

HEDGE: LE STRATEGIE PER AGGREDIRE LA CRISI

Dopo un anno orribile anche per i prodotti alternativi il 2009 si è aperto all'insegna delle opportunità. Credito (convertibili, corporate, emerging market bond), distressed (finanza straordinaria), multistrategy e long-short le scelte per chi punta a guadagnare di più

■ a cura di **Dino Colacicco**,
portfolio manager
di Farad Investment Advisor*

Il 2008 è stato un anno complicato per i fondi hedge. Conosciuti per le loro caratteristiche di decorrelazione dai mercati, si sono invece imbattuti nell'anno peggiore della loro storia conosciuta. Gli indici di settore (sia i generici, sia quelli specifici per strategia) evidenziano perdite medie tra il -25% circa ed il -44% circa. Nonostante abbiano, in

media, permesso di ottenere un alpha positivo del 15% circa nei confronti degli indici azionari (-25% gli indici hedge e -40% circa gli indici azionari) gli hedge hanno disatteso gli investitori in relazione alla mancata protezione del capitale (come era avvenuto nel periodo 2001-2003) ma soprattutto per l'elevata correlazione nei confronti dei mercati. Nel biennio successivo allo scoppio della bolla Internet ed alla crisi dopo l'attentato delle Torri Gemelle, i fondi hedge erano in media

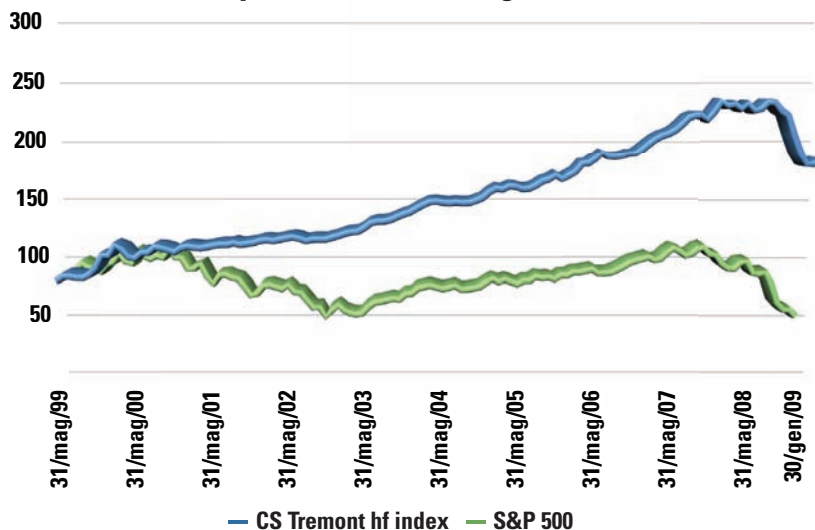
riusciti ad offrire rendimenti positivi nonostante il mercato azionario abbia segnato importanti ribassi, fino a circa il 40%. La situazione del 2008 è però profondamente diversa rispetto al 2000-2003: le numerose vicissitudini dell'anno appena concluso hanno portato ad un cambiamento epocale nel mondo finanziario, da cui trarre numerosi insegnamenti che, si spera, vengano tenuti in forte considerazione per evitare il ripetersi di quanto successo. Può valere quindi la pena passare in rassegna mese dopo mese gli accadimenti trascorsi.

QUADRO GENERALE

L'industria dei fondi alternativi esce molto ridimensionata da un 2008 che ha registrato una delle peggiori crisi dopo il '29 e che ha visto riscrivere la storia del settore finanziario dal '900 ad oggi, settore che ripartirà, non si sa ancora con certezza quando, solo grazie ad interventi massicci da parte delle banche centrali atti ad evitare il fallimento di società chiave e a rilanciare l'economia.

In questo scenario la critica principale che viene mossa ai fondi hedge riguarda rendimenti decisamente correlati con i mercati azionari. Nulla importa se le entità delle perdite risultano più contenute rispetto ad un'esposizione diretta (-25,6% CSFB/Tremont AllHedge Index vs -42,08% MSCI World), e che ci si è trovati di fronte a condizioni mai viste in precedenza. L'accusa maggiore viene sollevata proprio in virtù delle dichiarazioni di bassa correlazione/capacità di protezione che i gestori dell'industria alternativa hanno sempre sottolineato negli anni passati. Molti sono i gestori che, dopo settembre/ottobre, hanno ammesso le

Comunque hanno fatto meglio della Borsa



A confronto l'indice dei Fondi hedge Credit Suisse Tremont e l'indice della Borsa Usa.

proprie responsabilità, soprattutto per aver sottovalutato la profondità della crisi e le conseguenze/impatto di questa e messo in sicurezza, con il realizzo delle plusvalenze, i portafogli gestiti prima dell'estate. Dopo i risultati di questi due mesi, l'industria alternativa ha subito un ridimensionamento di almeno un terzo delle masse gestite, considerando congiuntamente single manager (fondi diretti) e fondi di fondi. In virtù dello scandalo Madoff, ampiamente commentato dagli organi di stampa, la crisi di sfiducia porterà ad un ulteriore ridimensionamento dell'industria per la metà, se non due terzi, delle masse e del numero di fondi; numeri impressionanti se si considera che a fine 2007 le masse gestite rappresentavano circa 1,8 trilioni di dollari (fonte HFR).

QUALE FUTURO PER L'INDUSTRIA?

Certamente il ridimensionamento avrà una tempistica più lunga di quanto ci si potrebbe aspettare o di quanto avvenuto nell'industria dei fondi tradizionali.

Fin dal mese di ottobre, l'illiquidità del mercato ha portato all'applicazione di gate/blocchi sui riscatti, e/o alla creazione e distribuzione di side pocket o SPV per la liquidazione degli asset più illiquidi. L'ulteriore flusso dei riscatti in una situazione di illiquidità come quella attuale porta ad un ingessamento dei meccanismi di uscita, allungando di conseguenza le tempistiche di redemption e di restituzione dei patrimoni agli investitori. Ci vorranno mesi, ed in alcuni casi anni, perchè questa situazione si sblocchi, soprattutto se il mercato non ripartirà, permettendo a molti tra gli asset divenuti illiquidi di tornare alle normali condizioni di liquidità. E' certo che l'industria alternativa cambierà sia per l'introduzione di nuove regole (sia interne date dai gestori, che quelle emanate dai legislatori che presumibilmente seguiranno), sia per la diffusione che gli hedge funds avranno in futuro. La diffusione commerciale di questi prodotti verso il pubblico retail, che in alcuni casi era già avvenuta ed in altri era in procinto, verrà li-

Come sono andati gli indici hedge fund nel 2008

INDEX / SUB STRATEGIES	VALUTA	PERF. 2008	STD DEV*
CREDIT SUISSE/TREMONT ALLHEDGE INDEX	USD	-25.60%	8.37%
CONVERTIBLE ARBITRAGE ALLHEDGE INDEX	USD	-44.85%	14.31%
DEDICATED SHORT BIAS HEDGE FUND INDEX*	USD	14.87%	16.96%
EMERGING MARKETS ALLHEDGE INDEX	USD	-43.12%	15.78%
EQUITY MARKET NEUTRAL ALLHEDGE INDEX	USD	-23.03%	7.43%
EVENT DRIVEN ALLHEDGE INDEX	USD	-20.01%	7.14%
FIXED INCOME ARBITRAGE ALLHEDGE INDEX	USD	-35.53%	12.78%
GLOBAL MACRO ALLHEDGE INDEX	USD	-23.90%	10.17%
LONG/SHORT EQUITY ALLHEDGE INDEX	USD	-25.94%	10.19%
MANAGED FUTURES ALLHEDGE INDEX	USD	19.84%	10.78%
MULTI-STRATEGY ALLHEDGE INDEX	USD	-33.36%	9.54%

Landamento nel 2008 dei principali indici hedge con la deviazione standard (Std Dev) che misura la volatilità.

mitata, con un ritorno verso i soli investitori istituzionali ed i clienti facoltosi, com'era in passato. Importante aspetto riguarderà una maggior trasparenza dei gestori. Inoltre gli effetti del ridimensionamento delle masse in gestione alternativa porterà ad una scrematura di quei gestori più piccoli o meno attrezzati in termini di economie di scala e di distribuzione, probabilmente a favore dei gruppi più attrezzati e meglio organizzati. In ultimo, e per non questo meno importante, si evidenzia come la competizione, per effetto della riduzione degli attori - in seguito al ridimensionamento dell'industria alternativa ed alla minore libertà e leva dei property desk delle banche - porterà probabilmente ad aumenti dei rendimenti medi nei prossimi due anni.

L'OUTLOOK 2009 PER STRATEGIE

Ma allora è tutto da buttare? Conviene mettere i soldi sotto il materasso poichè anche i time depo sono rischiosi? E se compro i T-Bill non c'è il rischio che anche gli Usa vadano in default? La fine di un ciclo economico, una crisi o una recessione creano sempre importanti opportunità di investimento; anche il panic selling crea importanti opportunità. Le forti discese di settembre, ottobre e novembre hanno creato delle situazioni di ipervenduto che hanno spinto le quotazioni di molte asset class a livelli decisamente sottovalutati.

L'area del credito, inteso come convertibili, corporate ed emerging bond, proprio per le forti perdite subite, è quella che presenta le migliori occasioni di investimento.

LE OCCASIONI DEL CREDITO

Le strategie Convertible (soprattutto long), Long/Short Credit e Relative Value su corporate ed emerging bond saranno quelle che, fin da subito, potranno beneficiare del progressivo ritorno alla normalità dei mercati; la Distressed trarrà vantaggi dalle difficoltà che avranno le società nei mesi a venire; il lancio di nuovi fondi specializzati proprio nelle strategie appena citate costituisce la principale prova di quanto esposto. Anche i gestori Multi-Strategy, proprio perchè per la quasi totalità contemplano componenti su credito, beneficeranno del ritorno alla normalità; in questo segmento di mercato, peraltro, molto dipenderà però dal peso di queste strategie nei singoli portafogli. Per molti invece la differenza sarà provocata da una buona lettura delle condizioni macroeconomiche, come per i gestori Long/Short ed Equity Market Neutral che potranno ritornare a lavorare sui fondamentali laddove si assisterà ad un minore panic selling. Le stesse premesse potrebbero però non valere per i gestori Global Macro, meno favoriti rispetto al 2008 dal palesarsi di molti dei fattori che hanno portato alla crisi; il



Alessandra Manuli
HEDGE INVEST SRG

AMMINISTRATORE DELEGATO

Per la prima volta in Italia, saranno disponibili fondi di fondi senza commissioni fisse di gestione. A proporli è Hedge Invest che, con questa scelta, intende accentuare in modo ancora più stretto l'allineamento di interessi tra gli azionisti della società di gestione e i sottoscrittori dei propri fondi. La novità è introdotta tramite una nuova classe di investimento che prevede la remunerazione alla società da parte dell'investitore esclusivamente attraverso commissioni di performance e con il contestuale azzeramento del costo fisso annuo di gestione. Questa nuova classe è sottoscrivibile dal mese di febbraio, ha una capacità limitata e sarà disponibile per tutta la gamma di fondi di fondi hedge della Sgr. A livello di liquidità, il lock up di 12 mesi stabilito per la nuova classe è necessario per assicurare al gestore la stabilità del patrimonio indispensabile per poter perseguire le importanti opportunità di investimento che si prospettano nel corso del 2009. Per questa classe Hedge

Hedge Invest

NUOVE FORMULE ANCHE PER I COSTI

Invest, rinunciando alle commissioni di gestione per l'anno in corso, riceverà una performance fee del 10% con il meccanismo dell'high watermark, solo in caso di rendimento mensile positivo, a partire dalla data di sottoscrizione. La nuova classe è accessibile sia per i nuovi clienti che per coloro che hanno sottoscritto fondi di fondi della casa e intendano adottare lo switch su questa nuova classe. L'innovazione introdotta da Hedge Invest in tema di remunerazione dell'attività di gestione rappresenta un primo passo nella direzione di una crescente flessibilità e diversificazione del trattamento commissionale a disposizione dell'investitore, per consentirgli di scegliere la soluzione più adatta alle sue esigenze di liquidità. Come spie-

ga infatti Alessandra Manuli, amministratore delegato di Hedge Invest: «L'idea per il futuro è quella di premiare i clienti che siano disponibili a dare fiducia a medio termine con costi fissi contenuti, o addirittura azzerati come nel caso eccezionale della nuova classe, e di applicare commissioni di gestione a scalare a seconda della liquidità della classe di investimento: ad esempio classi trimestrali con costi inferiori a quelle mensili». La presentazione della nuova classe è stata l'occasione per Manuli di esprimere la propria view sul 2009 delle strategie hedge: «Vediamo prospettive interessanti per le strategie legate al mondo delle convertibili e del credito dove già nella prima settimana di gennaio si è assistito ad una forte ripresa delle emis-

sioni di corporate Usa. Inoltre è possibile un intervento della Fed che potrebbe acquistare direttamente corporate bond e favorire un restringimento degli spread».

Secondo Alessandra Manuli, in una prima fase ci sarà il recupero del comparto del credito investment grade, a maggiore qualità, e solo successivamente un recupero del comparto high yield. «Le strategie su cui vediamo le prospettive più interessanti sono quindi convertible arbitrage, credit long / short e long short equity; opportunità anche per le strategie macro, dato lo scenario ancora complesso nella prima parte dell'anno ma con prospettive di profitto di entità inferiore rispetto al 2008» conclude Manuli.

I Fondi di Fondi di Hedge Invest

NOME FONDO	CATEGORIE MONDOHEDGE
HEDGE INVEST CREDIT ALTERNATIVES	FDF LOW & MEDIUM VOLATILITY
HEDGE INVEST DIVERSIFIED STRATEGIES	FDF LOW & MEDIUM VOLATILITY
HEDGE INVEST GLOBAL FUND	FDF LOW & MEDIUM VOLATILITY
HEDGE INVEST GLOBAL FUND II EURO	FDF LOW & MEDIUM VOLATILITY
HEDGE INVEST GLOBAL FUND III \$	FDF LOW & MEDIUM VOLATILITY
HEDGE INVEST MULTI-STRATEGY	FDF LOW & MEDIUM VOLATILITY
HEDGE INVEST MULTI-STRATEGY II	FDF LOW & MEDIUM VOLATILITY
HEDGE INVEST MULTI-STRATEGY III	FDF LOW & MEDIUM VOLATILITY
HEDGE INVEST OPPORTUNITY FUND CLASSE A	FDF HIGH VOLATILITY
HEDGE INVEST OPPORTUNITY FUND CLASSE B	FDF NEW FUND MULTISTRATEGY
HEDGE INVEST PORTFOLIO FUND	FDF MISTO
HEDGE INVEST SECTOR SPECIALIST	FDF EQUITY
HEDGE INVEST SECTOR SPECIALIST II	FDF EQUITY
HEDGE INVEST SECTOR SPECIALIST III	FDF EQUITY
HEDGE INVEST TOTAL RETURN	FDF EQUITY

I fondi di fondi di Hedge Invest sottoscrivibili senza commissioni fisse di gestione.

lavoro dovrà essere quindi più indirizzato ad iniziative più specifiche. Per altri sarà invece la direzionalità del mercato a rappresentare l'incognita: ad esempio, nel caso degli Short Bias dove i mercati in discesa rendono decisamente molto facile il perseguire risultati positivi.

La stessa cosa vale anche per i gestori Emerging Markets, dato soprattutto che mercati azionari in ripresa significa positività nella maggior parte degli elementi che guidano i paesi emergenti (esportazioni, commodities, ecc.) Per i gestori CTA o Managed Futures sarà la stabilità dei trend di mercato a fare la differenza, evidenziando che i mercati laterali non favoriscono molto tali strategie.

POCHI SPAZI PER GLI EVENT DRIVEN

Gli Event Driven potrebbero rappresentare il futuro più fosco: il crollo delle quotazioni azionarie favorisce certamente la possibilità da parte di molte imprese di consolidamento del business in essere, mediante l'acquisizione di propri concorrenti, sviluppare nuove attività con l'acquisto di possibili aziende target. In tale contesto, ricordando che i prime broker sono anche i principali fornitori di liquidità, un ambiente recessivo e difficoltà nell'accesso al credito rappresentano le maggiori incognite a possibili piani di M&A, e quindi un limite per i gestori Event Driven di trovare spazi.

LE NUOVE OPPORTUNITÀ

Le difficoltà di accesso al credito per le aziende più piccole, dovuto al credit crunch, ha invece favorito la proliferazione di fondi di bridge loans, trade loans ecc., cioè di tutte quelle forme di credito di breve periodo e di importi limitati che precedentemente venivano fornite dagli istituti finanziari, attualmente venute meno per la crisi del credito e la difficoltà delle banche. ■

***Società lussemburghese indipendente specializzata nell'attività di asset management e di financial brokerage.**

IL 20% L'ANNO CON 150 MERCATI

Anche nel 2008 il fondo alternativo di Man con strategia quantitativa e direzionale ha guadagnato moltissimo grazie alla possibilità di pescare tra azioni, obbligazioni, valute e materie prime. Dopo 12 anni ora arriva in Italia anche per gli investitori privati di fascia alta



Michele Pacciana

MAN INVESTMENTS

RESPONSABILE PER L'ITALIA

Un nuovo prodotto lanciato da Man, Man AHL Diversified Strategies Ltd, offre agli investitori l'opportunità di trarre profitto dalla strategia managed futures che storicamente ha offerto forti rendimenti, vantaggi significativi in termini di diversificazione e una buona protezione dai ribassi. Per la prima volta in molti anni l'accesso ad AHL è offerto su scala globale. Il Man AHL Diversified Strategies Limited investe nel programma AHL Diversified Programme che nel 2008, a fronte della straordinaria turbolenza sui mercati, ha generato un rendimento del 33,2%, confermando la capacità di offrire rendimenti positivi in tutte le condizioni di mercato dimostrata negli ultimi dieci anni. Dal suo avvio, nel 1996, ha generato un rendimento annualizzato del 20,1%. L'AHL Diversified Programme segue una strategia di investimento quantitativa e principalmente direzionale, con un'elevata diversificazione in oltre 150 mercati altamente liquidi e trasparenti che includono materie prime, valute, azioni e obbligazioni. Le tendenze al rialzo e al ribasso delle quotazioni di questi mercati vengono sistematicamente identificate e sfruttate. La strategia si distingue per una bassa o persino negativa correlazione con gli strumenti tradizionali spesso evidenziata nelle fasi di ribasso dei mercati. Man AHL Diversified Strategies Ltd offre agli investitori la possibilità di scegliere tra diverse valute e profili di rendimento/rischio. Il prodotto è disponibile in obbligazioni garantite denominate in euro e dollari, ed anche in obbligazioni non garantite denominate in dollari. Le obbligazioni garantite sono offerte con il 100% di protezione del capitale assicurata da Credit Suisse Interna-

tional e sono progettate per generare un ritorno più elevato sul capitale, mentre le obbligazioni non garantite pagheranno una cedola fissa annuale non discrezionale. Gli investitori possono anche adattare il portafoglio ai loro obiettivi di investimento, attraverso la possibilità di un bilanciamento tra capitale garantito e obbligazioni non garantite. Secondo i responsabili di Man Investments, Man AHL Diversified Strategies Ltd dovrebbe riscuotere un grande interesse in virtù della sua elevata capacità di migliorare l'efficienza del portafoglio. Soprattutto alla luce delle peculiarità che permettono una bassa o persino negativa correlazione con azioni e obbligazioni: caratteristiche che consentono di ridurre la volatilità di un portafoglio offrendo al contempo una fonte aggiuntiva di rendimento.

Proprio per comprendere meglio il meccanismo di funzionamento del nuovo prodotto, a chi può essere consigliato e con quali avvertenze, *Investire* ha intervistato **Michele Pacciana**, responsabile per l'Italia di Man Investments a cui ha rivolto alcune domande.

QUALI SONO GLI ELEMENTI DISTINTIVI DELLA STRATEGIA SOTTOSTANTE A QUESTO NUOVO FONDO?

Man AHL Diversified Strategies Limited utilizza un approccio di tipo sistematico non discrezionale nello stile managed futures che si pone l'obiettivo di trarre profitto sia dai trend rialzisti che da quelli ribassisti del mercato. AHL si avvale di sofisticati processi computerizzati al fine di individuare le inefficienze presenti in oltre 150 mercati caratterizzati da elevata liquidità, ivi comprese azioni, obbligazioni, valute e materie prime.

Anche l'esecuzione dei trades viene fatta per la maggior parte (circa 60% del totale) da computer per minimizzare il cosiddetto slippage, cioè la differenza del prezzo individuato dal sistema e attribuito dal mercato. Le operazioni di trading avvengono principalmente sui mercati Futures che si sono distinti anche nel 2008 per l'elevato grado di liquidità, trasparenza e regolamentazione.

“ **Le operazioni di trading avvengono principalmente sui mercati futures che si sono distinti anche nel 2008 per liquidità, trasparenza e regole** ”

SI TRATTA DI UN FONDO CHE REPLICA UN PRODOTTO MAN GIÀ ESISTENTE? E QUAL È IL TRACK RECORD IN TERMINI DI RENDIMENTO ASSOLUTO E DI RENDIMENTO CORRETTO PER IL RISCHIO?

Man AHL Diversified Strategies Ltd si fonda sul notevole successo dell'AHL Diversified Programme, uno dei principali programmi d'investimento di AHL. Questo programma di trading che appartiene allo stile managed futures si pone l'obiettivo di trarre profitto sia dai trend rialzisti che da quelli ribassisti negli oltre 150 mercati descritti in precedenza. Il programma ha evidenziato un rendimento annualizzato del 19,7% dal 1996 con una volatilità annualizzata del 18,1%. Il rendimento complessivo del programma ammonta a 878,5%. Nello stesso periodo le azioni globali hanno avuto un rendimento complessivo del 27,2% e un rendimento annualizzato del 1,9% con una volatilità paragonabile a quella del programma AHL (15,1%).

COM'È ARTICOLATO IL PROCESSO DI CONTROLLO DEL RISCHIO DI PORTAFOGLIO DEL PRODOTTO?

Il controllo del rischio è parte integrante di ogni fase del processo di investimento del Man AHL Diversified Strategies Ltd. e tutti i sistemi sono progettati per raggiungere determinati livelli di volatilità più che di rendimento. Il processo di controllo del rischio è effettuato grazie a strumenti analitici e sistemi di gestione delle informazioni supportati da elaboratori, mentre le misure di monitoraggio del rischio e le aree di attenzione sono: a) VaR (determinato da volatilità dei mercati individuali; correlazione tra i mercati; posizioni aperte); b) Stress testing; c) Volatilità implicita; d) Leva; e) Margin-equity ratio (basso uso di cash; cuscinetto significativo per le chiamate di margine); f) Esposizioni nette su settori e valute diverse.

A QUALE TIPOLOGIA DI INVESTITORE PUÒ ESSERE CONSIGLIATO QUESTO PRODOTTO? E CON QUALI AVVERTENZE?

Data la garanzia del capitale questo prodotto è idoneo per l'investitore con una bassa propensione al rischio nel lungo periodo. Comunque, vista la volatilità medio-alta, la performance a breve termine può oscillare: ne consegue che è consigliato un orizzonte temporale d'investimento superiore ai 3 anni.

SI TRATTA DI UN PRODOTTO CHE PUÒ ESSERE CONSIDERATO UN'ALTERNATIVA ALLE AZIONI O ALLE OBBLIGAZIONI OPPURE È UNA ASSET CLASS A SE' STANTE? IN UN PORTAFOGLIO BILANCIATO BEN DIVERSIFICATO (PER ESEMPIO ESPOSTO NORMALMENTE AL 40% IN EQUITY, AL 40% IN BOND E AL 10% IN CASH) CON ORIZZONTE TEMPORALE DI 3-5 ANNI, CON QUALE PERCENTUALE E AL POSTO DI QUALE ASSET CLASS DOVREBBE ESSERE INSERITO QUESTO PRODOTTO?

L'AHL Diversified Programme ha storicamente mostrato una bassa correlazione con altre classi di attività. Pertanto, l'aggiunta dell'AHL Diversified Programme ad un portafoglio d'investimento composto da azioni e obbligazioni può contribuire a ridurre il rischio complessivo di portafoglio ed a migliorare i risultati. ■