

# LA CRISI NON HA PIEGATO I FONDI DI FONDI HEDGE

## Focus

■ Come si sono comportati i fondi di fondi hedge, in termini di performance, durante la bufera finanziaria 2008?

■ Una ricerca di Hedge Invest, società di gestione indipendente, mette in luce che nel primo anno di crisi (agosto 2007 - agosto 2008) i fondi di fondi hedge hanno ottenuto mediamente un risultato negativo (-3,62%) ma molto migliore rispetto all'andamento del mercato azionario (-15,5%).

■ Nei mesi di settembre e ottobre 2008, i più brutti per i mercati finanziari mondiali, i fondi di fondi hedge - rileva lo studio di Hedge Invest - hanno limitato le perdite al 10,9% contro performance negative di oltre il -20% per tutti gli investimenti rischiosi.

■ Nelle pagine che seguono i lettori trovano andamenti e confronti tra i vari mercati e una visione sulle principali strategie hedge.

In uno studio della società di gestione indipendente Hedge Invest l'impatto della tempesta scatenata dai mutui subprime sugli strumenti alternativi più diffusi tra gli investitori italiani. L'andamento delle singole strategie, i principali rischi e le prospettive per il 2009



■ a cura di **Alessandra Manuli** e **Stefano Bestetti** (Hedge Invest)

**Alessandra Manuli**  
HEDGE INVEST SGR  
AMMINISTRATORE DELEGATO

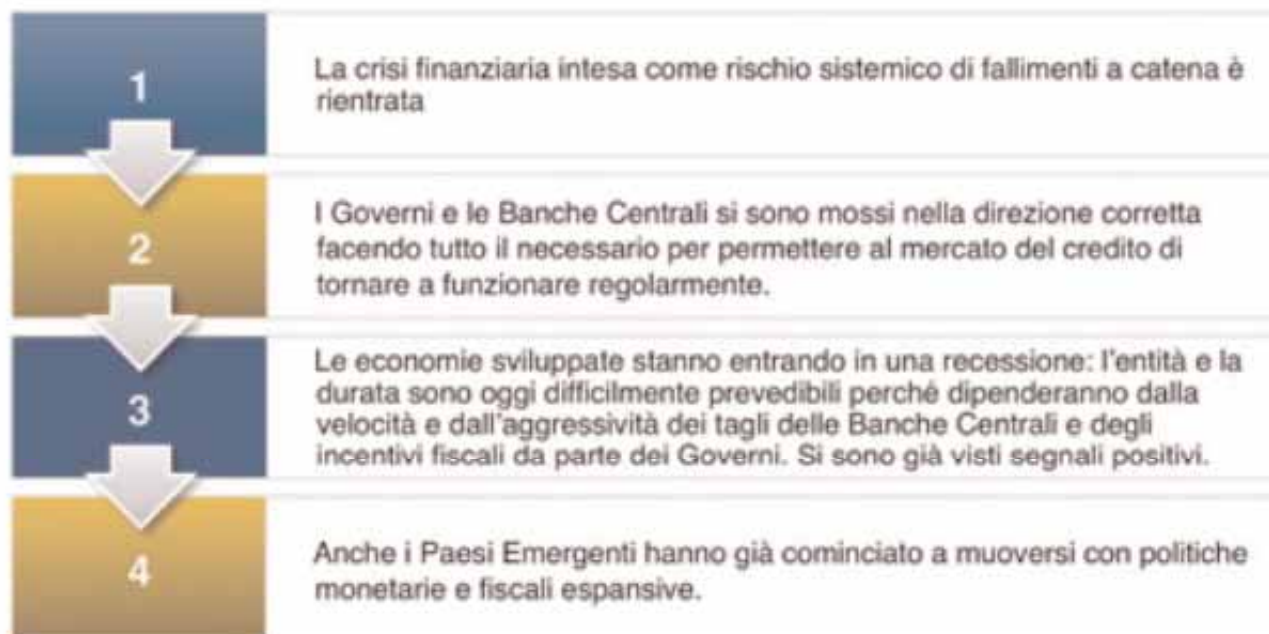
In Italia l'industria degli hedge fund è essenzialmente costituita (per il 95%) da fondi di fondi ovvero portafogli diversificati su differenti prodotti hedge operativi in più strategie e più mercati. L'industria presenta un ottimo connubio regolamentazione/flessibilità operativa: i fondi di fondi pur in presenza di una vigilanza ferrea da parte della Banca d'Italia e degli altri regulator e soggiacendo alle forme tipiche di protezione per gli investitori (separazione patrimoniale tra società di gestione e fondo, presenza di una banca depositaria, revisione dei bilanci, ecc) possono gestire dinamicamente il proprio portafoglio selezionando manager in tutto il mondo.



**Stefano Bestetti**  
HEDGE INVEST SGR  
CONSIGLIERE  
DI AMMINISTRAZIONE

Il mercato nel nostro Paese, partito a metà del 2001, è relativamente giovane rispetto all'esperienza pluriennale dei mercati anglosassoni (abituati agli hedge dagli anni Cinquanta), ma è già stato sottoposto alla

## Recessione, governi e banche centrali non ci stanno



La crisi finanziaria si trasforma in crisi economica e governi e banche centrali ne contrastano gli effetti.

### Tutte le mosse monetarie e fiscali

■ **Taglio di 100 bps dei tassi sui Fed Funds da parte della Fed. Da inizio anno tassi portati da 4,25% a 0,25%, per un totale di 400 bps di tagli.**

■ **Taglio di 250 bps del tasso di riferimento in UK da parte della Bank of England al 2%, livello minimo dagli anni 50 e taglio dei tassi della Bce di ulteriori 125 bps per portare il tasso di riferimento al 2,50%.**

■ **Tagli dei tassi da parte di altri Paesi sviluppati (come l'Australia, da 7,25% a 5,25%) e dei principali Paesi emergenti, in particolare Cina (tassi dal 7,47% al 5,58%) e Corea (dal 5,25% al 3%).**

■ **Elevato ammontare di liquidità immessa nel sistema da parte delle principali Banche Centrali mondiali.**

■ **Estensione delle garanzie ai debiti bancari e piani di ricapitalizzazione del sistema bancario da parte dei principali Paesi europei.**

■ **Approvazione di un piano di stimoli fiscali per 586 mld \$ da parte della Cina, a supporto delle infrastrutture e del welfare.**

■ **Concessione di linee di credito straordinarie da parte del Fondo Monetario Internazionale a supporto delle economie maggiormente danneggiate dalla crisi finanziaria (Islanda, Ucraina, Ungheria).**

### Scenario macroeconomico attuale

SEGNALI DI RECESSIONE NEI PRINCIPALI PAESI SVILUPPATI: DAGLI ULTIMI DATI SULLA CRESCITA DEL GDP

- **US: -0,1% nel terzo trimestre 2008**
- **Germania: già due trimestri di crescita negativa: -0,4% e -0,5% rispettivamente nel secondo e nel terzo trimestre del 2008**
- **UK: -0,5% nel terzo trimestre 2008**
- **Giappone: già due trimestri di crescita negativa: -0,9% e -0,1% rispettivamente nel secondo e terzo trimestre del 2008**

VELOCE RIDUZIONE DELL'INFLAZIONE NEI PRINCIPALI PAESI SVILUPPATI E EMERGENTI, CONTESTUALMENTE AL CROLLO DEI PREZZI DELLE MATERIE PRIME E ALLA CONTRAZIONE DEI CONSUMI A LIVELLO GLOBALE

- **US: CPI -1% in ottobre, e PPI -2,8% in ottobre**
- **Germania: -0,3% in ottobre**
- **UK: -0,2% in ottobre**
- **Giappone: -0,1% in settembre (ultimo dato disponibile)**

### Scenario macroeconomico atteso

■ Ci attendiamo una recessione nei principali Paesi Sviluppati e un forte rallentamento delle principali economie emergenti unito ad un'inflazione in forte rallentamento che per i prossimi mesi potrebbe perfino far pensare ad uno scenario di deflazione.

■ L'effetto delle numerose iniezioni di circolante da parte delle principali Banche Centrali è stato un forte aumento della liquidità nel sistema (v. grafico), oltre all'accumulazione di riserve del sistema bancario presso la Fed superiori al minimo richiesto dalla Fed stessa (363 mld \$ in eccesso rispetto a 2 mld \$ in agosto 2008).

■ Nella seconda metà del 2009 l'aumento della liquidità del sistema generato dagli interventi di politica monetaria espansiva da parte delle Banche Centrali mondiali stimolerà la reflation nei principali Paesi mondiali, previa ritorno della normale operatività da parte delle banche commerciali.

### Effetti della crisi di liquidità sui mercati finanziari

LA RECENTE CRISI FINANZIARIA HA CREATO ENORMI OPPORTUNITÀ DI INVESTIMENTO PER GLI OPERATORI DI MERCATO SUTUTTE LE ATTIVITÀ FINANZIARIE:

- azioni
- obbligazioni governative
- obbligazioni societarie
- obbligazioni convertibili

MA con selettività, con strategie NON direzionali sui rispettivi mercati.

Crediamo che gli hedge fund saranno gli operatori che potranno trarne maggior vantaggio.

### Mercato azionario: P/E ai livelli dei primi anni Novanta



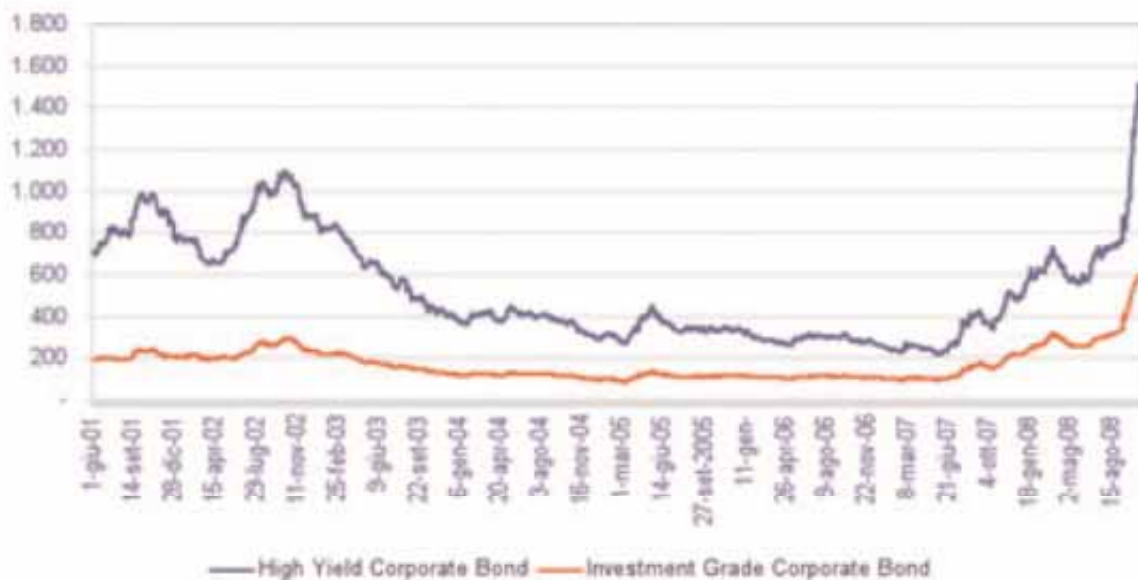
Il rapporto prezzo/utile (P/E) atteso a 12 mesi in Europa è ai livelli degli inizi degli anni Novanta, pari cioè a circa 8. Il mercato sta indicando una riduzione media degli utili delle società tra il 40 e il 50%.

## Opportunità sui mercati obbligazionari: spread 2-10 anni



I tagli dei tassi e le immissioni di liquidità nel sistema, unitamente alle previsioni di calo dell'inflazione, hanno generato un divario tra i tassi a 2 e 10 anni vicino ai massimi della precedente recessione.

## Obbligazioni corporate: spread ai massimi storici



Negli Usa lo spread (l'extrarendimento sulle obbligazioni governative) dei corporate bond high yield era al 17 novembre 2008 a quota 1.538 punti base rispetto al massimo storico precedente (ottobre 2002) di 1.036 punti base.

### Cosa sta prezzando il mercato dell'M&A

Società target	Società acquirente	Premio (valore offerto dalla società acquirente vs prezzo attuale del mercato)
Merrill Lynch & Co.	Bank of America Corp	13,61%
Hbos Plc	Lloyds Tsb Group Plc	25,99%
Imperial Energy Corp Plc	Oil & Natural Gas Corp	46,57%

Le più recenti ed importanti operazioni di fusioni e acquisizioni (M&A) non esprimono valori in linea con i termini concordati tra acquirente e venditore. A dimostrazione che le attuali quotazioni di Borsa non sono allineate al valore intrinseco delle società.

### I rischi per i fondi hedge

RISCHIO	PUNTI SALIENTI
Deleveraging	I gestori stanno facendo cassa da inizio 2008. Il fenomeno è in diminuzione nel comparto hedge.
Uscita masse	Le previsioni sono per circa un 20% di masse in uscita per fine anno, ricordo che secondo le stime del IMF la percentuale di cash attualmente presente nei portafogli dei fondi hedge è il 23%. Dal settore stanno uscendo l'hot money e gli investitori meno esperti. Nel mondo anglosassone gli investitori stanno iniziando ad aumentare nuovamente la loro allocazione: in particolare "the University Superannuation Scheme" (secondo fondo pensione per dimensione in UK) potrebbe portare l'allocazione in fondi hedge fino al 30% dal precedente 20% deliberato, proprio per approfittare delle ulteriori opportunità che si sono create dopo le recenti perdite.
Divieto short selling su alcuni titoli	Divieto tolto in Usa e presto rivisto in Europa. I fatti dimostrano che tale divieto ha solo tolto liquidità al mercato rendendolo ancora più fragile.
Assenza di liquidità	Elemento fondamentale per strategie arbitraggio. Outlook negativo nel brevissimo termine con pressioni ancora di vendita nelle prossime 4 settimane. Stabilizzazione e ripresa del mark to market con prezzi vicino ai valori fondamentali per il 2009.

prova di due crisi finanziarie importanti: quella del 2002 e quella che stiamo vivendo in questi giorni.

Per comprendere il profilo rendimento/rischio dei fondi di fondi hedge italiani è utile analizzarne la performance nei diversi momenti di mercato per capirne potenzialità e lati deboli.

#### PDF ITALIANI: I RENDIMENTI STORICI

Usando il MH FdF Indice generale come benchmark rappresentativo del settore dei prodotti multimanager hedge italiani è possibile studiarne il comportamento da gennaio 2002, appena qualche mese dopo il lancio dei primi fondi domestici, a ottobre 2008, ultimo dato disponibile.

Come si nota dal grafico di pagina 083 (in alto), nel periodo gennaio 2002 - luglio 2007, i FdF Hedge hanno ottenuto un rendimento superiore alle principali asset class (+31,6% al netto di fee e fiscalità) pur in presenza di un mercato complesso. Come si ricorderà infatti nel 2002 i mercati azionari registrarono un'importante debacle (-25,2% dell'Msci World in LC) mentre i FdF Hedge riuscirono a regger l'urto (+1,47% per il MH FdF Indice Generale) e a partecipare, seppure in modo più contenuto, ai suc-

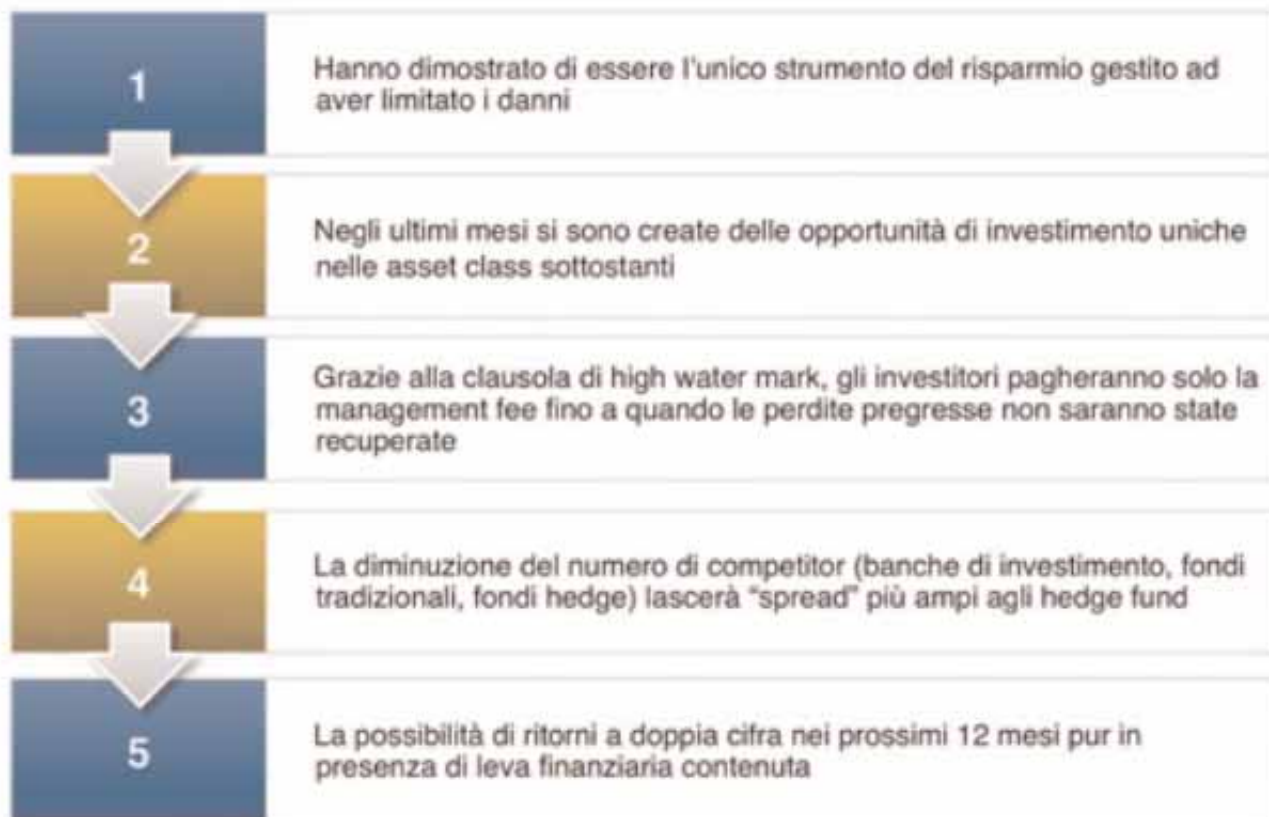
## Visione sulle principali strategie - 1

Long/short equity	Positivo	<ul style="list-style-type: none"><li>• Opportunità per la parte lunga e corta del portafoglio: per la parte lunga privilegiamo gestori che selezionano società a larga capitalizzazione con bilanci solidi (no leva) e business indipendente dal ciclo economico (healthcare, utilities, ecc.). Per la parte corta del portafoglio società a ridotta capitalizzazione, indebitate e con business ciclici.</li></ul>
Event driven	Positivo	<ul style="list-style-type: none"><li>• Nel breve dopo l'assorbimento dell'attuale instabilità finanziaria, i gestori potranno approfittare di elevati spread nel settore M&amp;A causati dall'incertezza circa la chiusura delle operazioni a causa della minore liquidità sul mercato e inoltre molte società per sopravvivere dovranno ricorrere ad alleanze.</li></ul>

## Visione sulle principali strategie - 2

Macro	Positivo	<ul style="list-style-type: none"><li>• Taglio dei tassi da parte delle Banche Centrali (anche Paesi Emergenti);</li><li>• Curve sempre più inclinate.</li><li>• Forti oscillazioni valutarie che rispecchiano gli interventi di politica monetaria e fiscale messe in piedi dai vari governi.</li></ul>
Credit Long/short	Positivo	<ul style="list-style-type: none"><li>• Il mercato prezza in modo non selettivo il rischio credito (spread che hanno già raggiunto i massimi storici pur in presenza di tassi di default contenuti).</li></ul>
Convertible arbitrage	Positivo	<ul style="list-style-type: none"><li>• Volatilità ai massimi non prezzata nella componente opzionaria delle convertibili;</li><li>• Credit spread non valutati correttamente;</li><li>• Emissioni che andranno ad aumentare.</li><li>• Pochi operatori rimasti sul mercato</li></ul>

### Perché continuare a investire in hedge fund



cessivi rialzi registrati dai mercati. Gli investitori hanno dunque protetto i loro patrimoni nella prima fase di questo periodo – evitando di accumulare importanti perdite - e successivamente hanno partecipato parzialmente alla crescita del mercato, ottenendo complessivamente un risultato particolarmente positivo.

#### **FDF: I RENDIMENTI DEL PRIMO ANNO DI CRISI**

Da agosto 2007 a agosto 2008 (vedere grafico a pagina 083 in basso), ovvero nella prima parte della crisi che sta tutt'ora caratterizzando i mercati, i FdF hedge hanno ottenuto un rendimento negativo (-3,62%), ma decisamente più contenuto rispetto a quanto fatto osservare dal mercato azionario (-15,5% per l'Msci World) e da quello dei corporate bond ad alto rendimento (-7,24% per high yield). In questa prima fase di crisi gli investitori hanno ottenuto rendimenti posi-

tivi esclusivamente dal settore delle commodity (+6,56%) e da quello dei corporate bond investment grade (+2,95).

#### **L'IMPATTO DELLO TSUNAMI DI SETTEMBRE**

I fondi hedge sono riusciti a proteggere i portafogli nella prima fase di crisi dato che (vedere grafico a pagina 084 in alto):

- hanno diminuito gradualmente l'esposizione al mercato (Il Global Financial Stability Report di ottobre 2008 del FMI riporta che gli hedge fund hanno incrementato le posizioni cash dei loro portafogli in media dal 14% di un anno fa al 22% di fine ottobre.)
- hanno capito con anticipo le conseguenze del credit crunch in atto non solo sul settore finanziario, ma su tutta l'economia reale;
- in parte hanno beneficiato dell'au-

**“ I FdF hedge hanno ottenuto un rendimento negativo (-3,62%) ma decisamente più contenuto rispetto al mercato azionario (-15,5%) ”**

**“ I FdF hedge  
...hanno ridotto  
la leva  
finanziaria  
in anticipo  
rispetto  
ad altri  
intermediari  
finanziari ”**

mento di volatilità (soprattutto i fondi di tipo Macro e i Cta);

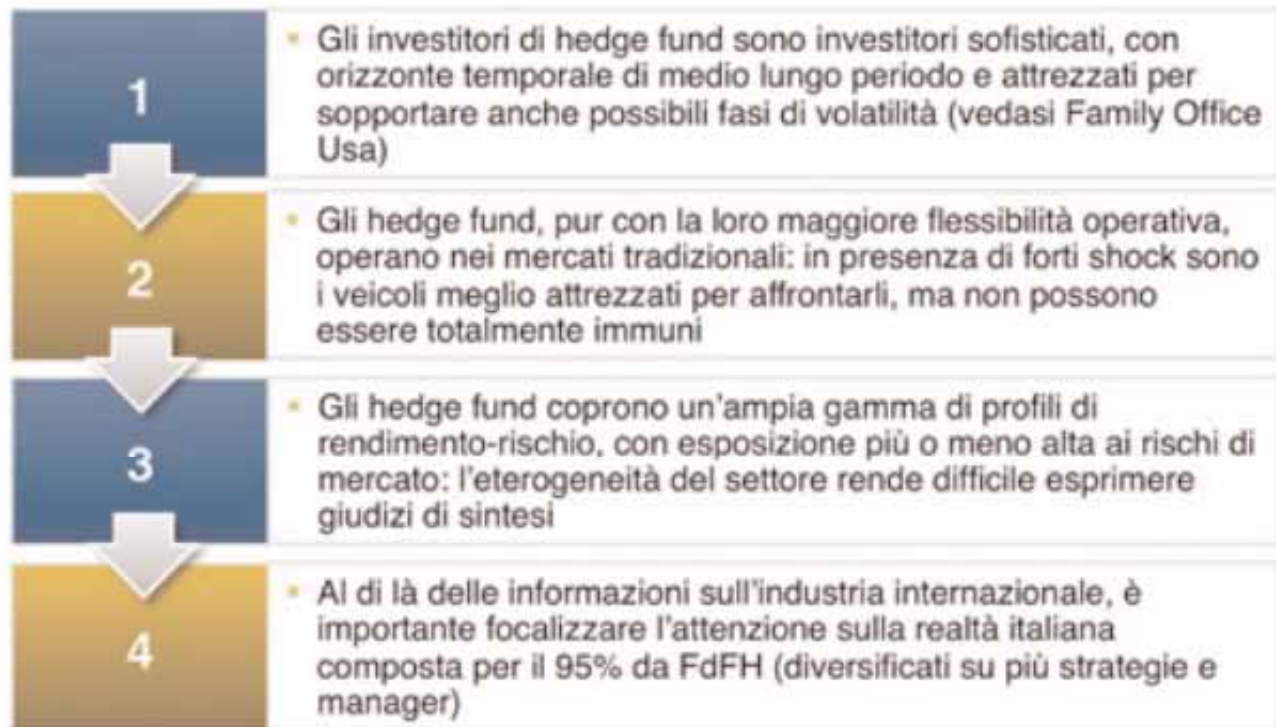
- hanno ridotto la leva finanziaria in anticipo rispetto ad altri intermediari finanziari (Il FMI sempre nel Global Financial Stability Report di ottobre 2008 riporta che la leva media degli hedge fund è calata da 1,7 volte il patrimonio (2007) a circa 1,4 volte il patrimonio (2008), mentre la Financial Stability Review di giugno 2008 della Bce riporta che già ad aprile 2008 l'indebitamento medio degli hedge fund, pari a 1,4 volte il patrimonio, era ai suoi minimi storici).

Solo quei fondi lunghi (cioè rialzisti) settore commodity e corti (ribassisti) settore finanziario hanno sofferto particolarmente in questa fase di mercato (soprattutto nel gennaio del 2008) data l'instabilità di questo trend nel prima parte del 2008.

Nel mese di settembre e ottobre 2008 i fondi hedge hanno affrontato i due più brutti mesi dei mercati finanziari dal '29 limitando le perdite al 10,9% contro performance negative superiori al 20% praticamente in tutti i comparti delle asset class rischiose.

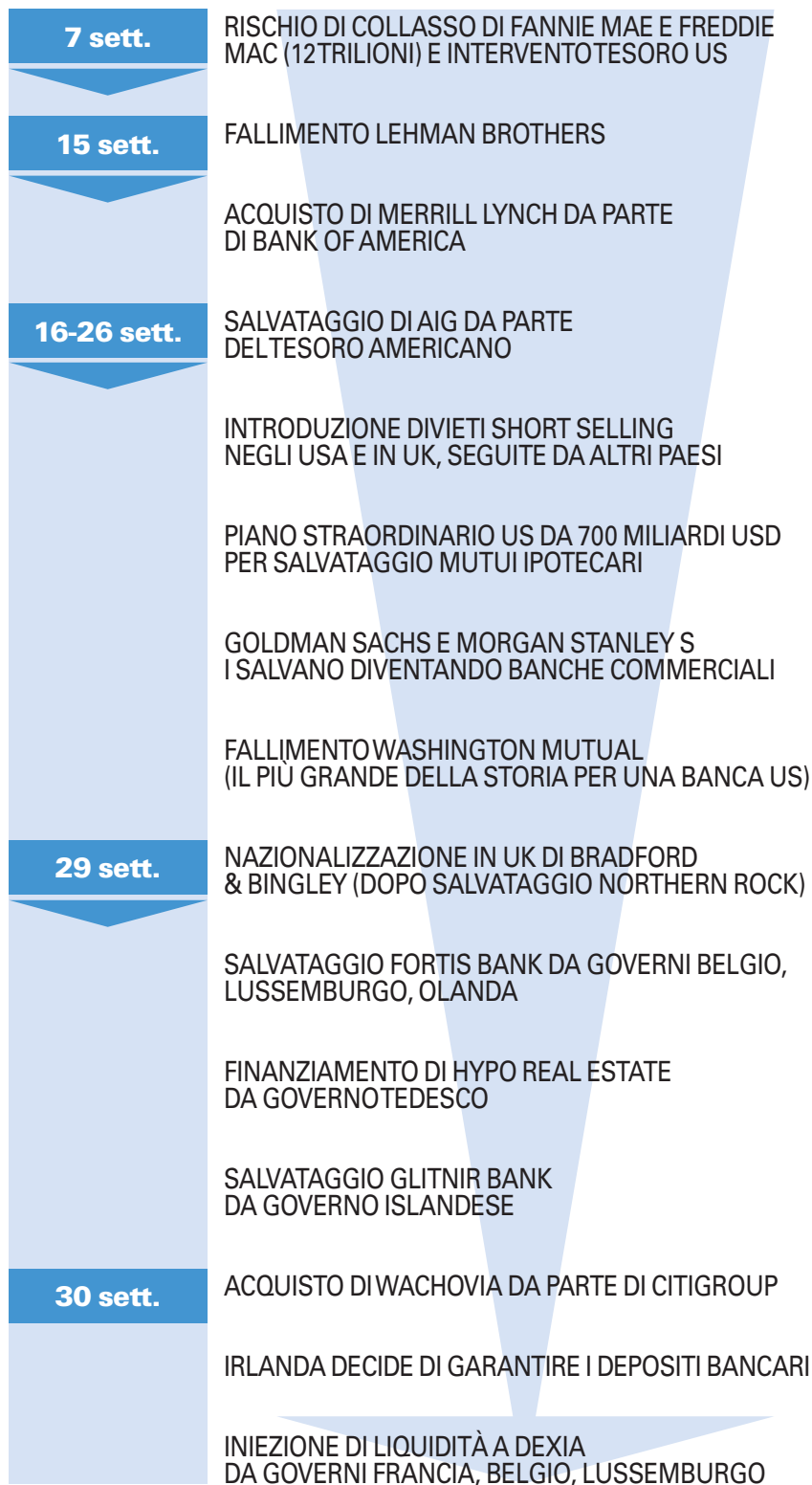
I fenomeni osservati sul mercato (vedi la tabella sotto riportata) nel mese di settembre sono stati tanti e tali da impedire una piena flessibilità nella gestione dei portafogli hedge: per la prima volta i mercati hanno affrontato l'eventualità di un rischio sistemico ovvero di una serie di fallimenti a catena dei principali strumenti quotati. La situazione è stata poi esasperata dalla riduzione di liquidità nei mercati diversi da quello azionario (particolarmente penalizzato dalla vendita dei grandi investitori isti-

## Una premessa fondamentale in tema di rendimenti degli HF

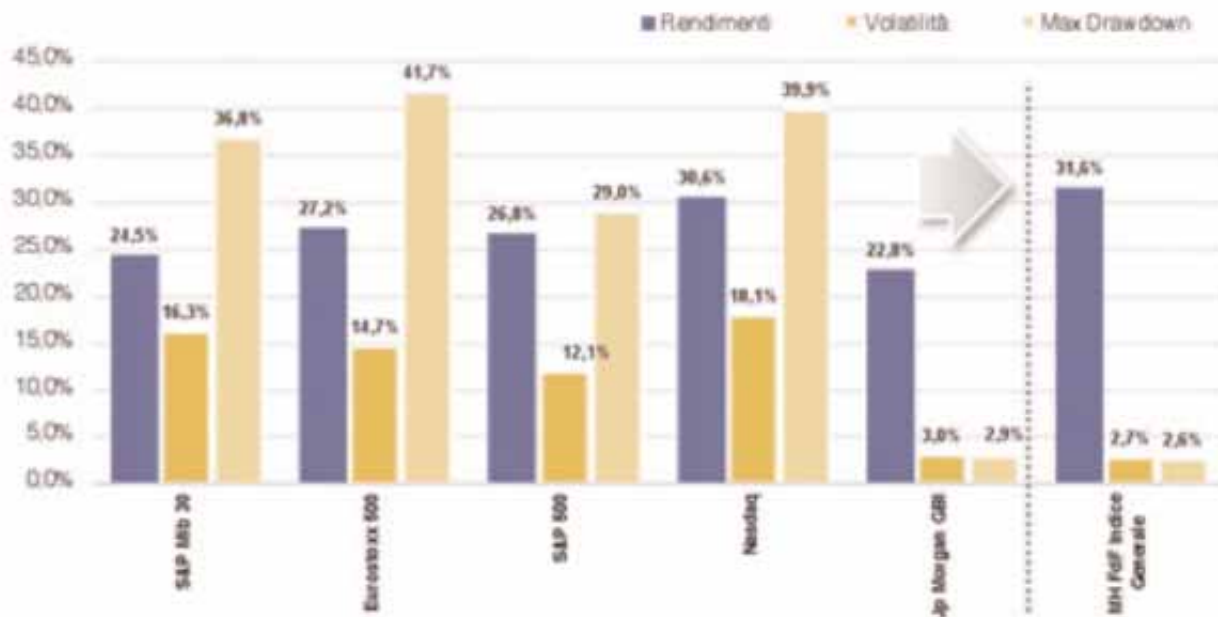


**“ La cronologia di tutti i principali avvenimenti accaduti nel mese di settembre 2008, che sarà ricordato come il mese della più grave crisi finanziaria dal 1929, inizio della Grande Depressione americana degli anni Trenta ”**

### Lo tsunami di settembre 2008

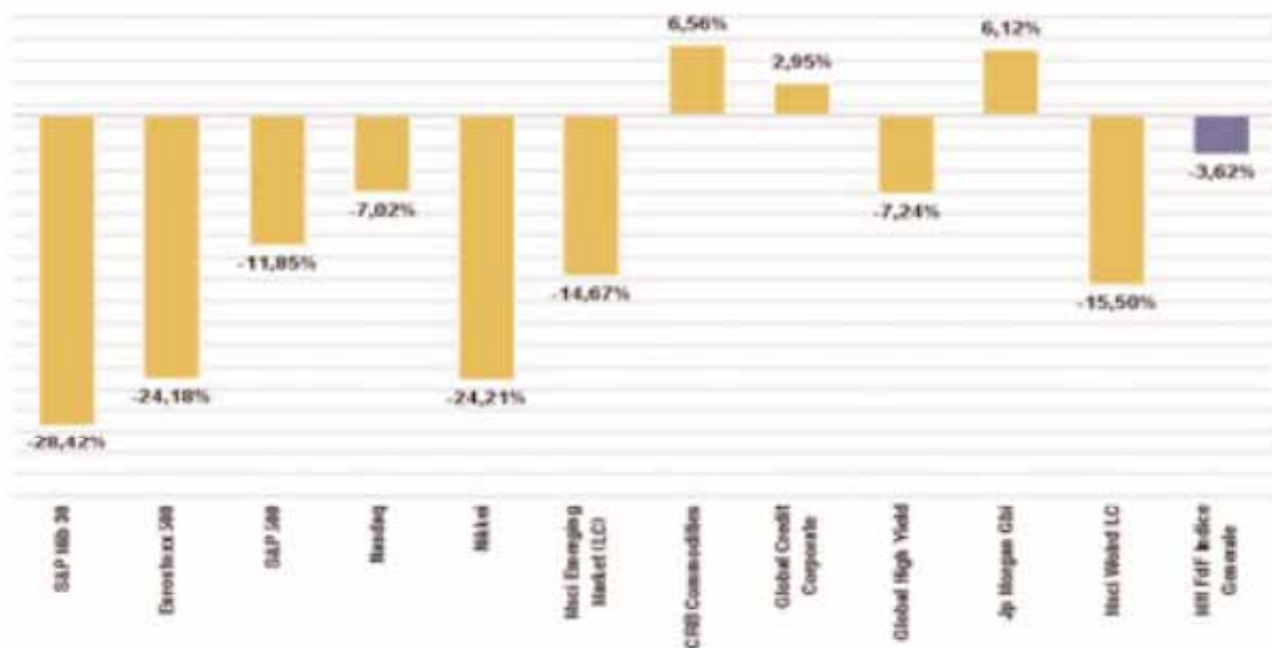


## FdF Hedge italiani: i rendimenti dalla partenza degli indici MH fino alla crisi subprime



I rendimenti dei FdF Hedge italiani dalla partenza degli indici MH fino all'avvio della crisi subprime (gennaio 2002 - luglio 2007). I dati del benchmark, ad eccezione del MH FdF Indice Generale, sono al lordo di fiscalità e fee.

## I rendimenti dei FdFH italiani nei primi 12 mesi di crisi (Agosto 2007- Agosto 2008)

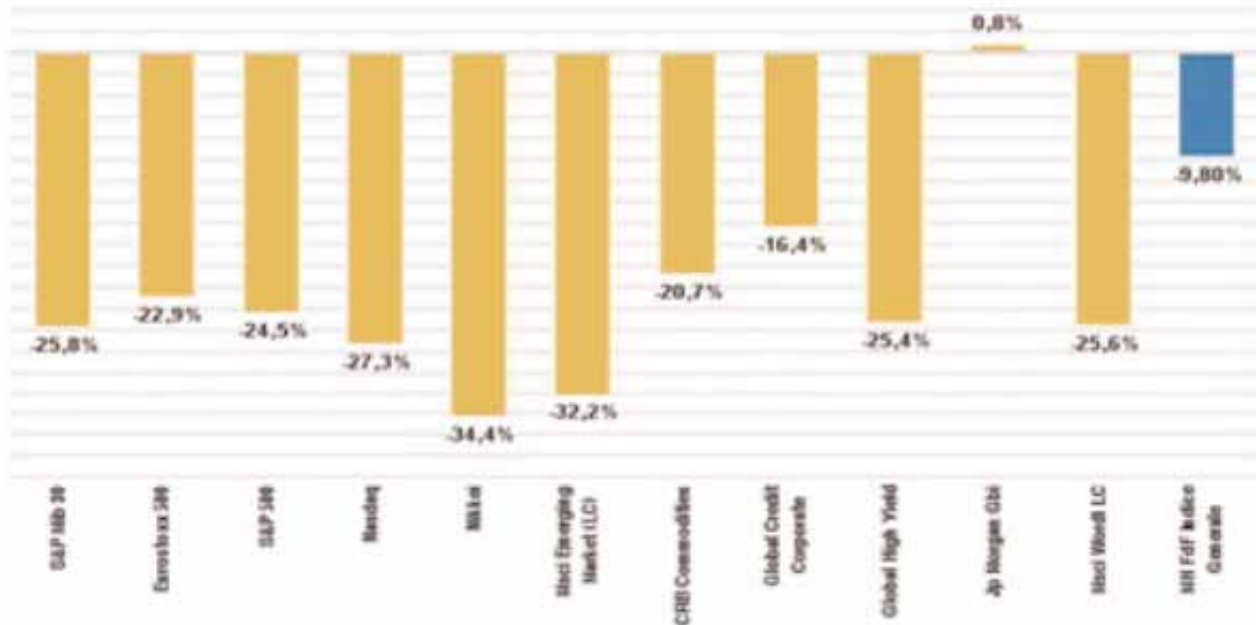


I rendimenti dei FdFH italiani nei primi 12 mesi di crisi (Agosto 2007- Agosto 2008). I dati del benchmark, ad eccezione del MH FdF Indice Generale, sono al lordo di fiscalità e fee.

# INVESTIMENTI ALTERNATIVI

## ANALISI DEL MERCATO ITALIA

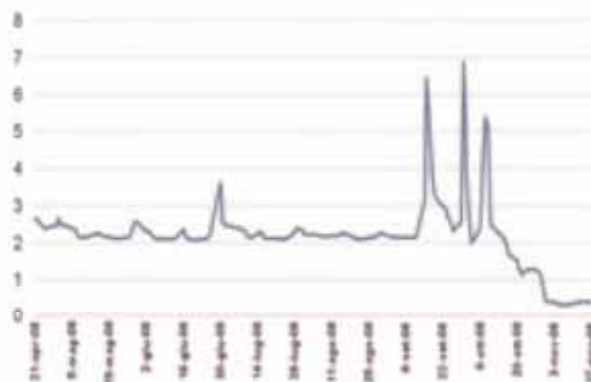
### L'impatto dello tsunami di settembre sulla performance degli hedge fund in settembre – ottobre 2008



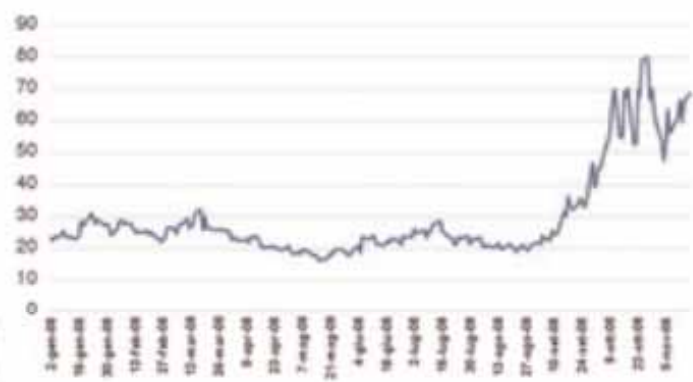
L'impatto dello tsunami di settembre sulla performance degli hedge fund in settembre – ottobre 2008. I dati del benchmark, ad eccezione del MH FdF Indice Generale, sono al lordo di fiscalità e fee.

### Tassi a brevissimo e volatilità scossi dalla tempesta

#### Libor overnight



#### Vix



L'andamento del tasso monetario americano a brevissimo termine (Libor overnight) e quello della volatilità implicita dell Borsa (Vix) mostrano gli evidenti contraccolpi della tempesta creditizia. Fonte: Bloomberg.

## E a proposito di liquidità ed effetto leva...



Sfatati tutti i luoghi comuni a proposito di liquidità e uso della leva finanziaria da parte dei fondi hedge.

### Le ragioni alla base della buona tenuta degli hedge fund

#### I FONDI HEDGE:

- hanno diminuito gradualmente l'esposizione al mercato;
- hanno capito con anticipo le conseguenze del credit crunch in atto non solo sul settore finanziario, ma su tutta l'economia reale;
- in parte hanno beneficiato dell'aumento di volatilità (soprattutto i Macro e i Cta);
- hanno ridotto la leva finanziaria in anticipo rispetto agli intermediari finanziari.

tuzionali impegnati a "fare cassa" nell'unico mercato che accettava proposte di vendita) in cui gli scambi si sono ridotti al minimo e dal cambiamento delle regole "durante la partita" (il temporaneo divieto sullo short selling).

In generale, anche inglobando i risultati di settembre e ottobre, FdF hedge evidenziano coerenza con la loro missione di protezione nel medio periodo: nell'orizzonte gennaio 2002 – ottobre 2008 hanno infatti battuto tutte le asset class tradizionali rischiose. Gli investitori devono essere consci che gli hedge fund necessitano di un periodo di medio periodo per poter permettere al portafoglio di beneficiare della loro attitudine a proteggere nei momenti di Bear market (evitando le performance particolarmente negative). ■