

R E P O R T

Analisi e valutazione di mercati, prodotti e servizi finanziari

QUANTO RENDONO I FONDI DI FONDI HEDGE



STUDI E ANALISI HANNO DIMOSTRATO CHE LA DESTINAZIONE DI UNA QUOTA AI FONDI HEDGE RIDUCE L'AVOLATILITÀ DI UN PORTAFOGLIO AZIONARIO E OBBLIGAZIONARIO, A FRONTE DI RENDIMENTI EQUIVALENTI O SUPERIORI. INOLTRE, L'ESAME DEI DATI DELLE PERFORMANCE AGGREGATE INDICA CHE GLI HEDGE FUNDS POSSONO OFFRIRE RENDIMENTI CORRETTI PER IL RISCHIO SUPERIORI RISPETTO AI TRADIZIONALI FONDAZIONARI E OBBLIGAZIONARI SINGOLARMENTE CONSIDERATI.

LA REPUTAZIONE DEI FONDI HEDGE È MIGLIORATA NEGLI ANNI PIÙ RECENTI, GRAZIE AL LORO GRANDE SUCCESSO NELL'EVITARE LE PERDITE, E IN ALCUNI CASI NEL PRODURRE RENDIMENTI ELEVATI, IN UN PERIODO DI BRUSCHE CADUTE DEI MERCATI AZIONARI. NEGLI ULTIMI TEMPI, IN COINCIDENZA CON IL BOOM, I LORO RISULTATI SI SONO MEDIAMENTE RIDIMENSIONATI. ECCO UN'ANALISI.

■ di Sergio Pigoli

Sull'onda dei buoni rendimenti netti per gli investitori ottenuti negli anni del calo delle Borse dopo il 2000, i fondi hedge sono cresciuti nel mondo sino a rappresentare oggi una quota strategica dell'industria degli investimenti. Ecco un'analisi del loro sviluppo e dei loro risultati

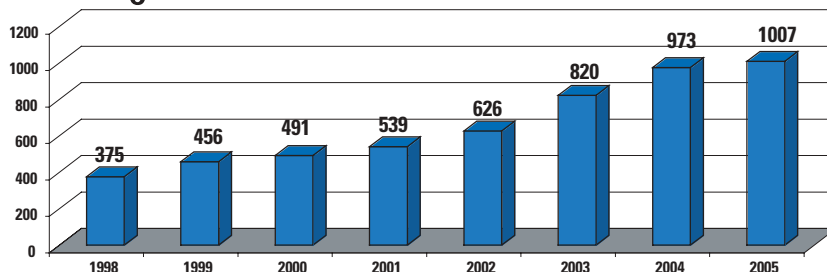
Da un po' di tempo a questa parte si fa un gran parlare e scrivere di fondi hedge, e a ragione. Nel mese di aprile di quest'anno hanno visto un afflusso netto record di capitali portando il loro patrimonio a livello mondiale a sfondare per la prima volta quota mille miliardi di dollari, secondo uno studio di Hedge Fund Research Inc. Questa è indubbiamente la ragione più evidente dell'interesse che gravita attorno all'industria dei fondi hedge, perché di industria si deve parlare oggi. Anche se non esiste una datazione precisa, di fatto è dal finire degli anni 90 che un'attività svolta da un numero relativamente modesto di soggetti si è tramutata in una vera e propria industria con oltre

7000 fondi censiti ed in continuo aumento. In una recente pubblicazione a cura di Credit Suisse First Boston vengono evidenziate alcune cifre che danno, al di là di ogni dubbio, la rilevanza delle dimensioni del fenomeno. Durante l'anno 2004 le banche d'affari nel loro complesso hanno ottenuto 25 miliardi di dollari di ricavi dal settore, e questa cifra rappresenta circa un ottavo dei ricavi complessivi delle banche d'affari, tanto che gli Hedge Funds generano ormai la metà degli scambi azionari a Wall Street o a Londra per non parlare dei servizi collaterali. Nell'ultimo biennio questo gran fervore di attività non si è tuttavia riflesso in performances all'altezza, come ci si sarebbe potuto aspettare.

PERFORMANCE VICINE ALL'INDICE S&P 500

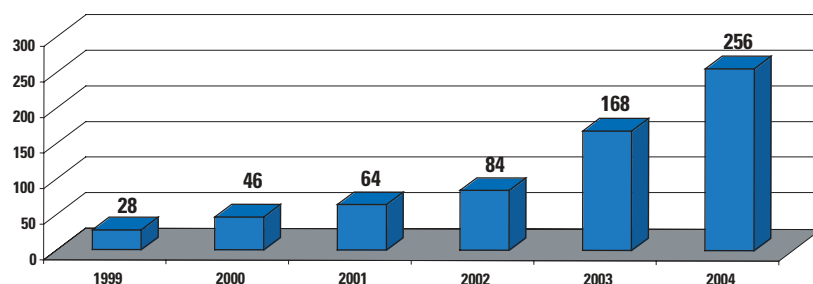
Le performances calcolate da HFRI Fund Weighted Composite Index sono state in media dell'11,97% nell'ultimo decennio contro un ritorno medio del 10,97% dell'indice S&P 500 (vedere grafico nella pagina precedente). Come mai? Per dare una risposta occorre tornare un pochino indietro nel tempo e cercare di capire cosa accadeva prima che gli Hedge Funds diventassero una vera e propria industria. Le prime metodologie di hedging hanno visto la luce alla fine degli anni Settanta/inizio Ottanta. Di fatto si trattava di combinare fra loro strumenti finanziari diversi mediante l'uso di tecniche di vendita allo scoperto. In questa epoca pionieristica, se così possiamo definirla, si trattava di un gruppo relativamente modesto di investitori, generalmente privati facoltosi, che conoscendo personalmente il gestore o i gestori affidavano loro i propri capitali sulla base della fiducia. La trasparenza su quello che il gestore faceva era molto ridotta. Non si sapevano esattamente né la concentrazione del portafoglio né tanto meno il grado di leva che veniva assunto, tanto è vero che venne coniato il termine black box, scatola nera. A parlare era quasi esclusivamente il track record e cioè la storia dei risultati conseguiti. Le metodologie di investimento erano le più disparate anche se al termine Hedge Funds è sempre stato asso-

Quanto gestiscono nel mondo



La crescita della massa di denaro gestita a livello globale dai fondi hedge. Il dato è quasi triplicato dal '98 e più che raddoppiato dal 2000. Fonte: www.mondohedge.com

Quanto gestiscono in Europa



In Europa, dove il fenomeno si è sviluppato più tardi, la crescita negli ultimi cinque anni è stata esplosiva, soprattutto a partire dal 2002. Fonte: www.mondohedge.com

ciata, ingiustamente, una fama di rischiosità. Il motivo risale al fatto che la conoscenza al vasto pubblico venne data in occasione della svalutazione di lira e sterlina causate agli inizi degli anni 90 da George Soros.

DAGLI AZZARDI DI SOROS UNA FAMA INGIUSTA

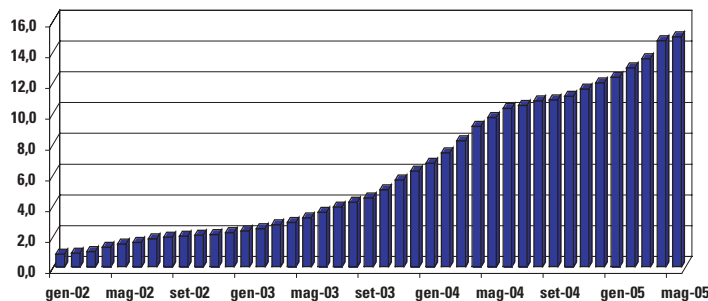
In realtà le strategie di investimento ad altamente leva finanziaria, e perciò molto rischiose, del Quantum Fund di Soros non erano le strategie più ricorrenti sul mercato. Ma indubbiamente contribuirono a dare notorietà e rilevanza agli hedge funds. In mercati finanziari ancora relativamente poco sofisticati, se paragonati ad oggi, ogni gestore metteva a frutto le sue capacità analitiche e gestionali identificando, nella maggior parte dei casi, delle disparità di valutazione tra strumenti che avrebbero dovuto avere prezzi simili ed in realtà divergevano. Questo spiega il fatto che per molto tempo gli hedge funds sono stati considerati come fondi di arbitraggio in grado di perfor-

La caratteristica saliente degli hedge fund è la ricerca di rendimenti assoluti ovvero della generazione di un rendimento positivo indipendentemente dal fatto che i prezzi delle attività stiano salendo o scendendo. Questa è la differenza cruciale tra gli hedge fund e i fondi tradizionali: mentre gli hedge fund cercano

mare in qualsiasi condizione di mercato. Per dare un'idea: fino alla fine degli anni 90 era possibile su alcuni mercati comperare delle obbligazioni convertibili a sconto rispetto all'azione di riferimento. Il che si traduceva per il gestore in un guadagno certo. Bastava comperare l'obbligazione convertibile, vendere contestualmente l'azione ed aspettare la scadenza dell'obbligazione per incamerare il profitto a prescindere dal prezzo in cui l'azione andava. Profitto che si aggiungeva a vantaggi di tipo finanziario quali cedole sulle

to degli investitori ai privati facoltosi si sono aggiunti via via fondi pensione, fondazioni, compagnie di assicurazione, corporations e la lista potrebbe continuare. Tutto questo sviluppo ha decisamente cambiato molte cose su molti versanti. Innanzi tutto il rapporto cliente investitore - fund manager è stato stravolto. Pochi degli attuali investitori in Hedge Funds conoscono personalmente la persona che gestisce i loro soldi. Il ruolo di selezione negli investimenti è stato assunto nella maggior parte dei casi da società specializzate che mantengono e monitorizzano un numero molto ampio di fondi all'interno dei quali effettuare la selezione.

Quanto gestiscono in Italia



L'incremento della massa gestita in Italia, dove i fondi hedge sono partiti in pratica all'inizio del 2002. Fonte: www.mondohedge.com

obbligazioni e interessi attivi percepiti sulla vendita allo scoperto. Se questo è solo un esempio, il cuore del problema rimane lo stesso per tutte le metodologie applicate. Per dirla in termini tecnici, la generazione dell'Alfa derivava dallo sfruttare delle imperfezioni di mercato.

LA SPINTA DECISIVA DELLE GRANDI BANCHE

E si arriva agli anni 2000. Evidentemente l'occasione di business è stata vista e colta da molti, banche d'affari in primis. Capendo che quello che stava succedendo era il passaggio da un'attività quasi artigianale ad un'industria vera e propria, le grandi banche hanno fatto di tutto per far crescere l'interesse attorno al settore. Seminari, convegni, studi effettuati ad hoc, predisposizione di strutture che agevolassero l'attività dei gestori, attività di lobbying presso le autorità di vigilanza, tutto per arrivare alla situazione che vede appunto oggi gli Hedge Funds come la parte più dinamica del sistema finanziario. Dal la-

DIVERSIFICAZIONE E TRASPARENZA

E di più, dato che raramente si conosce a fondo il gestore, prevale la pratica di investire non in un singolo Hedge Fund ma in una pluralità di veicoli. Questo aspetto, che consente una logica diversificazione dei rischi, ha di fatto messo gli asset allocator, figura poco nota ai non addetti ai lavori, nella ovvia posizione di imporre molte regole del gioco. Definire un asset allocator significa quasi chiamarlo gestore dei gestori. In altri termini è quell'entità, società o persona fisica, che su mandato del cliente finale lo aiuta nella scelta delle strategie nelle quali investire e nell'individuazione dei gestori ai quali affidare gli investimenti. E già qui si nota un cambiamento importante. Il gestore non sempre ha il rapporto diretto con l'investitore ma viene, per così dire, intermediato da un terzo soggetto. Le implicazioni sono molteplici. Innanzi tutto ciò ha favorito un innalzamento della trasparenza in tutto il settore poiché, dovendo riportare a terzi soggetti, la semplice fiducia non è più sufficiente nelle decisioni di investimento. Poi, e questo è forse il riflesso più rilevante, ha indotto una standardizzazione nelle decisioni di investimento. Per chiarire: il Soros dei tempi d'oro operava sui cambi, sulle azioni e sulle obbligazioni indifferentemente. I primi Hedge Funds andavano alla ricerca di quelle operazioni che, a prescindere dal mercato di riferimento, avevano senso per i loro investitori. Oggi esiste un dettagliata suddivi-

La caratteristica

di ottenere rendimenti positivi in tutte le condizioni di mercato, i fondi d'investimento e i fondi pensione tradizionali tipicamente puntano a fare meglio di un indice di riferimento. Anche quando i prezzi delle attività scendono, i gestori dei fondi tradizionali continuano a prefiggersi di battere un benchmark in flessione.

Fondi di fondi italiani, la classifica da inizio anno

Accanto la classifica
dei fondi di hedge
italiani dall'inizio dell'anno.
I dati sono aggiornati
a maggio 2005.

Fonte:
www.mondohedge.com,
il primo e unico provider
multimediale italiano
di informazione finanziaria
interamente dedicato
al settore degli hedge fund.

I gestori

La ricerca di rendimenti 'assoluti' dipende in larga misura dalle capacità del gestore degli investimenti. La maggior parte dei gestori di hedge fund mirano a sfruttare le inefficienze di mercato con cause e origini identificabili e comprensibili. Essi possono trarre vantaggio dalle anomalie di prezzo tra titoli collegati, impegnarsi in investimenti basati sul 'momentum' al fine di cogliere le tendenze di mercato, oppure utilizzare la loro conoscenza approfondita dei mercati e dei settori per cogliere le opportunità di profitto che derivano da situazioni particolari.

NOME FONDO	SOCIETÀ DI GESTIONE	DA 1/1/05	PARTENZA FONDO
KAIROS ASIA FUND	KAIROS A.I. SGR	3,58%	OTT-04
HEDGE INVEST ALPHA GOLD A	HEDGE INVEST SGR	2,94%	GEN-05
HEDGE INVEST ALPHA GOLD B	HEDGE INVEST SGR	2,94%	GEN-05
UNIFORTUNE VALUE FUND	UNIFORTUNE SGR	1,69%	GEN-05
CA AIPG LONG-SHORT	CRÉDIT AGRICOLE A.I.P.G. SGR	1,50%	DIC-02
ERSEL HEDGE CELTIS	ERSEL HEDGE SGR	1,38%	DIC-01
KAIROS EQUITY FUND	KAIROS A.I. SGR	1,24%	APR-01
HEDGE INVEST SECTOR SPECIALIST	HEDGE INVEST SGR	1,11%	MAR-02
KAIROS MULTI-STRATEGY FUND I	KAIROS A.I. SGR	0,87%	APR-01
KAIROS MULTI-STRATEGY FUND III	KAIROS A.I. SGR	0,68%	NOV-04
KAIROS MULTI-STRATEGY FUND II	KAIROS A.I. SGR	0,63%	MAG-01
NEXTRA LOW VOLATILITY	NEXTRA A.I. SGR	0,50%	GEN-02
HEDGE INVEST GLOBAL FUND	HEDGE INVEST SGR	0,48%	DIC-01
KAIROS LOW VOLATILITY FUND	KAIROS A.I. SGR	0,34%	APR-01
PWM NS INVESTIMENTI	PRIVATE WEALTH MANAG. SGR	0,23%	MAG-03
FIDEURAM A.I. FUND DEFENSIVE II	SANPAOLO IMI A.I. SGR	0,19%	LUG-04
GOTAM EURO STRATEGIES	GOTTARDO A.M. SGR ALTERNATIVE	0,18%	SET-04
GOTAM MID-LOW VOLATILITY	GOTTARDO A.M. SGR ALTERNATIVE	0,17%	NOV-03
BIPIELLE MULTISTRATEGY FUND	BIPIELLE A.I. SGR	0,15%	AGO-02
NEXTRA EQUITY HEDGE	NEXTRA A.I. SGR	0,03%	FEB-03
GENERALI DIRECTIONAL	GENERALI INVEST. ALTERNATIVI SGR	-0,01%	LUG-04
NEXTRA LOW VOLATILITY III	NEXTRA A.I. SGR	-0,02%	NOV-04
HIGH TECH HEDGE FUNDS I	BIM A.I. SGR	-0,04%	MAG-02
NEXTRA LOW VOLATILITY II	NEXTRA A.I. SGR	-0,05%	MAG-04
FIDEURAM A.I. FUND DEFENSIVE	SANPAOLO IMI A.I. SGR	-0,08%	MAR-04
CAPITALGEST ALTERNATIVE CONSERVATIVE	CAPITALGEST A.I. SGR	-0,12%	GEN-04
CA AIPG MULTI ARBITRAGE	CRÉDIT AGRICOLE A.I.P.G. SGR	-0,13%	DIC-02
CA AIPG MULTI ARBITRAGE II	CRÉDIT AGRICOLE A.I.P.G. SGR	-0,15%	DIC-03
CA AIPG MULTI ARBITRAGE III	CRÉDIT AGRICOLE A.I.P.G. SGR	-0,15%	NOV-04
MORGAN STANLEY INT. DIV. STRAT.	MORGAN STANLEY SGR	-0,38%	APR-02
PWM LOW VOLATILITY FUND	PRIVATE WEALTH MANAGEMENT SGR	-0,39%	GIU-02
CA AIPG MULTI STRATEGY	CRÉDIT AGRICOLE A.I.P.G. SGR	-0,43%	DIC-03
GESTIELLE HEDGE MULTI-STRATEGY	ALETTI GESTIELLE ALTERNATIVE SGR	-0,43%	FEB-02
EUROMOBILIARE A.I. MEDIUM RISK	EUROMOBILIARE A.I. SGR	-0,44%	LUG-03
PWM GLOBAL INCOME LOW VOLATILITY	PRIVATE WEALTH MANAGEMENT SGR	-0,45%	NOV-03
ERSEL HEDGE ACER	ERSEL HEDGE SGR	-0,47%	APR-03
BIPIELLE LOW VOLATILITY FUND	BIPIELLE A.I. SGR	-0,49%	AGO-02
PWM TECHNOLOGY FUND	PRIVATE WEALTH MANAGEMENT SGR	-0,51%	SET-02
FINECO LOW VOLATILITY FUND	FINECO I.A. SGR	-0,52%	APR-04
DUEMME HEDGE PERFORMANCE	DUEMME HEDGE SGR	-0,53%	NOV-02
DUEMME HEDGE LOW VOLATILITY	DUEMME HEDGE SGR	-0,54%	APR-02
BIPIELLE LOW VOLATILITY FUND II	BIPIELLE A.I. SGR	-0,55%	LUG-04
DUEMME HEDGE EFFICIENT	DUEMME HEDGE SGR	-0,55%	LUG-04
DUEMME HEDGE PERFORMANCE II	DUEMME HEDGE SGR	-0,55%	OTT-03
DUEMME HEDGE PERFORMANCE III	DUEMME HEDGE SGR	-0,55%	MAR-04
PICTET DIVERSIFIED OPPORTUNITIES	ALBERTINI SYZ I.A. SGR	-0,55%	GIU-04
DUEMME HEDGE LOW VOLATILITY SERIE II	DUEMME HEDGE SGR	-0,57%	LUG-04
GLOBAL MANAGERS SELECTION FUND	GLOBAL SELECTION SGR	-0,57%	GIU-03
GESTIELLE HEDGE HIGH VOLATILITY	ALETTI GESTIELLE ALTERNATIVE SGR	-0,59%	GIU-02
MEDIOLANUM STRATEGY	DUEMME HEDGE SGR	-0,59%	SET-04
NEXTRA MEDIUM VOLATILITY II	NEXTRA A.I. SGR	-0,60%	MAG-04
CARISMI HEDGE PERFORMANCE	DUEMME HEDGE SGR	-0,61%	LUG-04
NEXTRA MEDIUM VOLATILITY	NEXTRA A.I. SGR	-0,61%	GEN-02
MPS ALTERNATIVE DEFENSIVE II	MPS A.I. SGR	-0,63%	GIU-04
MPS ALTERNATIVE DEFENSIVE	MPS A.I. SGR	-0,64%	APR-02
ALBERTINI SYZ LONG SHORT EQUITY	ALBERTINI SYZ I.A. SGR	-0,66%	NOV-03
HEDGE INVEST DIVERSIFIED STRATEGIES	HEDGE INVEST SGR	-0,67%	MAG-04

NOME FONDO	SOCIETÀ DI GESTIONE	YTD	PARTENZA FONDO
GENERALI DIVERSIFIED MULTI STRATEGY	GENERALI INVEST. ALTERNATIVI SGR	-0,72%	LUG-04
MH FDF INDICE GENERALE	-	-0,75%	GEN-02
EUROMOBILIARE A.I. LOW VOLATILITY	EUROMOBILIARE A.I. SGR	-0,76%	LUG-03
PWM MULTISTRATEGY FUND	PRIVATE WEALTH MANAGEMENT SGR	-0,83%	APR-04
UNIFORTUNE CHALLENGE FUND	UNIFORTUNE SGR	-0,84%	NOV-02
UNIFORTUNE CONSERVATIVE FUND	UNIFORTUNE SGR	-0,84%	DIC-01
DUEMME HEDGE CURRENCY (USD)	DUEMME HEDGE SGR	-0,87%	LUG-04
GESTIELLE HEDGE LOW VOLATILITY	ALETTI GESTIELLE ALTERNATIVE SGR	-0,91%	FEB-02
JP MORGAN MULTI-STRATEGY	JP MORGAN ALTERNATIVE A.M.	-0,94%	FEB-03
BRERA MULTI STRATEGY HF SELECTION	SANPAOLO IMI A.I. SGR	-0,99%	LUG-02
MPS ALTERNATIVE AGGRESSIVE	MPS A.I. SGR	-1,01%	APR-02
CAPITALGEST ALTERNATIVE DYNAMIC	CAPITALGEST A.I. SGR	-1,05%	DIC-03
PIONEER MOMENTUM DEFENSIVE	PIONEER A.I. MANAGEMENT SGR	-1,05%	OTT-03
PIONEER MOMENTUM DEFENSIVE II	PIONEER A.I. MANAGEMENT SGR	-1,06%	LUG-04
BIPIELLE CASH PLUS FUND	BIPIELLE A.I. SGR	-1,09%	NOV-04
DWS HEDGE LOW VOLATILITY	DWS A.I. SGR	-1,10%	OTT-04
BRERA EQUITY HEDGE HF SELECTION	SANPAOLO IMI A.I. SGR	-1,12%	DIC-03
PIONEER CONSERVATIVE HEDGE	PIONEER A.I. MANAGEMENT SGR	-1,13%	APR-02
HEDGE INVEST MULTI-STRATEGY	HEDGE INVEST SGR	-1,14%	DIC-01
DUEMME HEDGE MULTISTRATEGY II	DUEMME HEDGE SGR	-1,15%	GEN-04
ERSEL HEDGE LARIX	ERSEL HEDGE SGR	-1,17%	APR-04
PIONEER BALANCED HEDGE	PIONEER A.I. MANAGEMENT SGR	-1,23%	APR-02
ERSEL HEDGE ILEX	ERSEL HEDGE SGR	-1,25%	DIC-01
MPS ALTERNATIVE EFFICIENT	MPS A.I. SGR	-1,25%	APR-02
PIONEER CONSERVATIVE HEDGE II	PIONEER A.I. MANAGEMENT SGR	-1,27%	APR-04
DUEMME HEDGE PROTECTION	DUEMME HEDGE SGR	-1,28%	GEN-03
AKROS EQUITY HEDGE	AKROS HFR A.I. SGR	-1,35%	OTT-01
BNP PARIBAS SELEZIONE HEDGE	DUEMME HEDGE SGR	-1,36%	LUG-04
MPS ALTERNATIVE EFFICIENT II	MPS A.I. SGR	-1,36%	GIU-04
DUEMME HEDGE AGGRESSIVE	DUEMME HEDGE SGR	-1,39%	FEB-04
ZENIT ADVANCED STRATEGIES	ZENIT A.I. SGR	-1,41%	LUG-04
PIONEER MOMENTUM OPPORTUNITY	PIONEER A.I. MANAGEMENT SGR	-1,44%	OTT-03
GESTIELLE HEDGE DYNAMIC	ALETTI GESTIELLE ALTERNATIVE SGR	-1,46%	MAG-04
PIONEER MOMENTUM OPPORTUNITY II	PIONEER A.I. MANAGEMENT SGR	-1,48%	LUG-04
ERSEL MULTISTRATEGY LOW	ERSEL HEDGE SGR	-1,49%	GIU-01
PIONEER BALANCED HEDGE II	PIONEER A.I. MANAGEMENT SGR	-1,49%	APR-04
AKROS ABSOLUTE RETURN	AKROS HFR A.I. SGR	-1,53%	OTT-01
BRERA MARKET NEUTRAL HF SELECTION	SANPAOLO IMI A.I. SGR	-1,54%	GIU-02
GESTIELLE HEDGE ARBITRAGE	ALETTI GESTIELLE ALTERNATIVE SGR	-1,55%	FEB-04
PIONEER DYNAMIC HEDGE	PIONEER A.I. MANAGEMENT SGR	-1,55%	APR-02
ERSEL MULTISTRATEGY HIGH	ERSEL HEDGE SGR	-1,56%	GIU-01
WEALTHEDGE MULTISTRATEGY	PIONEER A.I. MANAGEMENT SGR	-1,62%	DIC-04
MULTI-STRATEGY PORTFOLIO	BIM A.I. SGR	-1,63%	OTT-02
GESTIELLE HEDGE DEFENSIVE	ALETTI GESTIELLE ALTERNATIVE SGR	-1,64%	GIU-04
PIONEER MOMENTUM X	PIONEER A.I. MANAGEMENT SGR	-1,64%	OTT-04
PIONEER DYNAMIC HEDGE II	PIONEER A.I. MANAGEMENT SGR	-1,71%	APR-04
ZENIT MASTER	ZENIT A.I. SGR	-1,76%	GIU-03
ERSEL HEDGE ROBUR	ERSEL HEDGE SGR	-1,77%	DIC-03
NEXTRA TOTAL RETURN	NEXTRA A.I. SGR	-1,83%	GEN-02
GENERALI YIELD ENHANCER	GENERALI INVEST. ALTERNATIVI SGR	-1,98%	LUG-04
DUEMME HEDGE ACTIVE	DUEMME HEDGE SGR	-2,11%	AGO-04
ERSEL MULTISTRATEGY MEDIUM	ERSEL HEDGE SGR	-2,22%	GIU-01
AKROS MARKET NEUTRAL	AKROS HFR A.I. SGR	-2,24%	OTT-01
JP MORGAN OPPORTUNISTIC FUND	JP MORGAN ALTERNATIVE A.M.	-2,35%	MAG-04
GOTAM FUTURES	GOTTARDO A.M. SGR ALTERNATIVE	-2,51%	SET-04
HEDGE INVEST CREDIT ALTERNATIVES	HEDGE INVEST SGR	-2,90%	APR-03
ALBERTINI SYZ MULTISTRATEGY	ALBERTINI SYZ I.A. SGR	-3,55%	GIU-03

Gli strumenti

I gestori di hedge fund non sono tenuti a rispettare i vari limiti di tipo regolamentare e metodologico che caratterizzano la gestione dei fondi tradizionale. Essi hanno la flessibilità di investire in una varietà di attività e di strumenti utilizzando una varietà di stili e tecniche d'investimento in mercati diversi. La capacità di utilizzare i derivati, le tecniche d'arbitraggio e, cosa più importante, le vendite allo scoperto (vendita di attività prese a prestito in previsione di un loro riacquisto a un prezzo più basso) consente ai gestori di hedge fund proficue possibilità di generare una crescita del capitale nei mercati in rialzo, al ribasso, volatili o costretti in un range.³

I FONDI DI FONDI MISTI

Accanto, la classifica da inizio anno dei fondi di hedge italiani misti. I dati sono aggiornati a maggio 2005.

Fonte: www.mondohedge.com

NEXTRA MARKET GURU COLLECTION	NEXTRA A.I. SGR	-3,70%	DIC-04
HEDGE INVEST OPPORTUNITY FUND	HEDGE INVEST SGR	-4,16%	AGO-02
ALBERTINI SYZ LOW VOLATILITY	ALBERTINI SYZ I.A. SGR	-4,72%	GIU-03

NOME FONDO	SOCIETÀ DI GESTIONE	DA 1/1/05 PARTENZA FONDO	
KAIROS OPPORTUNITY FUND	KAIROS A.I. SGR	2,49%	OTT-03
NEXTRA PRIVATE PORTFOLIO COMPOSITE	NEXTRA A.I. SGR	1,45%	NOV-04
BIPIELLE BASKET MIX	BIPIELLE A.I. SGR	1,10%	AGO-02
MH FDF MISTI INDICE GENERALE	-	0,62%	GEN-04
PIONEER EFFICIENT BOND PORTFOLIO	PIONEER A.I. MANAGEMENT SGR	0,05%	DIC-03
PIONEER EFFICIENT BALANCED PORTFOLIO	PIONEER A.I. MANAGEMENT SGR	0,04%	DIC-03
NEXTRA PRIVATE PORTFOLIO	NEXTRA A.I. SGR	0,02%	FEB-04
PIONEER EFFICIENT ADVANCED PORTFOLIO	PIONEER A.I. MANAGEMENT SGR	-0,30%	DIC-03
GESTIELLE HEDGE MOSAICO	ALETTI GESTIELLE ALTERNATIVE SGR	-0,47%	GIU-04

sione tra le strategie di investimento proprio perché sono gli asset allocators a decidere quanta parte dei loro portafogli deve ad esempio essere allocata ai Convertibles Arbs o quanta parte ai Long-Short.

L'ORIZZONTE SI ACCORCIA

Ne segue che i gestori sono obbligati a rimanere fedeli ad una strategia, al limite anche quando questa ha poco senso o addirittura genera perdite. In secondo luogo, proprio per evitare di perdere investitori, non è infrequente il caso di gestori che costituiscono molti Hedge Funds con caratteristiche diverse come avviene per i fondi comuni. Il sistema nel complesso non ne soffre, ma l'expertise originale del gestore rischia di essere dispersa. Si aggiunge poi il fatto che anche per gli hedge funds si è di molto accorciato l'orizzonte temporale degli investimenti, come per tutte le aree del mondo della finanza. L'attuale sistema distributivo tende a privilegiare i cosiddetti hot money, capitali cioè alla ricerca spasmodica del miglior rendimento di breve termine, per cui la pressione che non gli investitori finali, ma il canale distributivo impone determina scelte di investimento assai lontane da quelle del decennio passato.

Dalle cifre citate in apertura si capisce chiaramente come da un servizio quasi artigianale gli Hedge Funds siano oggi da considerare un'industria. Ma la domanda è: per gli investitori finali ciò ha comportato dei miglioramenti? Al di là di alcuni casi clamorosi di mafafede o di palesi errori gestionali che

si commentano da soli, una considerazione strutturale appare evidente. Parlando di medie di settore e non evidentemente di casi singoli, laddove le capacità individuali ancora risaltano e risalteranno sempre, si nota come nell'ultimo biennio la correlazione tra performances degli Hedge Funds e mercati azionari sia andata progressivamente aumentando. A tal punto che prima della fine del mese si può già sapere se il loro risultato medio sarà positivo o negativo semplicemente osservando l'indice Morgan Stanley Globale. Perché? Due sono le considerazioni.

NON E' PIÙ UNA NICCHIA

Da quanto detto finora risulta chiaro che l'origine di questa area è stata un'origine di nicchia, laddove pochi soggetti potevano ricavare dal mercato un'extra profitto. Oggi non è più così. L'informatica diffusa ha azzerato quasi tutti i vantaggi competitivi e solo alcuni mercati molto periferici ed esotici consentono di replicare le strategie di dieci anni fa. In secondo luogo, l'industria risulta essere vittima del suo stesso successo. Troppi soldi allocati agli Hedge Funds, troppa attività da parte delle banche, d'affari e non, che replicano quanto hanno fatto questi fondi ma in proprio e non per la clientela. Il quadro che ne deriva è certamente di maggiore efficienza dei mercati nella determinazione dei prezzi, ma con la pratica impossibilità a sfruttare nicchie di arbitraggio.

E allora? Rimane l'attività più democratica e destrutturata che esista.

Comprare se il mercato sale, vendere se il mercato scende, o per meglio definirlo rimane l'attività di positioning più o meno mascherata. Ecco perché la correlazione dei risultati medi con gli andamenti dei mercati è aumentata in modo così radicale negli ultimi tempi. Inoltre sulle performances ha inciso un fatto strutturale. Avendo generalmente il tipico Hedge Fund un portafoglio di azioni lunghe (al rialzo) e di azioni corte (al ribasso), una parte significativa dei ricavi sta nella remunerazione sullo scoperto che avviene di norma a tassi molto vicini al libor. Ora le politiche monetarie degli ultimi anni, molto espansive, hanno portato i tassi a breve a livelli storicamente bassi; come conseguenza, anche la remunerazione della parte di portafoglio corta si è ridotta, limando i risultati.

Con queste considerazioni quali conclusioni è possibile trarre per il futuro? Indubbiamente il clamore a livello mondiale suscitato dalle performances degli Hedge Funds negli anni 80/90 è destinato ad affievolirsi. Tuttavia l'industria è oggi ormai talmente evoluta e dimensionalmente rilevante che sembra impensabile un suo declino. Rimane il fatto che alcuni elementi che ne hanno consentito lo sviluppo non ci sono più, o sono molto affievoliti o soffrono in prospettiva della concorrenza di altri prodotti finanziari. Probabilmente, come tutte le industrie in rapida crescita, prima o poi anche questa arriverà al suo apogeo per poi continuare con ritmi di espansione più normali. La risposta sta nel sapere se il poi non sia più vicino di quanto non si creda.

PERFORMANCE, ANALISI 2005

Da sapere

■ **Event driven**
I gestori 'event driven' si impegnano nell'acquisto e nella vendita allo scoperto dei titoli delle società che stanno attraversando o sono coinvolte in importanti fasi di cambiamento aziendale. Questi eventi comprendono la vendita di attività e di divisioni di business, l'entrata e l'uscita da particolari mercati, variazioni della struttura del capitale, acquisizioni, fusioni, offerte di acquisto, offerte di conversione, liquidazioni e altre ristrutturazioni societarie. I profitti derivano dalla differenza tra il prezzo d'acquisto e il valore finale realizzato al completamento dell'evento. Le tipiche strategie event driven comprendono le categorie 'merger arbitrage' (o 'risk arbitrage'), 'distressed securities' e 'special situations'.

Nel corso del 2004 l'indice HFRI dei fondi di fondi hedge faceva registrare un +6,8% sull'anno precedente; a fine maggio 2005 lo stesso indice, registrava +0,11%.

Una performance ben misera in un settore in cui ci si era abituati a risultati positivi a due cifre. Quali le ragioni di un simile andamento?

In generale si può dire che i gestori di Fondi Hedge non hanno indovinato le tendenze dei mercati: contro le aspettative, le Borse hanno cominciato ad avere cedimenti a metà marzo, dopo un inizio anno buono, con i cali maggiori a metà aprile. Di conseguenza le strategie Macro sugli emerging markets e sul Giappone hanno sofferto. Ma hanno in generale sofferto anche le strategie Long/short perché tendenzialmente al rialzo. In particolare quelle sul Giappone, il cui mercato ha avuto la correzione più ampia.

I tassi non sono andati nella direzione attesa: le strategie Macro sui tassi puntavano su un rialzo dei tassi Usa a lungo (mettendosi quindi allo scoperto su molti punti della curva dei tassi), mentre al rialzo dei tassi a breve è seguito semplicemente un appiattimento della curva.

Contro le aspettative (e contro la logica, visto il continuo deterioramento della bilancia commerciale Usa) la discesa del dollaro, molto evidente nella seconda parte del 2004, si è arrestata e poi ha addirittura cambiato direzione. Le strategie Macro generalmente al ribasso sul dollaro ne hanno risentito.

In generale, tuttavia, il cattivo andamento delle varie strategie non si è tradotto in grandi perdite. Incidenti in alcune strategie non direzionali: sono state penalizzate le strategie di arbitraggio (a bassa volatilità ma anche poco liquide). Da metà Marzo è iniziato (a seguito di un allarme sul debito

GM) un allargamento dei differenziali di rendimento (spread) fra i bond a rating elevato e quelli corporate a basso/nullo rating: ciò ha giocato contro le strategie di arbitraggio fra queste categorie, che contavano invece su una stabilità degli spread (la tendenza fino a quel momento era stata infatti verso una lenta riduzione degli spread, conseguenza anche della stabilità/ribasso dei tassi a lungo termine). Il declassamento, a inizio Maggio, dei bond GM e Ford ha portato invece ad una accentuazione dell'allargamento degli spread. Non solo, nel caso GM la contemporanea offerta di Kerkorian sulle azioni GM ha completamente spiazzato i gestori che arbitraggiavano fra equity (allo scoperto) e convertibili (al rialzo), facendoli muovere nella direzione opposta a quanto atteso.

SPREAD PIÙ LARGHI, EFFETTO IMPREVISTO

Il cambiamento di tendenza negli spreads ha avuto ulteriori effetti dovuti ai cosiddetti CDO (Collateralized Debt Obligation), strumenti "cash" o, anche, "sintetici" (CDS, Credit Default Swap) creati a suo tempo per consentire lo smobilizzo di pacchetti di crediti aventi rating diversi e costruiti segmentando i crediti in tranches in ragione del loro rating. Le operazioni impostate su tali strumenti, i cosiddetti "correlation trades" che prevedevano posizioni al rialzo sulle tranches più rischiose bilanciate da posizioni al ribasso su quelle a rischio medio secondo proporzioni calcolate in base agli spreads pre-shock, sono state sconvolte dall'allargamento degli spreads. Ciò ha avuto effetto non solo sui fondi hedge che fanno questo tipo di operazioni, ma anche su alcune banche, in particolare quelle che avevano a suo tempo lanciato questi strumenti e che non erano riuscite a collocare interamente le tranches più rischiose. Soprattutto le banche hanno cercato di disfarsi le operazioni contribuendo ulteriormente all'allargamento degli spread. La liquidabilità delle posizioni ha inoltre risentito, creando problemi ai fondi hedge sia sotto il profilo della valorizzazione che di quello della capacità di far fronte ai riscatti. In un effetto a catena la

Fondi di fondi italiani, la classifica a un anno

NOME FONDO	SOCIETÀ DI GESTIONE	RENDIMENTO A 12 MESI	DEVIAZIONE STANDARD	SHARPE RATIO (2%)	DATA PARTENZA
ALBERTINI SYZ LONG SHORT EQUITY	ALBERTINI SYZ I.A. SGR	6,53%	5,04%	0,89	NOV-03
CA AIPG LONG-SHORT	CRÉDIT AGRICOLE A.I.P.G. SGR	6,44%	3,67%	1,18	DIC-02
GLOBAL MANAGERS SELECTION FUND	GLOBAL SELECTION SGR	6,35%	4,72%	0,91	GIU-03
ERSEL HEDGE CELTIS	ERSEL HEDGE SGR	6,20%	3,16%	1,29	DIC-01
KAIROS EQUITY FUND	KAIROS A.I. SGR	6,15%	2,06%	1,95	APR-01
KAIROS MULTI-STRATEGY FUND I	KAIROS A.I. SGR	5,31%	2,29%	1,41	APR-01
KAIROS MULTI-STRATEGY FUND II	KAIROS A.I. SGR	4,86%	2,39%	1,17	MAG-01
PWM NS INVESTIMENTI	PRIVATE WEALTH MANAGEMENT SGR	4,78%	2,96%	0,93	MAG-03
HEDGE INVEST GLOBAL FUND	HEDGE INVEST SGR	4,78%	2,93%	0,93	DIC-01
HEDGE INVEST SECTOR SPECIALIST	HEDGE INVEST SGR	4,63%	3,07%	0,85	MAR-02
MPS ALTERNATIVE AGGRESSIVE	MPS A.I. SGR	4,61%	4,15%	0,63	APR-02
ERSEL MULTISTRATEGY HIGH	ERSEL HEDGE SGR	4,49%	4,45%	0,56	GIU-01
NEXTRA EQUITY HEDGE	NEXTRA A.I. SGR	4,38%	2,71%	0,87	FEB-03
NEXTRA LOW VOLATILITY	NEXTRA A.I. SGR	4,33%	1,87%	1,22	GEN-02
CA AIPG MULTI STRATEGY	CRÉDIT AGRICOLE A.I.P.G. SGR	4,30%	3,30%	0,69	DIC-03
NEXTRA MEDIUM VOLATILITY	NEXTRA A.I. SGR	4,23%	2,61%	0,84	GEN-02
GESTIELLE HEDGE MULTI-STRATEGY	ALETTI GESTIELLE ALTERNATIVE SGR	4,17%	3,51%	0,62	FEB-02
GESTIELLE HEDGE LOW VOLATILITY	ALETTI GESTIELLE ALTERNATIVE SGR	4,11%	3,17%	0,66	FEB-02
NEXTRA LOW VOLATILITY II	NEXTRA A.I. SGR	3,87%	2,30%	0,80	MAG-04
BIPIELLE MULTISTRATEGY FUND	BIPIELLE A.I. SGR	3,84%	2,35%	0,77	AGO-02
GESTIELLE HEDGE HIGH VOLATILITY	ALETTI GESTIELLE ALTERNATIVE SGR	3,72%	3,92%	0,45	GIU-02
ERSEL HEDGE ACER	ERSEL HEDGE SGR	3,65%	2,81%	0,59	APR-03
DUEMME HEDGE PERFORMANCE II	DUEMME HEDGE SGR	3,58%	2,28%	0,68	OTT-03
UNIFORTUNE CHALLENGE FUND	UNIFORTUNE SGR	3,57%	3,11%	0,51	NOV-02
KAIROS LOW VOLATILITY FUND	KAIROS A.I. SGR	3,56%	1,90%	0,81	APR-01
CAPITALGEST ALTERNATIVE DYNAMIC	CAPITALGEST A.I. SGR	3,53%	3,24%	0,47	DIC-03
BIPIELLE LOW VOLATILITY FUND	BIPIELLE A.I. SGR	3,43%	2,08%	0,68	AGO-02
DUEMME HEDGE MULTISTRATEGY II	DUEMME HEDGE SGR	3,41%	3,28%	0,44	GEN-04
MPS ALTERNATIVE DEFENSIVE	MPS A.I. SGR	3,37%	2,52%	0,54	APR-02
NEXTRA MEDIUM VOLATILITY II	NEXTRA A.I. SGR	3,31%	2,81%	0,47	MAG-04
HEDGE INVEST DIVERSIFIED STRATEGIES	HEDGE INVEST SGR	3,30%	2,71%	0,48	MAG-04
DUEMME HEDGE PERFORMANCE	DUEMME HEDGE SGR	3,29%	2,29%	0,56	NOV-02
DUEMME HEDGE PERFORMANCE III	DUEMME HEDGE SGR	3,25%	2,29%	0,55	MAR-04
NEXTRA TOTAL RETURN	NEXTRA A.I. SGR	3,11%	3,65%	0,31	GEN-02
FIDEURAM A.I. FUND DEFENSIVE	SANPAOLO IMI A.I. SGR	3,08%	2,52%	0,43	MAR-04
GOTAM MID-LOW VOLATILITY	GOTTARDO A.M. SGR ALTERNATIVE	3,03%	2,43%	0,42	NOV-03
PWM LOW VOLATILITY FUND	PRIVATE WEALTH MANAGEMENT SGR	3,02%	1,50%	0,67	GIU-02
MORGAN STANLEY INTERN. DIVERSIFIED STRATEGIES	MORGAN STANLEY SGR	2,97%	3,38%	0,30	APR-02
PWM GLOBAL INCOME LOW VOLATILITY	PRIVATE WEALTH MANAGEMENT SGR	2,95%	2,14%	0,44	NOV-03
DUEMME HEDGE AGGRESSIVE	DUEMME HEDGE SGR	2,93%	4,07%	0,24	FEB-04
ERSEL HEDGE ILEX	ERSEL HEDGE SGR	2,87%	3,07%	0,29	DIC-01
GESTIELLE HEDGE ARBITRAGE	ALETTI GESTIELLE ALTERNATIVE SGR	2,84%	3,26%	0,27	FEB-04
CAPITALGEST ALTERNATIVE CONSERVATIVE	CAPITALGEST A.I. SGR	2,81%	1,85%	0,44	GEN-04
ALBERTINI SYZ MULTISTRATEGY	ALBERTINI SYZ I.A. SGR	2,76%	5,58%	0,16	GIU-03
PIONEER MOMENTUM OPPORTUNITY	PIONEER A.I. MANAGEMENT SGR	2,57%	3,73%	0,17	OTT-03
CA AIPG MULTI ARBITRAGE	CRÉDIT AGRICOLE A.I.P.G. SGR	2,50%	2,17%	0,23	DIC-02
ERSEL HEDGE LARIX	ERSEL HEDGE SGR	2,49%	2,90%	0,18	APR-04
UNIFORTUNE CONSERVATIVE FUND	UNIFORTUNE SGR	2,48%	2,31%	0,21	DIC-01
CA AIPG MULTI ARBITRAGE II	CRÉDIT AGRICOLE A.I.P.G. SGR	2,43%	2,17%	0,21	DIC-03
ERSEL HEDGE ROBUR	ERSEL HEDGE SGR	2,43%	3,34%	0,14	DIC-03
MPS ALTERNATIVE EFFICIENT	MPS A.I. SGR	2,37%	3,02%	0,13	APR-02
GESTIELLE HEDGE DEFENSIVE	ALETTI GESTIELLE ALTERNATIVE SGR	2,26%	3,15%	0,10	GIU-04
GESTIELLE HEDGE DYNAMIC	ALETTI GESTIELLE ALTERNATIVE SGR	2,20%	3,54%	0,07	MAG-04
EUROMOBILIARE A.I. MEDIUM RISK	EUROMOBILIARE A.I. SGR	2,14%	1,79%	0,08	LUG-03

Fonte: www.mondohedge.com

NOME FONDO	SOCIETÀ DI GESTIONE	RENDIMENTO A 12 MESI	DEVIAZIONE STANDARD	SHARPE RATIO (2%)	DATA PARTENZA
DUEMME HEDGE PROTECTION	DUEMME HEDGE SGR	2,12%	2,85%	0,06	GEN-03
ERSEL MULTISTRATEGY MEDIUM	ERSEL HEDGE SGR	2,08%	3,64%	0,04	GIU-01
MPS ALTERNATIVE DEFENSIVE II	MPS A.I. SGR	2,06%	2,28%	0,04	GIU-04
PWM MULTISTRATEGY FUND	PRIVATE WEALTH MANAGEMENT SGR	2,02%	2,64%	0,02	APR-04
JP MORGAN MULTI-STRATEGY	JP MORGAN ALTERNATIVE A.M.	2,01%	2,88%	0,02	FEB-03
DUEMME HEDGE LOW VOLATILITY	DUEMME HEDGE SGR	1,96%	2,07%	NEG	APR-02
FINECO LOW VOLATILITY FUND	FINECO I.A. SGR	1,87%	2,48%	NEG	APR-04
PICTET DIVERSIFIED OPPORTUNITIES	ALBERTINI SYZ I.A. SGR	1,74%	2,74%	NEG	GIU-04
JP MORGAN OPPORTUNISTIC FUND	JP MORGAN ALTERNATIVE A.M.	1,60%	4,46%	NEG	MAG-04
HIGH TECH HEDGE FUNDS I	BIM A.I. SGR	1,56%	3,98%	NEG	MAG-02
HEDGE INVEST MULTI-STRATEGY	HEDGE INVEST SGR	1,56%	2,86%	NEG	DIC-01
MULTI-STRATEGY PORTFOLIO	BIM A.I. SGR	1,55%	4,29%	NEG	OTT-02
PWM TECHNOLOGY FUND	PRIVATE WEALTH MANAGEMENT SGR	1,51%	4,45%	NEG	SET-02
ERSEL MULTISTRATEGY LOW	ERSEL HEDGE SGR	1,35%	2,20%	NEG	GIU-01
HEDGE INVEST CREDIT ALTERNATIVES	HEDGE INVEST SGR	1,24%	4,08%	NEG	APR-03
MPS ALTERNATIVE EFFICIENT II	MPS A.I. SGR	1,12%	2,68%	NEG	GIU-04
BRERA EQUITY HEDGE HF SELECTION	SANPAOLO IMI A.I. SGR	1,08%	3,49%	NEG	DIC-03
PIONEER MOMENTUM DEFENSIVE	PIONEER A.I. MANAGEMENT SGR	1,00%	1,99%	NEG	OTT-03
AKROS ABSOLUTE RETURN	AKROS HFR A.I. SGR	0,94%	3,08%	NEG	OTT-01
EUROMOBILIARE A.I. LOW VOLATILITY	EUROMOBILIARE A.I. SGR	0,81%	1,69%	NEG	LUG-03
AKROS EQUITY HEDGE	AKROS HFR A.I. SGR	0,79%	3,56%	NEG	OTT-01
ZENIT MASTER	ZENIT A.I. SGR	0,69%	2,56%	NEG	GIU-03
ALBERTINI SYZ LOW VOLATILITY	ALBERTINI SYZ I.A. SGR	0,51%	5,77%	NEG	GIU-03
BRERA MULTI STRATEGY HF SELECTION	SANPAOLO IMI A.I. SGR	0,30%	2,68%	NEG	LUG-02
HEDGE INVEST OPPORTUNITY FUND	HEDGE INVEST SGR	0,10%	5,11%	NEG	AGO-02
PIONEER BALANCED HEDGE	PIONEER A.I. MANAGEMENT SGR	-0,15%	2,78%	NEG	APR-02
PIONEER DYNAMIC HEDGE	PIONEER A.I. MANAGEMENT SGR	-0,16%	2,95%	NEG	APR-02
AKROS MARKET NEUTRAL	AKROS HFR A.I. SGR	-0,28%	2,47%	NEG	OTT-01
BRERA MARKET NEUTRAL HF SELECTION	SANPAOLO IMI A.I. SGR	-0,36%	1,97%	NEG	GIU-02
PIONEER DYNAMIC HEDGE II	PIONEER A.I. MANAGEMENT SGR	-0,36%	2,94%	NEG	APR-04
PIONEER CONSERVATIVE HEDGE	PIONEER A.I. MANAGEMENT SGR	-0,42%	2,38%	NEG	APR-02
PIONEER BALANCED HEDGE II	PIONEER A.I. MANAGEMENT SGR	-0,45%	2,70%	NEG	APR-04
PIONEER CONSERVATIVE HEDGE II	PIONEER A.I. MANAGEMENT SGR	-0,52%	2,35%	NEG	APR-04

FONDI DI FONDI MISTI* - CLASSIFICA DI TUTTI I FONDI DI FONDI MISTI CON ALMENO 12 MESI DI RISULTATI ORDINATA PER RENDIMENTO

KAIROS OPPORTUNITY FUND	KAIROS A.I. SGR	7,73%	2,71%	2,04	OTT-03
NEXTRA PRIVATE PORTFOLIO	NEXTRA A.I. SGR	3,29%	2,82%	0,46	FEB-04
BIPIELLE BASKET MIX FUND	BIPIELLE A.I. SGR	2,74%	1,54%	0,47	AGO-02
PIONEER EFFICIENT BALANCED PORTFOLIO	PIONEER A.I. MANAGEMENT SGR	2,66%	1,74%	0,38	DIC-03
PIONEER EFFICIENT ADVANCED PORTFOLIO	PIONEER A.I. MANAGEMENT SGR	2,57%	2,36%	0,25	DIC-03
PIONEER EFFICIENT BOND PORTFOLIO	PIONEER A.I. MANAGEMENT SGR	2,49%	1,15%	0,42	DIC-03
GESTIELLE HEDGE MOSAICO	ALETTI GESTIELLE ALTERNATIVE SGR	1,88%	1,72%	NEG	GIU-04

*FONDI CHE INVESTONO PARTE DEL PORTAFOGLIO IN HEDGE E PARTE IN ASSET CLASS TRADIZIONALI

FONDI PURI - CLASSIFICA DI TUTTI I SINGLE MANAGER CON ALMENO 12 MESI DI RISULTATI ORDINATA PER RENDIMENTO

CARTESIO GLOBAL EQUITY FUND	CARTESIO SGR	6,27%	1,66%	2,48	AGO-03
HEDGERSEL	ERSEL HEDGE SGR	4,38%	1,60%	1,45	LUG-03
KAIROS PARTNERS HEDGE FUND	KAIROS A.I. SGR	2,50%	2,66%	0,20	LUG-02
NEXTRA BETA HEDGE	NEXTRA A.I. SGR	-1,34%	5,06%	NEG	FEB-03
NEXTRA FUTURES CTA	NEXTRA A.I. SGR	-1,12%	4,66%	NEG	NOV-02

richiesta di riscatti innescata dalla evidenziazione di perdite ha a sua volta portato a pressioni di vendita che hanno ulteriormente peggiorato le valutazioni dei titoli/operazioni in portafoglio dei fondi più esposti.

L'andamento degli hedge funds quest'anno, ma anche per una parte dello scorso anno, fa ritenere, tuttavia, e nonostante gli ultimi lievi recuperi, che si sia giunti ad un punto di svolta dopo la straordinaria crescita verificata negli ultimi anni. E' necessaria, probabilmente, una certa pulizia fra la miriade di fondi, non sempre di buona qualità, nati in questi anni a seguito della enorme domanda. Questo avverrà almeno in parte per via naturale, proprio a seguito dei recenti scossoni. Occorre, poi, cercare di capire meglio come siano venuti a cambiare, grazie ai fondi hedge, i circuiti finanziari che sostengono l'economia reale. Ciò è necessario, tenuto conto del peso che le operazioni da loro impostate hanno, ormai, su tutte le variabili importanti (dal prezzo del petrolio a quello del credito), della continuità con cui la loro influenza si esprime e della complessità delle operazioni stesse. Di fronte alla non comprensione di questi fenomeni, la tentazione potrebbe essere quella di imporre limiti e controlli all'operato dei gestori hedge. Ma limiti e controlli possono uccidere ciò che c'è di buono in questi strumenti e, comunque, creano i presupposti per inventare qualcosa che tenti di superarli, magari con rischi maggiori per il sistema.

ORA È PROBABILE UN ASSESTAMENTO

Nella situazione attuale solo un andamento decisamente avverso dei mercati azionari e/o un ulteriore grosso shock creditizio potrebbero compromettere gravemente l'andamento dei fondi hedge con effetti a catena di tipo sistemico. Oggi non sembra vi siano i presupposti.

E' più probabile, nel breve termine, che, superato l'attuale periodo critico vi sia un assestamento (inclusa una certa pulizia fra i fondi più fragili) e che si possa ripartire su basi più solide. Un recupero potrebbe avvenire dal fatto che le valutazioni mark to market degli assets degli hedge

funds, almeno di quelli più seri, sono a questo punto probabilmente conservative.

Ufficio Studi
Banque Syz & Co Ginevra

SCEGLIERE I FONDI PESANDO IL RISCHIO

■ di Lorenzo Marconi

In un mercato finanziario in continua evoluzione gli hedge fund dovrebbero entrare di diritto nell'asset allocation efficiente di ogni investitore, a maggior ragione se pensiamo che il termine più di moda in questo momento è "total return", ritorno assoluto. Certo in Italia la divulgazione di questi strumenti finanziari trova ancora qualche ostacolo: la caccia alle streghe sullo strumento hedge rende non sollecitabile e acquistabile un fondo singolo ad un investitore che si possa definire qualificato, con una soglia di ingresso di 500 mila euro, mentre un qualunque titolo velenoso del Nuovo Mercato può essere acquistato indistintamente da qualsiasi risparmiatore sprovvisto.

Siamo in un momento nel quale il sistema finanziario sta implodendo su se stesso; la clientela privata non decide, lasciando il proprio denaro sul mercato monetario; oppure decide emotivamente, e male, seguendo la chimera del capitale garantito con prodotti strutturati, senza fare grande attenzione ai costi di certi prodotti finanziari. E' opportuno però non considerare i fondi hedge come la panacea di tutti i mali finanziari dell'investitore/risparmiatore, ancorché evoluti. Proviamo per una volta a ragionarne analizzando una delle componenti necessaria alla valutazione di un investimento: il rischio.

Per questo *Investire* ha coinvolto **Gianluca Giurlani**, managing director di Forsyth Partners, gruppo internazionale indipendente con se-

Da sapere

■ Equity hedged (long/short)

Le strategie 'equity hedged' o 'equity long/short' rappresentano il maggior segmento stilistico nel settore degli hedge fund. Le divergenze nelle performance dei diversi titoli e settori presentano molteplici opportunità di profitto nei mercati sviluppati ed emergenti di tutto il mondo.

I gestori equity hedged mirano a realizzare utili prendendo posizioni long e short principalmente in azioni pubblicamente negoziate che ritengono in qualche modo rispettivamente sottovalutate o sopravvalutate

FONTE DEFINIZIONI
STRATEGIE
DI GESTIONE:
MAN INVESTMENTS

de nel Regno Unito, che ha recentemente realizzato una ricerca sull'argomento.

L'obiettivo primario di un investitore in fondi hedge che persegue un rendimento assoluto è la ricerca di un miglior controllo e di una riduzione della volatilità, con la protezione del capitale investito attraverso l'utilizzo di correlazioni negative rispetto agli investimenti tradizionali, azioni e obbligazioni.

Uno degli strumenti utilizzati dai gestori al fine di ridurre il "rischio di credito" o "rischio d'investimento" degli hedge fund è il fondo di fondi hedge.

Investire ha chiesto a Gianluca Giurlani di Forsyth Partners di spiegare la Filosofia e le implicazioni pratiche di questa tipologia di gestione del rischio.

CON 5-10 FONDI RISCHIO SPECIFICO -75%

«L'approccio generale della ricerca che abbiamo realizzato», sottolinea Giurlani, «è quello di considerare il fondo di fondi hedge come un fondo di private equity. E' la stessa metodologia utilizzata dai nostri fondi di fondi». La ricerca nel mondo degli investimenti alternativi suggerisce che una volta raggiunta la diversificazione delle strategie, l'inclusione da cinque a dieci fondi hedge elimina nel portafoglio il 75% del rischio specifico; mentre potremmo concordare con la logica di tale assunzione riteniamo che molti altri elementi importanti del rischio siano stati trascurati. Infatti tale ricerca considera che gli unici rischi a cui è legato un portafoglio di fondi hedge sia il rischio di investimento. Un'indagine approfondita condotta da Capco mostra che solo il 38% degli insuccessi dei fondi alternativi deriva esclusivamente dai rischi di investimento, mentre solo il 50% da rischi operativi, il 6% da rischi legati all'attività e il 6% dalla combinazione delle tre.

Quando si pensa che l'attrition rate dei fondi alternativi (l'Attrition rate è il rapporto tra i fondi esistenti in un campione di analisi ad una cer-

ta data e il numero di fondi scomparsi alla fine del periodo di osservazione) varia annualmente tra 2,2% e il 12,3%, tali percentuali comportano una profonda implicazione per la struttura di un fondo di fondi hedge. Il controllo del rischio di investimento da solo non soddisfa con efficacia il rischio totale del portafoglio e appare quindi chiara la necessità di un livello più ampio di diversificazione.

■ NELL'INDUSTRIA DEGLI HEDGE IL VERO DRIVER È RAPPRESENTATO DAL GESTORE DEL FONDO, CHE ESPRIME LA PROPRIA CAPACITÀ NELLA GENERAZIONE DI ALPHA (ALPHA: EXTRARENMENTO RISPETTO ALL'ANDAMENTO DEI MERCATI FINANZIARI) NON CREDE CHE UN ECCESSO DI DIVERSIFICAZIONE POSSA GENERARE UN APPIATTIMENTO DELLE PERFORMANCE MEDIE?

«L'affermazione in linea di principio è assolutamente corretta, ma l'esperienza della gestione dei nostri fondi ci permette di dire che si possono mantenere dei ritorni assoluti elevati anche in presenza di una diversificazione massiccia. Il Forsyth alternative income, che è il nostro fondo di fondi hedge orientato all'investimento obbligazionario, ha in portafoglio circa 90 fondi. E' nel 2002, in un momento in cui i rendimenti obbligazionari avevano già raggiunto i minimi e le previsioni di crescita dei tassi d'interesse minacciavano di indebolirli ulteriormente; eppure abbiamo realizzato risultati di tutto rispetto, mantenendo bassa la deviazione standard. L'obiettivo del fondo infatti è quello di offrire al mercato un rendimento assoluto in alternativa agli investimenti obbligazionari tradizionali; ha un target di rendimento del 7% e liquidità quindicinale. Caratteristica del fondo Forsyth Alternative Income è che i dividendi provengono dal reddito del capitale investito: il gestore non può erodere il capitale per pagare i dividendi. Esiste comunque anche una classe a capitalizzazione dei risul-

■ Global macro
I gestori 'global macro' adottano approcci opportunistici al fine di trarre vantaggio dalle variazioni delle tendenze macroeconomiche. Le strategie sono applicate all'intero ventaglio dei mercati, delle classi di attività (azioni, obbligazioni, valute, commodity) e di tipologie di strumenti finanziari (cash, future, derivati, ecc.). I gestori studiano le variazioni - o i tassi di variazione - dei tassi d'interesse, dell'inflazione, dei cicli economici e delle circostanze politiche, elaborando decisioni d'investimento basate sulle previsioni e sulle valutazioni degli sviluppi macroeconomici globali sui mercati finanziari.

■ Managed futures
I gestori 'managed futures' - conosciuti anche come Commodity Trading Advisers (CTA) - negoziano future e derivati su titoli di Stato, indici azionari, valute, tassi d'interesse a breve termine e commodity tangibili come il caffè, il petrolio grezzo e l'oro. Le strategie managed futures sistematiche comprendono gli approcci 'long term trend following' e 'short term active trading', che utilizzano le serie storiche dei prezzi per prevedere i futuri movimenti. I loro gestori si basano largamente sui segnali di trading generati dai computer.

Fondi di fondi italiani, la classifica a due anni

NOME FONDO	SOCIETÀ DI GESTIONE	RENDIMENTO A 24 MESI	DEVIAZIONE STANDARD	SHARPE RATIO (2%)	DATA PARTENZA
GLOBAL MANAGERS SELECTION FUND	GLOBAL SELECTION SGR	17,77%	4,48%	1,41	GIU-03
KAIROS EQUITY FUND	KAIROS A.I. SGR	15,07%	2,64%	1,93	APR-01
HEDGE INVEST SECTOR SPECIALIST	HEDGE INVEST SGR	14,20%	3,51%	1,35	MAR-02
KAIROS MULTI-STRATEGY FUND II	KAIROS A.I. SGR	13,26%	2,47%	1,73	MAG-01
ERSEL MULTISTRATEGY HIGH	ERSEL HEDGE SGR	13,26%	3,56%	1,21	GIU-01
KAIROS MULTI-STRATEGY FUND I	KAIROS A.I. SGR	13,00%	2,42%	1,73	APR-01
GESTIELLE HEDGE LOW VOLATILITY	ALETTI GESTIELLE ALTERNATIVE SGR	12,28%	2,62%	1,47	FEB-02
HEDGE INVEST GLOBAL FUND	HEDGE INVEST SGR	12,09%	2,91%	1,3	DIC-01
PWM NS INVESTIMENTI	PRIVATE WEALTH MANAGEMENT SGR	11,95%	2,82%	1,32	MAG-03
CA AIPG LONG-SHORT	CRÉDIT AGRICOLE A.I.P.G. SGR	11,26%	2,92%	1,16	DIC-02
ERSEL HEDGE CELTIS	ERSEL HEDGE SGR	11,12%	2,96%	1,13	DIC-01
BIPIELLE MULTISTRATEGY FUND	BIPIELLE A.I. SGR	10,78%	2,21%	1,44	AGO-02
HEDGE INVEST CREDIT ALTERNATIVES	HEDGE INVEST SGR	10,52%	3,95%	0,79	APR-03
ERSEL HEDGE ILEX	ERSEL HEDGE SGR	10,33%	2,62%	1,14	DIC-01
NEXTRA EQUITY HEDGE	NEXTRA A.I. SGR	10,24%	2,55%	1,15	FEB-03
BIPIELLE LOW VOLATILITY FUND	BIPIELLE A.I. SGR	10,19%	1,81%	1,6	AGO-02
NEXTRA MEDIUM VOLATILITY	NEXTRA A.I. SGR	9,31%	2,41%	1,04	GEN-02
KAIROS LOW VOLATILITY FUND	KAIROS A.I. SGR	9,28%	1,94%	1,28	APR-01
PWM TECHNOLOGY FUND	PRIVATE WEALTH MANAGEMENT SGR	9,27%	3,61%	0,7	SET-02
NEXTRA LOW VOLATILITY	NEXTRA A.I. SGR	9,15%	1,71%	1,41	GEN-02
MPS ALTERNATIVE AGGRESSIVE	MPS A.I. SGR	8,94%	3,61%	0,66	APR-02
UNIFORTUNE CHALLENGE FUND	UNIFORTUNE SGR	8,87%	3,07%	0,75	NOV-02
DUEMME HEDGE PERFORMANCE	DUEMME HEDGE SGR	8,65%	2,00%	1,1	NOV-02
MORGAN STANLEY INTERN. DIVERSIFIED STRATEGIES	MORGAN STANLEY SGR	7,88%	3,11%	0,6	APR-02
PWM LOW VOLATILITY FUND	PRIVATE WEALTH MANAGEMENT SGR	7,83%	1,43%	1,26	GIU-02
UNIFORTUNE CONSERVATIVE FUND	UNIFORTUNE SGR	7,70%	1,89%	0,92	DIC-01
ERSEL MULTISTRATEGY MEDIUM	ERSEL HEDGE SGR	7,62%	2,79%	0,62	GIU-01
MPS ALTERNATIVE EFFICIENT	MPS A.I. SGR	7,62%	2,79%	0,62	APR-02
JP MORGAN MULTI-STRATEGY	JP MORGAN ALTERNATIVE A.M.	7,51%	2,34%	0,71	FEB-03
GESTIELLE HEDGE MULTI-STRATEGY	ALETTI GESTIELLE ALTERNATIVE SGR	7,46%	3,11%	0,54	FEB-02
MPS ALTERNATIVE DEFENSIVE	MPS A.I. SGR	7,25%	2,34%	0,66	APR-02
NEXTRA TOTAL RETURN	NEXTRA A.I. SGR	7,09%	3,17%	0,47	GEN-02
CA AIPG MULTI ARBITRAGE	CRÉDIT AGRICOLE A.I.P.G. SGR	6,86%	1,91%	0,71	DIC-02
HEDGE INVEST MULTI-STRATEGY	HEDGE INVEST SGR	6,84%	2,90%	0,47	DIC-01
ERSEL HEDGE ACER	ERSEL HEDGE SGR	6,55%	2,79%	0,44	APR-03
GESTIELLE HEDGE HIGH VOLATILITY	ALETTI GESTIELLE ALTERNATIVE SGR	6,45%	3,45%	0,35	GIU-02
ALBERTINI SYZ MULTISTRATEGY	ALBERTINI SYZ I.A. SGR	6,25%	4,56%	0,25	GIU-03
DUEMME HEDGE PROTECTION	DUEMME HEDGE SGR	6,03%	2,39%	0,41	GEN-03
ERSEL MULTISTRATEGY LOW	ERSEL HEDGE SGR	5,60%	1,82%	0,42	GIU-01
HIGH TECH HEDGE FUNDS I	BIM A.I. SGR	5,58%	4,20%	0,19	MAG-02
BRERA MULTI STRATEGY HF SELECTION	SANPAOLO IMI A.I. SGR	5,12%	2,18%	0,25	LUG-02
MULTI-STRATEGY PORTFOLIO	BIM A.I. SGR	4,89%	3,83%	0,12	OTT-02
DUEMME HEDGE LOW VOLATILITY	DUEMME HEDGE SGR	4,86%	1,70%	0,24	APR-02
HEDGE INVEST OPPORTUNITY FUND	HEDGE INVEST SGR	4,59%	4,39%	0,08	AGO-02
AKROS EQUITY HEDGE	AKROS HFR A.I. SGR	4,42%	3,03%	0,08	OTT-01
BRERA MARKET NEUTRAL HF SELECTION	SANPAOLO IMI A.I. SGR	4,10%	1,85%	0,03	GIU-02
AKROS ABSOLUTE RETURN	AKROS HFR A.I. SGR	4,03%	2,70%	0,01	OTT-01
ZENIT MASTER	ZENIT SGR	2,93%	2,41%	NEG	GIU-03
PIONEER DYNAMIC HEDGE	PIONEER A.I. MANAGEMENT SGR	2,60%	2,58%	NEG	APR-02
PIONEER BALANCED HEDGE	PIONEER A.I. MANAGEMENT SGR	2,55%	2,34%	NEG	APR-02
PIONEER CONSERVATIVE HEDGE	PIONEER A.I. MANAGEMENT SGR	2,49%	2,10%	NEG	APR-02
ALBERTINI SYZ LOW VOLATILITY	ALBERTINI SYZ I.A. SGR	2,02%	4,52%	NEG	GIU-03
AKROS MARKET NEUTRAL	AKROS HFR A.I. SGR	2,00%	2,40%	NEG	OTT-01

NOME FONDO	SOCIETÀ DI GESTIONE	RENDIMENTO A 24 MESI	DEVIAZIONE STANDARD	SHARPE RATIO (2%)	DATA PARTENZA
------------	---------------------	-------------------------	------------------------	----------------------	---------------

FONDI DI FONDI MISTI* - CLASSIFICA DI TUTTI I FONDI DI FONDI MISTI CON ALMENO 24 MESI DI TRACK RECORD ORDINATA PER RENDIMENTO

BIPIELLE BASKET MIX FUND	BIPIELLE A.I. SGR	7,84%	2,21%	0,82	AGO-02
--------------------------	-------------------	-------	-------	------	--------

*FONDI CHE INVESTONO PARTE DEL PORTAFOGLIO IN HEDGE E PARTE IN ASSET CLASS TRADIZIONALI

FONDI PURI - CLASSIFICA DI TUTTI I SINGLE MANAGER CON ALMENO 24 MESI DI TRACK RECORD ORDINATA PER RENDIMENTO

KAIROS PARTNERS HEDGE FUND	KAIROS A.I. SGR	7,43%	3,32%	0,5	LUG-02
NEXTRA BETA HEDGE	NEXTRA A.I. SGR	-1,18%	6,88%	NEG	FEB-03
NEXTRA FUTURES CTA	NEXTRA A.I. SGR	-16,49%	4,81%	NEG	NOV-02

Nella pagina accanto la classifica dei fondi di hedge italiani a due anni. I dati sono aggiornata maggio 2005. Fonte: www.mondohedge.com

tati che non distribuisce dividendi ed è particolarmente rivolta a quegli investitori che desiderano ottenere la crescita del capitale. Sempre restando sul tema del rischio, è opportuno sottolineare che il portafoglio è diversificato per sottogruppi di strategie e per area geografica, in modo da limitare la vulnerabilità del portafoglio nei confronti di uno shock sistemico. Proprio per combinare nel modo migliore i gestori in portafoglio è opportuno valutarne il singolo rischio; si analizzano i fondi attraverso metodi di regressione, tentando di determinare la loro esposizione ad una serie di indici rappresentanti diversi tipi di rischio; quelli che rappresentano, potremmo dire, i tre pilastri necessari alla generazione del rendimento: liquidità (esposizione agli effetti monetari), volatilità (relazione con la volatilità implicita o realizzata), e il rischio relativo a operazioni di mercato direzionali.

In pratica, la diversificazione del portafoglio è assicurata raggruppando prima i fondi in blocchi correlati (in maniera positiva e negativa) ai fattori di rischio in questione: Poi si definiscono i limiti sulle ponderazioni massime per ciascuna esposizione direzionale.

«E' vero, non bisogna certo sottovalutare il rischio di strategia. La nostra filosofia, coerentemente con la ricerca di cui stiamo par-

lando, è di limitare la quantità a disposizione per ciascuna strategia. Così come nel caso del rischio di mercato, all'interno di ogni classificazione di strategia i gestori possono selezionare approcci diversi per ottenere dei profitti nelle rispettive classi di attivo, così come trovarsi su fronti opposti dello stesso mercato. Come ho già detto, nel tentativo di conquistare le varie forme di rischio di mercato, si effettua l'analisi dei fondi applicando dei metodi di regressione per valutare la loro esposizione ad una serie di indici rappresentanti differenti tipi di rischio.

In conclusione possiamo ribadire che in questa esposizione il grado di attenzione sulla gestione del rischio è fondamentale nella ricerca di un rendimento. Certamente l'approccio non racchiude la possibilità di sfruttamento delle opportunità legate alle strategie, poiché non si possiedono evidenze specifiche che un simile approccio, soggettivo e direzionale, offra un valore aggiunto nel tempo. Così come le stime sui rendimenti tendono ad essere poco attendibili, se effettuate su informazioni passate o sulle previsioni, mentre le valutazioni dei rischi tendono ad essere più stabili nel tempo, offrendo quindi un approccio più opportuno al raggiungimento degli obiettivi». ■

Da sapere

■ **Relative value/arbitrage**
I gestori 'relative value' applicano strategie e tecniche di arbitraggio al fine di trarre vantaggio dalle inefficienze di prezzo percepite tra titoli simili o collegati. Costituendo posizioni long nei titoli sottovalutati e posizioni short in quelli sopravvalutati, queste strategie mirano a cogliere le opportunità di guadagno che derivano dalle variazioni delle relazioni di prezzo tra i titoli interessati. La maggior parte dei gestori attivi nei mercati azionari e obbligazionari globali, anche se le strategie di arbitraggio sono eseguite tra una varietà di classi di attività. Le tipiche strategie 'relative value' comprendono: 'convertible bond arbitrage', 'fixed income arbitrage', 'mortgage backed securities (MBS) arbitrage', 'derivatives arbitrage'.

TUTTI I RENDIMENTI DEI MIGLIORI ESTERI

Con la collaborazione di Forsyth Partners, società indipendente londinese di consulenza e gestione che ha elaborato dati di fonte HFR, Investire è in grado di offrire in questo numero ai propri lettori un panorama internazionale significativo e completo dei migliori fondi di fondi

hedge del mercato. I fondi sono elencati per nome in ordine alfabetico. Di ciascuno vengono riportati i due dati fondamentali per una valutazione ed un'eventuale selezione: il rendimento cumulato dei tre anni e la cosiddetta deviazione standard annualizzata. La deviazione standard

è una misura statistica di dispersione attorno alla media. In pratica indica quanto è stata ampia, in un certo arco temporale, la variazione dei rendimenti di un fondo. Quindi più il valore percentuale è basso, minore è la variazione del rendimento, e quindi il rischio del fondo.

HFR FONDI DI FONDI - (3 ANNI) 31/5/02 - 31/5/05		
NOME DEL FONDO	RENDIMENTO CUMULATIVO 3 ANNI	DEVIAZIONE STANDARD ANNUALIZZ.
ABRIA DIVERSIFIED ARBITRAGE FUND LTD.	12,24	2,18
ACCESS FUND L.P.	16,20	3,98
ACROPOLIS MULTI-STRATEGY FUND (CLASS A)	15,48	1,97
ACROPOLIS MULTI-STRATEGY FUND (CLASS B)	14,04	1,97
AGILE SAFETY FUND, L.P.	25,92	3,50
AIDA FUND LTD. C CLASS	28,44	8,11
AIG DIVERSIFIED STRATEGIES FUND	16,20	2,63
ALFANAR INVESTMENT HOLDINGS, N.V. (CLASS A)	19,08	10,95
ALFANAR INVESTMENT HOLDINGS, N.V. (CLASS B)	16,20	10,95
ALPHAPLUS FUND CLASS A	20,16	5,75
ALTAIR RISING STARS FUND LTD. D (USD)	39,24	6,69
ALTAIR RISING STARS L.P.	53,28	11,95
ALTERNATIVE INVESTMENTS L.P.	15,48	4,12
ALTERNATIVE UNITS SICAV ARBITRAGE (EUR)	19,08	2,67
ALUMNI PARTNERS I, L.P.	19,44	4,92
AMERICAN EXPRESS GLOBAL LONG-SHORT FUND OF FUNDS	9,00	4,05
AMERICAN EXPRESS GLOBAL MARKET NEUTRAL CONSERVATIVE FOF	9,72	1,91
AMERICAN EXPRESS GLOBAL MARKET NEUTRAL MODERATE FOF	13,32	2,81
ARACA HEDGED EQUITY LLC	20,16	7,38
ARACA MULTI-STRATEGY FUND LLC	16,92	2,63
ARDEN ADVISERS L.P.	19,80	2,63
ARDEN ENDOWMENT ADVISERS, LTD.	19,44	2,74
ARDEN INSTITUTIONAL ADVISERS, LP	18,36	2,63
ARDEN STRATEGIC ADVISERS, L.P.	20,88	3,36
ARROW VOYAGEUR FUND INC.	11,52	5,30
ARUNDEL PREMIER	22,32	5,27
ASIAN CAPITAL HOLDINGS FUND	20,52	8,73

HFR FONDI DI FONDI - (3 ANNI) 31/5/02 - 31/5/05		
NOME DEL FONDO	RENDIMENTO CUMULATIVO 3 ANNI	DEVIAZIONE STANDARD ANNUALIZZ.
ASPECT MASTER FUND	25,20	11,43
ASSET ALLIANCE ENHANCED PREMIER HEDGE, LTD.	19,44	6,37
ASSET ALLIANCE PREMIER HEDGE, LTD.	14,76	4,50
ATTALUS LONG-SHORT EQUITY FUND, LTD.	18,36	5,47
ATTALUS MULTI-STRATEGY FUND, LTD.	18,72	2,74
AUDA CLASSIC PLC	24,48	4,40
AUDA GLOBAL, LTD.	15,48	3,39
AURORA LIMITED PARTNERSHIP	23,76	3,50
AURORA OFFSHORE FUND, LTD.	22,32	3,50
AURORA RELATIVE VALUE OFFSHORE FUND, LTD.	7,92	2,74
AURORA RELATIVE VALUE, L.P.	8,64	2,77
AURUM EUROPA FUND LIMITED	9,72	3,67
AURUM FORTRESS FUND LIMITED	18,36	4,02
AURUM INVESTOR FUND LIMITED	24,12	3,60
AURUM ISIS FUND LIMITED	17,28	2,77
AURUM MANAGED PORTFOLIO DOLLAR LIMITED	15,12	3,26
AURUM SPECTRA FUND LIMITED	18,00	3,81
AURUM SYNCHRONICITY DOLLAR FUND LIMITED	19,44	3,50
AURUM UNIVERSAL FUND LIMITED	8,28	3,67
AUSTIN CAPITAL ALL SEASONS FUND, LTD.	12,24	3,74
AUSTIN CAPITAL ALL SEASONS OFFSHORE FUND, LTD.	12,24	3,74
AUSTIN CAPITAL MULTI-STRATEGY FUND, LTD.	13,32	2,98
AUSTIN CAPITAL SAFE HARBOR FUND LTD.	15,12	3,78
AUSTIN CAPITAL SUMMIT FUND, LTD.	11,16	6,72
AXIOM PARTNERS MULTI-STRATEGY FUND (CLASS A)	12,96	2,88
BALESTRA SPECTRUM PARTNERS, LLC	25,20	8,28
BARING HEDGE SELECT FUND USD CLASS	10,08	3,29
BEAR STEARNS MULTI-STRATEGY FUND, L.P.	9,36	2,25
BEAR STEARNS MULTI-STRATEGY OFFSHORE FUND, LTD.	8,64	2,08
BENCHMARK ALTERNATIVE INVESTMENT FUND-BLUE CHIP MANAGERS	6,12	3,19
BENCHMARK PLUS PARTNERS LLC MARKET NEUTRAL FUND	21,96	2,29
BERENS CAPITAL FUND, LTD.	16,92	4,02
BERENS CAPITAL PARTNERS, L.P.	16,56	3,95
BFI HILO FUND, L.L.P.	17,28	4,23
BLACKROCK HPB MULTI-MANAGER PARTNERS, LLC	29,16	5,33
BLUE ROCK CAPITAL FUND L.P.	1,44	1,70
BLUESTONE ALTERNATIVE INVESTMENT FUND LTD. EQUITY HEDGE C	38,16	7,03
BLUMONT STRATEGIC PARTNERS HEDGE FUND	9,36	11,33
BODLEIAN PARTNERS L.P.	33,48	4,64
BRIDGEWORTH FUND, L.P.	12,60	3,57
CAM FUND L.P.	13,68	5,47
CAM INTERNATIONAL FUND, L.P.	34,92	6,03
CAM SMALL CAP FUND L.P.	23,76	8,35
CAMBRIDGE PREFERRED INVESTORS, L.P.	16,92	3,29
CANNONBALL FUND LTD.	21,96	3,26
CAPRICORN CASH PLUS FUND - US\$ CLASS	11,88	1,35
CAPRICORN GLOBAL FUND - US\$ CLASS	11,88	1,63
CARDINAL FUND OF FUNDS LIMITED CLASS A EURO	17,64	3,39
CARDINAL FUND OF FUNDS LIMITED CLASS A USD	15,48	3,46
CARDINAL FUND OF FUNDS LIMITED CLASS B EURO	16,56	3,33
CARDINAL FUND OF FUNDS LIMITED CLASS B USD	15,12	3,39
CASTLE ALTERNATIVE INVEST AG	16,56	4,23
CEDAR FUND	26,28	7,62

HFR FONDI DI FONDI - (3 ANNI) 31/5/02 - 31/5/05		
NOME DEL FONDO	RENDIMENTO CUMULATIVO 3 ANNI	DEVIAZIONE STANDARD ANNUALIZZ.
CLAREMONT PARTNERS, L.P.	27,72	6,89
CLARUS ASSOCIATES, L.P.	17,64	3,95
CMA DYNAMIC FUND	9,00	3,19
CMA FUND I, L.P.	1,44	8,31
CMA FUND II, L.P.	36,36	15,00
CMA FUND III, L.P.	29,16	4,57
CMA GLOBAL FUND 1	13,68	15,31
CMA MULTI HEDGE CLASS A ARBITRAGE	12,96	2,46
CMA MULTI HEDGE CLASS B GROWTH	10,80	2,42
CMA MULTI HEDGE CLASS C BALANCED	10,44	2,56
COAST DIVERSIFIED FUND - UNLEVERED	12,60	1,42
COAST DIVERSIFIED FUND LTD.	17,28	3,36
COASTAL MAGNUM DIVERSIFIED PERFORMANCE FUND	26,64	5,30
COLLINS CAPITAL DIVERSIFIED FUND, L.P.	18,72	3,91
COLUMBUS FUND LTD.	30,60	16,32
COMAS STRATEGY FUND I LIMITED	14,04	2,91
CORNERSTONE GLOBAL GROWTH FUND, L.P.	32,40	7,55
CORONATION GLOBAL EQUITY FUND	17,28	6,17
CORONATION GLOBAL MACRO FUND	9,36	4,54
CORONATION RELATIVE VALUE FUND	11,88	2,22
CORONATION RELATIVE VALUE FUND (EURO)	12,96	2,22
CREINVEST AG	15,48	3,71
CRESTLINE EVENT ARBITRAGE, L.P.	29,88	4,61
CRESTLINE PARTNERS, L.P.	22,32	2,63
CULROSS GLOBAL ARBITRAGE DOLLAR FUND - CLASS C	13,32	2,15
CULROSS GLOBAL ARBITRAGE STERLING FUND - CLASS D	19,08	2,04
CULROSS GLOBAL FUND - CLASS A (USD)	18,36	3,26
CULROSS GLOBAL FUND - CLASS B (GBP)	24,48	2,98
DEF ASSOCIATES N.V.	23,76	10,63
DEXIA WORLD ALTERNATIVE ACCESS EURO 1	13,68	1,66
DEXIA WORLD ALTERNATIVE ALPHAMAX EUR	14,76	2,04
DEXIA WORLD ALTERNATIVE ALPHAMAX USD	12,96	2,04
DILLON/FLAHERTY PARTNERS L.P.	28,80	2,04
DKR INTERNATIONAL RELATIVE VALUE FUND LTD. CLASS A	12,24	4,71
DORCHESTER CAPITAL PARTNERS, L.P.	30,96	5,09
ENTRUST CAPITAL DIVERSIFIED FUND L.P.	21,24	4,95
EPARGNE MBS PLUS	13,32	2,63
EURO SELECT LTD.	11,88	2,81
EUROPEAN CAPITAL HOLDINGS	16,20	4,36
EUROVEST LTD. CLASS A (USD)	46,44	6,30
EURYLEIA PARTNERS L.P.	17,64	2,53
EURYMEDON INVESTMENT PARTNERS L.P.	16,92	2,15
FEDERAL STREET ASSOCIATES I, LLC	26,28	4,36
FEDERAL STREET ASSOCIATES OFFSHORE FUND, LTD.	25,92	4,33
FEEL GOOD INVESTMENT FUND LTD. (CLASS A)	40,68	9,21
FIA LTD. CLASS A (USD)	12,60	2,98
FIDES CAPITAL GROWTH FUND (EUR)	10,80	3,26
FIDES CAPITAL GROWTH FUND (USD)	9,72	3,33
FINCH FUND LIMITED (NEUTRAL - EURO)	14,40	1,94
FINCH FUND LIMITED (NEUTRAL - USD)	12,60	1,87
FINCH FUND LIMITED (TACTICAL - EURO)	20,52	5,44
FINCH FUND LIMITED (TACTICAL - USD)	17,28	5,51
FINCH NEUTRAL PLUS FUND (3X - EURO)	19,80	5,75

HFR FONDI DI FONDI - (3 ANNI) 31/5/02 - 31/5/05		
NOME DEL FONDO	RENDIMENTO CUMULATIVO 3 ANNI	DEVIAZIONE STANDARD ANNUALIZZ.
FINCH NEUTRAL PLUS FUND (3X - USD)	20,88	5,68
FIRST PACIFIC ADVISORS, MULTI-ADVISOR FUND, L.P.	18,72	3,67
FIRST PORTUGUESE OPPORTUNITY FUND	30,24	6,13
FISCHER GARRISON FUND, L.P.	19,80	3,12
FLATIRON FUND	11,88	1,49
FLEXOR MULTI-MANAGER FUND, LTD.	9,36	2,49
FORSYTH EQUI-BETA FUND LIMITED	6,84	5,92
FORTIS INVESTMENT FUND, LTD.	17,64	2,22
FORTIS INVESTMENT FUND, LTD. - E SHARES (EUR)	18,72	2,18
FRIEDBERG GLOBAL MACRO HEDGE FUND LTD.	42,84	13,23
GAM DIVERSITY	16,56	4,19
GAM DIVERSITY II EUR	15,12	4,33
GAM DIVERSITY II GBP	20,88	4,40
GAM DIVERSITY II USD	15,12	4,47
GAM MULTI EUROPE II EUR	12,60	4,12
GAM MULTI EUROPE II USD	9,36	4,26
GAM MULTI PACIFIC EUR	13,68	6,62
GAM MULTI PACIFIC USD	12,96	6,65
GAM MULTI-EMERGING MARKETS STRATEGY	36,36	10,50
GAM MULTI-EUROPE EUR INC.	11,52	4,88
GAM MULTI-EUROPE USD INC.	11,16	4,75
GAM MULTI-U.S. US\$ CLASS	11,52	5,47
GAM TRADING US\$ FUND INC.	27,72	5,92
GENESEE BALANCED FUND, L.P.	12,24	2,46
GENESEE BALANCED FUND, LTD.	12,60	2,46
GENESEE EAGLE FUND, L.P.	16,20	4,40
GENESEE EAGLE FUND, LTD.	16,56	4,47
GLEACHER DIVERSIFIED STRATEGIES FUND L.P.	21,60	3,01
GLL INVESTORS L.P.	19,44	4,40
GLOBAL UMBRELLA FUND - ASIA JAPAN FUND	11,52	4,54
GLOBAL UMBRELLA FUND - EUROPE FUND	3,60	3,64
GLOBAL UMBRELLA FUND - LOW VOLATILITY FUND	13,68	2,25
GLOBAL UMBRELLA FUND - US FUND	14,76	4,12
GOTTEX ABSOLUTE RETURN FUND (CLASS N)	12,24	2,53
GOTTEX ABSOLUTE RETURN FUND (CLASS T)	16,92	5,09
GOTTEX ABSOLUTE RETURN FUND (CLASS V)	18,00	5,02
GOTTEX ABSOLUTE RETURN FUND (CLASS W)	23,40	5,02
GOTTEX MARKET NEUTRAL FUND (CLASS B)	17,64	1,52
GOTTEX MARKET NEUTRAL FUND (CLASS C)	26,28	1,52
GOTTEX MARKET NEUTRAL FUND (CLASS D)	27,00	3,22
GOTTEX MARKET NEUTRAL FUND (CLASS E)	19,44	1,63
GOTTEX MARKET NEUTRAL FUND (CLASS F)	25,56	1,63
GOTTEX MARKET NEUTRAL FUND (CLASS G)	13,32	1,59
GOTTEX MARKET NEUTRAL FUND (CLASS J)	28,08	3,26
GOTTEX MARKET NEUTRAL FUND (CLASS K)	33,48	3,15
GOTTEX MARKET NEUTRAL FUND (CLASS L)	21,96	3,22
GRANDWAY MULTI-STRATEGY FUND, LTD. (CLASS A)	36,36	7,97
GREEN WAY ARBITRAGE (CLASS A - EUR)	16,92	2,04
GREEN WAY ARBITRAGE (CLASS B - EUR)	15,84	2,04
GREEN WAY ARBITRAGE (CLASS C - USD)	15,12	2,01
GREEN WAY ARBITRAGE (CLASS D - USD)	14,04	2,04
GREEN WAY INVESTMENTS LTD.	20,88	2,74
GREEN WAY LIMITED (CLASS A - USD)	18,72	2,91

NOME DEL FONDO	HFR FONDI DI FONDI - (3 ANNI) 31/5/02 - 31/5/05	
	RENDIMENTO CUMULATIVO 3 ANNI	DEVIAZIONE STANDARD ANNUALIZZ.
GREEN WAY LIMITED (CLASS B - EUR)	19,80	2,77
GREEN WAY SELECT (CLASS A - USD)	12,60	3,43
GREEN WAY SELECT (CLASS B - EUR)	15,12	3,26
GREEN WAY SELECT EUROPEAN (CLASS A - EUR)	14,40	4,43
GREEN WAY SPECIAL OPPORTUNITIES (CLASS A)	28,80	3,36
GREEN WAY SPECIAL OPPORTUNITIES (CLASS B)	30,24	3,22
GREENLIGHT MASTERS OFFSHORE	31,32	4,33
GREENLIGHT MASTERS QUALIFIED, L.P.	35,28	4,02
GREENLIGHT MASTERS, LP	30,24	4,33
GUIDANCE FIXED INCOME ARBITRAGE L.P.	20,88	2,63
GUIDANCE GREEN TERRAIN FUND, L.P.	12,24	2,04
GUIDANCE GREEN TERRAIN TE FUND, L.P.	12,24	2,04
GUTZWILLER TWO	14,04	4,71
HARMONY CAPITAL (CLASS A - USD)	38,88	4,82
HARMONY CAPITAL (CLASS B - EUR)	40,32	4,57
HAUSSMANN HOLDINGS N.V.	19,80	5,72
HDF EUROPE LONG/SHORT	20,16	4,19
HDF GLOBAL ARBITRAGE	11,88	1,87
HDF GLOBAL LONG/SHORT	21,96	4,26
HDF GLOBAL OPPORTUNITIES	12,96	3,60
HDF OPTIMIX	18,36	2,32
HEADSTART FUND OF FUNDS LTD.	29,16	3,60
HELIOS OPPORTUNITY FUND, LTD. CLASS B	15,12	5,23
HELIOS US OPPORTUNITY FUND, L.P.	14,40	5,16
HEMISPHERE DEFENSIVE HF (USD) LIMITED	16,92	3,53
HEMISPHERE DIVERSIFIED HEDGE FUND LTD.	16,92	3,60
HEMISPHERE EQUITY HEDGE WORLD FUND LTD.	5,76	3,57
HIGHGATE PARTNERS, L.P.	33,48	4,68
HIGHMOUNT OLYMPIC FUND LLC	20,88	3,50
HIRST METASTRATEGY FUND, L.P.	15,84	2,70
HIRST METASTRATEGY FUND, LTD.	17,28	2,74
HIRZEL HOUSE ABSOLUTE RETURN FUND (GBP HEDGED)	19,80	2,53
HIRZEL HOUSE ABSOLUTE RETURN FUND (USD)	14,04	2,56
HIRZEL HOUSE ABSOLUTE RETURN PLUS FUND (GBP HEDGED)	22,68	3,81
HIRZEL HOUSE ABSOLUTE RETURN PLUS FUND (USD)	16,56	3,88
HIRZEL HOUSE GLOBAL BOND FUND (GBP)	7,56	5,30
HIRZEL HOUSE GLOBAL BOND FUND (USD)	25,92	6,93
HIRZEL HOUSE INTERNATIONAL BALANCED FUND (GBP)	12,60	7,38
HIRZEL HOUSE INTERNATIONAL BALANCED FUND (USD)	22,68	6,93
HIRZEL HOUSE INTERNATIONAL GROWTH FUND (GBP)	11,88	9,66
HP FALCON PARTNERS, LP	19,44	3,60
HSBC ASIAN ADVANTEDGE FUND	31,68	9,15
HSBC EMERGING ADVANTEDGE HEDGE FUND	25,20	6,17
HSBC EUROPEAN ABSOLUTE LIMITED	27,36	6,69
HSBC GH FUND	14,04	3,19
HSBC GLOBAL ABSOLUTE LIMITED	-8,64	7,31
HSBC HEDGE INVESTMENTS FUND SERIES A	10,08	2,49
HSBC MULTI-ADVISER ARBITRAGE FUND	11,16	2,08
HSBC TECHNOLOGY ADVANTEDGE FUND	9,36	3,01
HUDSON INVESTMENT PARTNERS L.P.	14,76	2,98
ICMC STRATEGIC ASSET FUND, L.P.	5,04	10,01
INFINITI CAPITAL TRUST - GROWTH STRATEGY	21,60	5,89
INFINITI CAPITAL TRUST - MOMENTUM STRATEGY	36,00	7,83

HFR FONDI DI FONDI - (3 ANNI) 31/5/02 - 31/5/05		
NOME DEL FONDO	RENDIMENTO CUMULATIVO 3 ANNI	DEVIAZIONE STANDARD ANNUALIZZ.
INFINITI CAPITAL TRUST - SECURITY STRATEGY	14,40	3,39
INFINITI PROPRIETARY MATRIX PORTFOLIO 10	27,36	5,13
INNOVATION FUND	35,28	14,20
INTRUST ADVISORS MULTI-MANAGER FUND, L.P.	20,88	3,53
INVITATIONAL OPPORTUNITY FUND LLC	18,72	7,79
IRON EQUITY FUND, L.P.	33,48	2,56
IRONWOOD INTERNATIONAL, LTD.	19,08	2,98
IRONWOOD PARTNERS L.P.	19,08	2,98
IVY RISING STARS FUND, L.P.	16,92	5,09
IVY RISING STARS OFFSHORE FUND, LTD.	15,12	5,20
IVY ROSEWOOD ASSOCIATES	7,92	2,32
IVY ROSEWOOD OFFSHORE FUND, LTD.	5,76	2,67
J.P. MORGAN DIVERSIFIED HOLDINGS	12,24	1,91
J.P. MORGAN MULTI-STRATEGY FUND II, L.P.	14,40	2,56
J.P. MORGAN MULTI-STRATEGY FUND II, LTD.	14,04	2,32
J.P. MORGAN MULTI-STRATEGY FUND, L.P.	16,92	2,42
J.P. MORGAN MULTI-STRATEGY FUND, LTD.	17,64	2,67
J.P. MORGAN NEW CENTURY FUND, LTD.	7,92	4,78
J.P. MORGAN OPPORTUNISTIC HOLDINGS	21,60	2,94
JAMES RIVER MULTI-STRATEGY FUND, L.P.	19,44	3,67
KAILAS GLOBAL, LTD.	14,40	2,88
KAILAS II	20,52	5,30
KARASEL L.P.	19,08	2,15
KBC LIFE ALTERNATIVE MASTER FUND - CLASS B SHARES	11,88	2,32
KBLUX SPECIAL OPPORTUNITIES ARBITRAGE STRATEGIES (USD)	3,60	2,88
KBLUX SPECIAL OPPORTUNITIES INVESTING STRATEGIES (USD)	13,68	3,57
KEYBYAR INTERNATIONAL LTD	11,16	2,53
KEY ASIA HOLDINGS INC.	15,84	4,09
KEY EUROPE INC.	7,56	3,39
KEY GLOBAL INC.	5,76	4,50
KEY HEDGE FUND INC.	8,28	3,29
LA FAYETTE EUROPE FUND LTD.	15,84	4,40
LA FAYETTE HOLDINGS FUND LTD.	19,08	4,33
LA FAYETTE HOLDINGS FUND LTD. (EUR)	21,24	4,26
LA FAYETTE REGULAR GROWTH FUND LTD.	19,44	2,88
LA FAYETTE REGULAR GROWTH FUND LTD. (EUR)	19,80	3,01
LANDMARK VALUE STRATEGIES, L.P.	28,80	5,06
LANDMARK VALUE STRATEGIES, LTD.	24,48	5,09
LAZARD ALTERNATIVE STRATEGIES FUND LLC	15,12	2,74
LAZARD DIVERSIFIED STRATEGIES FUND, LTD.	14,04	2,81
LAZARD DIVERSIFIED STRATEGIES FUND, PLC	12,96	2,74
LEGENDS FUND, L.P. (SERIES A)	19,80	4,47
LEVERAGED CAPITAL HOLDINGS N.V.	12,60	5,75
LIGHTHOUSE DIVERSIFIED FUND, L.P.	19,44	2,22
LIGHTHOUSE LOW VOLATILITY FUND, L.P.	10,80	1,45
LOBDELL CAPITAL PARTNERS, L.P.	31,32	3,53
LODH ALTERNATIVE STRATEGIES (CHF) (CLASS A)	6,84	3,46
LODH ALTERNATIVE STRATEGIES (EUR) (CLASS A)	8,28	3,05
LODH ALTERNATIVE STRATEGIES (USD) (CLASS A)	18,72	3,26
LODH DELTA GLOBAL FUND (USD) (CLASS P)	15,48	3,43
LODH MULTIADVISERS - EUROPE EQUITY LONG/SHORT	15,48	4,75
LODH MULTIADVISERS - GLOBAL ARBITRAGE USD	9,36	2,22
LODH MULTIADVISERS - GLOBAL TRADING USD	16,56	4,40

HFR FONDI DI FONDI - (3 ANNI) 31/5/02 - 31/5/05		
NOME DEL FONDO	RENDIMENTO CUMULATIVO 3 ANNI	DEVIAZIONE STANDARD ANNUALIZZ.
LODH MULTIADVISERS - U.S. EQUITY LONG/SHORT	14,76	3,98
LONGCHAMP EMERGING MARKETS FUND LIMITED	24,84	7,97
LONGCHAMP GLOBAL INVESTMENT FUND, LTD.	43,92	7,34
LONGCHAMP MULTI-STRATEGY FUND LIMITED	20,52	1,91
LYSTER WATSON CONSERVATIVE ALTERNATIVE STRATEGIES FUND, L.P.	24,84	3,46
LYSTER WATSON DISTRESSED OPPORTUNITY FUND, L.P.	33,84	4,57
LYSTER WATSON EQUITY PARTNERS L.P.	19,80	5,85
LYSTER WATSON GROUP TRUST	12,24	4,78
LYSTER WATSON GROUP TRUST-CONSERVATIVE ALTERNATIVE FUND	19,08	3,29
M.D. SASS MULTI-STRATEGY INTERNATIONAL PARTNERS, LTD.	17,64	3,57
M.D. SASS MULTI-STRATEGY PARTNERS, L.P.	16,56	3,57
MAGNUM BULL & BEAR FUND	15,84	4,23
MAGNUM MULTI-FUND LTD.	16,56	4,09
MAN-GLENWOOD MULTI-STRATEGY FUND LTD.	2,88	2,39
MAPLE KEY MARKET NEUTRAL CAYMAN ISLANDS, L.P.	8,64	1,25
MAPLEWOOD ASSOCIATES II, L.P.	14,76	2,81
MAPLEWOOD ASSOCIATES, L.P.	14,40	2,81
MELLON NIPPON ABSOLUTE FUND EURO	13,32	5,06
MELLON NIPPON ABSOLUTE FUND USD	11,16	5,06
MELLON NIPPON ABSOLUTE FUND YEN	6,48	5,02
MELLON SANCTUARY FUND EURO	20,52	2,67
MELLON SANCTUARY FUND USD	18,72	2,70
MELLON SYMMETRY FUND EURO	7,92	2,74
MELLON SYMMETRY FUND USD	5,76	2,77
MERIDIAN DIVERSIFIED FUND, L.P.	14,76	2,42
MERIDIAN DIVERSIFIED FUND, LTD.	16,92	2,53
MERIDIAN HORIZON FUND, L.P.	14,76	2,63
MERIDIAN PERFORMANCE PARTNERS, L.P.	16,56	3,64
MEYERHOFF ABSOLUTE RETURN FUND, L.P.	19,80	3,50
MEZZACAPPA PARTNERS OFFSHORE, LTD.	12,24	3,67
MEZZACAPPA PARTNERS, L.P.	12,24	3,67
MIDDLESEX FUND LTD. (CLASS D)	45,36	10,70
MILLBROOK PARTNERS, LLC	24,84	2,94
MILLBURN MCO PARTNERS L.P.	21,60	3,95
MILLBURN MULTI-STRATEGY PORTFOLIO L.P.	22,68	6,20
MOMENTUM ALLWEATHER EXCEL	20,88	2,74
MOMENTUM ALLWEATHER FUND	18,00	1,80
MOMENTUM ASSETMASTER FUND	19,80	2,91
MOMENTUM EMERALD FUND	19,08	3,67
MOMENTUM RAINBOW FUND	15,84	2,98
MOMENTUM USMASTER FUND	1,80	3,15
MOUNTAIN AVENUE PARTNERS, L.P.	36,00	5,89
NANTUCKET FUND, L.P.	22,32	4,88
NEWMARKET CAPITAL PARTNERS SELECT FUND, L.P.	18,72	3,01
OLYMPIA DIVERSIFIED STRATEGIES CLASS B	11,52	3,50
OLYMPIA STAR I LIMITED - OLYMPIA STAR I (USD) CLASS	12,96	3,57
OLYMPIA STAR II LIMITED - OLYMPIA STAR II (USD) CLASS	14,40	3,46
ONTARIO PARTNERS, L.P.	14,76	4,78
OPAL ALTERNATIVE GROWTH FUND LTD. (CLASS A - GBP)	18,00	2,04
OPAL ALTERNATIVE GROWTH FUND LTD. (CLASS B - EUR)	13,32	2,22
OPAL ALTERNATIVE GROWTH FUND LTD. (CLASS C - USD)	10,80	2,01
OPTIMA FUND L.P.	14,40	4,82
OPTIMA FUND LIMITED	11,88	4,64

HFR FONDI DI FONDI - (3 ANNI) 31/5/02 - 31/5/05		
NOME DEL FONDO	RENDIMENTO CUMULATIVO 3 ANNI	DEVIAZIONE STANDARD ANNUALIZZ.
OPTIMA FUTURES FUND LIMITED	17,64	4,82
OPTIMA MULTI-STRATEGY COMPOSITE	9,72	2,74
OPTIMAL ARBITRAGE (CLASS A - USD)	16,56	2,63
OPTIMAL EUROPEAN OPPORTUNITIES (CLASS A - EUR)	14,04	3,98
OPTIMAL GLOBAL TRADING (CLASS A - USD)	11,16	4,40
OPTIMAL STRATEGIC US EQUITY (CLASS A - USD)	23,76	2,91
ORBIT EUROPEAN STRATEGIES FUND	6,48	5,27
ORBIT GLOBAL STRATEGY FUND	5,76	3,98
ORBIT US STRATEGY FUND	11,88	3,91
OXBRIDGE ASSOCIATES L.P.	28,44	5,40
OXFORD ALTERNATIVE STRATEGY FUND - CLASS A	10,44	1,77
P & A DIVERSIFIED MANAGER FUND L.P.	16,92	4,16
P & A MULTI SECTOR FUND L.P.	20,88	3,85
P & A SELECT STRATEGY FUND, L.P.	18,72	4,05
P&D ALPHAPLUS FUND LTD. CLASS A	16,56	4,99
PAN ROSS, L.P.	25,56	4,92
PARADIGM ENHANCED MASTER FUND, LLC	12,24	8,38
PARADIGM EQUITIES, LTD.	20,16	5,33
PARADIGM FUTURES FUND I, LLC	52,20	22,79
PARADIGM GLOBAL FUND I, LIMITED CLASS III	7,92	7,59
PARADIGM MASTER FUND, L.P.	9,36	3,15
PARADIGM MULTI-STRATEGY FUND	9,72	2,74
PARAGON FUND, L.P.	25,92	4,30
PERMAL ASIAN HOLDINGS N.V. (A SHARES)	30,24	9,28
PERMAL ASIAN HOLDINGS N.V. (B SHARES)	27,36	9,28
PERMAL EMERGING MARKETS HOLDINGS N.V. (CLASS A)	39,96	9,42
PERMAL EMERGING MARKETS HOLDINGS N.V. (CLASS B)	37,08	9,42
PERMAL EUROPEAN HOLDINGS NV (CLASS A)	24,12	7,03
PERMAL EUROPEAN HOLDINGS NV (CLASS B)	21,24	7,00
PERMAL FIXED INCOME SPECIAL OPPORTUNITIES LTD. (A PREFERRED)	51,12	7,76
PERMAL FIXED INCOME SPECIAL OPPORTUNITIES LTD. (B PREFERRED)	47,88	7,76
PERMAL INVESTMENT HOLDINGS N.V. A	21,60	6,20
PERMAL JAPAN HOLDINGS N.V. (CLASS A)	19,08	9,08
PERMAL JAPAN HOLDINGS N.V. (CLASS B)	15,84	9,04
PHOENICIAN TRADING PARTNERS	28,80	13,37
PHOENIX FUND, L.P.	18,00	5,06
PINE GROVE INSTITUTIONAL PARTNERS, L.P.	20,88	2,81
PINE GROVE OFFSHORE, LTD.	20,16	2,84
PINE GROVE PARTNERS, L.P.	23,76	2,74
PINE STREET INSTITUTIONAL PARTNERS, L.P.	14,40	3,29
PINE STREET INSTITUTIONAL PARTNERS, LTD.	14,40	3,22
PINNACLE OPPORTUNITY, L.P.	32,04	4,61
PLATINUM EQUITY PLUS FUND LIMITED	6,84	8,11
PLYMOUTH ROCK FUND, L.P.	24,48	2,98
POINTER (QP), L.P.	20,52	3,08
POINTER OFFSHORE, LTD.	20,88	3,12
POWERS & DUBIN TRADERS FUND LTD.	14,40	5,16
PRINCETON LEVERAGED FUND, L.P. CLASS B	43,20	17,11
PRINCETON LEVERAGED FUND, L.P. CLASS C	36,72	16,66
PRIVATE ADVISORS ALTERNATIVE ASSET FUND, L.P.	24,84	3,33
PRIVATE ADVISORS HEDGED EQUITY FUND, L.P.	18,00	4,16
PRIVATE ADVISORS STABLE VALUE FUND, LTD.	19,08	3,46
PULSAR (MULTIMANAGER) LTD.	11,16	3,12

HFR FONDI DI FONDI - (3 ANNI) 31/5/02 - 31/5/05		
NOME DEL FONDO	RENDIMENTO CUMULATIVO 3 ANNI	DEVIAZIONE STANDARD ANNUALIZZ.
RALEIGH FUND, L.P.	29,88	4,33
RAMIREZ PARTNERS LLC	10,08	3,95
RELIANCE MULTI-ADVISER FUND LIMITED (CLASS B)	21,60	2,67
REMBRANDT PARTNERS L.P.	21,24	4,71
RESONANCE FUND LIMITED	13,32	4,64
RMF ABSOLUTE RETURN STRATEGIES I	16,92	3,95
RMF ABSOLUTE RETURN STRATEGIES II	18,00	4,16
RMF EQUITY HEDGED STRATEGIES	8,64	3,33
RMF EUROSTARS	15,12	4,78
RMF EVENT DRIVEN STRATEGIES	26,64	3,81
RMF FOUR SEASONS STRATEGIES	16,92	3,22
RMF GLOBAL HEDGE FUND	12,60	3,19
RMF GLOBAL MACRO STRATEGIES I	26,28	5,54
RMF MANAGED FUTURES STRATEGIES	21,60	14,58
RMF MARKET NEUTRAL STRATEGIES	8,64	2,56
RMF RECOVERY STRATEGIES	34,20	5,02
RMF RELATIVE VALUE STRATEGIES	9,72	1,94
RMF TOP FIVE EUR STRATEGIES	31,68	6,48
RMF TOP TWENTY	16,56	4,47
ROBECO-SAGE CAPITAL, L.P.	21,60	2,98
ROBECO-SAGE CAPITAL, LTD.	19,08	2,98
ROEBLING CAPITAL INVESTMENT LTD.	18,72	3,39
ROEBLING FUND L.P.	21,96	3,15
SAIF SCHRODER ALTERNATIVE FUND - DIVERSIFIED (EUR)	13,32	3,08
SAIF SCHRODER ALTERNATIVE FUND - DIVERSIFIED (GBP)	19,44	2,60
SAIF SCHRODER ALTERNATIVE FUND - DIVERSIFIED (USD)	12,96	2,91
SAIF SCHRODER ALTERNATIVE FUND - GLOBAL LONG/SHORT (GBP)	17,28	3,95
SAIF SCHRODER ALTERNATIVE FUND - GLOBAL LONG/SHORT (USD)	11,16	3,67
SAIL FLAGSHIP FUND	24,12	2,91
SAM CENTURION FUND	9,00	3,43
SAM COMPOSITE CHF	2,52	3,29
SAM COMPOSITE EUR	12,24	3,33
SAM COMPOSITE USD	11,88	3,43
SAM DISCOVERY FUND	29,88	7,38
SAM EUROPEAN GROWTH INC. (CHF)	9,36	5,51
SAM EUROPEAN GROWTH INC. (USD)	9,72	5,51
SAM EUROPEAN VALUE FUND (EUR)	19,80	4,54
SAM GENERAL ARBITRAGE FUND (EUR)	10,44	3,50
SAM GENERAL ARBITRAGE FUND (USD)	10,80	3,39
SAM GLOBAL STRATEGY FUND (EUR)	9,36	3,71
SAM GLOBAL STRATEGY FUND (USD)	9,00	3,78
SAM GUARDIAN FUND	9,36	4,82
SAM MULTI FIXED-INCOME INC.	12,24	2,15
SAM SAMURAI FUND	26,64	7,24
SAM STRATEGIC CREDIT FUND (EUR)	18,00	3,53
SAM VOLATILITY DRIVEN FUND	1,44	3,78
SANDALWOOD DEBT FUND A, L.P.	27,72	2,53
SANDALWOOD DEBT FUND B, L.P.	25,92	2,11
SANDALWOOD LONG/SHORT FUND, L.P.	16,56	3,91
SANTA BARBARA HOLDINGS LTD. (CLASS A)	40,32	5,79
SANTA BARBARA MARKET NEUTRAL FUND (BAHAMAS), LEVERED	25,20	8,56
SANTA BARBARA MARKET NEUTRAL FUND, LP LEVERED	25,20	8,59
SANTA BARBARA MARKET NEUTRAL INSTITUTIONAL FUND LP	25,20	8,59

HFR FONDI DI FONDI - (3 ANNI) 31/5/02 - 31/5/05		
NOME DEL FONDO	RENDIMENTO CUMULATIVO 3 ANNI	DEVIAZIONE STANDARD ANNUALIZZ.
SANTA MARIA MASTER FUND	10,08	3,46
SCANDIUM FUND LIMITED	26,28	4,85
SECTOR FUND LTD.	7,56	3,26
SELECT CASH ENHANCEMENT L.P.	15,84	1,28
SELECTED STRATEGIES EUR	8,28	3,64
SELECTED STRATEGIES LTD.	18,72	4,99
SELECTED STRATEGIES USD	8,28	3,98
SELECTINVEST ARBITRAGE/RELATIVE VALUE LP	18,72	3,33
SELECTINVEST ARBITRAGE/RELATIVE VALUE LTD.	19,08	3,22
SELECTINVEST GLOBAL EQUITIES L/S LP	9,36	3,98
SHARPE 4 PARTNERS	21,60	2,56
SIGMA FUND - MAN INVESTMENT PRODUCTS	29,88	6,86
SILVER CREEK LONG/SHORT PARTNERS, L.P.	21,96	2,49
SILVER CREEK LOW VOL STRATEGIES, L.P.	28,08	2,29
SIM HEDGED STRATEGIES TRUST	20,88	2,22
SOLAR MULTI STYLE CLASS A SHARES FUND	24,84	4,36
SONATA MULTI-MANAGER FUND LP, SERIES A	9,72	6,34
SPI HEDGE, L.P.	18,36	7,62
SPI INTERNATIONAL, L.P.	52,20	14,48
STAFFORD FUND, LTD.	10,44	5,13
STAFFORD GLOBAL EQUITY FUND LTD.	19,08	4,85
STELLAR PARTNERS L.P.	29,52	4,75
STILLWATER MARKET NEUTRAL FUND ABSOLUTE RETURN L.P.	10,44	2,84
STILLWATER MARKET NEUTRAL FUND ABSOLUTE RETURN LTD.	9,00	3,39
STILLWATER MARKET NEUTRAL FUND ADVANTAGE-20 L.P.	3,24	5,37
STILLWATER MARKET NEUTRAL FUND ADVANTAGE-20 L.P. II	3,60	5,23
STILLWATER MARKET NEUTRAL FUND ADVANTAGE-20 LTD.	14,04	5,37
STRIDER FUND LIMITED (USD)	11,16	3,71
SUMMIT PRIVATE INVESTMENTS, L.P.	30,60	5,72
SUMNIGHT MONEY MASTERS FUND II, L.P.	-0,72	9,18
SUMNIGHT MONEY MASTERS FUND, L.P. (CLASS A)	-3,24	4,92
SUSSEX TRADING FUND LTD. (CLASS A)	39,60	5,40
TAG RELATIVE VALUE CLIENT FUND, L.P.	21,96	2,39
TAG RELATIVE VALUE FUND, L.P.	18,36	2,25
TAHOMA INTERNATIONAL, LTD.	16,20	2,84
TAPESTRY FUND, L.P.	17,28	2,74
TAPESTRY OVERSEAS FUND, LTD.	15,84	2,67
TEOREMA ALTERNATIVE STRATEGIES FUND LIMITED CLASS A SHARES	10,08	2,15
TERRAPIN FUND OF FUNDS, L.P.	28,44	5,33
THAMES RIVER SENTINEL FUND	10,08	2,32
THAMES RIVER WARRIOR FUND	14,40	4,12
THE BROYHILL ALL-WEATHER FUND, L.P.	7,20	3,22
THE DEFENDERS FUND, L.P.	15,48	2,70
TORREY ASIA FUND, L.P.	30,60	7,14
TORREY BIOTECH & HEALTH SCIENCES FUND, L.P.	7,56	9,21
TORREY DEVELOPMENT FUND L.P.	12,24	4,85
TORREY DEVELOPMENT OFFSHORE FUND LTD.	10,44	4,78
TORREY EMERGING MARKETS FUND, L.P.	40,68	6,86
TORREY EUROPE FUND, L.P.	11,88	5,51
TORREY INTERNATIONAL FUND, L.P.	20,52	5,20
TORREY INTERNATIONAL OFFSHORE FUND, LTD.	19,44	5,82
TORREY RESOURCE & VALUE FUND, L.P.	18,00	6,65
TRADING CAPITAL HOLDINGS	15,84	5,33

NOME DEL FONDO	HFR FONDI DI FONDI - (3 ANNI) 31/5/02 - 31/5/05	
	RENDIMENTO CUMULATIVO 3 ANNI	DEVIAZIONE STANDARD ANNUALIZZ.
TREFLIE ABSOLUTE LP	22,68	3,64
TREFLIE ABSOLUTE, LTD.	19,80	3,64
TREFLIE PARTNERS L.P.	6,48	7,14
TS MULTI-STRATEGY FUND, L.P.	57,60	4,12
UNICORN INVESTMENT SICAV	15,84	3,08
UPSTREAM CAPITAL FUND I, L.P.	22,32	3,05
VALORINVEST MARKETNEUTRAL	8,64	11,67
VISION ASIA MAXIMUS FUND	36,36	4,19
VISION ELITE FUND	19,08	4,82
VOYAGER PARTNERS, L.P.	20,16	4,95
VOYAGER SPECIALISTS, L.P.	19,80	5,85
WALBERT FUND OF FUNDS I	26,28	6,96
WELLS FARGO MULTI-STRATEGY 100 HEDGE FUND, LLC	7,56	4,23
WELLS FARGO MULTI-STRATEGY 50 HEDGE FUND, LLC	7,92	3,26
WIMBLEDON DEARBORN NOTE	2,52	4,23
WIMBLEDON FUND, LTD. (CLASS A)	4,32	3,05
WIMBLEDON FUND, LTD. (CLASS B)	10,80	5,51
WIMBLEDON FUND, LTD. (CLASS C)	27,00	5,20
WIMBLEDON FUND, LTD. (CLASS M)	18,00	5,20
WIMBLEDON MULTI-STRATEGY FUND	8,64	3,15
WIMBLEDON SAND SPRING CLASS L FUND, L.P.	18,36	3,26
XIPHIAS INTERNATIONAL CLASS A (EURO)	19,08	4,12
XIPHIAS INVESTISSEMENT SA	18,72	3,85
YANKEE MULTI-MANAGER FUND L.P.	12,96	3,05
YANKEE MULTI-MANAGER FUND, LTD.	12,96	3,05
MEAN	18,25	3

FONTE: ELABORAZIONE FORSYTH PARTNERS SU DATI HFR