
Itinerari Previdenziali

Settembre 2008 -

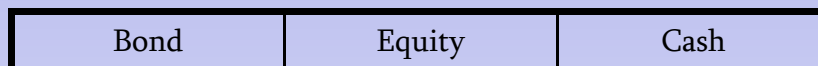
Portafoglio tradizionale ed Investimenti Alternativi

Prof. Daniele Pace



Portafoglio tradizionale

- ✚ Gli investimenti tradizionali, in cui un portafoglio finanziario è investito, possono essere rappresentati da tre tipologie asset classes



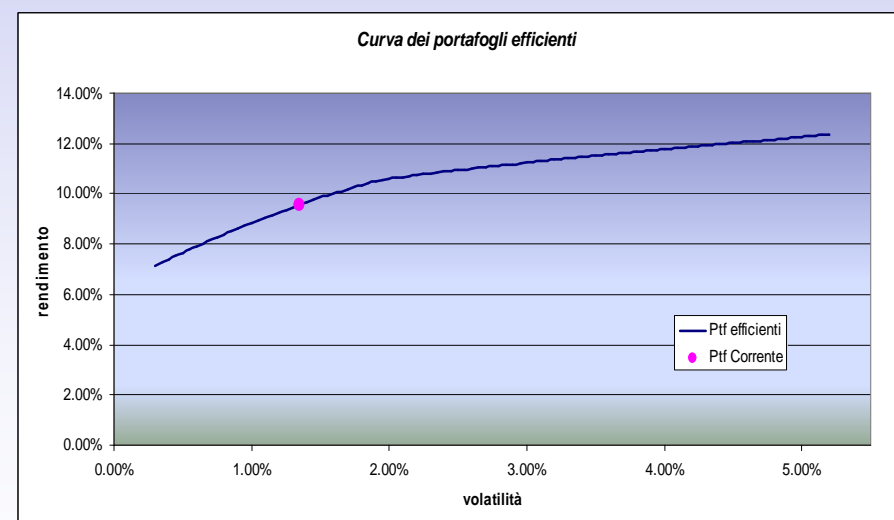
- ✚ **Bond**, di questa classe abbiamo considerato le diverse tipologie di investimento:

- ✚ Titoli di Stato a Lungo Termine Area EURO
- ✚ Titoli di Stato a Lungo Termine USA
- ✚ Titoli di Stato a Intermedio Termine Area EURO
- ✚ Titoli di Stato a Intermedio Termine USA
- ✚ Titoli di Stato a Breve Termine Area EURO
- ✚ Titoli di Stato a Breve Termine USA
- ✚ Corporate Bonds Europe
- ✚ Corporate Bonds USA

- ✚ **Equity**, di questa classe abbiamo considerato le diverse tipologie di investimento:

- ✚ Large Cap USA
- ✚ Large Cap Europe
- ✚ Small Cap USA
- ✚ Small Cap Europe

- ✚ Consideriamo un portafoglio efficiente sulla frontiera ("Ptf Corrente"). Tale curva rappresenta tutti i portafogli efficienti che investono solamente su bond, equity e cash

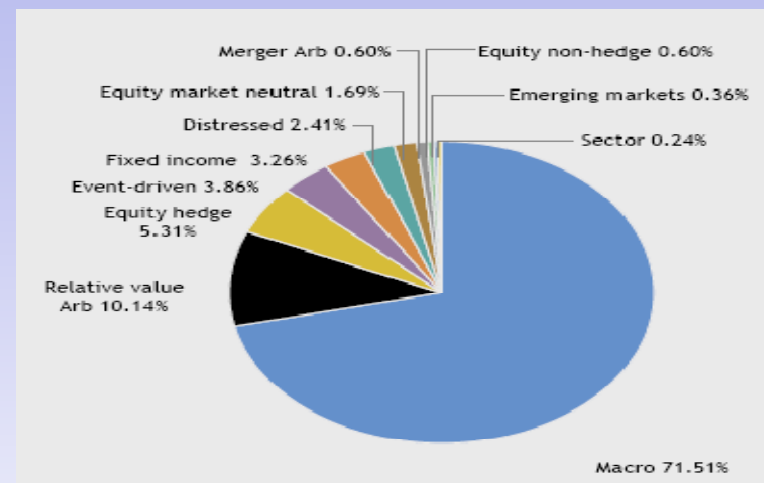


Investimenti Alternativi

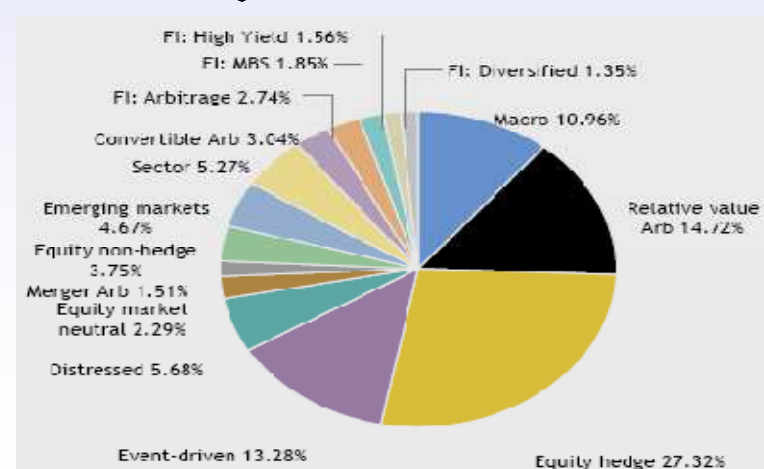
✚ In quest'ultimo periodo si è presentata una chiara tendenza: i patrimoni si stanno spostando dalle forme più tradizionali – come equity e bond – verso i cosiddetti “investimenti alternativi”. Questi investimenti sono tutte quelle forme di investimento diverse da azioni ed obbligazioni. Si tratta di un insieme molto eterogeneo, che può comprendere ad esempio diverse tipologie di commodity, diversi strumenti finanziari come gli hedge funds. I dati storici mostrano che gli investimenti alternativi tendono ad avere un andamento “sfasato” rispetto all'andamento di Borsa; di conseguenza, l'investitore che detiene molte azioni può rendere il suo portafoglio più efficiente – cioè **ridurre il rischio a parità di rendimento** - aumentando la quota di investimenti alternativi. In conclusione, alla luce del pessimo andamento dei mercati azionari mondiali negli ultimi anni e della teoria delle scelte di portafoglio, il boom degli investimenti alternativi appare perfettamente coerente. Gli investitori sanno che, nel caso dovessero subire perdite su un fronte, potranno contare sui guadagni che realizzeranno su un altro fronte, e nel complesso i loro risparmi saranno più sicuri: **effetto diversificazione del portafoglio**.

* Fonte: HFR Industry Report 2007

Una stima della composizione delle strategie Hedge Fund dall'AUM 1990



Una stima della composizione delle strategie Hedge Fund dall'AUM 4Q-2007



Investimenti Alternativi: Hedge Funds

- ✚ Con il termine **hedge funds** ci si riferisce ad una categoria di fondi di investimento molto varia, è forse impossibile definirli con un unico termine, ma si può pensare ad un hedge fund come ad un fondo nel quale *il gestore non debba rispettare vincoli di operatività* come negli altri fondi.
- ✚ In generale, si deve pensare ad un hedge fund come ad un *prodotto finanziario estremamente vario* e di difficile catalogazione, anche per questo motivo esistono numerose società di ricerca specializzate, che hanno come obiettivo la comprensione di quali siano le strategie attuate dal gestore e, al tempo stesso, capire se il gestore sia effettivamente bravo.
- ✚ Esistono alcuni criteri che caratterizzano un hedge fund:
 - ✚ la dimensione limitata del patrimonio in gestione (generalmente < 100 miliardi di euro), anche se alcuni sono molto più grandi
 - ✚ il gestore è coinvolto personalmente, perché deve investire parte del patrimonio nel fondo e soprattutto esiste una commissione di performance, legata all'andamento dell'hedge fund. Questo concetto è valido in teoria, nella pratica è molto difficile quantificare quale sia l'effettivo coinvolgimento patrimoniale
 - ✚ **un hedge fund può assumere** – in proporzione - **rischi che i fondi tradizionali non possono assumere**: se la scommessa è giusta si ottengono profitti ingenti
 - ✚ un hedge fund può **vendere i titoli allo scoperto** e, quindi, scommettere su un ribasso dei prezzi nei mercati, questa strategia è spesso **vietata ai fondi tradizionali** e rappresenta un'arma in più nelle mani del gestore, specialmente nelle fasi di mercato debole o ribassista...

Hedge Funds (continua)

Perché gli hedge funds sono interessanti per i risparmiatori?

- In linea di massima, perché hanno un **profilo rischio rendimento diverso dagli altri prodotti finanziari** (azioni, fondi...) ed **il loro andamento**, influenzato in modo centrale dalle scelte del gestore, spesso **non è legato all'andamento dei maggiori indici azionari internazionali**. L'acquisto di hedge funds consente di ottenere un **effetto diversificazione** nel patrimonio: *quando i mercati salgono gli hedge funds salgono un po' meno, ma quando scendono hanno un effetto cuscinetto, che permette di limitare le perdite.*
- In teoria dovrebbe trattarsi di investimenti **poco correlati ad altre forme di investimento standard**, ma ciò non è sempre vero nel tempo e non è vero per tutte le tipologie di Hedge Funds
- In sostanza, possono essere considerati, a seconda dei casi, come **una forma di assicurazione** ovvero come il **satellite ad alto rendimento**.
- Gli hedge funds costano più dei prodotti di investimento tradizionali, anche se qualche fondo classico ha commissioni quasi da hedge fund, senza che ve ne sia il motivo...
- L'investitore si aspetta che un hedge fund generi un rendimento assoluto, ad esempio il 10-12% all'anno indipendentemente che la borsa salga o scenda, oppure che i tassi di interesse aumentino o diminuiscano...
- Spesso i portafogli sono costruiti unendo tra loro vari hedge funds (ottenendo il cosiddetto **fondo di fondi**), in questo modo si crea una forte diversificazione nell'investimento: *ogni hedge si muove in modo indipendente*: permettendo **un controllo del rischio e della volatilità e stabilizzando il rendimento**.
- Ma nell'ultimo anno le correlazioni fra Hedge Funds sono molto elevate: long Commodities e short Financials è stata la strategia comune

Hedge Funds (continua)

Due precisazioni:

- spesso il gestore non spiega in dettaglio quale sia la sua tecnica di investimento, perché questo è proprio il suo *valore aggiunto*, con l'inevitabile conseguenza che gli hedge si dimostrano *poco trasparenti* e ottenere le informazioni si rivela un'attività molto difficile.
- la **liquidazione delle quote** è su base mensile, ma frequentemente trimestrale, e pertanto si può entrare ed uscire da questi prodotti solo a date prestabilite, in sostanza sono **prodotti poco liquidi**.

Hedge Funds - Strategie

- ✦ Gli **Hedge Funds** tra loro si **distinguono per la strategia di gestione adottata**. Infatti, se è vero che nessuna limitazione obbliga il gestore, è anche pur vero che comunque questi adotta un approccio di investimento costante che permette di potere classificare il fondo in una macro categoria. Perciò i fondi Hedge, a seconda della strategia adottata, possono essere così classificati:
 - ✦ **Relative value o market neutral**, il cui obiettivo è di mantenere un'esposizione neutrale nei confronti del mercato, indipendentemente dai titoli privilegiati, siano essi azioni, obbligazioni o derivati.
 - ✦ **Event driven**, i fondi si focalizzano su gruppi di titoli soggetti ad operazioni aziendali straordinarie, come ristrutturazioni, fusioni, incorporazioni, operazioni sul capitale etc. Per i loro investimenti i gestori che usano un simile approccio si basano sulla ricerca fondamentale e la conoscenza dei settori industriali.
 - ✦ **Equity hedge**, i fondi basano l'investimento in titoli azionari indipendentemente dal loro andamento (quindi adottando strategie long oppure short). La strategia è direzionale, cioè cavalca i trend del mercato e perciò può essere considerata diversa da quella messa in atto dagli Hedge Funds market neutral.
 - ✦ In questa categoria rientrano le strategie probabilmente più famose che hanno portato alla ribalta mondiale, nel bene e nel male, degli Hedge Funds: **long/short strategies e short selling strategies**. I primi basano l'operatività nello sfruttamento dei trend assumendo posizioni al rialzo o al ribasso assecondando la tendenza dei prezzi del mercato. Simile è la strategia operativa degli short selling funds, con la differenza però che questi sono specializzati nell'assumere posizioni allo scoperto (in vendita).
 - ✦ **Global asset allocation**, questa strategia è tipica dei Global Macro Funds. Sono fondi che si distinguono non tanto per la strategia adottata, investono a 360° su tutti i mercati del mondo soprattutto su titoli liquidi, quanto per le dimensioni dei capitali a disposizione. In genere sono fondi sovrani, appartenenti cioè a Stati che devono reinvestire l'enorme liquidità accumulata con le esportazioni di petrolio, come quello di Abu Dhabi, l'ADIA (Abu Dhabi Investment Authority), primo al mondo per dimensione e che può vantare capitali per 625 miliardi di dollari (fonte: FMI, dati del 2007); o quello norvegese, il Global, che con 322 miliardi di dollari (fonte: FMI, dati del 2007) è il secondo al mondo per dimensioni. Appartiene a questa categoria anche lo storico Quantum di Soros, che nel 1992 speculò contro Sterlina e Lira spingendo fuori la nostra valuta dallo SME e obbligando la Banca d'Italia a svalutare del 7%.
 - ✦ **Distressed Debt**, è la strategia che punta sui fondi che investono nel debito di gruppi in difficoltà economiche. Una strategia molto utilizzata nei primi anni del 2000 quando allo scoppio della bolla internet seguirono altrettanti fallimenti e default di debiti corporate. Oggi, complice l'attuale crisi dei subprime, il tasso di default delle aziende potrebbe ricominciare a crescere con tante opportunità da sfruttare. La strategia Distressed Debt trova buone opportunità di investimento in un'economia in difficoltà e/o durante una fase di recessione economica.

Asset classes considerate

- Sono illustrate le caratteristiche essenziali dei benchmarks scelti per rappresentare le asset classes: tradizionali e alternative (Venture Capital, Rendimenti immobiliari, FoF Hedge e FoF Hedge Multistrategy).
- Il sample temporale di osservazione è gennaio 1994 - dicembre 2007*

<u>Asset Classes</u>	<u>Benchmarks</u>	<u>Ann. Return.</u>	<u>Ann. Volatility</u>	<u>Max Drawdown</u>	<u>Best Month</u>	<u>Sharpe Ratio¹</u>
Titoli di Stato a Lungo Termine Area EURO	ML Euro 10+ Yr Gvt TR in Euro	8.06%	7.02%	-3.85%	10.24%	0.72
Titoli di Stato a Lungo Termine USA	FED US\$ 20+Yr Gvt	4.40%	1.29%	-1.90%	2.77%	1.09
Titoli di Stato a Termine Intermedio Area EURO	ML Euro 5-10 Yr Gvt TR in Euro	6.96%	3.22%	-2.67%	10.25%	1.23
Titoli di Stato a Termine Intermedio USA	FED US\$ 5-10 Yr Gvt	5.72%	2.17%	-2.03%	10.65%	1.25
Titoli di Stato a Breve Termine Area EURO	ML Euro 1-5 Yr Gvt TR in Euro	5.35%	0.66%	-1.13%	4.31%	3.55
Titoli di Stato a Breve Termine USA	FED US\$ 1-5 Yr Gvt	3.85%	1.30%	-1.96%	2.67%	0.66
Corporate Bonds USA	FED US\$ Corporate Bonds	4.11%	0.89%	-1.42%	4.71%	1.26
Corporate Bonds Europe	Corporate Europa	5.62%	1.58%	-2.78%	2.95%	1.66
Large Cap USA	S&P 500 TR	9.90%	29.98%	-15.99%	9.12%	0.23
Large Cap Europe	DJ Euro Stoxx 50	8.14%	39.73%	-15.76%	13.01%	0.13
Small Cap USA	S&P SmallCap 600 TR (c) 2005	11.12%	45.07%	-20.83%	13.10%	0.18
Small Cap Europe	DJ Stoxx Small 200	4.31%	31.26%	-15.93%	11.00%	0.04
Rendimenti Immobiliari	DJW US Reit TR	9.27%	23.21%	-11.78%	11.04%	0.27
Fof Multistrategy	HEDGMSTR Index	9.20%	2.61%	-4.76%	3.61%	2.37
FoF Hedge	HEDGNAV Index	10.84%	7.81%	-7.55%	8.53%	1.00
Cash Italy	Area Euro 1 Month TR	4.38%	0.04%	0.08%	0.63%	36.60

Matrice di Correlazione

- Dalla matrice di correlazione possiamo vedere come gli Hedge Funds hanno una bassa correlazione con le restanti classi di investimento
- La class FoF Multistrategy è quella meno correlata con le altre: il coefficiente di correlazione maggiore è pari a 0.22 con la classe Corporate Bonds Europe

	Titoli di Stato a Lungo Termine Area EURO	Titoli di Stato a Lungo Termine USA	Titoli di Stato a Termine Intermedio Area EURO	Titoli di Stato a Termine Intermedio USA	Titoli di Stato a Breve Termine Area EURO	Titoli di Stato a Breve Termine USA	CORPORATE BONDS USA	CORPORATE BONDS Europa	LARGE CAP USA	LARGE CAP EUROPE	SMALL CAP USA	SMALL CAP EUROPE	Rendimenti Immobiliari	FoF Multistrategy	FoF Hedge	CASH Italy
Titoli di Stato a Lungo Termine Area EURO	1.00															
Titoli di Stato a Lungo Termine USA	-0.56	1.00														
Titoli di Stato a Termine Intermedio Area EURO	0.93	-0.57	1.00													
Titoli di Stato a Termine Intermedio USA	0.70	0.07	0.78	1.00												
Titoli di Stato a Breve Termine Area EURO	0.80	-0.56	0.94	0.71	1.00											
Titoli di Stato a Breve Termine USA	-0.56	1.00	-0.57	0.06	-0.56	1.00										
CORPORATE BONDS USA	0.02	0.71	0.13	0.69	0.18	0.71	1.00									
CORPORATE BONDS Europa	0.85	-0.65	0.84	0.52	0.82	-0.65	-0.08	1.00								
LARGE CAP USA	-0.11	0.34	-0.19	0.02	-0.23	0.34	0.20	-0.13	1.00							
LARGE CAP EUROPE	-0.06	0.29	-0.18	0.01	-0.21	0.30	0.17	-0.05	0.79	1.00						
SMALL CAP USA	-0.18	0.37	-0.25	-0.03	-0.27	0.36	0.21	-0.21	0.75	0.63	1.00					
SMALL CAP EUROPE	-0.12	0.34	-0.22	-0.01	-0.26	0.34	0.19	-0.15	0.71	0.83	0.71	1.00				
Rendimenti Immobiliari	-0.06	0.23	-0.07	0.09	-0.07	0.22	0.21	0.00	0.33	0.27	0.44	0.36	1.00			
FoF Multistrategy	0.20	-0.10	0.19	0.15	0.17	-0.10	0.03	0.22	0.04	0.06	-0.03	0.04	0.03	1.00		
FoF Hedge	0.16	-0.03	0.12	0.12	0.10	-0.03	0.04	0.19	0.46	0.45	0.52	0.47	0.18	0.04	1.00	
CASH Italy	0.00	-0.01	0.01	-0.03	0.08	0.02	0.01	0.13	0.09	0.13	0.00	-0.02	-0.04	0.07	0.14	1.00

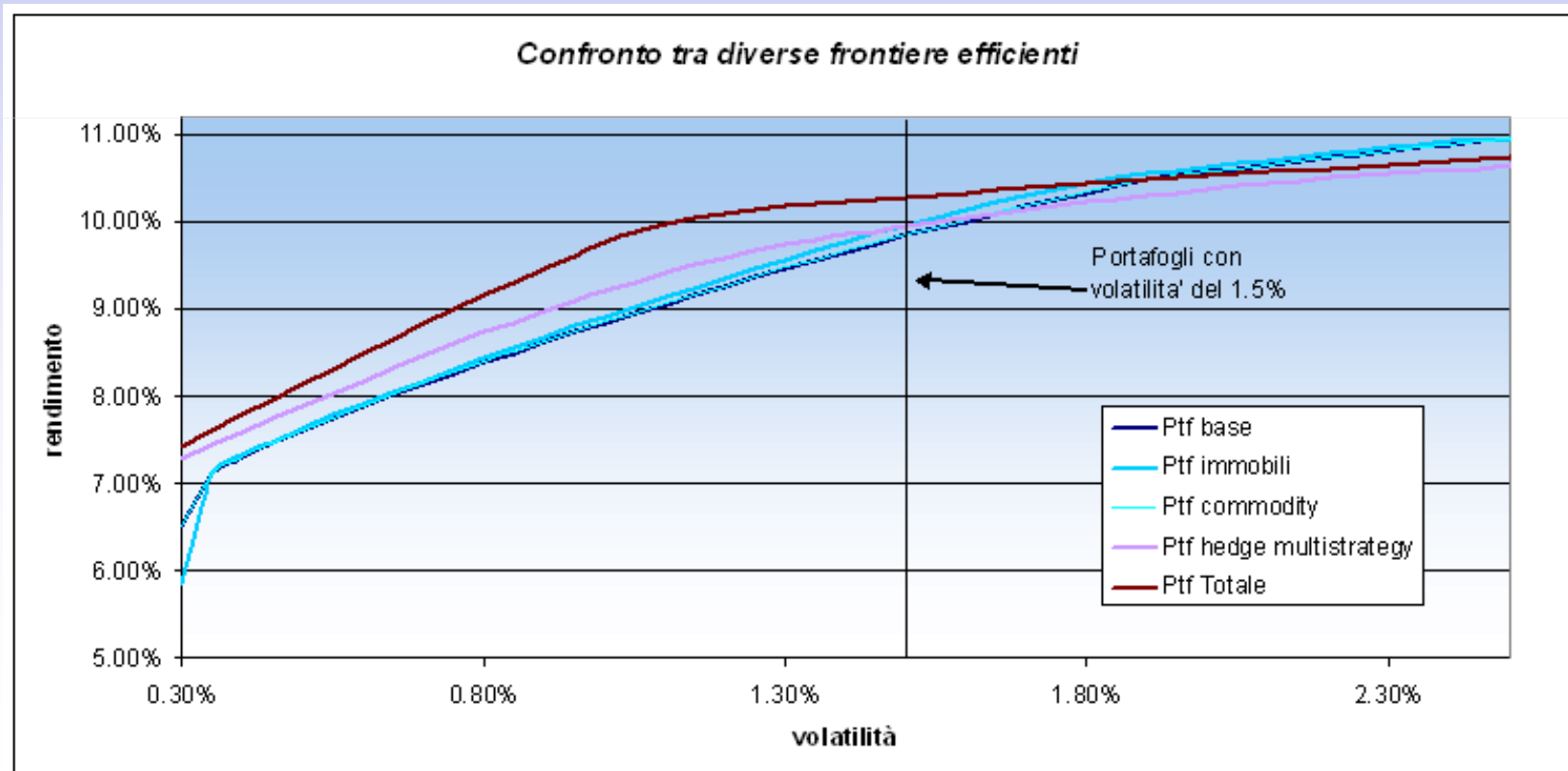
In Blu: $-0.1 \leq \text{corr} \leq 0.1$
 In Rosso: $-1 \leq \text{corr} \leq -0.8$ e $0.8 \leq \text{corr} \leq 1$

Frontiere a confronto

- + Sono state eseguite diverse simulazioni della frontiera efficiente:
 - + frontiera con portafogli tradizionali (bond + equity)
 - + frontiera con portafogli tradizionali e con investimenti immobiliari
 - + frontiera con portafogli tradizionali e con investimenti in commodities
 - + frontiera con portafogli tradizionali e con investimenti in FoFs Hedge Multistrategy
 - + frontiera con portafogli tradizionali e con tutti i precedenti investimenti alternativi

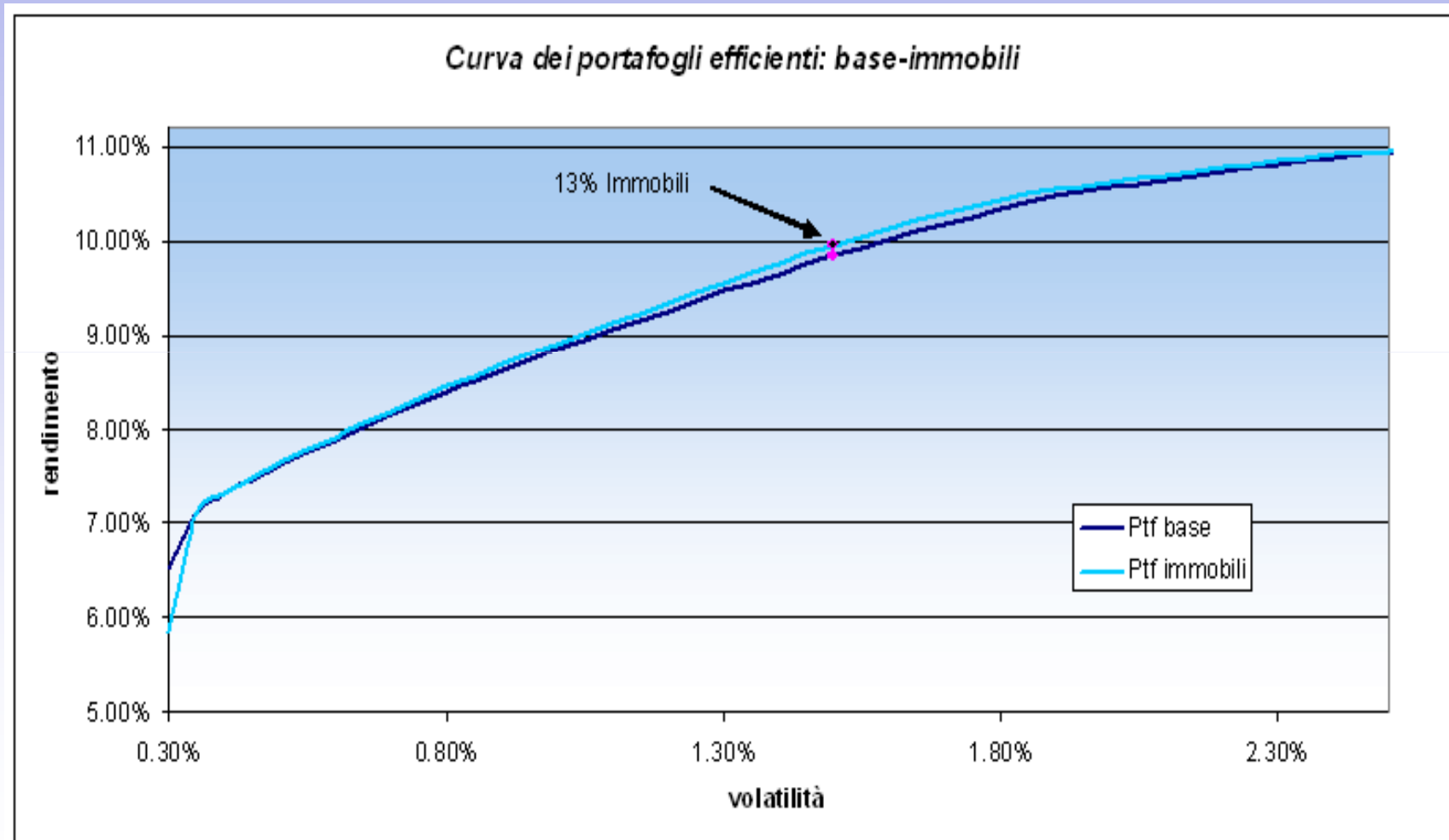
Considerazioni:

- + La frontiera efficiente costituita dai portafogli che considerano la possibilità di investire su tutte le asset classes tradizionali ed alternative è la frontiera che ha rendimenti più alti, rispetto alle altre frontiere che considerano solo una classe di investimenti alternativi
- + La frontiera che ha rendimenti più bassi fissate le volatilità è costituita dai soli investimenti tradizionali
- + Le frontiere rappresentate dal "Ptf tot", "Ptf FoF" e "Ptf Fof+Multistr" sono quasi coincidenti



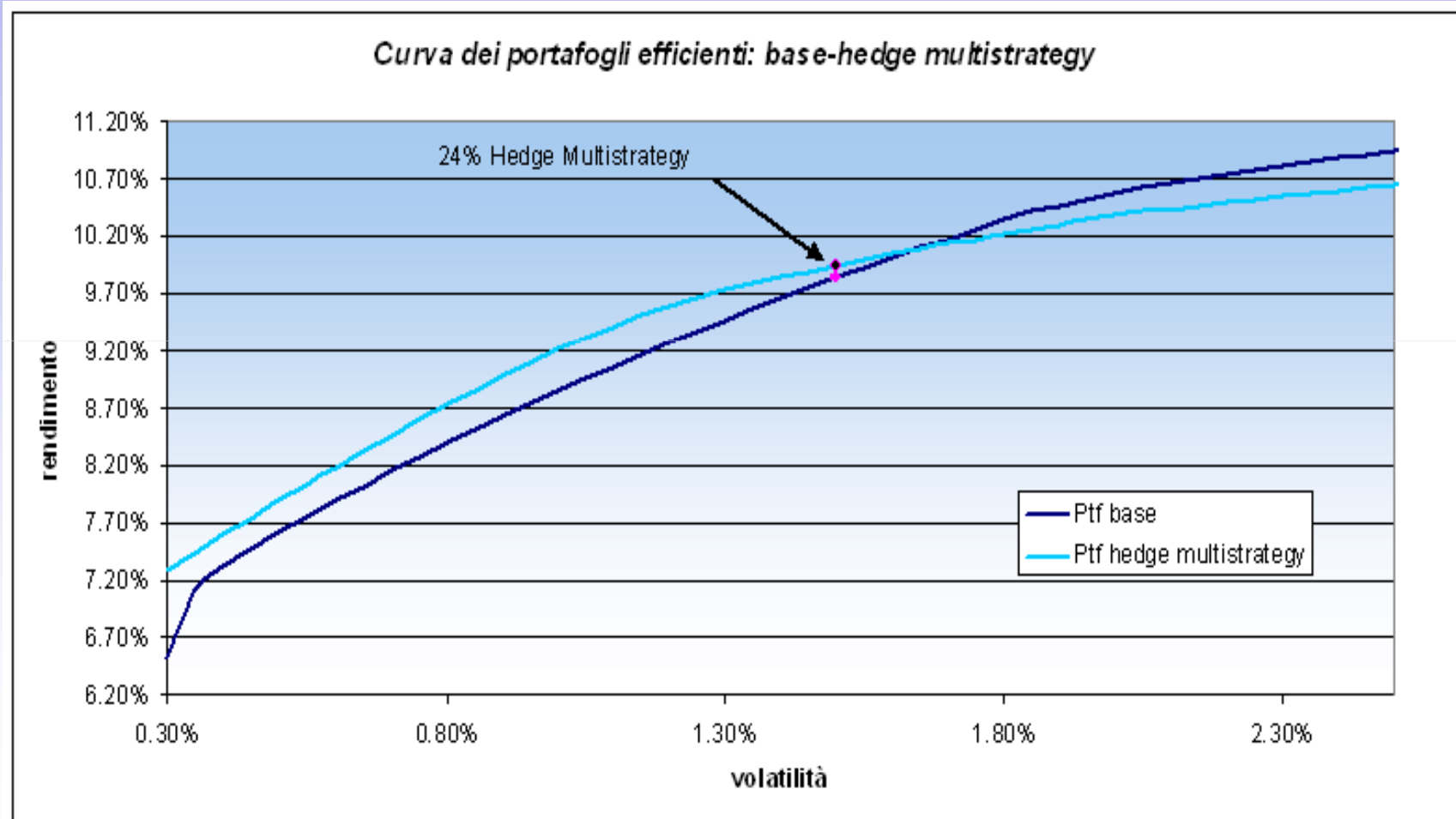
Frontiere a confronto (continua)

- ✚ Consideriamo caso per caso:
 - ✚ Portafoglio tradizionale (Ptf base) con un portafoglio che ha la possibilita' di avere investimenti anche in **immobili**



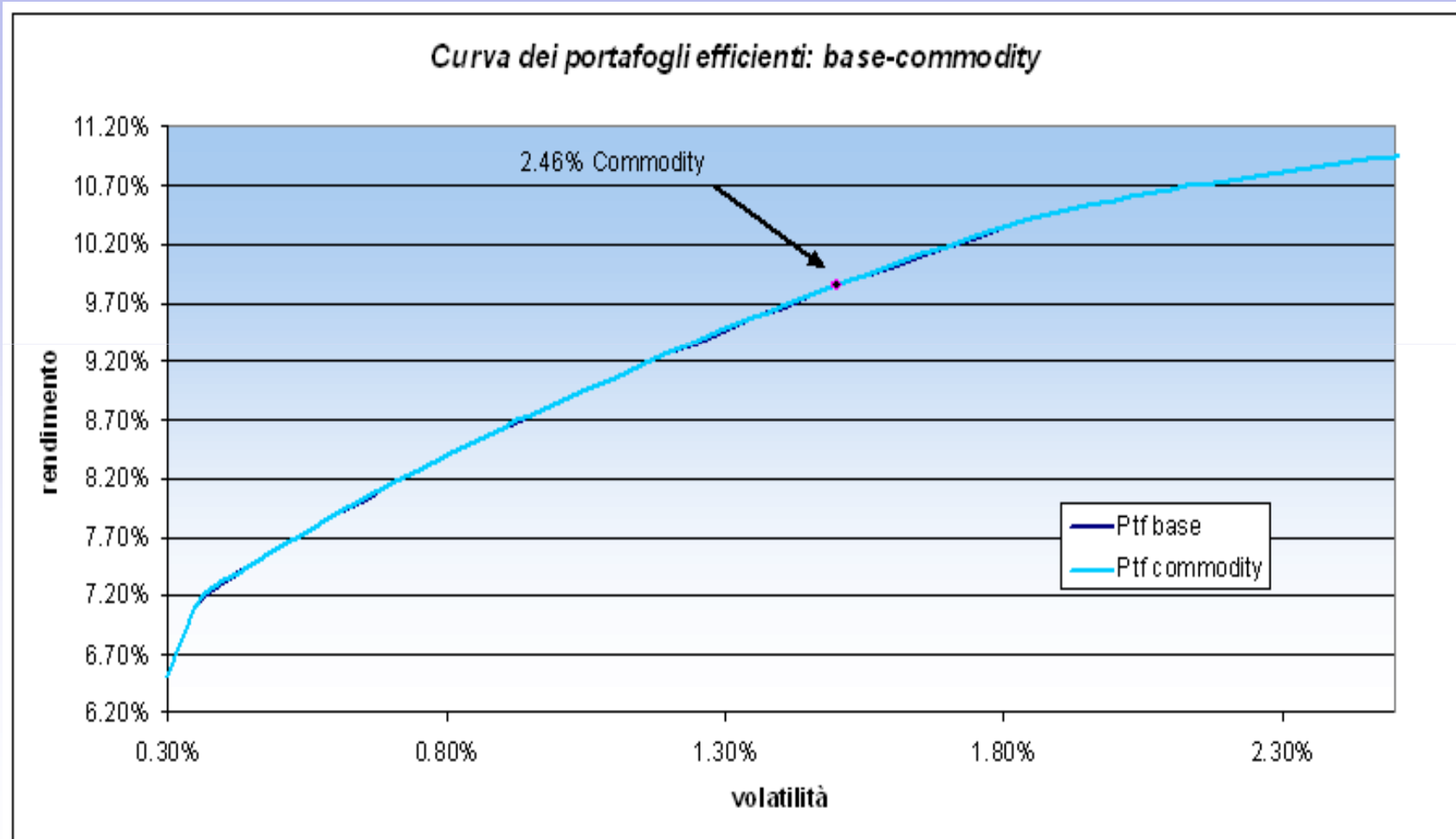
Frontiere a confronto (continua)

- ✚ Consideriamo caso per caso:
 - ✚ Portafoglio tradizionale (Ptf Base) con un portafoglio che ha la possibilità di avere investimenti anche in **FoFs Multistrategy**



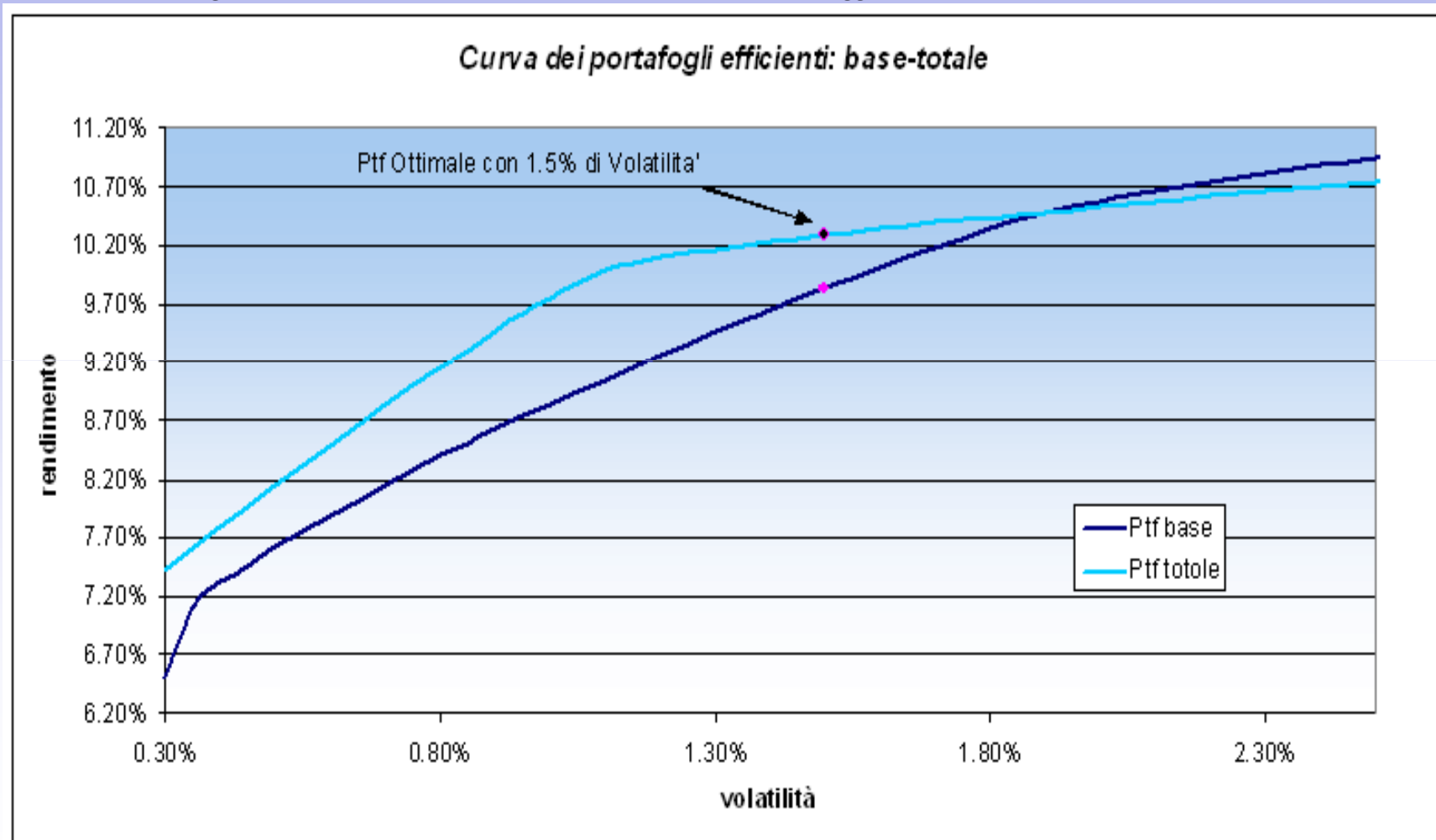
Frontiere a confronto (continua)

- ✚ Consideriamo caso per caso:
 - ✚ Portafoglio tradizionale (Ptf Base) con un portafoglio che ha la possibilità di avere investimenti anche in **Commodity**



Frontiere a confronto (continua)

- ✚ Consideriamo caso per caso:
 - ✚ Portafoglio (Ptf tot) che ha la possibilità di diversificare nel maggior numero possibile di asset classes



Allora è facile...investiamo in Hedge Funds

Ricordate i cigni neri? Quelli che vanno a spasso da un anno nei mercati finanziari?

Beh: Hedge Funds are Black swans' best friends

Perché gli hedge funds usano la leva finanziaria e fanno scommesse sulla coda della distribuzione di probabilità

Perché la categoria degli hedge è frastagliata e le scommesse cambiano nel tempo: un azionario long-short diventa facilmente un event driven o un distressed funds: dipende dai mercati.

Perché la perdita massima di periodo (mensile, trimestrale) è generalmente più elevata a fronte di minori perdite ricorrenti

Perché è molto un business di persone: i gestori fanno scommesse non standard e il talento e l'esperienza di chi scommette fa la fortuna (o la sfortuna) dell'investitore

Allora è facile...investiamo in Hedge Funds (2)

E' necessario disporre di un'attività di risk management robusta

- i. analisi quantitative sofisticate (dei fondi e del loro impatto sul portafoglio totale)
- ii. due diligence continua sui fattori di rischio qualitativi
- iii. uso di peer groups
- iv. analisi di impatto dei macro factors sulle scommesse degli hedge

E di consulenti affidabili...of course:

- ✓ La materia è difficile dunque il consulente deve essere bravo
- ✓ Gli Hedge Funds sono opachi dunque il consulente deve essere trasparente, cioè indipendente

Allora è difficile...non investiamo in Hedge Funds

Si può non investire in Hedge Funds?

Ovviamente si

E' razionale non investire in Hedge Funds?

Ovviamente no:

in mercati volatili e soggetti ad ondate di panico
decorrelarsi è saggio

di in mercati meno problematici di ora perché
privarsi del long short e delle opportunità
di profitto nascoste nelle nicchie?

Se si quanto? E come?

La risposta giusta alla prima domanda è la seguente: dipende dagli altri investimenti presenti, dall'orizzonte temporale e dal grado di tolleranza al rischio (direi anche dalle modalità di contabilizzazione)

Una risposta pratica è la seguente: **per iniziare non più del 20% e forse è preferibile il 10%.**

Alla seconda domanda risponderai così:

**iniziamo con FoHF di tipo
multistrategy oppure con
repliche di indici di HF**

Una cosa molto stupida da **evitare** è la presunzione di saper scegliere pochi fondi single manager /single strategy (ma anche multistrategy) provando a costruirsi un **giardinetto hedge** come se fossero titoli delle Repubblica Italiana.