

WOLFGANG FICKUS, CFA®

LA GESTIONE DEL RISCHIO E DEL RENDIMENTO DEL PORTAFOGLIO PER EVITARE UN KO



Wolfgang Fickus, CFA®
Specialista di prodotto

SINTESI

- Una crisi come la pandemia di Covid-19 è la cartina di tornasole per qualsiasi gestione del rischio di portafoglio
- Da tempo i servizi finanziari si basano su modelli di rischio standard basati su ipotesi collaudate e performance conseguite in passato, in base ai quali la generazione di alfa è considerata un'anomalia
- Il modo di gestire rischio e rendimento di Comgest è in contrasto con questi modelli, in quanto adottiamo un approccio darwiniano alla costruzione del portafoglio, ancorato a profondi fossati economici

Wolfgang Fickus si è laureato all'Università di Colonia (Germania) in Business Administration (Diplom-Kaufmann) e ha studiato alla London Business School. Ha anche conseguito un master CEMS in gestione internazionale e ha ottenuto la qualifica di analista finanziario, certificato CFA®. Fickus ha iniziato la sua carriera, nel 1995, presso Paribas Asset Management Paris, come gestore di fondi azionari europei. Nel 2000, si è trasferito a WestLB, dove ha lavorato come analista per i titoli tecnologici europei, prima di diventare responsabile della Ricerca mid- e small cap, nel 2005. È entrato in Comgest, nel settembre 2012, ed è uno Specialista di prodotto.

È stata la prima sconfitta di Mike Tyson, al suo 38° combattimento da pugile professionista¹. Aveva difeso nove volte con successo il suo titolo dei pesi massimi. Per quasi cinque anni, Tyson aveva regnato nella categoria pesi massimi, KO dopo KO, ed era universalmente considerato come indistruttibile e, persino, invincibile. Tutto ciò è cambiato la notte dell'11 febbraio 1990, a Tokyo, quando Tyson e la sua immagine mitica sono crollati. Lo sfidante, James "Buster" Douglas, ha messo Tyson KO, al 10° round, conquistando la cintura di campione che apparteneva a Tyson ed entrando, così, nella storia della boxe.

Nessuno si aspettava il KO di Tyson, esattamente come Wall Street, quando Lehman Brothers, venerabile società di intermediazione, dichiarò fallimento, il 15 settembre 2008². Si è trattato di un crollo così impensabile che neppure la Federal Reserve statunitense lo aveva previsto. Nel febbraio 2008, Ben Bernanke, Presidente della Federal Reserve, nell'audizione semestrale davanti al Comitato bancario del Senato degli Stati Uniti, aveva osservato che, sebbene ci sarebbero potuti essere fallimenti tra le banche più piccole, sulla scia della crisi finanziaria del 2008, egli "[non] prevedeva alcun problema grave di questo tipo tra le grandi banche attive a livello internazionale ...".³

¹ Smyth, Julie. 30 anni dopo l'incontro contro Mike Tyson, Buster Douglas "si sente bene", The Chicago Tribune, 2 febbraio 2020

² Sorkin, Andrew Ross, Lehman dichiara fallimento; Merrill viene venduta, The New York Times, 14 settembre 2008

³ Le banche dovrebbero cercare maggiori capitali: Bernanke, Reuters, 28 febbraio 2008.

Tuttavia, solo pochi mesi prima, il rapporto annuale di Lehman per l'esercizio finanziario 2007 conteneva 28 pagine di elaborazione sulla gestione del rischio e sul business, nonché sulla diversificazione geografica, la "madre" di tutte le strategie di riduzione del rischio. Il rapporto rilevava "rischi quantificabili, usando metodologie e modelli basati su ipotesi testate" e proseguiva nel "misurare il beneficio di diversificazione all'interno del nostro portafoglio, simulando storicamente come le posizioni ... si sarebbero comportate...".⁴

- **Le ipotesi collaudate, basate su performance conseguite in passato, sono un modo sicuro per quantificare il rischio?**

Ipotesi testate e potenziali risultati sembravano un modo sicuro per quantificare il rischio per Lehman Brothers e come una scommessa su Tyson, basata sul suo glorioso track record. Tuttavia, entrambi davano per scontato che i risultati conseguiti in passato rappresentassero una buona indicazione per il futuro. Semplicemente, non era e non è così. Entrambe le scommesse comportavano alti livelli di rischio implicito. La crisi finanziaria globale è diventata peggiore del peggiore scenario di allora. Tyson appariva invincibile, finché ha smesso di esserlo. Questo è il paradosso della gestione dei rischi nei mercati finanziari.

La cartina di tornasole definitiva per qualsiasi gestione del rischio di portafoglio è una crisi. Se questi strumenti di rischio dovessero fallire, che cosa rimarrebbe? È possibile per un gestore di portafoglio avere un controllo sul rischio?

LA COMPrensIONE DEL RISCHIO DI COMGEST

- **Comgest ritiene che comprendere le caratteristiche di redditività delle società sia un modo molto più efficace di capire il rischio insito in un portafoglio.**

Anziché considerare la distribuzione probabile dei rendimenti storici dei prezzi delle azioni, Comgest ritiene che comprendere le caratteristiche di redditività delle società sia un modo molto più efficace di capire il rischio insito in un portafoglio. Le nostre prospettive di rischio sono a livello dei fondamentali, mentre i modelli standard di rischio per il settore partono da matrici di covarianza e volatilità dei prezzi, che sono input a livello di mercato. In altre parole, per capire il rischio, ci concentriamo su ciò che sta accadendo nel settore, non su ciò che sta accadendo sul mercato.

- **I profondi fossati economici dovrebbero proteggere un'impresa: sono fondamentali per le caratteristiche di redditività delle nostre società in portafoglio e per il rischio incorporato nei nostri portafogli**

Ciò che cerchiamo sono profondi fossati economici, che dovrebbero proteggere un'azienda, fondamentali per le caratteristiche di redditività delle nostre società in portafoglio e per il rischio incorporato nei nostri portafogli. Essi dovrebbero proteggere il vantaggio competitivo delle società quality growth che selezioniamo e riteniamo che siano fondamentali per proteggere le nostre società in portafoglio da eventi esogeni, quali choc monetari o crisi economiche.

⁴ Lehman Brothers Holdings Inc., Modello 10-K: Rapporto annuale per l'esercizio finanziario chiuso il 30 novembre 2007, Archivi della SEC, pag. 69 – 70.

I fossati economici hanno origini diverse e possono derivare da dimensioni ed economie di scala. Ad esempio, un rivenditore con più di 500 miliardi di dollari di vendite annuali ha team di acquirenti che possono esigere prezzi più bassi dai fornitori e beneficiare di costi di distribuzione per unità più bassi, con conseguenti prezzi al consumo più bassi.

Ci sono anche dei fossati basati sulla proprietà intellettuale, come, ad esempio, un'azienda leader nelle attrezzature per litografia che ha una tecnologia EUV (ultravioletto estremo) all'avanguardia, che consente la stampa di circuiti sempre più piccoli su un semiconduttore.

La riconoscibilità del marchio può, talvolta, offrire un vantaggio competitivo. Conosciamo tutti aziende facilmente identificabili grazie al loro marchio o logo iconico. Tuttavia, la notorietà del marchio da sola, indipendentemente dal settore, può non essere sufficiente a proteggere il vantaggio competitivo e, spesso, deve essere combinata con altri vantaggi distintivi, come una rete di distribuzione difficile o costosa da replicare.

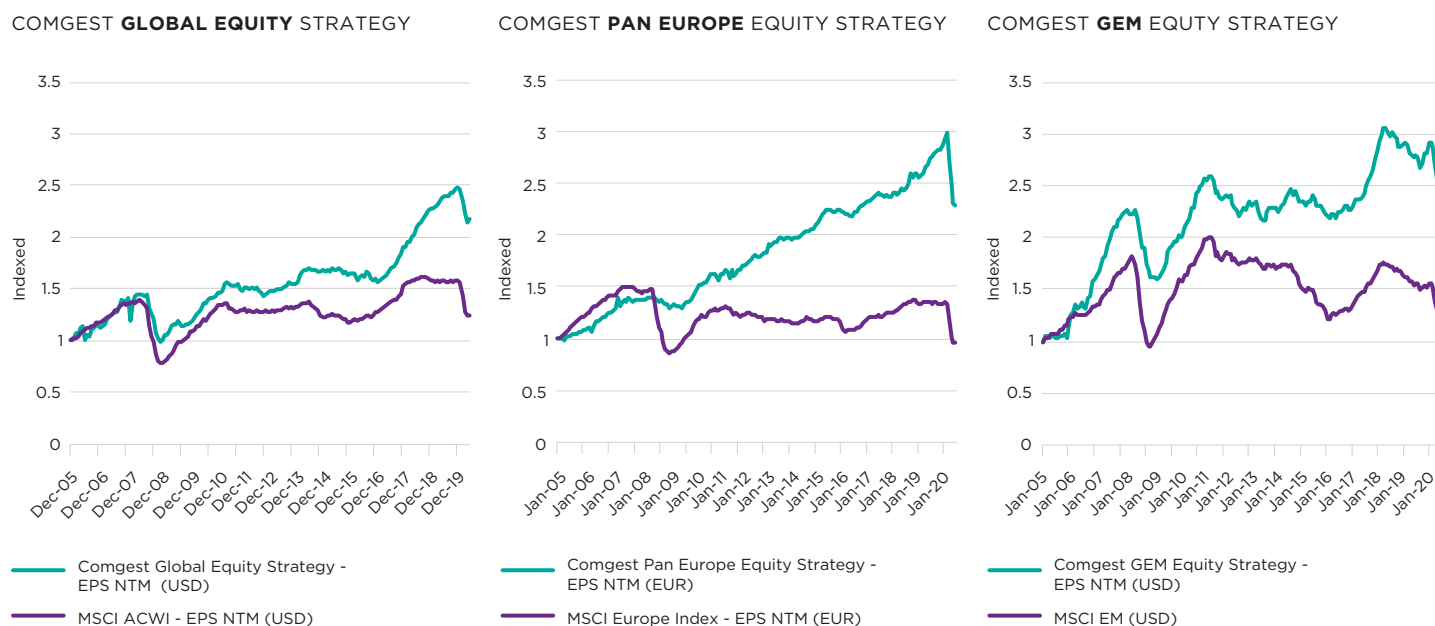
Anche un effetto rete, in cui il valore di un prodotto o servizio di solito aumenta man mano che cresce il numero di persone che lo utilizzano, può essere un vantaggio economico. Questo si può osservare nel dominio globale di alcuni motori di ricerca o piattaforme di social media, un mercato "winner-takes-all" perché la rilevanza dei risultati di ricerca o delle comunità è in funzione del numero di utenti, rendendolo un ciclo di autorafforzamento. Lo stesso vale per l'e-commerce, in cui dominano una manciata di operatori del commercio elettronico a livello globale: più consumatori acquistano su queste piattaforme, più venditori vengono attratti sulla piattaforma.

— **Riteniamo che i profondi fossati economici consentano alle società di conseguire rendimenti sul capitale investito (ROIC) superiori al costo del capitale per periodi di tempo prolungati.**

— **Questi fossati possono anche fornire protezione in tempi di crisi.**

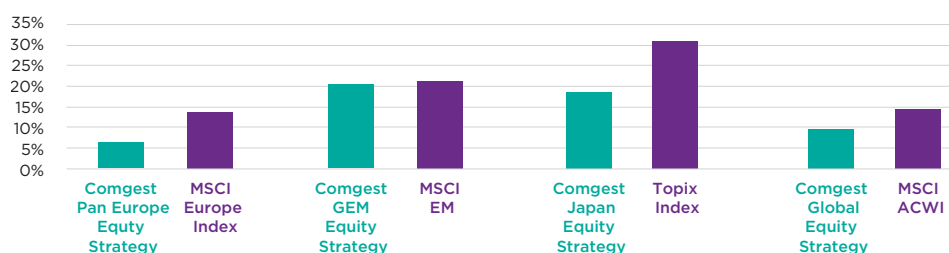
Comgest ritiene che i profondi fossati economici siano così importanti da consentire alle società di conseguire rendimenti sul capitale investito (ROIC) superiori al costo del capitale per periodi di tempo più prolungati. Con un approccio "buy and hold" a tali società "protette dal vantaggio competitivo", il nostro obiettivo è di consentire ai nostri portafogli di beneficiare del potere di capitalizzazione della crescita degli utili a lungo termine.

Un altro valore aggiunto dei fossati economici è che possono fornire protezione in tempi di crisi. Quando la domanda diminuisce in volume, le aziende forti possono difendere elevati margini operativi, rispetto ai concorrenti, grazie a un maggiore potere di determinazione dei prezzi. Ciò si traduce in una minore volatilità degli utili, come illustrato dal grafico 1 nei grafici delle nostre strategie.

Grafico 1: EPS delle strategie azionarie di Comgest rispetto agli indici


Source: Factset / Comgest, data as of 30-Jun-2020. Indices are used for comparison purposes only. Comgest's strategy performance is that achieved by a pooled investment vehicle which has been managed in accordance with the strategy discussed since inception. Indices: MSCI Europe Index; MSCI Emerging Markets (EM) Index; MSCI AC World Index (ACWI); and Topix Index.

Poiché facciamo investimenti quality growth, con un orizzonte di investimento da tre a cinque anni, noi di Comgest consideriamo il rischio fondamentale come qualsiasi fattore che potrebbe incidere sulle previsioni di utili a lungo termine. Per noi, gestire l'“incertezza” significa, pertanto, minimizzare le potenziali divergenze tra utili realizzati e utili attesi. Concentrarsi su imprese solide e ben difese da vantaggi competitivi sostenibili è un modo per ridurre tali errori di previsione. Il *grafico 2* offre un'analisi delle nostre strategie core e dei loro indici comparativi, da cui emerge che lo scostamento assoluto degli utili per azione realizzati (EPS), alla fine di ogni anno solare, rispetto alle previsioni iniziali, per ogni anno solare, è notevolmente più basso per le nostre partecipazioni in portafoglio che per i titoli dei relativi indici.

Grafico 2. Scostamento degli EPS realizzati rispetto alla previsione iniziale degli EPS, per anno di calendario (2005 – 2020)⁵


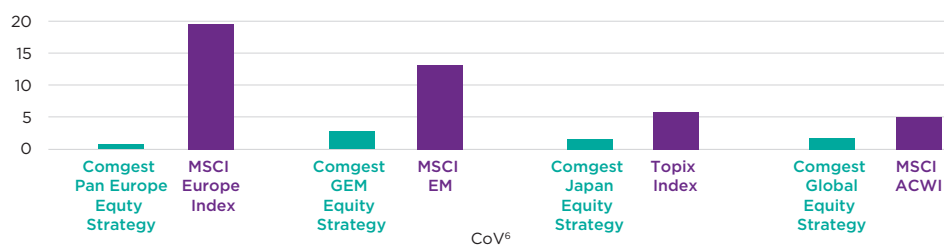
Fonte: Factset / Comgest, dati al 30 giugno 2020. Gli indici sono utilizzati solo come confronto. La strategia di performance di Comgest è quella conseguita da un veicolo di investimento collettivo gestito in conformità alla strategia discussa dall'inizio. Indici: Indice MSCI Europe; Indice MSCI Emerging Markets (EM); Indice MSCI AC World (ACWI) e Indice Topix.

⁵ Differenza media assoluta tra EPS realizzati e previsione iniziale degli EPS, per anno di calendario (per l'intero esercizio, 2005 – 2020).

— In quanto selezionatori di titoli fondamentali, intendiamo anche ridurre la variabilità della crescita degli utili realizzati nel tempo.

In quanto selezionatori di titoli fondamentali, intendiamo anche ridurre la variabilità della crescita degli utili realizzati nel tempo. Cerchiamo partecipazioni che, a nostro avviso, avranno una stabile crescita annua degli EPS a due cifre, su cinque anni, anziché quelle con una crescita annua degli EPS più volatile. Questo è ciò che intendiamo quando parliamo di forte visibilità. La robusta congiuntura economica sostiene questa dinamica e riduce la volatilità della crescita degli utili nel tempo. Il *grafico 3* mostra che la variabilità della crescita degli EPS realizzati, per le nostre strategie meno recenti, è stata sostanzialmente al di sotto dei loro indici comparativi.

Grafico 3. Volatilità della crescita degli utili realizzati (2005 – 2020)⁶



Fonte: Factset / Comgest, dati al 30 giugno 2020. Gli indici sono utilizzati solo come confronto. La strategia di performance di Comgest è quella conseguita da un veicolo di investimento collettivo gestito in conformità alla strategia discussa dall'inizio. Indici: Indice MSCI Europe; Indice MSCI Emerging Markets (EM); Indice MSCI AC World (ACWI) e Indice Topix.

L'analisi approfondita di Comgest su ogni titolo mira a consentirci di comprendere a fondo i rischi incorporati nei fondamentali delle nostre partecipazioni in portafoglio. Come illustrato nel *grafico 4*, riteniamo che il nostro approccio abbia funzionato, come dimostrato dai ribassi costantemente contenuti dei nostri portafogli, nelle fasi di ribasso dei mercati, risultato statistico del nostro controllo del rischio fondamentale.

⁶ Misurata come coefficiente di variazione ("CoV", che è: deviazione standard / crescita media annualizzata degli EPS realizzati) per l'intero esercizio, 2005 – 2020.

Grafico 4. Confronto del mercato bull/bear delle strategie core di Comgest



Fonte: Factset / Comgest, dati al 30 giugno 2020. *Il team attuale ha iniziato la gestione del fondo in data 01/07/2009. Gli indici sono utilizzati solo come confronto. La strategia di performance di Comgest è quella conseguita da un veicolo di investimento collettivo gestito in conformità alla strategia discussa dall'inizio. Indici: Indice MSCI Europe; Indice MSCI Emerging Markets (EM); Indice MSCI AC World (ACWI) e Indice Topix.

RISCHIO, RENDIMENTO E COSTRUZIONE DEL PORTAFOGLIO

— I processi di ricerca finanziaria ed extra-finanziaria di Comgest per tali società quality growth offrono un filtro naturale, che determina la costruzione dei nostri portafogli.

I processi di ricerca finanziaria ed extra-finanziaria di Comgest per tali società quality growth offrono un filtro naturale che determina la costruzione dei nostri portafogli. Come in precedenza osservato, parte del processo consiste nell'individuare le società protette da fossati economici in grado di aiutarci a gestire praticamente il rischio di portafoglio. In teoria, i fossati profondi sono semplici da individuare. In pratica, riteniamo che le imprese che beneficiano di forti e sostenibili vantaggi competitivi siano rare. Le ricerche a lungo termine condotte sul campo da Comgest ci hanno aiutato a trovare delle perle rare, in tutto il mondo. Riteniamo che un

portafoglio concentrato, con alcune società quality growth e high-conviction, sia il modo migliore per acquisire il loro esclusivo potere di capitalizzazione.

Anche concentrarsi sulle società che conosciamo molto bene è un modo di evitare il rischio di investimento finale: la totale perdita di capitale. Ecco perché la filosofia di investimento di Comgest si concentra sull'approfondimento della conoscenza di un'azienda, fatto che ci aiuta a individuarne i rischi. Le nostre continue ricerche sul campo ci consentono di ottenere informazioni più approfondite sulle società e sul mercato piuttosto che limitarci ad esaminare bilanci o dati pubblicati. Riteniamo che questo capitale di conoscenza ci renda estremamente sensibili a qualsiasi cambiamento dell'impresa e che sia essenziale per costruire un portafoglio in modo avverso al rischio.

La concentrazione dei nostri portafogli determina anche la meticolosità della costruzione del nostro portafoglio, che può essere descritta come un "antifragile tinkering", secondo la definizione di Nassim Nicholas Taleb.⁷ L'antifragile tinkering offre una metodologia basata sull'esperienza per affrontare l'incertezza. Questo processo di prove ed errori mira a creare un sistema che, in effetti, funziona meglio o migliora quando viene esposto a choc o stress.⁸ I sistemi resilienti resistono agli choc, ma rimangono identici a se stessi. I sistemi antifragili funzionano meglio o migliorano quando esposti allo stress. L'antifragile tinkering, però, non è casuale. In qualsiasi prova, i costi dei potenziali errori devono essere mantenuti bassi e i benefici potenziali devono essere massimizzati. Se possiamo adattarci rapidamente ed imparare dagli errori, allora abbiamo la possibilità di sfruttare l'asimmetria tra costi e benefici.

Questa asimmetria tra costi e benefici è il modo in cui i nostri gestori di portafoglio pensano al rischio e al rendimento di portafoglio. La loro mentalità è forgiata da una delle principali prerogative della gestione del denaro: l'asimmetria dei rendimenti.⁹ Ciò è illustrato dal seguente esempio: se perdi il 50% sul tuo investimento, devi raddoppiarlo per recuperare le perdite. Pertanto, limitare le perdite nel processo di costruzione del portafoglio è il prerequisito necessario per ottenere forti rendimenti di portafoglio, nel tempo, e, contemporaneamente, gestire in modo efficiente il rischio nei mercati azionari.

Possiamo illustrare l'antifragile tinkering, guardando la costruzione del portafoglio della nostra strategia large cap europea. Il *grafico 5* illustra il numero medio annuo di nuove partecipazioni ("idee") introdotte nel portafoglio, negli ultimi 25 anni, e l'evoluzione di tali

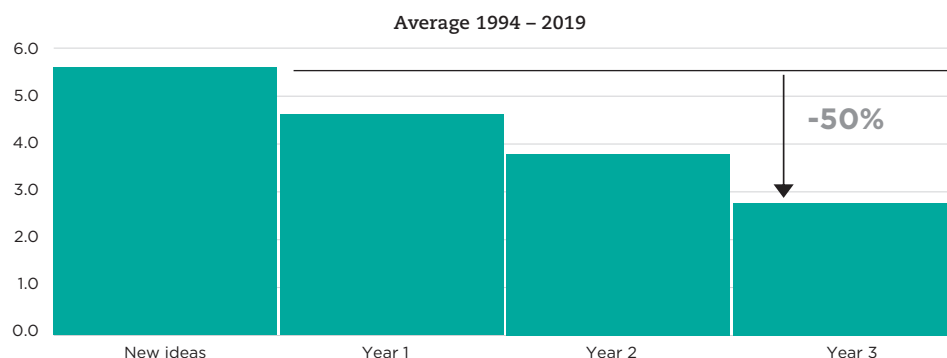
⁷ Taleb, Nassim Nicolas. *Antifragile: Things That Gain from Disorder*, Random House (1a edizione, 27 novembre 2012), 544 pag.

⁸ Liberto, Daniel. *Antifragilità*, Investopedia, 29 luglio 2019. Un fenomeno simile e ben noto è stato osservato in medicina, ossia la legge di Wolff, che descrive come le ossa umane diventino più forti in risposta agli stress esterni.

⁹ Ulteriori informazioni sull'asimmetria dei rendimenti si possono trovare nel documento di Comgest, "Un approccio al rischio" (2014), disponibile su richiesta.

posizioni dopo il loro acquisto iniziale. Dopo quattro anni, solo il 50% delle nuove idee è stato mantenuto in portafoglio e il resto è stato abbandonato.

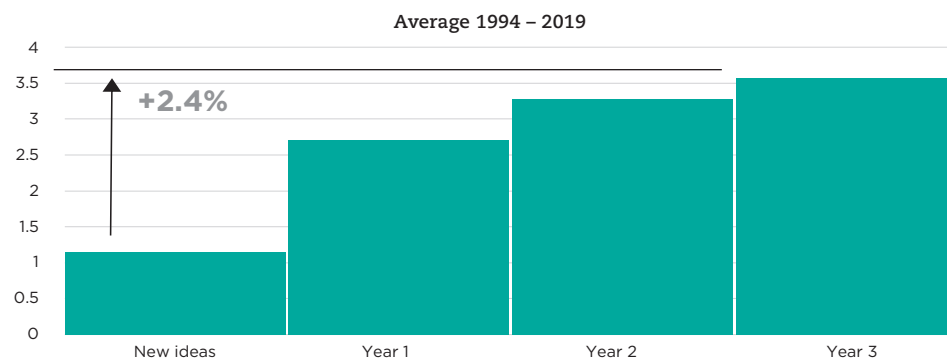
Grafico 5. Numero di nuove idee mantenute nel portafoglio azionario paneuropeo di Comgest per più di 4 anni



Fonte: Factset / Comgest, dati al 30 dicembre 2019. La strategia di performance di Comgest è quella conseguita da un veicolo di investimento collettivo gestito in conformità alla strategia discussa dall'inizio.

Riguardo alle idee mantenute nel portafoglio, il grafico 6 illustra l'evoluzione del peso medio di ciascuna posizione, che è triplicato, passando dall'1,2% (1° anno) al 3,6% (4° anno).

Grafico 6. Antifragile tinkering : peso medio della posizione negli anni 1 – 4 dopo l'introduzione nel portafoglio azionario paneuropeo di Comgest



Fonte: Factset / Comgest, dati al 30 dicembre 2019. La strategia di performance di Comgest è quella conseguita da un veicolo di investimento collettivo gestito in conformità alla strategia discussa dall'inizio.

— **Le nostre società “di qualità”, attentamente selezionate, sono sottoposte alla selezione darwiniana della “sopravvivenza del più forte”, per rimanere in un portafoglio Comgest.**

Questi due grafici dimostrano che anche le nostre società “di qualità”, attentamente selezionate, sono sottoposte alla selezione darwiniana della “sopravvivenza del più forte”, per rimanere in un portafoglio Comgest. Le società deboli, che non hanno soddisfatto le nostre aspettative, sono state gradualmente eliminate dal portafoglio, per mantenere bassi i costi degli errori. Le società forti, che hanno costantemente soddisfatto le nostre elevate aspettative, sono diventate posizioni consistenti, per massimizzare la composizione dei loro rendimenti positivi a lungo termine.

Quando i clienti ci chiedono dei modelli e delle teorie alla base del nostro processo di gestione del rischio e di costruzione del portafoglio, a volte fanno riferimento a procedure e modelli scientifici per capire come gestire in modo efficiente l'incertezza e

quantificare il rischio. Rispondiamo a tali domande, osservando che riteniamo che queste pratiche possano, talvolta, essere fuorvianti, creando l'illusione che tutto sia sotto controllo, come evidenziato dai casi di Tyson e di Lehman Brothers. Se da un lato, i gestori dei portafogli Comgest sono convinti della disciplina di investimento e dell'importanza di un processo rigoroso¹⁰, dall'altro, sono convinti che tale processo non debba essere applicato automaticamente o in modo uniforme. In altre parole, i nostri gestori di portafoglio adottano un approccio antifragile e non puramente scientifico, come descritto in precedenza, nel presente documento.

La costruzione di un portafoglio antifragile, titolo dopo titolo, ricorda la costruzione in pietra delle cattedrali gotiche medievali. Comgest, per i propri clienti, deve costruire portafogli con società che generino una crescita a due cifre degli EPS, in un orizzonte di investimento a lungo termine. La sfida nella costruzione delle cattedrali gotiche è stata di massimizzare l'altezza e la verticalità della navata. All'epoca, esisteva una tecnologia limitata per consentire la costruzione di volte complesse, ad altezze significative.¹¹ La costruzione di una cattedrale era opera di artigiani, prevalentemente basata sull'esperienza. Che queste cattedrali siano ancora in piedi, dopo secoli, dimostra la solidità della loro realizzazione. Analogamente, i nostri gestori cercano di costruire portafogli high-conviction in grado di resistere alle crisi e di essere sostenibili, nel lungo termine.

GENERAZIONE DI ALFA

— **La generazione di alfa è considerata un'anomalia di mercato, all'interno dei modelli standard di rischio e di rendimento del settore.**

— **Una percentuale consistente dei rendimenti di portafoglio generati da Comgest è legata a rendimenti specifici per le società, non al rendimento di mercato, la cui eccedenza è definita "alfa".**

La principale proposta di valore che Comgest offre ai suoi clienti è la generazione di alfa. Allora, perché la generazione di alfa è considerata un'anomalia di mercato all'interno dei modelli standard di rischio e di rendimento, sulla base di teorie di mercato efficienti, utilizzate ampiamente dal settore finanziario?

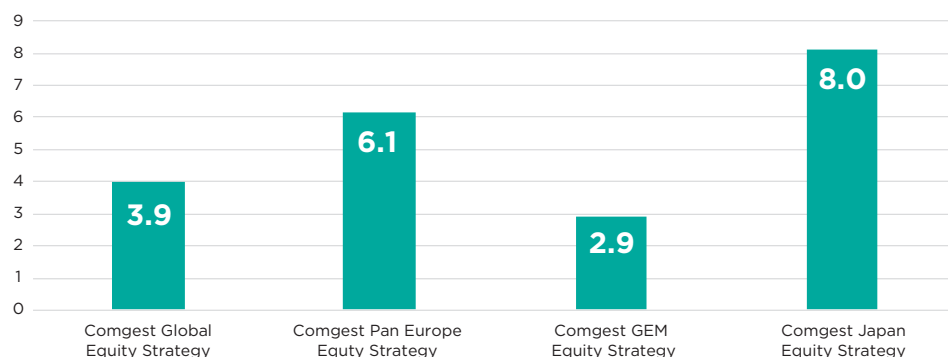
Comgest investe con una mentalità di rischio e di rendimento priva di vincoli, osservabile nei nostri portafogli concentrati. Di conseguenza, una quota consistente dei rendimenti del portafoglio, che generiamo, è legata ai rendimenti specifici delle aziende, e non al rendimento del mercato. Questo rendimento addizionale è definito "alfa" ed è ciò a cui mirano i nostri gestori di portafoglio, nella loro meticolosa costruzione del portafoglio. L'alfa può essere generato solo da portafogli a gestione attiva come, per esempio, il nostro approccio buy and hold, che è l'essenza dell'essere investitori bottom-up e long-only. Con oltre 30 anni di esperienza, la performance a lungo termine delle strategie di Comgest, pur non essendo indicativa di performance future, offre un quadro di come abbiamo costantemente generato alfa, nel tempo.

¹⁰ Per ulteriori informazioni sul processo di investimento di Comgest:

<https://www.comgest.com/en/our-business/our-investment-strategy/process>

¹¹ La cattedrale di Saint-Pierre, a Beauvais, detiene il record per la volta più alta, a 48 metri di altezza, oltre la metà della lunghezza di un campo da calcio. Tuttavia, la navata è crollata più volte durante la costruzione del tetto.

Grafico 7. Alfa annualizzato¹² delle strategie di Comgest, dal 30 novembre 2003 al 30 giugno 2020¹³)



Fonte: Factset / Comgest, dati al 30 giugno 2020. La strategia di performance di Comgest è conseguita da un veicolo di investimento collettivo, gestito in conformità alla relativa strategia discussa dall'inizio.

Nella moderna teoria di portafoglio, la base degli strumenti standard di gestione del rischio e del portafoglio, l'alfa che generiamo è considerato un'anomalia del mercato o un errore statistico.¹⁴ In tali modelli, il rischio e il rendimento di portafoglio sono esclusivamente una funzione del rischio/rendimento di mercato. Una generazione costante di alfa, nel tempo, non trova posto in questi modelli.

— **Lo stile di investimento di Comgest genera rendimenti e mira ad allontanare i rischi dal rischio e dal rendimento di mercato.**

Qual è, dunque, la risposta di Comgest all'enigma della gestione del rischio e del rendimento, nei mercati azionari? Il fatto è che lo stile di investimento di Comgest genera rendimenti e toglie rischi al rischio e al rendimento del mercato. Di conseguenza, l'utilizzo di modelli standard di rischio settoriale che partano dagli input a livello di mercato, come la volatilità dei prezzi e le matrici di covarianza, che analizzano ciò che sta accadendo sul mercato, per quantificare il rischio, per noi, non ha senso, anche in teoria. In quanto outlier nel settore, la comprensione dei fondamentali delle nostre società partecipate è e rimarrà, quindi, il nostro approccio alla gestione del rischio.

¹² L'alfa è definito come segue: dove α = alfa, β = beta, x_i = rendimento del portafoglio per il periodo i , y_i = rendimento del benchmark per il periodo i

$$\alpha = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n x_i - \beta \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n y_i$$

¹³ Per la strategia azionaria giapponese di Comgest, l'alfa annualizzato si riferisce al periodo dal 30 giugno 2009 al 30 giugno 2020, quando lo stile di investimento quality growth è stato implementato da un nuovo team di investimento. La strategia di performance di Comgest è quella conseguita da un veicolo di investimento collettivo gestito in conformità alla strategia discussa dall'inizio.

¹⁴ Nei modelli single-index e multi-index, questo valore di errore statistico ha un valore atteso di 0, in modo che il modello di equilibrio funzioni. Di conseguenza, nel modello single-index e multi-index non esiste alfa. Si veda: Elton, Edwin J. et al., *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, Wiley (9a ed. 2014), pag. 101, 135.

EVITARE IL KO

“Tutti hanno un piano finché non vengono presi a pugni nei denti”, è stata la risposta di Mike Tyson a un giornalista che gli chiedeva se fosse preoccupato per il suo combattimento con Evander Holyfield, nel novembre 1996.¹⁵ Avere un piano è teoria, mentre farsi prendere a pugni in faccia è realtà. Nei mercati finanziari, prevalgono ancora i modelli e le teorie standard del rischio settoriale. Questi modelli di rischio e di rendimento possono creare l’illusione che tutto sia “teoricamente” sotto controllo, fino a un imprevisto cigno nero¹⁶, come nel caso di Lehman Brothers e della pandemia di Covid-19. Il mondo e le interconnessioni delle forze di mercato possono semplicemente essere troppo complessi per modelli e teorie.

— **L’approccio di Comgest alla gestione del rischio e del rendimento di portafoglio è integrato nella creazione di valore reale delle nostre società partecipate.**

D’altro canto, l’approccio di Comgest alla gestione del rischio e del rendimento di portafoglio è incorporato nella creazione di valore reale delle nostre società partecipate. I profondi fossati economici possono proteggere il patrimonio dei nostri clienti, nel mezzo di una crisi. Riteniamo che ciò ci offra un migliore controllo sul rischio rispetto ai modelli standard di rischio settoriale, ricchi di insidie. L’approccio di Comgest combina la ricerca sul campo con la costruzione di portafoglio basata sull’esperienza. Generiamo rendimenti, l’alfa dei nostri portafogli, che non trova posto nelle tradizionali teorie finanziarie. Come si è visto durante la crisi finanziaria globale e la pandemia di Covid-19, questi modelli di rischio industriale possono chiaramente non riuscire a produrre risultati, nel caso di eventi “cigno nero”. Al contrario, la sistematica cattura dei ribassi dei portafogli di Comgest dimostra che siamo riusciti con successo ad evitare i KO.

¹⁵ Tyson, Mike, “Mike Tyson spiega una delle sue citazioni più famose”, The Sun-Sentinel, 9 novembre 2012.

INFORMAZIONI IMPORTANTI

Dati al 30 giugno 2020, salvo altrimenti indicato. I nomi dei prodotti, i nomi delle aziende e i loghi qui citati sono marchi o marchi registrati dei rispettivi proprietari.

Le informazioni contenute nella presente comunicazione non consistono in una “ricerca in materia di investimenti” e sono classificate come “comunicazione di marketing” ai sensi della direttiva MIFID II. Ciò significa che la presente comunicazione di marketing (a) non è stata preparata in conformità ai requisiti giuridici volti a promuovere l’indipendenza della ricerca in materia di investimenti e (b) non è soggetta ad alcun divieto di negoziazione prima della diffusione della ricerca in materia di investimenti.

Le strategie discusse in questo articolo riflettono i risultati conseguiti dai veicoli di investimento collettivo, gestiti in conformità alle strategie discusse a partire dalle rispettive date di lancio. I risultati non sono indicativi della performance futura di ogni strategia o altro cliente e/o prodotto descritto nel presente documento. La performance del conto varierà in base alla data di lancio di un conto, alle restrizioni del conto e ad altri fattori e potrà non essere uguale alla performance dei conti rappresentativi qui presentati.

Indici: Indice MSCI Europe; Indice MSCI EM; Indice Topix; e MSCI AC World - Rendimento netto. Gli indici sono utilizzati a scopo puramente comparativo e i portafogli non mirano a replicare gli indici.

I risultati degli investimenti passati non sono indicativi dei risultati degli investimenti futuri. Il valore di tutti gli investimenti e i rendimenti da questi derivante sono soggetti ad oscillazioni al ribasso e al rialzo. L’investimento comporta dei rischi, compresa la possibile perdita di capitale.

Le informazioni e le opinioni sono state ottenute o sono basate su informazioni derivanti da fonti ritenute attendibili, ma non è possibile garantirne l’accuratezza. Comgest non si assume alcuna responsabilità in relazione all’accuratezza o alla completezza delle informazioni o delle opinioni contenute nel presente documento. Le informazioni contenute in questo documento non sono esaustive e sono presentate a solo scopo informativo. Tutte le opinioni e le stime costituiscono il nostro giudizio alla data di presentazione e sono soggette a modifiche senza preavviso. Le affermazioni prospettiche, i dati o le previsioni possono non avverarsi.

Comgest non fornisce consulenza fiscale o legale ai propri clienti e tutti gli investitori sono vivamente invitati a rivolgersi ai propri consulenti fiscali o legali in merito a qualsiasi potenziale investimento. Prima di prendere qualsiasi decisione di investimento, si consiglia agli investitori di verificare l’orizzonte di investimento e la categoria del Fondo in relazione agli obiettivi o ai vincoli che essi possono avere.

Gli investitori si impegnano a rispettare le misure legali, regolamentari e deontologiche relative alla lotta contro il riciclaggio di denaro, nonché i testi che ne disciplinano l’applicazione e, se modificati, gli investitori ne assicurano la conformità.

Comgest S.A. è regolamentata dall’Autorité des Marchés Financiers (AMF). Comgest Far East Limited è regolamentata dalla Hong Kong Securities and Futures Commission. Comgest Asset Management International Limited è regolamentata dalla Banca Centrale d’Irlanda ed è registrata presso la U.S. Securities and Exchange Commission. Comgest Asset Management Japan Ltd. è regolamentata dall’Agenzia di servizi finanziari del Giappone (registrata presso l’Ufficio locale delle finanze di Kanto (n. Kinsho 1696)). Comgest US L.L.C è registrata presso la U.S. Securities Exchange Commission. Comgest Singapore Pte Ltd, è una società di gestione di fondi in licenza e consulente finanziario esente (per investitori istituzionali ed accreditati), regolamentata dalla Monetary Authority of Singapore.

SOLTANTO PER HONG KONG:

Questa divulgazione non è stata esaminata dalla Securities and Futures Commission di Hong Kong.

SOLTANTO PER SINGAPORE:

Questa divulgazione non è stata esaminata dalla Monetary Authority di Singapore.

SOLTANTO PER L’AUSTRALIA:

Comgest Far East Limited è regolamentata dalla Securities and Futures Commission, ai sensi della legislazione di Hong Kong, che differisce dalla legislazione australiana. Comgest Far East Limited è esente dall’obbligo di possedere un’autorizzazione australiana per i servizi finanziari, ai sensi dell’Australian Corporations Act, con riferimento ai servizi finanziari forniti. Il presente materiale è destinato esclusivamente a “clienti all’ingrosso” e non è destinato ad “investitori al dettaglio” (come definiti nell’Australian Corporations Act).

Comgest Singapore Pte. Ltd. è regolamentata dall’Autorità Monetaria di Singapore ai sensi della legislazione di Singapore, che differisce dalle leggi australiane. Comgest Singapore Pte. Ltd. è esente dall’obbligo di possedere un’autorizzazione australiana per i servizi finanziari ai sensi dell’Australian Corporations Act per i servizi finanziari che essa fornisce. Il presente materiale è destinato esclusivamente a “clienti all’ingrosso” e non è destinato ad “investitori al dettaglio” (come definiti nell’Australian Corporations Act).

comgest.com

AMSTERDAM
BOSTON
BRUSSELS
DUBLIN
DÜSSELDORF
HONG KONG

LONDON
MILAN
PARIS
SINGAPORE
SYDNEY
TOKYO

