

EPPUR NON SONO COSÌ SPECULATIVI

Caratteristiche, opportunità e rischi degli investimenti cosiddetti alternativi. La libertà e il talento del gestore. La figura del selezionatore e i fondi di fondi hedge

Fondi speculativi, rischiosi, roulette russa: dei fondi hedge è stato detto di tutto e di più. Mitizzati, sulla scia di risultati straordinari e di operazioni su scala tale da avere un impatto su intere economie (ad esempio quelle che portarono alla svalutazione della sterlina, nel 1992); ma anche demonizzati, a seguito di clamorosi incidenti (fra tutti, l'implosione, nel 1998, del famoso fondo LTCM,

che richiese un deciso intervento da parte della Fed), i fondi hedge sono ormai entrati nella età della maturità. Nonostante la relativa diffusione, il grado di conoscenza delle loro caratteristiche e peculiarità è tuttavia rimasto, presso i non addetti ai lavori, piuttosto basso. Anche perché un tratto comune a molti dei gestori hedge è proprio la scarsa propensione a rivelare i metodi utilizzati, oltre che la com-

posizione del portafoglio.

Gestione alternativa significa, in sintesi, totale libertà nella scelta dei titoli in cui investire e totale libertà nella impostazione di operazioni sui titoli. Operazioni allo scoperto, utilizzo della leva finanziaria sono i principali esempi di come può essere condotta una gestione alternativa. Ma le possibilità sono virtualmente senza limite. Tutto dipende dall'inventiva del gestore: il quale, potendosi muovere su più dimensioni rispetto alla gestione tradizionale, è libero di mettere a frutto senza vincoli il proprio talento.

Tutto dipende dalle sue capacità, con gli onori ma anche gli oneri che ne conseguono. Di certo non potrà consolarsi del proprio deludente risultato guardando il cattivo andamento di un benchmark o della media delle performance dei suoi concorrenti, nè prendere ad alibi vincoli operativi o normativi. Massima libertà per il gestore può a prima vista apparire come equivalente a massimo rischio: come

Hedge, sempre meno sconosciuti

■ Performance superiori

Studi indipendenti dimostrano che l'allocazione in fondi hedge tipicamente riduce la volatilità 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 fund possono offrire rendimenti corretti per il rischio superiori rispetto ai tradizionali fondi azionari e obbligazionari singolarmente considerati.

■ Una cultura di apertura nei confronti degli investitori

Generalmente parlando, il settore degli hedge fund è andato evolvendosi in un universo che può interessare una gamma

diversificata di investitori. Inizialmente gli hedge fund erano noti per la loro volatilità, la gestione del rischio inadeguata e la segretezza. Anche se vi sono alcune eccezioni, gli odierni hedge fund offrono stili d'investimento, profili di rischio e pratiche di trasparenza delle informazioni che sono sempre più attraenti per una maggior parte degli investitori.

■ Le attuali preoccupazioni non inficiano le potenzialità dell'investimento

Il successo degli hedge fund ha fatto sorgere preoccupazioni. Alcuni operatori del settore ritengono che, nella corsa per entrare negli hedge fund, gli investitori possano trascurare di

effettuare verifiche adeguate. I commentatori si chiedono inoltre se i limiti di capacità connessi a determinati stili di fondi hedge possono causare un'erosione dei rendimenti. Questi timori sono giustificati, anche se è ragionevole pensare che vi saranno sempre opportunità d'investimento interessanti per gli hedge fund attentamente selezionati e ben gestiti.

■ Più opportunità e più scelta

La crescita dell'universo degli hedge fund ha fatto aumentare la scelta delle opportunità d'investimento. Vi sono ora molti più gestori di hedge fund di talento che operano in un ampio ventaglio di stili.

(Man investments)

si concilia tutto questo con la necessità di protezione dell'investitore? Anzitutto, come vedremo, massima libertà può significare, almeno per alcuni stili di gestione, la possibilità di mettere in atto operazioni che, al contrario, tendono in realtà a ridurre i rischi di un portafoglio. In secondo luogo mancanza di vincoli non significa mancanza di controlli: le Autorità di Controllo di molti Paesi (in Italia la Banca d'Italia) sottopongono alla loro Vigilanza gli organismi preposti alla gestione dei fondi hedge. Infine la normativa che regola i fondi hedge nei Paesi più attenti alla protezione dell'investitore, senza negare la massima libertà di gestione, tende a limitarne l'accesso, mediante elevate soglie minime di investimento, con un'approccio forse un po' rozzo ma probabilmente efficace. Chi ha elevate disponibilità ha probabilmente maggiori possibilità di valutare (o far valutare) il rischio di un investimento (e perdere dei soldi gli pesa probabilmente meno...).

Uno strumento, dunque, non per tutti gli investitori; ma, anche, non per tutti i gestori. Se, infatti, la gestione tradizionale non richiede grande inventiva per essere condotta in maniera professionale, nella gestione alternativa il talento del gestore, la sua originalità, la sua genialità (caratteristiche che sono merce rara) fanno la differenza. Entra così in gioco il mestiere di selezionatore di fondi: di chi cioè, con processi analitici di vario genere, cerca nel grande universo dei fondi hedge i migliori gestori e li segue e controlla costantemente per creare il fondo di fondi hedge, lo strumento che applica il concetto di diversificazione su più gestori e su più stili di gestione allo scopo di ridurre il rischio.

Si giunge, così, a ridimensionare drasticamente la reputazione di strumenti rischiosi e poco trasparenti che ha circondato per molti anni i fondi hedge, portandoli ad essere, sempre di più, strumenti di investimento adatti ad un ampio spettro di investitori. ■

Ufficio Studi Banque Syz & Co



rdlea@libero.it

Nel 1985 Apple valeva 2 dollari, adesso ne vale 40. Non è il solo caso. Titoli che hanno moltiplicato per dieci o più volte il loro valore ce ne sono molti. Ma per guadagnare è sufficiente uno solo

BASTA AZZECCARE UN TEN-BAGGER

Sui metodi di trading è stato detto tutto e il contrario di tutto. Stimati guru internazionali hanno spacciato - e spacciano - per buone delle popolari ricette destinate al fallimento. Qui vi diciamo come stanno davvero le cose.

■ di Renato Di Lorenzo

Riguardo ai Trading System, la conclusione che ho desiderato suggerire con gli articoli pubblicati sui due numeri precedenti di *Investire*, è la seguente:

■ IL TERRENO DI ELEZIONE PER FAR FUNZIONARE UN TRADING SYSTEM È L'INTRADAY, MA...

■ GLI UNICI TRADING SYSTEM CHE FUNZIONANO SONO QUELLI CHE PASSANO DIRETTAMENTE GLI ORDINI SUL MERCATO. SE INTERVENITE VOI A INTERPRETARE I LORO SEGNALI AVETE PRIMA DECISO CHE IL VOSTRO TRADING SYSTEM È

BUONO SULLA BASE DELLA SERIE STATISTICA DEI PROFITTI E DELLE PERDITE REALIZZATE IN SIMULAZIONE, POI MODIFICATE VOI CON IL VOSTRO INTERVENTO QUELLA STESSA SERIE STATISTICA.

■ CI SONO POCHE SPERANZE DI POTER USARE UN QUALUNQUE TRADING SYSTEM CON CADENZA DAILY, A MENO DI AVERE UN CAPITALE SUFFICIENTE A FARVI SOPPORTARE DEI DRAWDAWON ABBASTANZA SEVERI.

Vorrei ora saltare dall'altra parte della barricata, per così dire, e mettere in chiaro il credo di chi invece usa l'analisi fondamentale. Anche se non lo sa (e allora sarebbe bene che lo sapesse), costui è alla ricerca del mitico ten-bagger, il titolo che decuplica.

Ci sono esempi di ten-baggers? Direi che ce ne sono anche troppi.

La mitica **Apple** (AAPL) nel 1985 valeva sui 2 dollari,

adesso ne vale sui 40, quindi è un twenty-bagger. Cosa significa questo in termini di rendimento composto annuo? Lo calcolate mediante la formula:

$$r = (FV/PV)^{1/n} - 1$$

dove r è il rendimento composto annuo, FV è il valore finale (nel nostro caso 40), PV è il valore iniziale (nel nostro caso 2) e n è il numero di anni (nel nostro caso 20). Il risultato è: $r=16\%$ l'anno per 20 anni. Storcete il naso? Quanto hanno reso i vostri Fondi negli ultimi 20 anni?

Perché ho citato questo caso classico? Perché quando valeva 2 dollari AAPL aveva una liquidità per azione di gran lunga superiore, il che era una situazione senza senso, perché la liquidità dell'azienda è per definizione liquidità degli azionisti.

Ma ci sono moltissimi altri casi. Uno dei più esaltanti è **Hansen** (ticker HANS), un fabbricante di soft drinks che 6 anni fa valeva poco più di 4 dollari (PV) e che ora quota poco meno di 100 dollari (FV). Fa un ritorno compo-

sto annuo del 71%. Conosco tutte le vostre obiezioni (e forse anche qualcuna di più). La principale è: come lo trovo il ten-bagger? Scimmiettando Gerry Scotti: ve lo dico dopo, cioè nei prossimi numeri. Però voglio chiarire subito la proprietà principe del ten-bagger: ne basta uno solo. Supponete infatti di comperare 5 titoli che non si muovano dalla loro quotazione iniziale e che uno solo sia il ten-bagger. Come gestore siete un cane, perché avete imbroggiato un titolo su cinque. Però, come vedete dalla tabella, il vostro portafoglio ha guadagnato il 180%. Se il vostro obiettivo fosse quello di avere un rendimento del 25% l'anno, sarebbe sufficiente che il ten-bagger dimostri di essere tale in 5 anni: HANS ha fatto molto meglio. E avrete avuto il vostro 25% annuo anche se come gestore siete una schiappa.

PER VOI I FOGLI DI LAVORO
Dimenticavo: a chi me li richiederà, i fogli di lavoro che ho usato verranno inviati gratuitamente via e-mail, così potrete fare un po' di analisi what-if. ■

Quattro chiodi e un ten-bagger: +180%

	VALORE INIZIALE	VALORE FINALE
	1	1
	1	1
	1	1
	1	1
	1	10
TOTALE	5	14
GUADAGNO		180%

Ecco dimostrato con i numeri che basta un solo titolo su cinque capace di decuplicare il suo valore per ottenerem anche se gli altri quattro restano invariati, un forte guadagno. In questo specifico caso il 180%

COME SI FA IL TRADING CON I BOND

Comprare e vendere in continuazione obbligazioni a basso rating o a lunga durata per sfruttare le oscillazioni dei prezzi. Le regole base per chi è disposto a rischiare per guadagnare di più

■ di Angelo Drusiani

Se vi dicono che si rischia il capitale solo investendo in azioni, non credeteci: Argentina, Cirio e Parmalat le ricordano tutti. Se vi dicono che con i titoli di Stato non si può perdere, non credeteci: i prezzi di mercati di un'emissione trentennale possono oscillare, nell'arco degli anni, di 50 o 60 punti, a seconda della cedola che li caratterizza. Se vi dicono che investire in obbligazioni è semplicissimo, non credeteci, o, meglio, credeteci solo se vi dicono che, da quando hanno soldi, acquistano esclusivamente Bot annuali. Perché la verità è ormai nota a tutti: se non si assumono rischi, non si ottengono rendimenti. E qui il mondo degli investitori si spacca tra chi sceglie il non rischio, appunto l'acquisto dei Bot, e chi, viceversa, per il rischio vive e prova, ogni volta, ad assaggiarne gli effetti. In questo caso, due sono le opzioni: l'investimento o in obbligazioni a basso o bassissimo grado d'affidabilità (rating), oppure in strumenti con durata assai lunga. I prezzi dei titoli a basso rating sono sensibili al cattivo andamento dell'economia, che può prefigurare

gestioni improduttive e portatrici di ulteriori cali del rating stesso. Le quotazioni dei titoli a lunga durata risentono invece delle attese sul futuro dei tassi. E' questa caratteristica che attira maggiormente l'interesse degli investitori trader, di coloro che, all'opposto dei cassettisti, amano movimentare continuamente il portafoglio titoli, non solo per attribuirgli un dinamismo particolare, quanto per sfruttare le oscillazioni dei prezzi di mercato, al fine di incrementarne la redditività.

L'EFFETTOTASSI SUI TITOLI LUNGHI

Lo strumento ad hoc, per chi ama operare in qualità di trader, è il titolo pubblico con durata decennale, ma anche quindicennale, trentennale o cinquantennale. Perché queste emissioni? Perché i loro prezzi sono particolarmente sensibili alle variazioni che si attendono sul futuro dei tassi d'interesse. Più lontana è la scadenza, e maggiore è la cosiddetta volatilità che, in effetti, esprime bene il concetto di movimento, perché i prezzi possono volare verso l'alto, ma anche verso il basso. Dipende dalle situazioni! Il punto di riferimento: l'evoluzione dei tassi d'interesse. Che dipendono da che cosa? Dall'andamento economico, dal tasso di disoccupazione, dalla crescita del costo della vita, dall'utilizzo della capacità produttiva, dalla fiducia dei consumatori sul futuro, dalla loro propensione ai consumi. Con cadenza quotidiana, le fonti statistiche dei vari Paesi industrializzati elargiscono dati ai mercati: relativi alle indicazioni riportate sopra, ma anche ad altre indicazioni ancora, quali la richiesta di permessi di costruzione di immobili, la compravendita di immobili e di auto, e tanti altri ancora che, indirettamente, esprimono la qualità e la quantità dell'incremento del prodotto lordo di ogni singolo Paese. Se i segnali che provengono dalle rilevazioni sono univoci, è possibile individuare una direzione dell'economia: in crescita, stazionaria o in rallentamento. Ma, come accade spesso nella pratica, questi segnali sono spesso contraddittori. E proprio qui sta in agguato l'investitore

trader. Perché all'apparire di questi indicatori, in realtà qualche minuto prima che vengano comunicati, i mercati reagiscono, con oscillazioni anche ampie dei prezzi dei titoli con durata lunga. Anche degli altri, in verità, ma con movimenti molto più modesti, a volte impercettibili. Se aumenta il numero degli occupati, è probabile che salgano i consumi e, con loro, l'inflazione: attenzione! Le banche centrali potrebbero alzare i tassi, e i prezzi dei titoli scenderebbero rapidamente. Il prodotto lordo scende inaspettatamente: attenzione! Le banche centrali potrebbero ridurre i tassi, per stimolare l'economia, e i prezzi dei titoli salirebbero con buona velocità. Potrà apparire strano, ma non lo è, all'atto pratico, perché indicazioni contrastanti sono all'ordine del giorno e sono tali da provocare forti oscillazioni nei prezzi di mercato degli strumenti a lunga durata. Alle due e mezza del pomeriggio, ora nostra, si concentra un numero elevato di indicazioni, ma anche alle quattro del pomeriggio o alle sei non mancano comunicazioni importanti. Nei minuti che precedono e che seguono i dati, i prezzi possono subire forti oscillazioni, soprattutto se i valori espressi sono molto lontani dalle valutazioni che gli uffici studi delle grandi case d'affari esprimono.

QUANTO POSSONO OSCILLARE I PREZZI

Ma qual è il concetto di oscillazioni dei prezzi? Molto semplice: limitandoci alla scadenza decennale, per ogni punto di variazione attesa dei tassi, i prezzi cambiano di circa sei punti, ma arrivano a 17, se la scadenza è cinquantennale. La vita del risparmiatore trader è scandita da un orologio che non ha pause, anche se non lo si ricaricasse, perché ai dati di fonte tedesca seguono quelli francesi, poi quelli inglesi, poi, soprattutto, quelli statunitensi. Sono questi indicatori, ancora oggi, a caratterizzare le attese sul futuro dei tassi di mercato. Il mercato è globalizzato, e, anche se le economie crescono a velocità diverse, le prospettive sui tassi americani, len-

tamente influiranno anche su quelle europee, nonostante, in questa fase, l'economia di molti dei dodici Paesi d'area euro sia pressoché inchiodata e non evidenzii segnali di ripresa. Sono, in definitiva, le rilevazioni che provengono d'oltre Atlantico a determinare, per gran parte, il percorso dei prezzi dei titoli di Stato. La capacità del risparmiatore trader sta nel cogliere ed interpretare questi segnali, comprando i titoli, a fronte di cadute rovinose, e rivendendoli, quando salgono, dopo le cadute stesse. Non si creda che chi opera in qualità di investitore trader intaschi solo guadagni, dalle compravendite che effettua. La strategia perfetta sarebbe quella di abbandonare il campo, dopo una serie di operazioni chiuse in utile, per evitare di sopportare, in una sola volta, una perdita eccessiva, tale da azzerare i guadagni precedenti. Ma, spesso, chi opera in qualità di risparmiatore trader fatica a lasciare il campo ad altri. Anche quando la rinuncia sarebbe vincente. ■

Anche coi futures

Agli investitori cosiddetti trader calza bene anche l'attività sui prodotti derivati, i cosiddetti futures, i cui scambi hanno per oggetto principalmente un paniere di titoli pubblici decennali, ma anche quinquennali. Le oscillazioni dei loro prezzi sono repentine, nei due sensi, ma la vera caratteristica determinante è che si tratta di strumenti che possono essere venduti allo scoperto, senza essere presenti in portafoglio. Situazione, questa, che è assai utile quando si prospettano mercati cedenti.