



**Olivier
Neau**
EDMOND
DE ROTHSCHILD

DIRETTORE GENERALE
MULTI MANAGEMENT

LA VISIONE DI EDMOND DE ROTHSCHILD. LA CRISI DEI CREDITI CHE NEL 2007 HA PESATO SULLE BORSE E SUGLI STESSI FONDI HEDGE DIVENTA UN'OPPORTUNITÀ DA COGLIERE CON GLI STRUMENTI GIUSTI

LE STRATEGIE PER INVESTIRE CON GLI HEDGE NEL 2008

I fondi hedge finiscono sempre sotto accusa quando scoppiano le crisi dei mercati finanziari. Ma ingiustamente. Ne sono convinti alla Edmond De Rothschild Multi Management, che ha cercato di argomentarne le ragioni nella sua Funds of funds overview 2008, in pratica le sue previsioni a un anno per il settore. Innanzitutto, fanno osservare gli esperti di EdR, i rendimenti dei fondi hedge si dimostrano effettivamente decorrelati dall'andamento dei mercati finanziari nel medio-lungo termine in quanto dimostrano la capacità di adattarsi a scenari sia di rialzo di Borsa che di ribasso prolungato. Questo non vuole certo escludere che nel breve periodo gli hedge fund non siano soggetti a brusche correzioni del valore delle quote in concomitanza di forti crisi di Borsa.

LE FASI PIÙ CRITICHE DEGLI ULTIMI ANNI

Accadde nel maggio del 2004, per esempio, in occasione del rialzo dei Tassi dei Fed Funds da parte della Federal Reserve e del conseguente smobilizzo delle posizioni di carry trade e del flight to quality e della conseguente liquidazione degli asset rischiosi. E nell'aprile 2005, quando la General Motors rischiò il fallimento mettendo in crisi il settore del credito e, di riflesso, determinando un aumento dell'avversione al rischio e il calo dei mercati finanziari. Quindi nell'ottobre 2005, quando si manifestò un brusco rialzo dell'inflazione con un

forte incremento degli spread dei tassi di interesse e con i mercati azionari in caduta libera. Poi, ancora, nel maggio 2006, quando nuovamente la combinazione delle tensioni inflattive, dell'aumento della volatilità e dell'incremento del premio al rischio, fecero inabissare gli indici di Borsa. Per ultima la crisi estiva dei mercati a seguito dei mutui subprime Usa che tuttora rende volatili e instabili i mercati.

L'AGOSTO NERO DEI GESTORI

Sottolinea Olivier Neau, direttore generale di Edmond de Rothschild Multi Management: «Lo scorso agosto è stato un mese davvero negativo per gli hedge funds (-2,26% in base all'indice investibile HFRX Equal Weighted Strategies). La crisi del credito causata dai mutui subprime americani è stata un ostacolo di proporzioni enormi per il mercato. I gestori equity long short hanno particolarmente sofferto a causa della vendita indiscriminata che ha colpito le loro posizioni long. La conseguente crisi di liquidità è stata un ostacolo ancora più importante per le strategie arbitrage, che hanno bisogno di mercati che funzionano in modo efficiente per operare. Inoltre, a causa degli enormi afflussi di sottoscrizioni e una volatilità tra le più basse della storia, i fondi con strategia equity market neutral, che si affidano ai modelli quantitativi, sono stati gestiti mantenendo una leva molto alta nelle proprie posizioni che quindi

“ In momenti di forte avversione al rischio e di poca liquidità e alta volatilità i fondi hedge possono essere per brevi periodi correlati ai mercati. Quasi subito, però, i gestori si adattano alle nuove condizioni e recuperano ”

hanno dovuto essere smontate velocemente nel momento peggiore». «In momenti di forte avversione al rischio e di poca liquidità e alta volatilità», tiene a precisare Neau, «i fondi hedge possono essere, per brevi periodi correlati ai mercati. Quasi subito, però, i gestori si adattano alle nuove condizioni e recuperano. Le caratteristiche di diversificazione proprie degli hedge funds andrebbero valutate quindi nel medio e lungo periodo, e non nel breve periodo, in caso di crisi di mercato. Comunque le performance dei fondi hedge sono state in prevalenza positive nel 2007, e questo nonostante gli indici dei mercati azio-

nari siano praticamente invariati e quelli delle obbligazioni cresciuti tra i due e i tre punti percentuali”

MA LA COLPA NON È DEGLI HEDGE

In ogni caso si può dimostrare che gli hedge fund in ciascuna di queste crisi non sono mai stati la causa principale e che nemmeno hanno mai contribuito ad accelerare la crisi stessa. Anzi, i fondi hedge non solo non sono stati i primi a vendere indiscriminatamente, ma sono spesso stati i primi a comperare e quindi a dare liquidità ai mercati che avrebbero rischiato cadute più rovinose in assenza di compratori.

Ora gli hedge si comprano e si vendono online



Michele Pacciana
MAN INVESTMENTS
RESPONSABILE ITALIA

L'industria italiana degli hedge fund è ancora relativamente giovane se confrontata con le più consolidate hedge industry mondiali. Tuttavia, in pochi anni, ha saputo conquistarsi un ruolo importante nel panorama nazionale e, soprattutto, continua a muoversi in controtendenza rispetto ai fondi comuni tradizionali.

RACCOLTA POSITIVA

Infatti, contrariamente a quanto sta accadendo ai fondi tradizionali (che nei soli primi 11 mesi del 2007 hanno visto deflussi netti per 47 miliardi di euro), i fondi hedge italiani registrano flussi di raccolta netta positiva che, abbinati alle buone performance (nei primi 10 mesi del 2007 il rendimento annuale si attestava a +6,97% in base all'indice MH FdF Indice Generale elaborato da MondoHedge in collaborazione con Mps Alternative Investments Sgr), ha

portato la messa gestita a fine ottobre a 32,7 miliardi di euro euro (i dati sono lordi, comprensivi delle sottoscrizioni in fondi della stessa casa di gestione, ndr). Per l'investitore italiano aumenta anche la gamma dei prodotti a disposizione che, infatti, ha toccato quota 255; di questi, 207 sono fondi di fondi, 12 fondi di fondi misti, 16 prodotti single manager e 20 prodotti opportunistici immobiliari. In questo contesto, assume particolare interesse una novità assoluta per il mercato italiano presentata da Man Investments, tra i maggiori provider di hedge fund al mondo.

LA PIATTAFORMA MAN INVESTMENTS

Si tratta di uno strumento di negoziazione basato su Internet che riduce notevolmente il tempo necessario per acquistare e vendere investimenti in fondi hedge. La piattaforma onli-

Edmond de Rothschild, dal canto suo, può vantare di aver evitato molti degli incidenti di percorso in questo difficile 2007. Le ragioni sono da ricercarsi in un approccio fondato esclusivamente sull'analisi fondamentale, sulla rinuncia a strategie di portafoglio eccessivamente complesse e al ricorso a gestori che avessero reazioni inferiori a quelle ottenibili con strategie di tipo market neutral con leva. Inoltre la società ha ritenuto di adottare una moderata esposizione al mercato del credito. Un livello che si è attestato a quote inferiori a quelle degli ultimi due anni e che, volutamente, ha escluso esposizioni dirette in strategie derivative complesse (come per

“ Grosse occasioni sia per i gestori long short credit che per quelli distressed ”

esempio Abs e Mbs) o strutture a leva finanziaria. Ma c'è di più. I responsabili dei portafogli di fondi di hedge di EdR hanno preferito adottare posizioni short (vendita allo scoperto per puntare sul ribasso del mercato sottostante) nel segmento delle emissioni legate ai mutui subprime, e questo grazie all'investimento a inizio anno nel fondo specializzato in questa strategia Paulson Credit Opportunities II. Altro fattore che ha contribuito positivamente alla performance dei prodotti EdR è stata la decisione di limitare al massimo l'esposizione (tra quella diretta e indiretta non è mai stato superato il 5%) nel segmento statistical arbitrage. Inoltre l'espo-

ne, denominata MI Trade, consente contrattazioni giornaliere anziché sottostare ai limiti mensili o trimestrali. Grazie a questo strumento, gli investimenti in fondi hedge attraverso determinati prodotti di Man Investments possono avvenire con tempistiche simili a quelle della negoziazione di azioni e obbligazioni.

FLESSIBILITÀ DI NEGOZIAZIONE

Unitamente alla velocità delle transazioni, MI Trade apporta una maggiore flessibilità nella negoziazione di fondi hedge, consentendo agli investitori di intervenire sulle strategie di investimento con un breve preavviso. Fino ad oggi questa flessibilità è stata estremamente limitata nell'ambito dei fondi hedge, a fronte di una disponibilità circoscritta e di condizioni rigide. Con MI Trade, i consulenti finanziari che operano per conto dei propri clienti possono utilizzare Internet

per acquistare e vendere una gamma di prodotti Man Investments senza ritardi. Questo strumento consente di gestire i conti dei clienti in modo attivo, dando accesso ai prodotti di investimento in fondi hedge e ai relativi prezzi.

I prodotti di investimento disponibili attraverso MI Trade riguardano un'ampia gamma di fund manager nell'ambito del gruppo Man, tra cui materie prime, mercati emergenti, future gestiti, salute, settore immobiliare e fondi basati su tematiche ambientali.

COMPENSAZIONI

Il programma utilizzerà i principali sistemi di compensazione delle operazioni finanziarie disponibili in molti paesi. In base ai piani, lo sviluppo si estenderà ulteriormente in termini di ampiezza e capacità. In attesa di vedere come reagiranno gli altri protagonisti nazionali ed esteri, Investire ha rivolto alcune doman-

de a Michele Pacciana, responsabile per l'Italia di Man Investments per conoscere nei dettagli questa nuova iniziativa e, soprattutto, come utilizzarla al meglio.

ALLA PIATTAFORMA ONLINE ACCEDE IL PRIVATO INVESTITORE O DEVE PASSARE DAL SUO PROMOTORE CHE GLI HA VENDUTO GLI HEDGE?

«Possono accedere a MI Trade anche i clienti privati attraverso la loro banca a patto che questa abbia in essere un conto diretto nei Sistemi di compensazione (Euroclear/Clearstream/SI). Gli intermediari possono visualizzare le informazioni (prodotti e prezzi) sul sito Web, ma tutti gli investimenti devono essere eseguiti tramite i Sistemi di compensazione. E' sempre la banca, inoltre, che, in qualità di sostituto di imposta, si fa carico di far conoscere al cliente gli impatti

fiscali dell'investimento che poi provvederà a mettere in pratica in caso di plus (o minus) valenza».

LE CONTRATTAZIONI SONO GIORNALIERE: COME AVVENGONO?

«Il prezzo viene aggiornato tutte le mattine, orario delle Bahamas. Il punto di partenza è l'ultimo Nav mensile disponibile (per esempio al 30-11-2007, NAV= 130,0 euro). In caso di compravendita sulla piattaforma si fa riferimento all'ultima stima del Nav disponibile (per esempio, stima NAV= 132,0 euro). Ne deriverà che chi acquista sulla piattaforma pagherà 132,0 euro mentre chi venderà incasserà 132 meno il 2% (la commissione di intermediazione della piattaforma) mentre chi opera uno switch da questo fondo incassa 132,0 euro meno uno per cento (commissione ridotta per agevolare gli scambi). In questo modo si migliora la liquidità dei fondi a un prezzo conte-

Da sapere

■ High water mark

Letteralmente "segno dell'acqua alta": indica il valore del fondo che deve essere raggiunto per tornare ad applicare le commissioni di performance. L'incentivo non è applicato qualora il valore della quota del fondo, pur se superiore a quello del mese precedente, non superi il valore della quota di un qualsiasi dei mesi precedenti.

■ NAV

Acronimo di Net Asset value. E' il metodo di calcolo che permette di ottenere il valore delle quote di un fondo comune, di un fondo hedge o di una singola azione di una società quotata, dividendo il valore patrimoniale di bilancio per il numero complessivo delle quote o delle azioni in circolazione.

■ Spread Differenziale

Viene considerato in molti casi in finanza tra i quali spread denaro lettera (differenza tra prezzo di acquisto e di vendita di un titolo), e spread di rendimento (differenziale di rendimento offerto tra un titolo obbligazionario, per esempio un corporate bond, e un altro di riferimento, di solito il titolo governativo della stessa valuta e scadenza).

sizione cosiddette equity sensitive (long short e event driven) sono state ridotte gradualmente nel corso dell'anno e da agosto sono state neutralizzate per ridurre l'esposizione netta.

LE STRATEGIE GIUSTE PER QUEST'ANNO

Quali potrebbero essere le strategie hedge più promettenti per il 2008? Risponde il direttore generale Olivier Neau: «La crisi del credito porta delle opportunità. Pensiamo che la crisi potrebbe portare grosse occasioni sia ai gestori long short credit che a quelli distressed. Siamo positivi anche sulle strategie convertible, volatility arbitrage e global macro: queste tre stra-

tegie dovrebbero beneficiare della volatilità più alta nel 2008». Tra le strategie meno attraenti Neau indica invece la statistical arbitrage e le strategie long short equity, che hanno un'esposizione netta lunga sul mercato.

Infine, a chi si chiedesse come mai EdR, con la sua lunga expertise accumulata, non avesse ancora pensato di lanciare un fondo di fondi hedge in Italia, un mercato che si sta dimostrando sempre più interessato agli investimenti alternativi, Neau risponde: «Pensiamo di essere pronti ora a lanciare il nostro fondo di fondi hedge in Italia perché il mercato è maturo e gli investitori stanno diventando più sofisticati». ■

Ora gli hedge si comprano e si vendono online

nuto (tra l'uno e il due per cento) e si garantisce che il nuovo sottoscrittore acquisti al prezzo corrente di mercato».

CHE TIPOLOGIA DI PRODOTTI DI MAN INVESTMENT SONO DISPONIBILI SULLA PIATTAFORMA? E CHE TIPO DI ESIGENZE POSSONO SODDISFARE?

«Attualmente ci sono 64 prodotti sulla piattaforma, una combinazione di fondi aperti retail e istituzionali. Il loro numero aumenterà nel tempo. Sulla piattaforma di negoziazione il prezzo è il NAV stimato quotidianamente e può esserci uno spread fino al 2% sul prezzo di offerta. La performance dei prodotti si misura attraverso il valore patrimoniale netto (NAV) del prodotto. Le performance di tutti i nostri prodotti disponibili al pubblico sono elencate sul nostro sito Web. I fondi hedge rappresentano un ottimo strumen-

to di diversificazione del portafoglio dato che le strategie operano su mercati molto diversi, utilizzano un ampio spettro di strumenti finanziari e possono trarre beneficio sia da mercati al rialzo che al ribasso. Se aggiungiamo i fondi hedge a un portafoglio tradizionale miglioriamo il profilo di rischio/rendimento. I fondi hedge dovrebbero essere decisamente considerati come un investimento a lungo termine, dato che nel breve è possibile che si verifichino perdite dovute (ad esempio) a inversioni di tendenza».

QUALI SONO LE COMMISSIONI DI GESTIONE SUGLI HEDGE FUNDS DELLA MAN?

«Le commissioni di gestione dipendono molto dal tipo di prodotto e dalla tipologia di investitori a cui si rivolge. In via generale possiamo comunque dire che se un prodotto non ottiene una

performance positiva, l'investitore non paga le commissioni di performance che sono legate alla clausola cosiddetta high water mark. Non ci sono né spese di ingresso né spese di uscita.»

QUALI SONO, OLTRE ALLA MAGGIORE LIQUIDITÀ DEGLI SCAMBI, I VANTAGGI OFFERTI DA QUESTA PIATTAFORMA?

«Uno degli altri vantaggi della piattaforma è quello di permettere di accedere a fondi chiusi, il cui accesso è bloccato. Per esempio il nostro RMF commodities, nel momento in cui ha raggiunto i 2 miliardi di euro di patrimonio, è stato chiuso a nuove sottoscrizioni. Tramite la piattaforma, chi lo ha in portafoglio lo può vendere prima del mese, e chi lo volesse acquistare può tentare di farlo comprando quote sulla piattaforma». ■