

Non replica un indice, ma fa la selezione dei migliori prodotti alternativi. Da una rosa di 2000 fondi si concentra su 200 analizzandone i fattori di continuità della performance e individuando strategie e investimenti. Che copia con gli strumenti di un normale fondo aperto a tutti senza entrare direttamente negli hedge



Marco Fusco
STATE STREET GLOBAL
ADVISORS ITALIA
DIRETTORE GENERALE

ARRIVA IL CLONE DEI FONDI DI FONDI HEDGE

Realizzare rendimenti simili a quelli medi dei fondi di hedge con costi ridotti ed evitando il rischio specifico del gestore, tramite l'individuazione dei fattori e delle ponderazioni che determinano i rendimenti complessivi dei fondi hedge. E' questa la mission della Premio Strategy di SSgA (State Street Global Advisors) che, inoltre, fa leva sui progressi delle tecniche di indicizzazione finalizzate ad offrire qualsiasi tipo di rendimento definibile tramite un insieme di norme o processi. Una strategia che combina l'esperienza professionale di SSgA nella gestione indicizzata con l'analisi fattoriale dei beta dei fondi hedge. Si possono così stabilire le ponderazioni dei fattori che sintetizzano i rendimenti medi realizzabili tramite l'investimento in fondi hedge.

REPLICARE IL BETA

Replicare in maniera sintetica il Beta di un fondo hedge significa rinunciare al potenziale rendimento addizionale legato alla capacità del gestore che si otterrebbe attraverso l'investimento diretto in un fondo hedge. Per certi investitori, tuttavia, il risparmio sul pagamento delle commissioni, la diversificazione del Beta e la possibilità di evitare il rischio specifico legato al gestore può rendere l'investimento in un fondo hedge sintetico un'interessante alternativa a quello diretto in un fondo hedge specifico. Inoltre il Beta di un fondo hedge sintetico può offrire ai gestori di strategie multi Alpha uno strumento utile per gestire il rischio e diversificare tra le strategie a rendimento assoluto. «Anche negli hedge fund, come or-

mai da diversi anni nell'ambito dei fondi comuni», tiene a sottolineare **Marco Fusco**, direttore generale di State Street Global Advisors Italia, «si sta riducendo la percentuale di prodotti capaci di generare Alpha. Un fenomeno, questo, peraltro in crescita. Inoltre, i gestori capaci di produrre Alpha non sono sempre gli stessi. Ne deriva che cercare di riprodurre il comportamento dei migliori talenti hedge potrebbe non portare a un prodotto finale effettivamente più efficiente di quello che noi proponiamo oggi con Premio Strategy. Un prodotto che sta al mondo dei fondi di hedge come i fondi passivi stanno ai fondi comuni d'investimento».

Infatti Premio Strategy prevede un costo annuo di gestione dello 0,60% e un TER cap (ovvero un limitatore ai costi complessivi massimi annui) dello 0,70% senza costi sottostanti (in quanto il portafoglio non è investito direttamente in fondi hedge), nessuna commissione di performance e un nav (valore della quota) giornaliero che consente la massima trasparenza sia per chi investe che per chi analizza il prodotto.

GESTIONE DA PARIGI

La Premio Strategy è gestita dal team TAA di Parigi, un gruppo di professionisti dell'investimento con un'esperienza media di otto anni nel settore. Il team di TAA di SSgA ha in gestione globalmente 158,3 miliardi di euro, gestisce strategie azionarie passive da quasi 30 anni e dispone di un'ampia varietà di benchmark. La Premio Strategy si avvale di quest'esperienza per offrire un flusso di rendimento assimilabile a quello degli

Da sapere

■ Alpha

Indica la parte di rendimento di un fondo imputabile all'abilità del gestore, con riferimento alla capacità di selezione dei titoli e dei tempi (timing) di acquisto e vendita degli stessi.

■ Beta

Indica la parte di rendimento di un fondo imputabile all'andamento degli indici finanziari e che quindi esula dalla capacità del gestore di generare extra rendimento rispetto alla media di mercato.

■ Nav

Acronimo di Net Asset Value. E' ricavato dalla divisione del valore netto di bilancio del patrimonio di un comparto di Sicav per il numero di quote circolanti. Indica, pertanto, il valore di ogni singola quota ed equivale al valore della quota dei fondi comuni, di cui è anche un sinonimo.

■ Ter

Total Expense Ratio. Aggrega tutte le voci di costo che, a vario titolo, gravano in un anno sul fondo. Include, oltre alle commissioni di gestione e di performance, anche i costi amministrativi, gli oneri legali, i contributi agli organi di vigilanza e quelli dovuti alla Banca depositaria. E' per questo l'indicatore più completo e rappresentativo del costo effettivo annuo di un fondo o di una sicav.

indici di fondi di fondi hedge investibili con un costo inferiore rispetto all'investimento diretto in tali fondi. Tramite una partnership con i ricercatori accademici leader nel settore del Beta di fondi hedge, State Street Global Advisors è in grado di individuare i fattori più importanti e le loro ponderazioni per questa strategia.

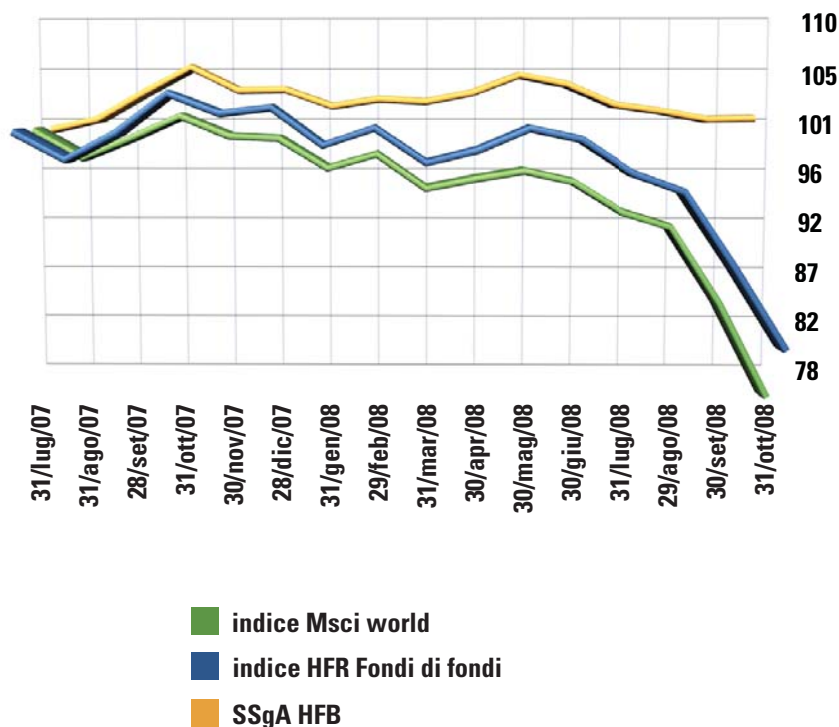
LA FILOSOFIA DELLA PREMIA STRATEGY

La ricerca accademica sull'attribuzione della performance dei fondi hedge dimostra che i loro rendimenti sono generati in gran parte da un'esposizione significativa al Beta. Si possono usare metodi di gestione passiva o di indicizzazione allo scopo di replicare in maniera sintetica i rendimenti dei fondi hedge catturando i premi di rischio che sembrano essere alla base dei loro rendimenti medi. La filosofia sottostante è che i rendimenti medi dei fondi hedge si possano realizzare a costi decisamente più conte-

nuti costruendo strategie basate su modelli di esposizione fattoriale. La ricerca sull'attribuzione del rendimento dei fondi hedge ha evidenziato un R-quadro statistico (una misura del potere esplicativo, dove 100%, il massimo assoluto, significa che gli andamenti sono spiegati completamente da quello specifico indice o fattore) dell'85% per spiegare i rendimenti dell'indice dei fondi di fondi hedge. Nella loro analisi sull'attribuzione dei rendimenti, i ricercatori si sono concentrati in particolare sui fondi di fondi hedge in quanto essi già incorporano una combinazione di stili e fungono da filtro dei dati dei singoli fondi hedge sottostanti.

«Sono usati fondi di fondi e non single manager in quanto i fondi di fondi hanno già come obiettivo quello di selezionare i bravi gestori. Poi perché si vuole assolutamente evitare qualsiasi strategia illiquida anche se fosse la migliore in termini di rendimento corretto per il rischio nel medio lungo

Ha resistito anche alla Grande Bufera



Il nuovo fondo di State Street (in giallo) a confronto con l'indice delle Borse mondiali (in verde) e con l'indice dei fondi di fondi hedge (in blu).

“
 ...punta
 a replicare
 in maniera
 sintetica
 i rendimenti
 medi
 dei fondi
 di fondi
 hedge
 investibili
 con un
 risparmio
 notevole
 in termini
 di costi
 rispetto
 agli
 investimenti
 diretti
 ed offrendo
 allo stesso
 tempo la
 trasparenza
 e la liquidità
 richieste
 dagli
 investitori
 tradizionali”

termine. Inoltre andare a riprodurre il comportamento dei single manager più virtuosi potrebbe comportare un dispendio di risorse notevole non opportunamente compensato da un miglioramento dell'efficienza finale del nostro fondo», afferma Fusco.

La domanda di fondi hedge da parte degli investitori istituzionali è cresciuta rapidamente. Molti investitori sembrano convinti che essi realizzino rendimenti assoluti non correlati che complementano e arricchiscono i piani di investimento tradizionali. Allo stesso tempo gli investitori sembrano cercare nei fondi hedge una maggiore trasparenza, e molti sembrano metterne in discussione i costi elevati, soprattutto in un momento nel quale i rendimenti medi stanno scendendo. La Premia Strategy di SSgA punta a replicare in maniera sintetica i rendimenti medi dei fondi di fondi hedge investibili con un risparmio notevole in termini di costi rispetto all'investimento diretto ed offrendo allo stesso tempo la trasparenza e la liquidità richieste dagli investitori tradizionali.

COSÌ IL PROCESSO DI COSTRUZIONE DEL PORTAFOGLIO

Il processo di costruzione del portafoglio inizia con l'individuazione dei "fattori determinanti" che stanno alla base dei rendimenti dei fondi hedge e della loro ponderazione appropriata. Questo processo si basa su un modello di regressione multifattoriale che spiega le variazioni di tali rendimenti. State Street Global Advisors ha creato una partnership con **William Fung, David Hsieh e Narayan Naik**, gli accademici leader ai quali è dovuta gran parte della ricerca pionieristica sul Beta dei fondi hedge. Sotto la loro guida sono stati individuati e analizzati i fattori che determinano i rendimenti di tali fondi, e con un'analisi ulteriore si sono stabilite le ponderazioni appropriate per questi fattori.

La ricerca individua attualmente otto fattori che spiegano circa l'85% della variazione dei rendimenti dell'HFR Fund of Funds Index (uno degli indici dei fondi di fondi più rappresentativo del mercato). I fattori includono sia

premi di rischio ben noti che fattori identificativi dei rendimenti delle comuni strategie dinamiche di fondi hedge, quali per esempio le strategie "trend following" o "capture mean reversion". Tali fattori includono il premio di rischio azionario, di struttura a termine, quello creditizio, il premio di rischio small cap e quello relativo ai mercati emergenti. I fattori che contribuiscono a identificare i rendimenti della strategia di fondi hedge dinamici includono le posizioni in opzioni straddle nei mercati del reddito fisso, valutario e delle materie prime. Precisa ancora Fusco: «Sfruttiamo quindi l'esperienza quasi trentennale maturata da SSgA negli investimenti per stabilire il modo più efficiente per ottenere l'esposizione ai fattori individuati dalla ricerca. Utilizziamo vari strumenti finanziari per realizzare un rendimento simile a quello medio dell'universo dei fondi hedge a costi efficienti. Questi strumenti comprendono fondi indicizzati, ETF, swap, future quotati, contratti su opzioni e altre strategie d'investimento di SSgA».

Le esposizioni ai fattori e le rispettive ponderazioni vengono aggiornate mensilmente sulla base di una continua analisi fattoriale effettuata dai nostri partner nella ricerca. L'orizzonte temporale degli investimenti e la rotazione del portafoglio della strategia non sono statici, ma determinati in funzione delle variazioni dei fattori e delle ponderazioni associate ad essi, stabilite tramite l'analisi fattoriale descritta qui sopra. Mentre la ricerca storica ha dimostrato che i fattori non variano in misura sostanziale, le loro ponderazioni cambiano a seguito di una continua analisi svolta utilizzando i rendimenti aggiornati dei fondi hedge. Le variazioni identificate dalla ricerca e applicate nella strategia rispecchiano le esposizioni alle variazioni riconosciute del mercato prese in considerazione nell'universo dei fondi hedge.

ANALISI DEGLI INDICI DI FONDI HEDGE

La Premia Strategy di SSgA ha l'obiettivo di catturare le variazioni dell'esposizione ai fattori che determinano i rendimenti dichiarati dai fondi

Da sapere

■ Performance fee

È la commissione, aggiuntiva a quella annua di gestione, legata alla performance del fondo ed è espressa in percentuale. Per esempio, se è pari al 10% della performance annua del fondo, a fronte di una performance del 10%, scatta un uno per cento di performance fee che viene trattenuto dal gestore.

■ Benchmark

È l'indice, o il paniere di indici, di riferimento di un fondo comune, un comparto di sicav o una gestione patrimoniale. Serve a valutare l'andamento della gestione rispetto a un parametro oggettivo di mercato sia in termini di rendimento che di volatilità e, quindi, di efficienza.

hedge, che secondo la maggior parte degli investitori sono caratteristici di tale settore. Uno dei punti critici associati alla valutazione dei rendimenti dei fondi hedge è quella delle problematiche inerenti i vari benchmark. I ricercatori hanno riconosciuto già da molto tempo che i rendimenti dichiarati dai fondi hedge sono una rappresentazione distorta in quanto includono rendimenti in media più elevati rispetto a quelli dei fondi hedge investibili, e ciò è dovuto ai fenomeni della "sopravvivenza" e della "investibilità". I fondi con una performance deludente possono non dichiarare i loro rendimenti, mentre nuovi fondi con una buona performance attendono con impazienza di fare il loro ingresso nel database dei rendimenti.

Sul fronte dell'investibilità, molti fondi sono chiusi ma dichiarano la loro performance ai benchmark provider. Da queste due tendenze si può dedurre che i rendimenti medi dichiarati dai fondi hedge non possono costituire un'aspettativa realistica per gli investitori.

BENCHMARK & INVESTIBILITÀ

Le cifre del rendimento cumulato dei fondi hedge riportate indicano come gli indici dichiarati da due provider (Hedge Fund Research e MSCI) mostrano una distorsione verso rendimenti più elevati rispetto agli indici degli stessi provider che includono solo fondi hedge investibili. Nei tre anni e mezzo del periodo esaminato, i rendimenti dichiarati del benchmark dei fondi hedge sono circa il doppio di quelli emessi dagli stessi provider che includono solo fondi hedge investibili. Dal momento che i rendimenti dichiarati dall'indice di fondi hedge possono essere una buona rappresentazione delle esposizioni medie ai fattori dell'universo di fondi hedge, questi sono proprio i rendimenti che Fung e gli altri suoi colleghi cercano di spiegare con l'analisi dei fattori. Tuttavia, riteniamo che gli indici che includono solo i fondi hedge investibili siano un riferimento per la performance più idoneo per la Premio Strategy di SSgA, in quanto rappresentano meglio i rendimenti perseguiti in-

vestendo in tali fondi. La Premio Strategy di SSgA cerca di catturare le variazioni dell'esposizione ai fattori di rischio associate ai benchmark dichiarati dei fondi hedge e ha generato un rendimento simulato che regge favorevolmente il confronto con i benchmark di fondi hedge investibili.

NON REPLICA ALCUN INDICE

«È opportuno precisare», spiega il direttore generale Italia Marco Fusco, «che Premio Strategy non intende replicare nessun indice di fondi di fondi hedge che, peraltro, hanno spesso dimostrato di essere anche poco significativi rispetto all'universo alternativo che dovrebbero raffigurare.

Il punto di partenza è la scrematura di circa 2.000 fondi di fondi hedge a cura di professori universitari di fama mondiale specializzati sui fondi hedge. I quali, per questa selezione, si avvalgono di quattro diversi data base di cui incrociano i dati al fine di verificare: l'accessibilità dei fondi, la correlazione dei dati, l'affidabilità dei dati disponibili e altri fattori. La risultante di questo screening è un gruppo di circa 200 fondi di fondi che rappresenta il top del mercato mondiale. Su questo campione il nostro fondo si basa al fine di riprodurre il comportamento dei migliori tra essi».

RENDIMENTI DA HEDGE MA A COSTI PIÙ BASSI

La Premio Strategy di SSgA ha come obiettivo la generazione di rendimenti simili a quelli medi dei fondi hedge, ma con costi decisamente più bassi. La Premio Strategy persegue inoltre l'uso di un processo trasparente che fornisce piena liquidità ed evita il rischio specifico legato al gestore associato all'investimento diretto nel fondo hedge. Agli investitori istituzionali che non sono propensi ad assumersi questo rischio specifico o a sostenere costi più elevati legati all'investimento diretto in fondi hedge, la Premio Strategy di SSgA può offrire un approccio liquido e a costi inferiori per catturare le esposizioni ai fattori che spiegano la maggior parte della variabilità dei rendimenti medi dei fondi hedge. ■