inserimento di azionario EM e Asia in portafoglio

Su dati stimati nel periodo 1994-2000 risulta evidente che l’inserimento in un portafoglio azionario globale di percentuali crescenti di Azionario EM o Azionario Asia sarebbe risultato inefficiente.

La volatilità assoluta del portafoglio sarebbe risultata accresciuta, nonostante la correlazione contenuta di queste asset class rispetto ad azionario globale, e ex post si sarebbe anche verificato un calo del rendimento medio, complice la crisi del 1997-1998.

### 2001-2006 – L’inserimento di azionario EM e Asia in portafoglio

Nel 2001-2006 la situazione è assolutamente invertita. Non soltanto il rendimento medio risulta superiore inserendo EM o Asia (ovviamente questo riflette i fondamentali della regione), ma la volatilità del portafoglio risulta ridotta, grazie ai benefici della diversificazione su asset class che presentano una volatilità sufficientemente bassa.

## INVESTIMENTI NEI MERCATI CINA & INDIA

### CARATTERISTICHE, EFFETTO LEVA, CONTROLLO DEL RISCHIO



5y swaprata 3.84%	DAB 5Y	DAC 5Y	DAC 5Y	DAC 5Y
livello garanzia	100%	90%	85%	80%
cedole	5% a scadenza	no	5% al 1°e 2° anno	no
rimborso anticipato alla fine del 3° anno se Indice $\geq$ 115	no	si	si	si
g fisso	5	5	5	5
allocazione iniziale in AFV	75%	116%	89%	150
allocazione massima in AFV	Indice + 50	Indice + 50	Indice + 50	Indice + 50

# INVESTIMENTI NEI MERCATI CINA & INDIA

## Analisi dei rendimenti a confronto

**BACKTEST DAB "CHINA&INDIA": Struttura 5Y, 105% a scadenza**

**BACKTEST DAC "CHINA&INDIA": Struttura 5Y, 90% a scadenza**



PARAMETRI CPPI	
Scadenza (anni)	5
Rimborso @scadenza	105%
Commissioni su Indice	0.5%
Max Allocazione	1+50
Paniere AF	

Paniere Active Fund	Peso
INVESCO GRTER CHINA EQTY-E	15%
PICTET F-INDIAN EQUITIES-P	15%
YONTOBEL-FAR EAST EQUITY-A2	15%
HSBC GIF-CHINESE EQUITY-AC	15%
PICTET F-ASIAN EQ(EX JP)-R	15%
JF China A (acc) USD (MF)	10%
JF India A (acc) USD (MF)	15%
<b>Totale</b>	<b>100%</b>



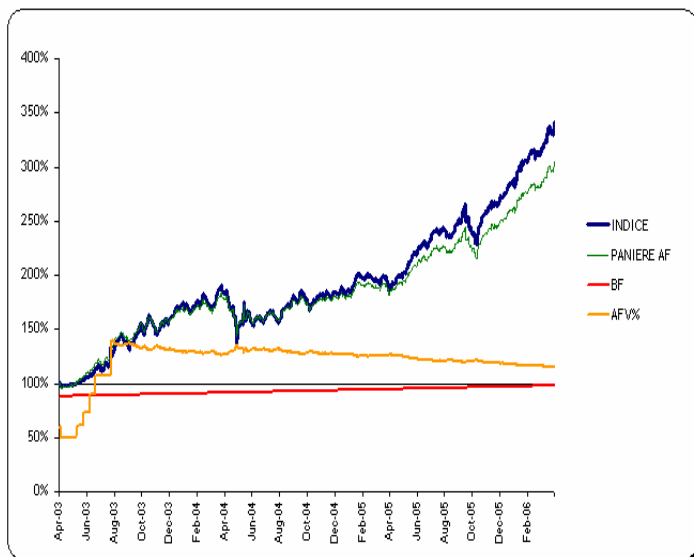
PARAMETRI CPPI	
Scadenza (anni)	5
Rimborso @scadenza	90%
Commissioni su Indice	0.5%
Max Allocazione	1+50
Paniere AF	

Paniere Active Fund	Peso
INVESCO GRTER CHINA EQTY-E	15%
PICTET F-INDIAN EQUITIES-P	15%
YONTOBEL-FAR EAST EQUITY-A2	15%
HSBC GIF-CHINESE EQUITY-AC	15%
PICTET F-ASIAN EQ(EX JP)-R	15%
JF China A (acc) USD (MF)	10%
JF India A (acc) USD (MF)	15%
<b>Totale</b>	<b>100%</b>

Backtesting	
Data iniziale	20-Apr-03

Flussi di cassa	
Investimento iniziale	-100.0%
Indice al 20Apr06	336.2%

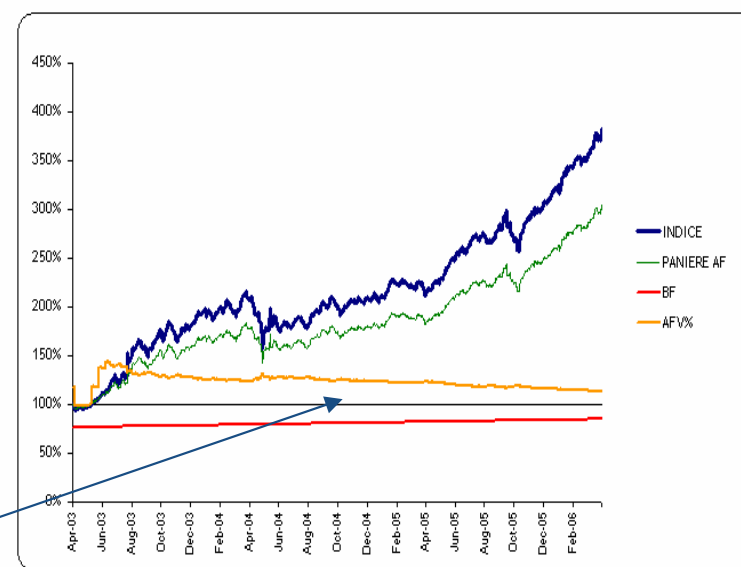
Rendimento medio annuo	49.75%
Tasso swap 5 anni	3.93%



Backtesting	
Data iniziale	20-Apr-03

Flussi di cassa	
Investimento iniziale	-100.0%
Indice al 20Apr06	376.5%

Rendimento medio annuo	54.99%
Tasso swap 5 anni	3.93%



**Alla fine del secondo anno si verificherebbe l'evento di Rimborso Anticipato:**

Ammontare Anticipato di Regolamento =  $99\% * 376.5\%$ , dove 376.5% sarebbe il valore dell'Indice CPPI al 20-Apr-06. Pertanto in tale data il rendimento medio annuo del certificato sarebbe stato di

**54.99%.**

# INVESTIMENTI NEI MERCATI CINA & INDIA

## Analisi dei rendimenti a confronto

### BACKTEST DAC "CHINA&INDIA": Struttura 5Y, 85% a scadenza Alla fine del secondo anno si verificherebbe l'evento di Rimborso Anticipato:

Ammontare Anticipato di Regolamento =  $99\% * 365.84\%$ ,  
dove 365.84% sarebbe il valore dell'Indice CPPI al 20-Apr-06.  
Pertanto in tale data il rendimento medio annuo del certificato sarebbe stato di **56.23%**.

### BACKTEST DAC "CHINA&INDIA": Struttura 5Y, 80% a scadenza Alla fine del secondo anno si verificherebbe l'evento di Rimborso Anticipato:

Ammontare Anticipato di Regolamento =  $99\% * 391.2\%$ ,  
dove 391.2% sarebbe il valore dell'Indice CPPI al 20-Apr-06.  
Pertanto in tale data il rendimento medio annuo del certificato sarebbe stato di **56.98%**.



PARAMETRI CPPI	
Scadenza (anni)	5
Rimborso @scadenza	85%
Commissioni su Indice	0.5%
Max Allocazione Paniere AF	1+50

Paniere Active Fund	Peso
INVESCO GRTER CHINA EQTY-E	15%
PICTET F-INDIAN EQUITIES-P	15%
VONTOBEL-FAR EAST EQUITY-A2	15%
HSBC GIF-CHINESE EQUITY-AC	15%
PICTET F-ASIAN EQ(EX JP)-R	15%
JF China A (acc) USD (MF)	10%
JF India A (acc) USD (MF)	15%
<b>Totale</b>	<b>100%</b>



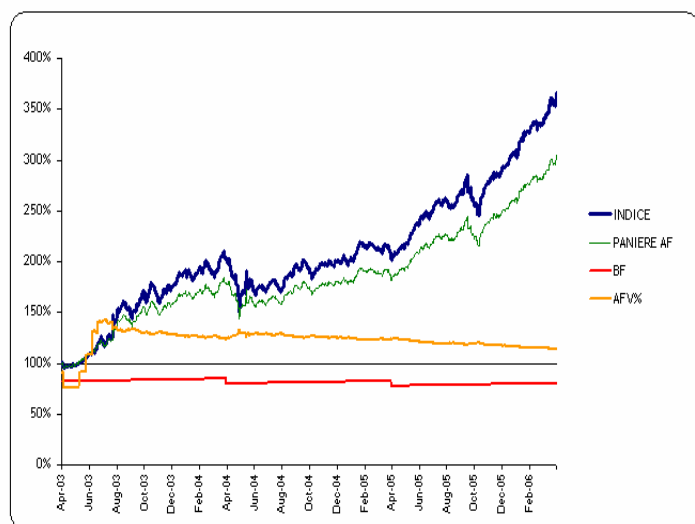
PARAMETRI CPPI	
Scadenza (anni)	5
Rimborso @scadenza	80%
Commissioni su Indice	0.5%
Max Allocazione Paniere AF	1+50

Paniere Active Fund	Peso
INVESCO GRTER CHINA EQTY-E	15%
PICTET F-INDIAN EQUITIES-P	15%
VONTOBEL-FAR EAST EQUITY-A2	15%
HSBC GIF-CHINESE EQUITY-AC	15%
PICTET F-ASIAN EQ(EX JP)-R	15%
JF China A (acc) USD (MF)	10%
JF India A (acc) USD (MF)	15%
<b>Totale</b>	<b>100%</b>

Backtesting	
Data iniziale	20-Apr-03

Flussi di cassa	
Investimento iniziale	-100.0%
Cedola 1° anno	5.0%
Cedola 2° anno	5.0%
Indice al 20Apr06	365.8%

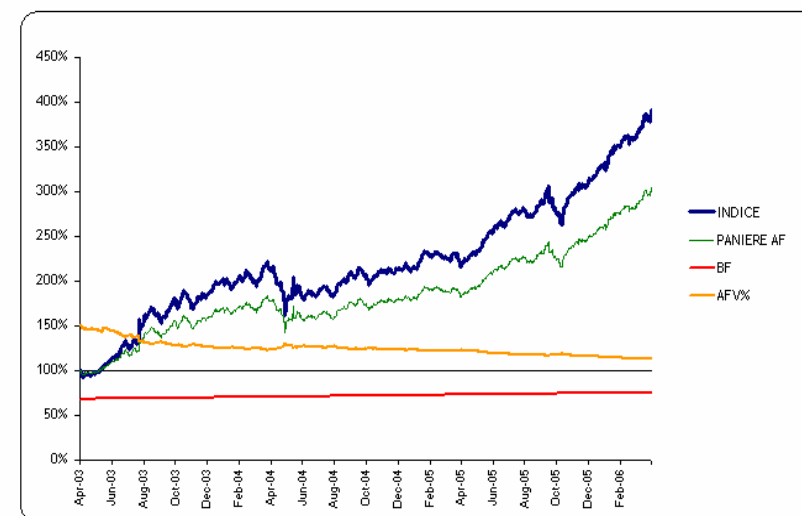
Rendimento medio annuo	56.23%
Tasso swap 5 anni	3.93%



Backtesting	
Data iniziale	20-Apr-03

Flussi di cassa	
Investimento iniziale	-100.0%
Indice al 20Apr06	391.2%

Rendimento medio annuo	56.98%
Tasso swap 5 anni	3.93%



## INVESTIMENTO IN UN PORTAFOGLIO DI POLIZZE A CAPITALIZZAZIONE

La ricerca di rendimenti stabili e bassa correlazione con gli altri investimenti ci spingono su **NUOVE FORME DI INVESTIMENTO:**

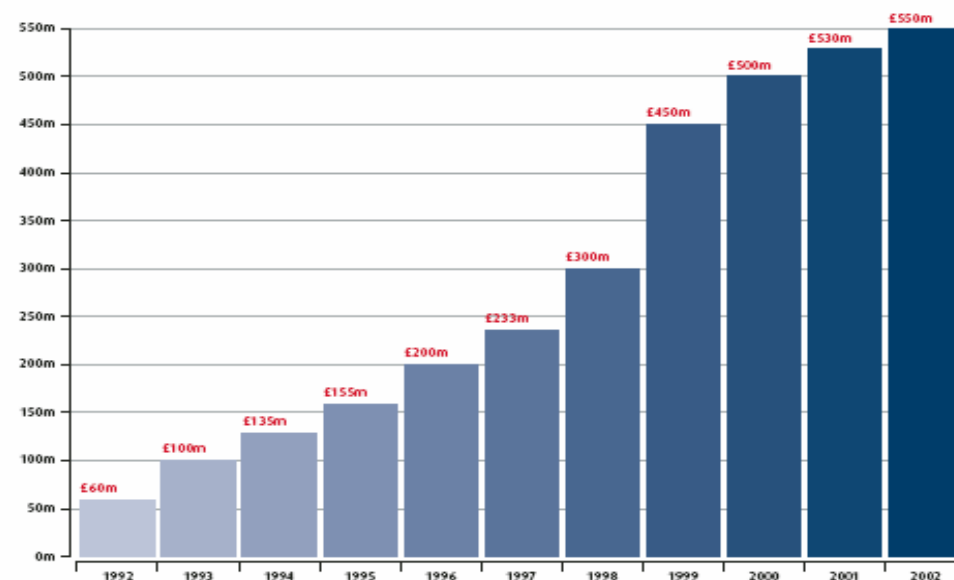
**Obbligazione PAFT (Protected Asset Fund TEP - Traded Endowment Policies)** Obbligazione strutturata a capitale garantito indicizzata a un Fondo che investe in Polizze assicurative del mercato inglese (Conventional With-Profit Policies) negoziate sul mercato secondario regolato da FSA.

### In cosa investe il Fondo:

- Nel Regno Unito esiste un mercato maturo di prodotti assicurativi destinati alla previdenza integrativa, le cosiddette *with profit endowment policies*.
- Si tratta di polizze assicurative generalmente della durata di 25 anni paragonabili alle pensioni integrative collocate in Italia; a differenza delle gestioni separate tuttavia le *with profit endowment policies* non riflettono direttamente il valore degli attivi a copertura.
- Tale rendimento riconosciuto sotto forma di bonus annuali viene infatti definito dalla compagnia assicurativa inglese nel secondo semestre dell'anno riflettendo indirettamente l'andamento dei mercati finanziari in cui sono investiti i portafogli ma senza rispecchiare esattamente l'incremento di valore dei portafogli stessi. I bonus vengono riconosciuti e consolidati a fine anno.

A scadenza vengono riconosciuti:

- la somma inizialmente assicurata aumentata dei bonus dichiarati;
- un ulteriore bonus.



# INVESTIMENTO IN UN PORTAFOGLIO DI POLIZZE A CAPITALIZZAZIONE

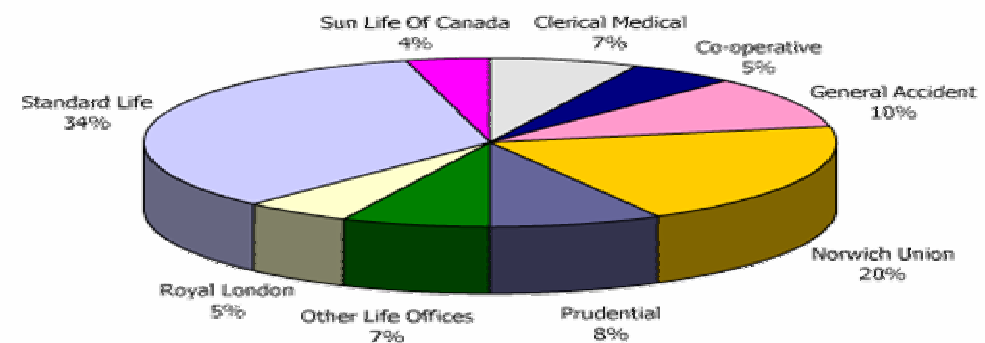
## Gli obiettivi di investimento

Le **Traded Endowment Policies** sono un'asset class su cui investire per i seguenti motivi:

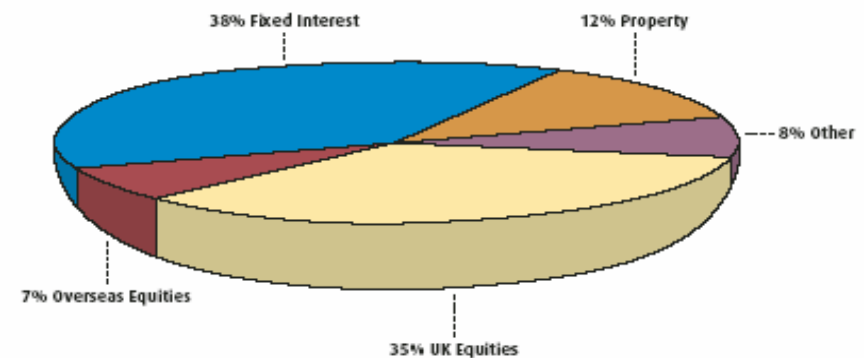
- incorporano la **garanzia del capitale investito**
- sono emesse da **compagnie assicurative ad alto rating**
- hanno offerto sino ad oggi **rendimenti più interessanti rispetto alla media dei prodotti a basso rischio**
- sono caratterizzate da **scarsa volatilità e decorrelazione rispetto alle asset class tradizionali**
- **hanno già speso nei primi anni di contratto gran parte dei caricamenti e beneficiano maggiormente in termini di rendimento dei terminal bonus**

## Diversificazione Emittenti e Investimenti

Distribution of Assets Held by The Protected Asset TEP Fund Plc. (Sterling Class) as at 31st December 2005



Life Office Asset Allocation 2004 Source: Money Management April 2004



## INVESTIMENTO IN UN PORTAFOGLIO DI POLIZZE A CAPITALIZZAZIONE

### LEVA E CONTROLLO DEL RISCHIO: Alcune soluzioni - Caratteristiche

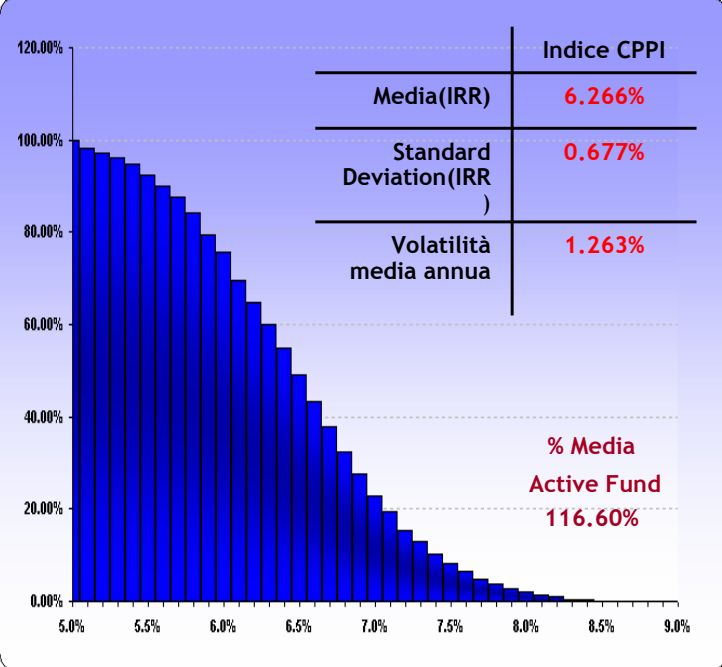
Investimento in un portafoglio di polizze a capitalizzazione (condizioni indicative)			
Strumento:	Obbligazione	Obbligazione	Obbligazione
durata:	6 anni	10 anni	15 anni
Garanzia del capitale:	100%	100%	100%
Cedola annua	di performance: 50% performance con cap 3%	1% per i primi 9 anni	100% inflazione area euro per i primi 14 anni
Cedola a scadenza	100% dell'apprezzamento dell'Indice di riferimento	100% dell'apprezzamento dell'Indice di riferimento	100% dell'apprezzamento dell'Indice di riferimento
Investimento iniziale nel fondo PAFT:	100%	101%	59%

# INVESTIMENTO IN UN PORTAFOGLIO DI POLIZZE A CAPITALIZZAZIONE

## LEVA E CONTROLLO DEL RISCHIO: Alcune soluzioni – Analisi dei rendimenti

### SIMULAZIONE MONTECARLO

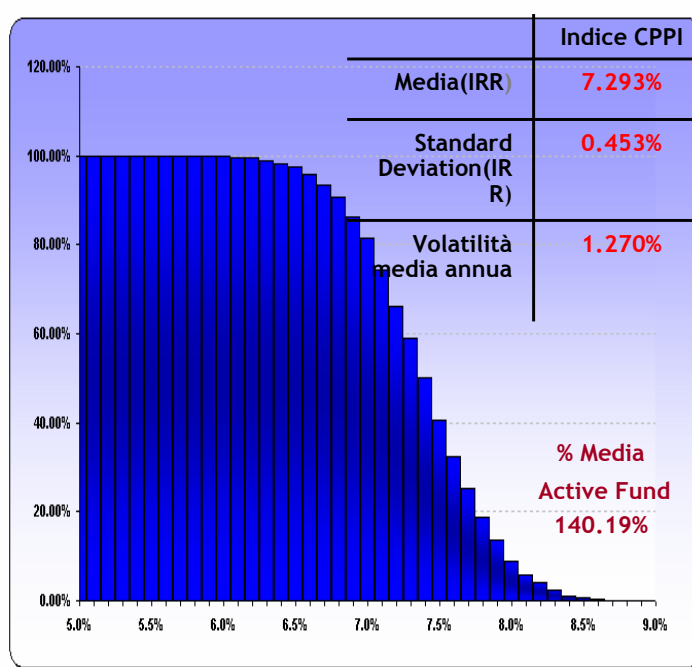
Distribuzione cumulata dei rendimenti annui della struttura su Fondo PATF a 6 anni con cedola di performance (50% performance fondo con cap 3%)



IRR	Probabilità
> 5.0%	98.15%
> 5.5%	90.05%
> 6.0%	69.70%

### SIMULAZIONE MONTECARLO

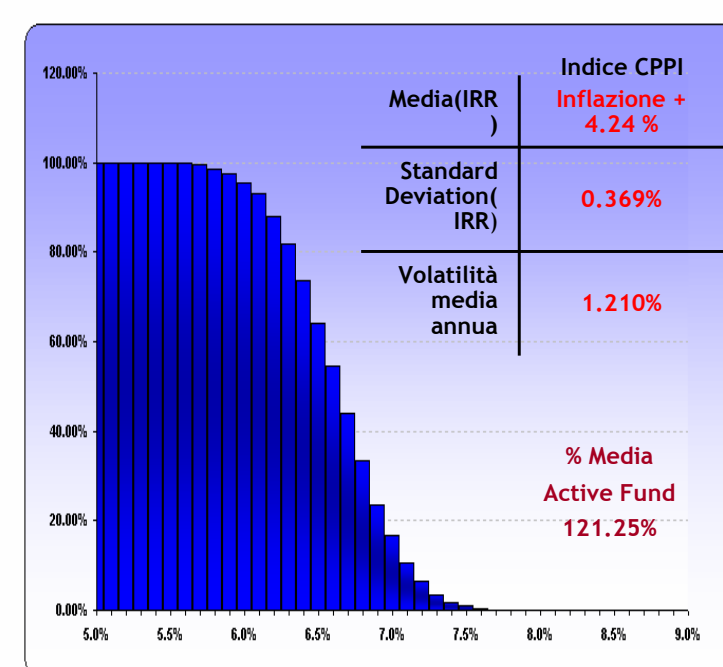
Distribuzione cumulata dei rendimenti annui della struttura su Fondo PATF a 10 anni con cedola annuale pari a 1%



IRR	Probabilità
> 5.00%	100.00%
> 6.00%	99.90%
> 7.00%	81.35%

### SIMULAZIONE MONTECARLO

Distribuzione cumulata dei rendimenti annui della struttura su Fondo PATF a 15 anni con cedola annuale pari al 100% dell'inflazione europea



IRR	Probabilità
> Inflazione+2.5%	100.00%
> Inflazione+3.5%	98.60%
> Inflazione+4.5%	33.50%

## INVESTIMENTO IN VALUTE ESOTICHE EURASIAN DYNAMIC

Investimento su “Depositi monetari” in valute euro-asiatiche a capitale garantito

### CARATTERISTICHE

- La Struttura Eurasian Dynamic consente di investire in un basket di depositi monetari di valute Euroasiatiche (“Eurasian Depo Basket”) espressioni di paesi a forte potenziale di crescita economica e sociale, ovvero:

Turchia, India, Indonesia, Filippine, Sud Corea

- La Struttura gestisce il ribilanciamento tra l’Eurasian Depo Basket e un investimento nei tassi a breve in €uro e quindi non è soggetta ad un rischio specifico di duration, anzi trarrebbe vantaggio da dinamiche restrittive operate dalle Banche Centrali dei paesi coinvolti.
- L’Eurasian Depo Basket è costruito in modo da risultare ben diversificato sia geograficamente che statisticamente (bassa correlazione) ed in grado di ben performare dal loro eventuale apprezzamento contro Euro e dall’affermazione di caute scelte di politica monetaria domestica.
- La Struttura supera il classico problema dell’illiquidità e della staticità tipica di una struttura opzionale e nello specifico della difficile realizzabilità su queste 5 valute emergenti.

# INVESTIMENTO IN VALUTE ESOTICHE EURASIAN DYNAMIC

## *I PAESI SELEZIONATI E GLI OBIETTIVI*

**I 5 paesi selezionati sono: Turchia, India, Indonesia, Filippine, Sud Korea.** Quali sono i motivi?

- Tutti esprimono valute trattabili sul mercato in assenza di particolari vincoli amministrativi ovvero di cambi fissi.
- Tutte risultano complessivamente sottovalutate su base delle ragioni di scambio (per avere una valutazione oggettiva e soprattutto "indipendente" rimandiamo alla tabella del Big Mac Index dell'Economist).
- Tutte presentano livelli di tassi a breve superiori rispetto all'Euro e politiche monetarie ormai orientate alla restrizione. Sono paesi da cui attendersi una politica monetaria poco o per nulla espansiva, a causa dei tassi di crescita elevati (India, Indonesia, Turchia), o per la dinamica del Debito Pubblico (Filippine, Turchia), o dell'inflazione interna (Turchia, Filippine) e necessitano tutti sia di una crescita interna finanziata da afflussi netti di capitali esteri che di una efficiente allocazione domestica dei capitali.
- I livelli di correlazione tra queste 5 valute risultano essere molto contenute rispetto ai livelli presenti nelle valute di quelle che tradizionalmente vengono indicate come le "Tigri Asiatiche" (HKD, SGD, TWD, JPY, KRW).

## INVESTIMENTO IN VALUTE ESOTICHE EURASIAN DYNAMIC

### Analisi comparata di performance: ipotesi di lavoro

#### Simulazione applicata a due strutture:

- Struttura EURASIAN DYNAMIC a 5 anni (partecipazione iniziale al 50%)
- Obbligazione strutturata zero-coupon + opzione\* su basket di valute equipesate (**Nuova Lira Turca; Rupia Indiana; Rupia Indonesiana; Peso Filippino; Won Koreano**) - strike at the money spot; 235% partecipazione

#### Ipotesi di simulazione:

- Simulazione Montecarlo dei tassi di cambio basata sulla sua distribuzione storica
- Costanza dei tassi di interesse monetari basata sui livelli attuali
- Stesso profilo di caricamento commissionale per le due strutture

## INVESTIMENTO IN VALUTE ESOTICHE EURASIAN DYNAMIC

**Analisi comparata di performance: ipotesi di lavoro**

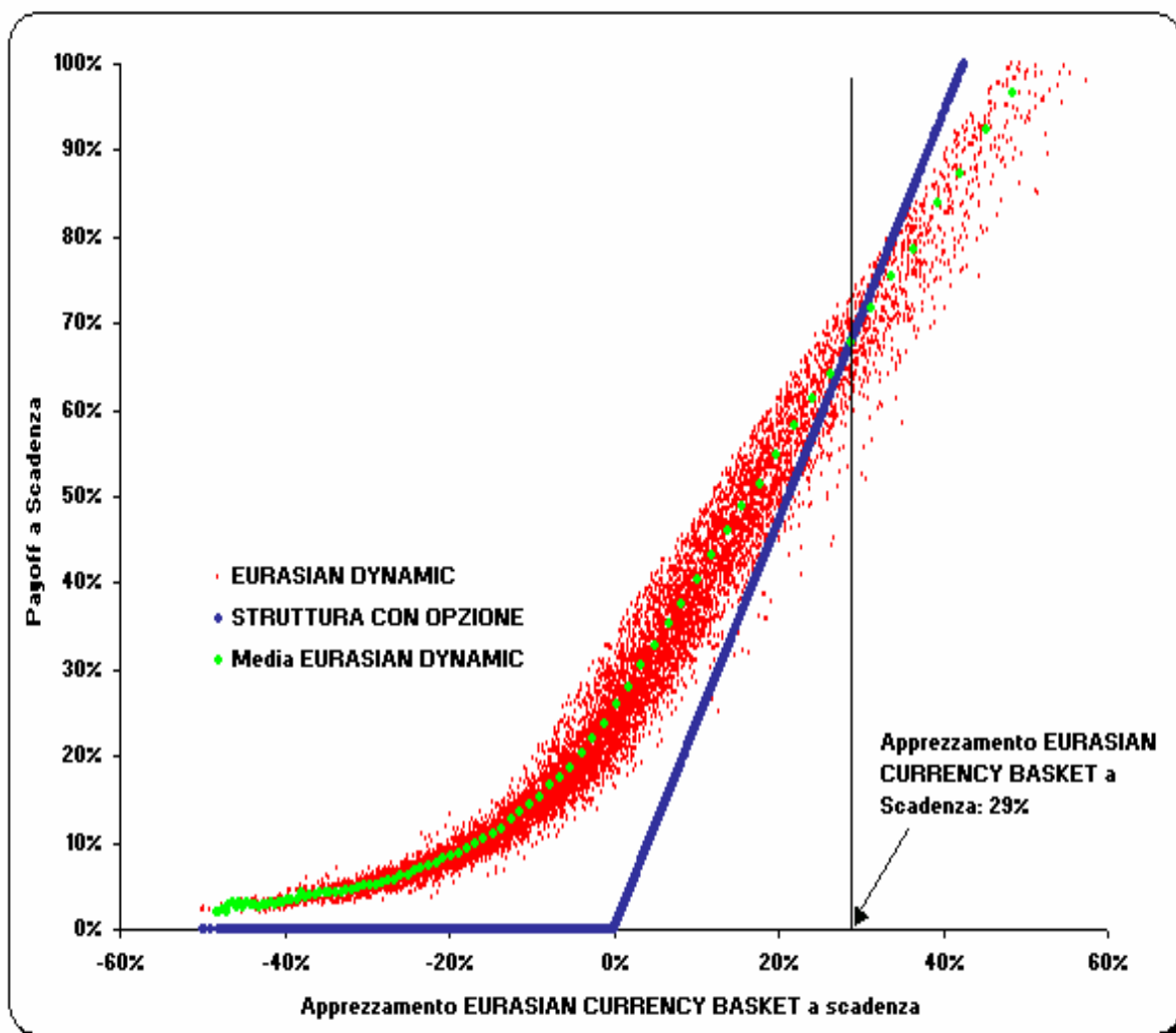
### **TERMINI UTILIZZATI DI SEGUITO:**

- **EURASIAN DEPO BASKET:** basket di depositi a 1 mese equipesati denominati nelle 5 valute di interesse; Il valore di tale basket dipende **dai tassi di cambio delle singole valute e dalla remunerazione sui depositi**
- **EURASIAN CURRENCY BASKET:** basket composto dalle 5 valute equipesate; Il valore di tale basket dipende **esclusivamente dai tassi di cambio delle singole valute**

\* Non essendo disponibile un prezzo di mercato per la volatilità a 5 anni della Nuova Lira Turca, il prezzo dell'opzione sull' EURASIAN CURRENCY BASKET è stato calcolato un valore opzionale « teorico » .

## INVESTIMENTO IN VALUTE ESOTICHE EURASIAN DYNAMIC

Analisi comparata di performance: ipotesi di lavoro



Solo nell'1% delle 10,000 simulazioni si è verificato il deleverage totale

I punti in rosso mostrano l'INDICE a scadenza della struttura EURASIAN DYNAMIC (**10,000 simulazioni** – ogni punto rappresenta una simulazione); i punti in verde rappresentano le realizzazioni medie dell'INDICE (ossia il valore medio dell'INDICE per tutte le simulazioni con identico apprezzamento percentuale dell'**EURASIAN CURRENCY BASKET** contro EUR a scadenza). Infine i punti in blu mostrano il payoff finale della struttura con opzione



EURASIAN DYNAMIC sovraperforma la struttura con opzione nel **91% dei casi**

EURASIAN DYNAMIC in media (punti in verde) performa meglio della struttura con opzione per apprezzamenti a scadenza dell'EURASIAN CURRENCY BASKET **inferiori al 29%**.

## CONCLUSIONI: INVESTIMENTI A LEVA E TOTAL RETURN

*Le nuove tecniche finanziarie di gestione e analisi dei rischio complessi, sviluppate all'interno delle BANCHE DI INVESTIMENTO, associate alle capacità di ricerca, selezione e "asset allocation", tipiche delle società di gestione, consentono di realizzare **nuovi ed innovativi investimenti**.*

In particolare è possibile definire dei precisi profili "rischio rendimento" **senza rinunciare a:**

- ✓ Operare su mercati volatili e con un track record di elevata rischiosità
- ✓ Identificare nuove attività finanziarie
- ✓ Utilizzare la leva finanziaria
- ✓ Modulare nel tempo i flussi finanziari