

Il *value investing* come arma contro le incertezze geopolitiche e monetarie

Banor Sim vede diverse opportunità *short*, mentre nel lato lungo le valutazioni sono favorevoli ai titoli ciclici europei dei settori bancario, automobilistico e dell'acciaio

di Alessandro Moise

Banor Capital Ltd 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 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 7,5 miliardi di euro, di cui 3 miliardi di euro in gestione discrezionale. Banor Sicav è una struttura lussemburghese Ucits V con sei comparti: tre fondi alternativi long/short (North America, Italy e Greater China), un comparto azionario (European Value), uno obbligazionario (Euro Bond Absolute Return) e un fondo flessibile con focus su leader di mercato (Rosemary). Da marzo 2015 Banor Capital gestisce i cinque comparti di Aristea 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, New Frontiers Equity Fund, che si concentra sui mercati emergenti e Asian Alpha di ultimo lancio, fondo long only con focus sui mercati del Sud Est asiatico.

I *value investing* permette, nel medio periodo, di generare rendimenti decorrelati, proteggendo il capitale dalle perdite nei momenti più difficili dei mercati. Questo grazie alla struttura intrinseca del processo di investimento, che privilegia società solide, di buona qualità, poco indebite e con bassi multipli. Lo spiega **Luca Riboldi**, Direttore Investimenti di Banor Sim e advisor del fondo Banor Sicav Italy Long Short Equity, che a MondolInvestor sottolinea di vedere numerose opportunità sul lato *short* del portafoglio in un contesto in cui vi sono diversi rischi a livello globale, tra cui il principale deriva dalla fine delle politiche monetarie ultra espansive.

Brevemente, qual è la vostra view riguardo l'attuale contesto macroeconomico e geopolitico? Dove riscontrate i maggiori rischi?

Vediamo una situazione in cui vi è un chiaro rallentamento economico globale, trainato dal calo della crescita in Europa e in Cina. Anche negli Stati Uniti riscontriamo i primi segnali di frenata, soprattutto nel settore immobiliare che ha iniziato a faticare. Il rallentamento dell'economia è legato a una serie di incertezze presenti globalmente, vedasi la guerra commerciale tra Cina e Stati Uniti, che di fatto ha penalizzato gli investimenti delle aziende e causato delle *disruption* molto forti nella *supply chain* globale; la Brexit, che se fosse hard Brexit porterebbe a un rallentamento economico importante, il Venezuela, dove Guaidó e Maduro si contendono il potere, e il populismo europeo. In questo contesto, inoltre, si registra una diminuzione della liquidità: la Bce ha terminato il *quantitative easing* nel dicembre scorso, mentre la Fed è già nella fase di *quantitative tightening*.

Lo scorso anno i mercati azionari europei e italiani hanno subito delle

perdite significative, mentre il vostro Banor Sicav Italy Long Short Equity ha messo a segno una performance positiva. Come vi siete riusciti? Quali sono stati i driver?

Innanzitutto, già a partire dalla metà del 2018 e a seguito dell'incertezza politica italiana e del contratto di Governo Lega/Movimento Cinque Stelle, abbiamo ridotto in maniera significativa il *net long* del portafoglio. Nel maggio dello scorso anno, il *net* era compreso tra il 35% e il 40% sceso poi a circa il 20% a settembre. Nello specifico, ci siamo posizionati lunghi su titoli forti, di buona qualità, poco indebitati e con multipli abbastanza bassi, sia come rapporto prezzi/utili che come prezzo/patrimonio netto. Tali titoli, durante lo storno dei mercati, hanno perso molto meno rispetto a quelli con un indice *price earning* più elevato o a quelli di società con una leva elevata. In ogni caso, abbiamo avuto un basso *beta*, mentre l'*alpha* e lo *stock picking* hanno contribuito a limitare ulteriormente le perdite.

A tal proposito, qual è l'importanza di utilizzare uno stile di investimento *value* basato sull'analisi dei fondamentali?

Un approccio *value* permette di comprare un titolo quando la sua valutazione ha un margine di sicurezza sufficiente a limitare le perdite anche con andamenti generali non positivi. Di conseguenza, quando acquistiamo un titolo stiamo attenti a non comprarlo con un multiplo esagerato, ci accertiamo che la società abbia un buon posizionamento competitivo, un forte stato patrimoniale e che sia poco indebitata. La grande forza dell'approccio *value* è che con esso difficilmente si assiste a quella che definiamo la *permanent loss capital* (quando il titolo perde quasi completamente il proprio valore o l'azienda

fallisce). In un momento difficile, può capitare che un titolo *value* possa subire un calo significativo ma, poi, è molto probabile che recuperi totalmente la perdita una volta rassenerata la situazione. L'approccio *value* è in grado di contenere al massimo i *drawdown*.

Qual è la vostra esposizione al mercato?

Abbiamo iniziato il 2019 con un'esposizione netta di circa il 20%, mentre al momento essa è intorno allo zero. Solitamente, la maggior parte dei fondi Long/short detiene un'alta esposizione linda quando vi è una notevole visibilità sui prossimi 12/24 mesi. In questo momento, francamente, vediamo numerosi fattori di incertezza che non ci permettono di avere una visione chiara e, al momento, la nostra *gross exposure* è intorno al 120%. Sottolineo che, nei momenti in cui vi è più fiducia, possiamo salire a un'esposizione linda massima del 170%.

L'abilità nell'andare *short* sui mercati è fondamentale per la protezione del *downside*. In che modo gestite questa componente del portafoglio?

Premetto che non è necessario avere per forza delle posizioni corte. Se, ad esempio, trovassimo solo titoli sottovalutati, probabilmente avremmo un portafoglio *net long* vicino al 100%, magari con solo qualche *short* a fini di copertura di posizioni lunghe. In questo momento continuiamo a trovare più occasioni sul lato *short* che su quello *long*, soprattutto nell'area dei titoli *growth*. Solitamente il nostro portafoglio è composto da 35/40/45 titoli lunghi e 10/15/20 corti, ma oggi è distribuito equamente tra 40 *long* e 40 *short*. Nella parte corta abbiamo l'accortezza di non andare quasi mai oltre l'1,5/2% per una singola posizione: in ogni caso, la media dei titoli corti è intorno all'1%, mentre quella dei *long* è pari a circa il 3%. Nel lato *short*, assumiamo, a fini di copertura, posizioni corte su *future* su indici solo a fronte di gravi episodi. È invece più probabile l'acquisto di opzioni *put*, molto *out of the money*, a scadenza 2 o 3 mesi per coprirsi dal rischio del cosiddetto cigno nero.

Qual è l'asset allocation attuale del vostro portafoglio?

A livello geografico, il portafoglio per sta-

tuto deve avere almeno il 50% investito in Italia. Oggi la nostra esposizione al mercato tricolore è al 51%, mentre la parte rimanente comprende parecchi *short* sull'America (perlopiù *retail*, *utility* e industriali), diversi *short* su *mid cap* tedesche e italiane, qualche *short* sui titoli del lusso. Il dato puntuale del portafoglio consiste di 45 *long* e 37 *short*.

Dove individuate in Europa e in Italia le migliori opportunità di investimento, sia a livello geografico che settoriale?

Nella parte *long*, in Europa vediamo con favore i settori *energy* e *retail*. Nel dettaglio, siamo lunghi su Eni, Tenaris, Saras, Enel ed Enav (le ultime due società offrono dei buoni dividendi) in Italia, Total, Carrefour e Orange in Francia, Tesco in Inghilterra. Come valutazioni, nel Vecchio Continente siamo positivi su diversi titoli ciclici quali banche, acciaio, auto, tutti molto convenienti a livello valutativo ma con *earnings/momentum* neutrale negativo. In particolare, storicamente i finanziari sono molto *cheap*, sebbene debbano affrontare l'annoso problema dei bassi tassi d'interesse. Il nostro processo d'investimento prevede che, quando riscontriamo una valutazione interessante in un titolo cominciamo a inserirne una piccola quota in portafoglio; solo quando constatiamo che vi sia un *momentum* positivo assumiamo poi un'esposizione incrementale nel titolo.

Infine, se dovete effettuare delle previsioni in merito al livello del Ftse-Mib e dell'EuroStoxx a fine anno, a che livelli li collochereste?

Facciamo fatica a dare una risposta sull'andamento futuro degli indici, dal momento che il nostro approccio è settoriale globale. Facendo uno spaccato, siamo fiduciosi su *energy*, *retail*, *telecom*. Reputiamo, invece, un po' cari i settori globale industriale, quelli difensivi come il *beverage*, il *retail* americano e i titoli *growth* in generale. Al momento non siamo particolarmente ottimisti; il nostro atteggiamento è più impostato alla prudenza, con focus sulla protezione del capitale. Oltre al rischio geopolitico, il fattore che ci preoccupa di più è legato alle Banche Centrali, le cui politiche monetarie avranno sempre meno spazio per guidare la ripresa.