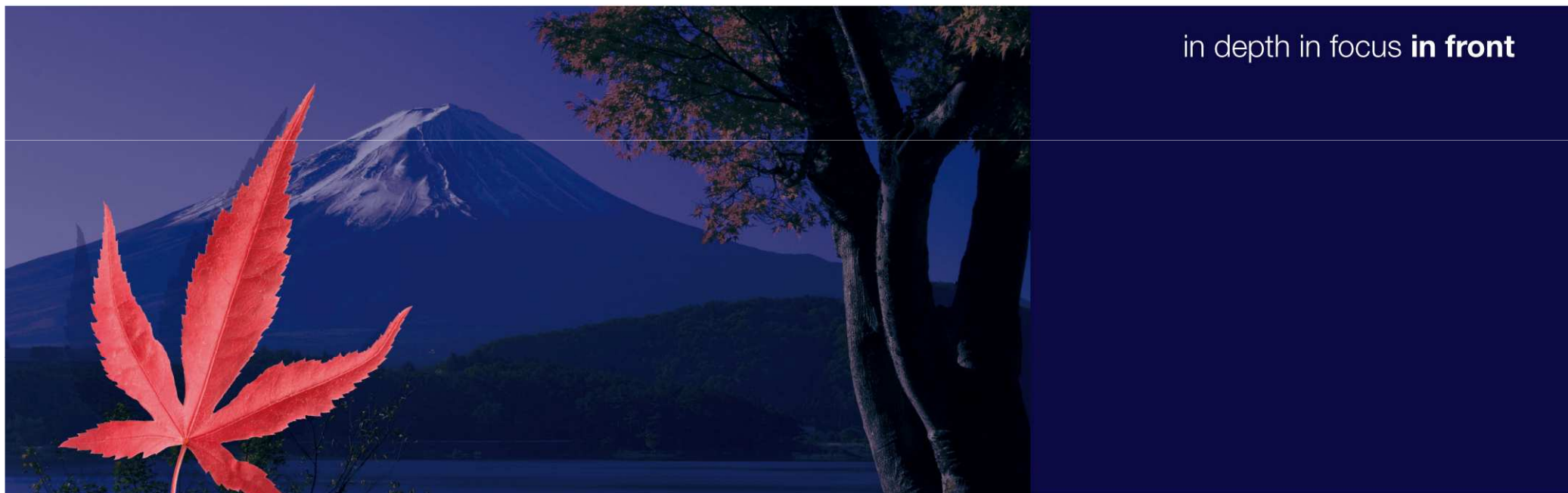


Il Nuovo Mondo dei Fondi di Fondi Hedge



Settembre 2009

A member of the Man Group

Informazioni importanti



Questo materiale è pubblicato da Man Investments Limited, società autorizzata e regolamentata dalla Financial Services Authority, a solo scopo informativo e non costituisce né una raccomandazione né una sollecitazione di alcun genere.

Le informazioni ivi contenute provengono dalla banca dati Man, tranne laddove diversamente specificato. Si rammenta ai potenziali investitori che gli investimenti alternativi possono comportare rischi notevoli e che il valore dell'investimento può tanto diminuire quanto aumentare. Le performance delle negoziazioni non sono garantite e le performance del passato non sono necessariamente indicative dei rendimenti futuri.

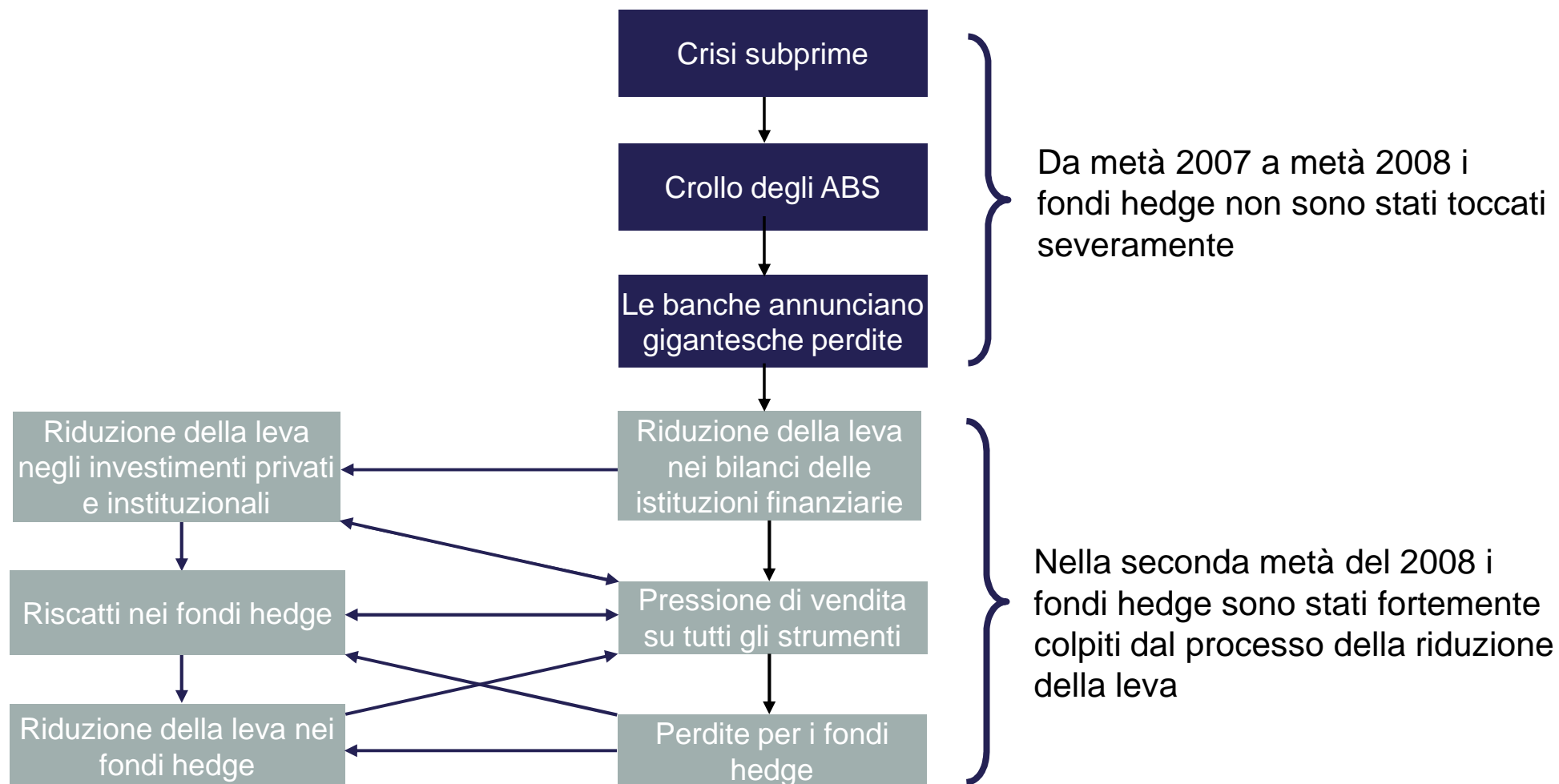
Questo materiale contiene informazioni proprietarie di Man Investments Limited e delle sue consociate e non può essere riprodotto o altrimenti divulgato, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto di Man Investments Limited.

Questo materiale non è destinato agli investitori di Hong Kong e Stati Uniti.

www.maninvestments.com

Il crollo dei mercati finanziari del 2008

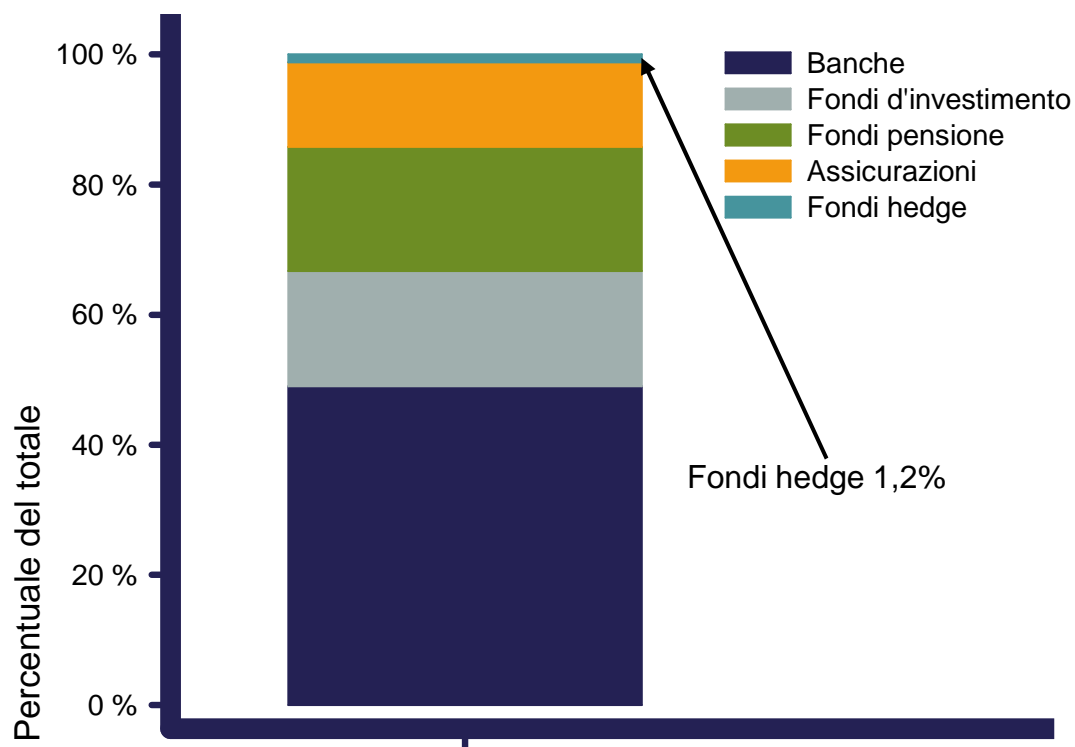
Come l'intero sistema finanziario è stato contaminato dalla crisi subprime



Il crollo dei mercati finanziari del 2008

I fondi hedge sono stati usati come comodo capro espiatorio...

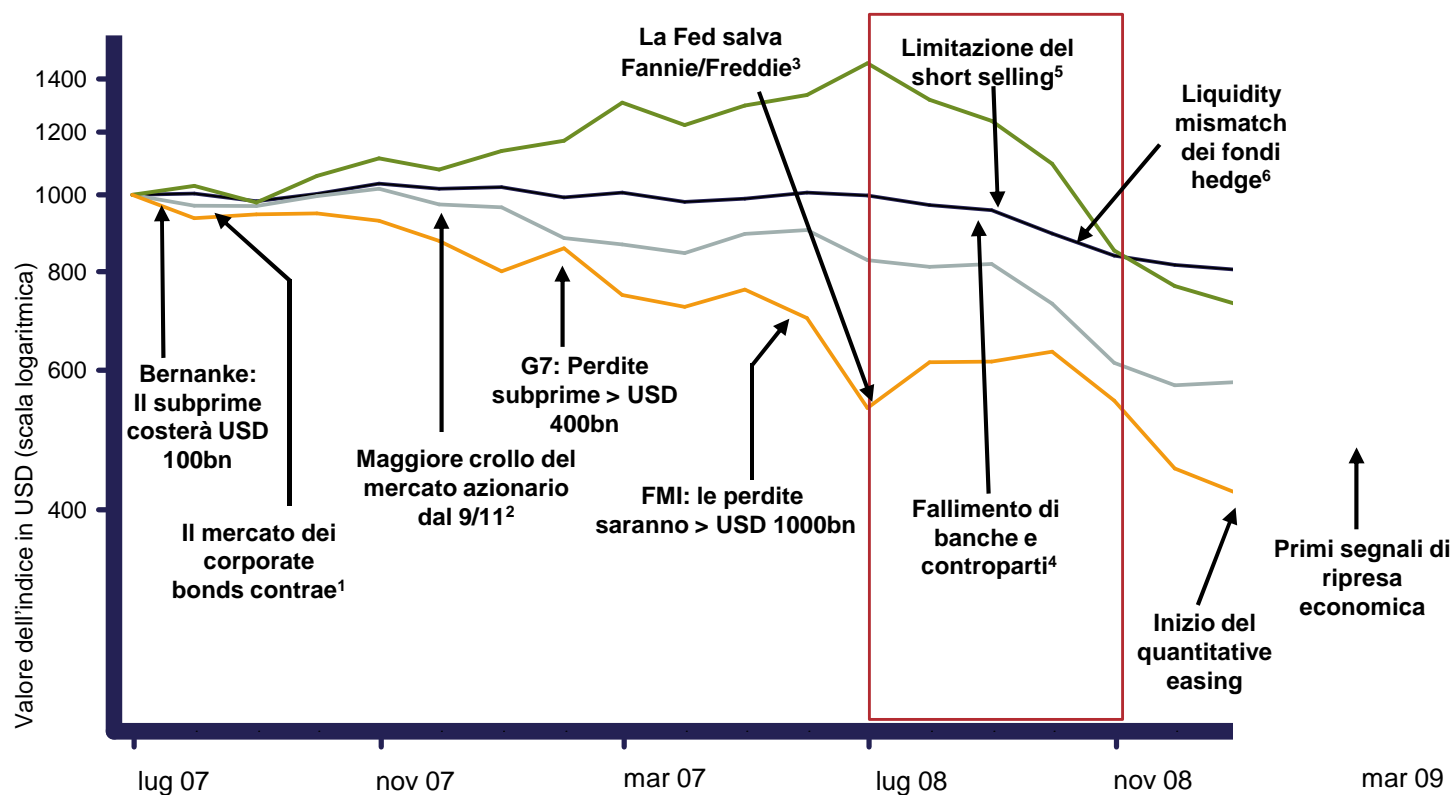
Peso delle varie industrie nel sistema finanziario



...anche se chiaramente non possiedono una massa critica sufficiente per scatenare una crisi di tali dimensioni

Tempi difficili per investitori e asset managers

Dal 1 luglio 2007 al 30 giugno 2009



“Il peggior incubo di ogni risk manager non è quando il mercato crolla, ma quando fallisce”⁷

Source: Bloomberg/BBC/Reuters. World stocks: MSCI World Index hedged to USD (price return). There is no guarantee of trading performance and past or projected performance is not a reliable indicator of future performance. ¹BNP Paribas reports complete evaporation of liquidity. The Fed, the ECB and the Bank of Japan all begin pumping money into the bond markets. ²Stock exchanges in France and Germany fell by 7% on 22 January while the FTSE 100 suffered its sixth-worst daily decline. ³US Congress agreed to underwrite USD 1.54 trillion of collective debts to rescue Fannie Mae and Freddie Mac on 14 July, popularising the 'too big to fail' term. ⁴Hedge Fund service providers such as Prime Brokers abruptly curtailed activity and some went bankrupt, rendering certain hedge strategies unworkable. ⁵Authorities in the US, the UK, France and Germany simultaneously banned the 'shorting' of financial stocks on 19 September. ⁶During October and November, hedge funds suffered a liquidity mismatch, as they struggled to liquidate underlying investments sufficiently quickly to meet a flood of investor redemptions borne of an almost universal desire to de-leverage and de-risk investment portfolios. ⁷Quote: Alexander Ineichen author of 'Absolute Returns: The Risk and Opportunities of Hedge Fund Investing'. Period of market failure highlighted by red box.

Stress dei mercati e fallimento dei mercati

'Flight' to quality e 'flight to cash'



- 'Flight to quality'
 - Liquidazione di investimenti rischiosi per investire in safe 'assets'
 - Maggiori beneficiari: US Treasuries e oro
 - Disturba certi mercati e strategie

 - 'Flight to cash'
 - Svendita di tutti gli investimenti (anche di quelli liquidity e di buona qualità) per ottenere cash
 - Impatto sui fondi hedge
 - Le posizioni long crollano di piu' di quelle short (azioni, credito)
 - 'Short squeeze'
 - Grosse opportunità per certe strategie direzionali che sono ben posizionate all'inizio della crisi
-

La 'flight to quality' causa eventi estremi

Per esempio: lo stile 'relative value' in marzo 2008

- In condizioni normali, piccole discrepanze (per esempio nella curva di rendimento) possono venir sfruttate usando la leva, a meno che ...
- ... si manifesti una dislocazione in cui la perdita eccede le stime offerte da VaR e 'stress scenario'
- Il fondo soffrirà una perdita piu' o meno consistente a seconda di come ha finanziato la posizione
- Se la leva era troppo grossa, dovrà chiudere la posizione nel momento in assoluto piu' sfavorevole



Marzo 2008: spread Japan. Gov. e Swap (7 e 20 anni)

Fallimento dei mercati: settembre e ottobre 2008

La crisi ha colpito tutte le componenti del bilancio dei fondi hedge

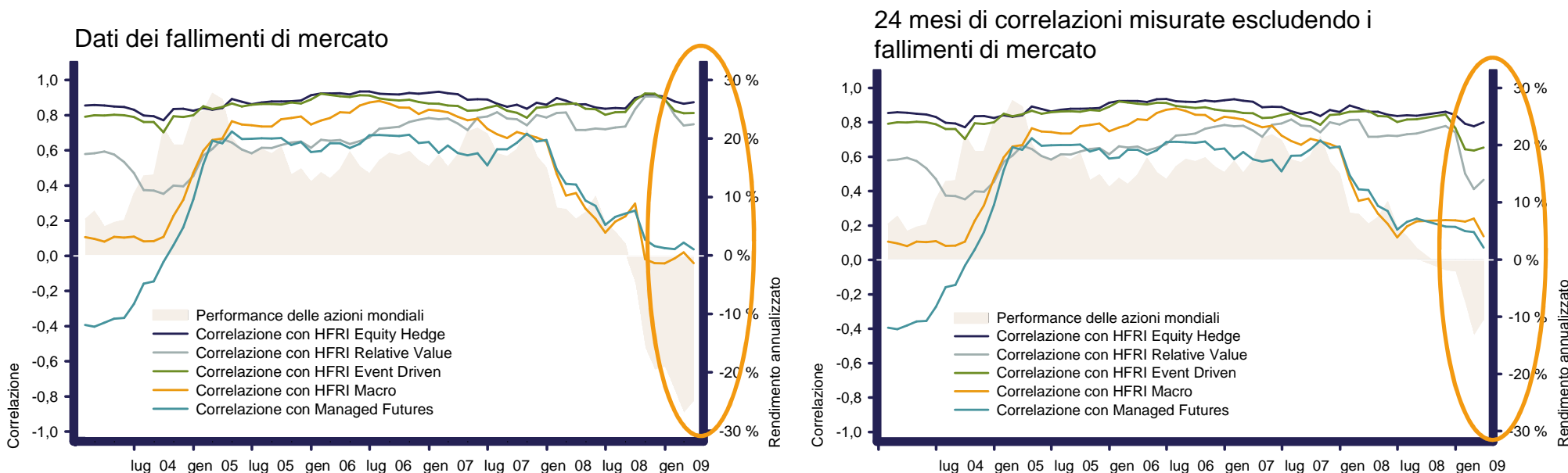


Attivi		Passivi	
Rischio	Investimento	Fonti di finanziamento	Rischio
Rischio di controparte	Liquidità	Linee di credito	Aumento dei costi di finanziamento, finanziamento non disponibile
Margin call	Margini		
		Posizioni corte	Incertezza normativa, aumento dei costi di finanziamento, short squeeze
Paura, panico, fallimento del mercato	Posizioni lunghe		
		Capitale degli investitori	Richieste di riscatto
Rischio di base, rischio di controparte	Derivati (fuori bilancio)		Rischio di base, rischio di controparte

Fonte: Alexander Ineichen, UBS Global Asset Management, A&Q Industry Research, hedge fund industry update, febbraio 2009, p. 33.

Correlazioni con e senza il fallimento dei mercati

Correlazioni tra gli stili dei fondi hedge e i mercati azionari



- Le correlazioni aumentano quando si includono i due mesi di fallimento dei mercati. Managed futures e global macro sono state le eccezioni che hanno protetto il portafoglio
- L'impatto piu' forte del fallimento dei mercati è stato su relative value ed event driven, che includendo questi due mesi diventano molto correlati ai mercati azionari

Fonte: database Man e Bloomberg. Periodo di analisi: da gennaio 2004 a marzo 2009. Le azioni mondiali sono rappresentate dall'MSCI World Total Return Index. I mesi di fallimento del mercato sono settembre e ottobre 2008. Nei grafici di destra sono esclusi dall'analisi.

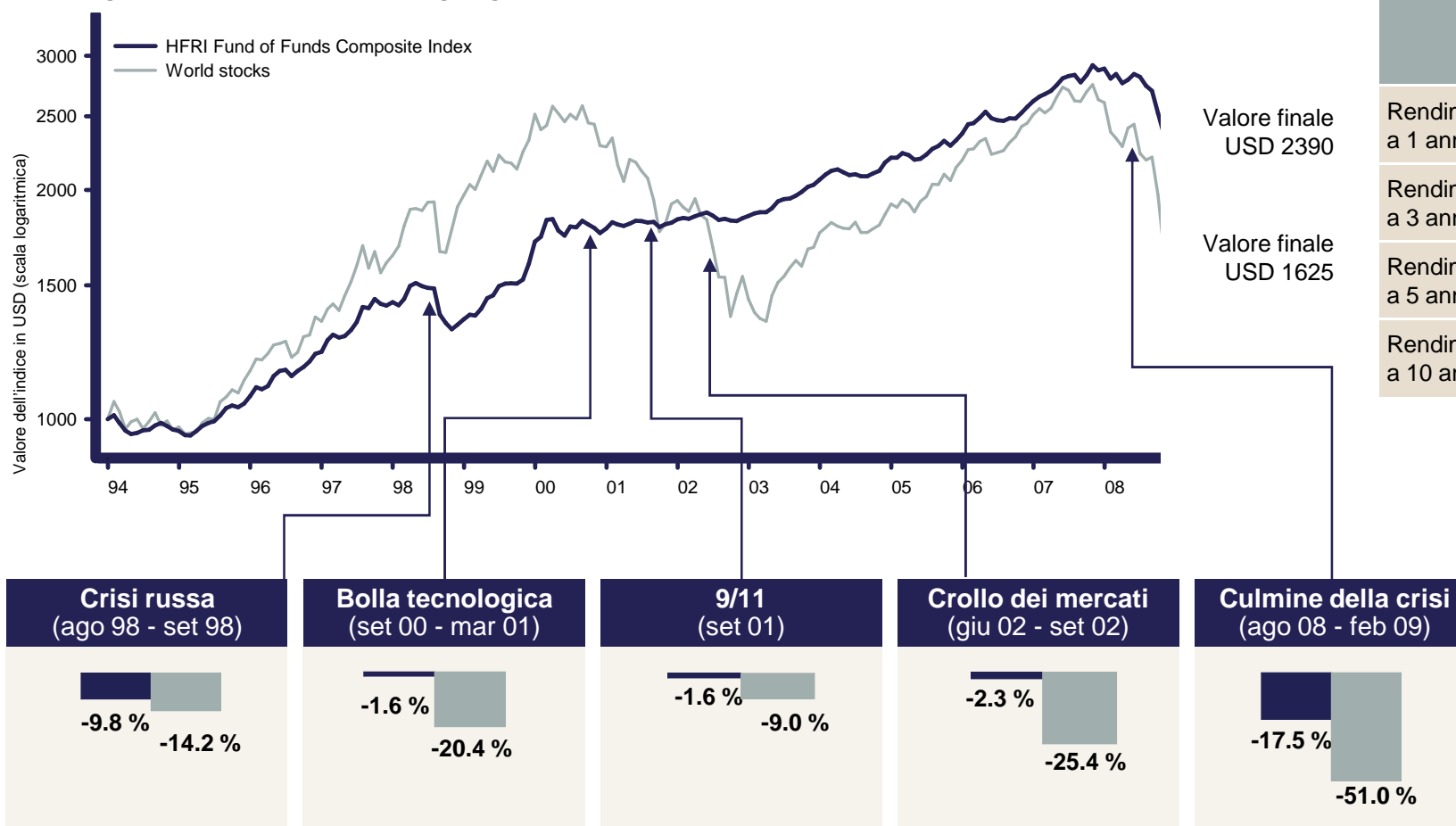
“I fondi hedge riescono a gestire mercati in crollo ma non mercati non funzionanti”

- Se i mercati cessano di funzionare, anche i fondi hedge non possono piu' implementare le loro strategie
 - A causa della totale assenza di liquidità è impossibile ridurre l'esposizione senza realizzare forti perdite
 - Questo causa un aumento di correlazione fra fondi hedge
- Comunque, al contrario della maggior parte degli investimenti, i fondi hedge possono operare con profitto quando i mercati crollano
 - Non hanno bisogno di un mercato in crescita per generare profitti, ma solo di mercati funzionanti e liquidi
- Grazie ad un approccio completamente unico (non basato solo sui fondamentali), i managed futures si sono rivelati l'unico hedge effettivo anche quando nel 2008 i mercati hanno smesso di funzionare

Una prospettiva di lungo termine

Protezione al ribasso

Dal 1 gennaio 1994 al 30 giugno 2009



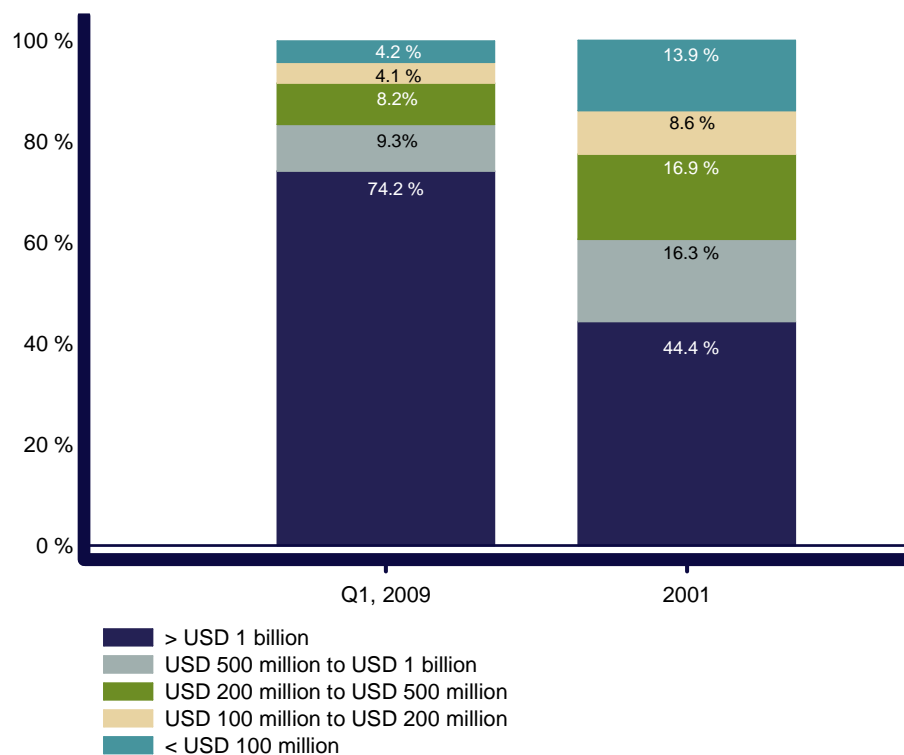
	HFRI Fund of Funds Composite Index	Azioni mondiali
Rendimento a 1 anno	-15.1 %	-27.2 %
Rendimento a 3 anni	-3.2 %	-27.4 %
Rendimento a 5 anni	14.0 %	-10.4 %
Rendimento a 10 anni	59.7 %	-26.8 %

Provenienza dei dati: Bloomberg. I risultati delle negoziazioni non sono garantiti e le performance del passato o le proiezioni di quelle future non sono un indicatore affidabile dei rendimenti futuri. I dati dell'HFRI degli ultimi 4 mesi possono essere soggetti a variazioni. Azioni mondiali: MSCI World Index hedged to USD (price return).

Evoluzione dei fondi hedge

Anche qui un “flight to quality”

I fondi hedge di piccole e medie dimensioni hanno visto la loro quota di mercato scendere dal 56% al 27%



Vantaggi competitivi dei fondi di grandi dimensioni

- Accesso al capitale di finanziamento
- Risk management e governance
- Regolamentazione
- Processi robusti
- Investimenti in ricerca e sviluppo
- Infrastruttura e servizi
- Ritorni consistenti e ampiezza dei prodotti offerti

- Nel mondo dei fondi di fondi hedge, i 10 più grossi managers hanno il 55% del mercato¹

Source: 'HFR Global Hedge Fund Industry Report', Q1, 2009, Hedge Fund Research, Inc. Industry assets by Fund AUM. Figures for calendar year of 2001 compared with equivalent data for Q1, 2009. ¹Source Watson Wyatt Global Alternatives Survey July 2009

Perchè i fondi hedge?

Investimenti tradizionali in azioni ed obbligazioni comparati ai fondi hedge



Investimenti tradizionali

- Opportunità limitate
- Dipendenti dal beta
- Obiettivi di ritorno relativi al benchmark
- Commissioni costanti
- Limitate possibilità di diversificazione
- Dispersione inefficiente del rischio

Fondi hedge

- ✓ Possono sfruttare le distorsioni del mercato
- ✓ Generano alfa
- ✓ Obiettivo di ritorno assoluto
- ✓ Commissioni allineate alla performance
- ✓ Ampio numero di strategie
- ✓ Migliore rapporto rischio/ritorno

Fino alla metà del 2007 molti asset managers (e anche alcuni fondi hedge) usavano la bassa volatilità, i mercati in forte salita e la facilità di ottenere credito a basso costo per ottenere ritorni di tipo beta

Nel mondo attuale caratterizzato da un forte de-leveraging, da bassissimi tassi d'interesse e dall'assenza di chiare direzioni di mercato, i fondi hedge sono ben posizionati per sfruttare le inefficienze del mercato e ottenere rendimenti di tipo alfa

Futuro dei fondi hedge per gli investitori istituzionali

Fondi di fondi hedge tradizionali

- Diversificazione
 - Esposizione dinamica
 - Accesso ad alfa e beta alternativo
- Selezione di fondi e Managed Accounts
 - Aumento di importanza della due diligence operativa
 - Risk management iniziale e periodico
- Strategie di overlay a livello di fondi di fondi hedge e sui managed accounts
- Controllo del gap di liquidità
- Economia di scala: 'buy' versus 'make'
 - Dato che i costi per la due diligence sono fissi, il fondo di fondi hedge conviene a meno che l'investitore non abbia una grossa somma da investire



I fondi di fondi hedge continuano a generare valore aggiunto

Poiché i costi di due diligence sono essenzialmente fissi, maggiori sono le dimensioni del fondo di fondi, minori sono le commissioni per dollaro di attività. Nel complesso, un investitore che si affaccia sull'universo degli hedge fund spende circa USD 1,5-2 milioni per investire nei primi 20 hedge fund. Il gestore del fondo di fondi applica una commissione pari all'1% del patrimonio gestito e spende USD 2 milioni per creare un portafoglio di 20 hedge fund. Il gestore raggiungerebbe il punto di pareggio a quota USD 200 milioni. In altre parole, per un'allocazione inferiore a USD 200 milioni, all'investitore conviene scegliere il fondo di fondi. I fondi di maggiori dimensioni tendono ad affidarsi in misura maggiore a fornitori di servizi «noti» (revisori, amministratori, consulenti ecc.).

Futuro dei fondi hedge per gli investitori istituzionali

Strategie focalizzate



- Diversificazione reale:
 - Managed futures: approccio differente
 - Insurance linked: diverso premio per il rischio

- Complemento agli investimenti tradizionali
 - Azionari -> equity long / short
 - Credito -> convertible bonds, distressed debts
 - Commodities -> Fondi hedge commodity
 - Private equity -> Fondi hedge con lungo lock-up (p.e. nelle energie alternative)



Fondi di fondi hedge concentrati su strategie specifiche

Futuro dei fondi hedge per gli investitori istituzionali

Vecchi e nuovi temi



- La trasparenza è aumentata di importanza
 - La trasparenza piena puo' essere ottenuta solo con i managed accounts
 - Per i fondi l'esposizione ai mercati viene ottenuta direttamente dal manager su base mensile
- Ancora piu' attenzione sulla due diligence operativa
 - Conseguenza logica del caso Madoff
 - Team dedicato e indipendente che applica standards di best practice
- Risk overlays come strumenti per ridurre l'esposizione in situazioni di stress
 - Controllo del beta con index futures per ridurre l'impatto di un crash
 - Strategie long volatility

Futuro dei fondi hedge per gli investitori istituzionali

I managed accounts soddisfano molte necessità degli investitori



- **Trasparenza**
 - Permette una migliore reportistica giornaliera, basata sui dettagli delle posizioni
 - Possibilità di fare risk management quasi come a livello del fondo hedge
 - Facilita il processo di risk overlay
 - **Liquidità**
 - Evita il rischio che il manager imponga un gate o sospenda le redemptions
 - Sempre rispettando la liquidità naturale del mercato
 - **Controllo dei rischi operazionali (frode compresa)**
 - Prime brokers, custodians, auditors, VSP ed amministratori sono entità indipendenti
 - Controllo del cash e del rischio di controparte
 - Investment Management Agreement rescindibile o modificabile in ogni momento
 - Il managed account puo' essere sottratto al controllo del manager
 - **Flessibilità: possibilità di definire il proprio programma d'investimento**
-

Futuro dei fondi hedge per gli investitori istituzionali

Un futuro favorevole per i managed accounts



- Le attuali condizioni di mercato permettono di ottenere
 - managed accounts con managers di altissima qualità che in precedenza non erano disponibili ad implementare tale soluzione
 - Portafogli di managed accounts con una migliore diversification fra stili, comprendenti relative value e distressed

Man Investments ha espanso la piattaforma dei managed account includendo anche managers esperti, in ogni stile e strategia

- La piattaforma dei managed accounts lanciata nel 1998 si dimostra capace, grazie alla sua sofisticata infrastruttura e ai teams di specialisti (risk management, team legale), di garantire controllo, liquidità e trasparenza



La piattaforma dei managed accounts è tra le più sofisticate nell'industria ed è in grado di soddisfare la maggiore attenzione dei clienti verso il controllo, liquidità e trasparenza che ha seguito la crisi del 2008

Perchè adesso?

Rendimenti superiori ad azioni, obbligazioni ed immobili nella prima metà¹ del 2009



	Fondi hedge	Azioni	Obbligazioni	Immobili
2008	-21.4 %	-39.9 %	9.2 %	-37.7 %
Q1, 2009	0.4 %	-10.4 %	-0.2 %	-31.9 %
Q2, 2009	4.8 %	15.7 %	-0.6 %	28.8 %
1H, 2009 ¹	5.4 %	3.7 %	-0.8 %	-12.2 %
Volatilità ¹	9.1 %	23.8 %	4.3 %	50.9 %

- Rendimento costante nel tempo
- Minore volatilità
- Miglior rapporto rischio/rendimento

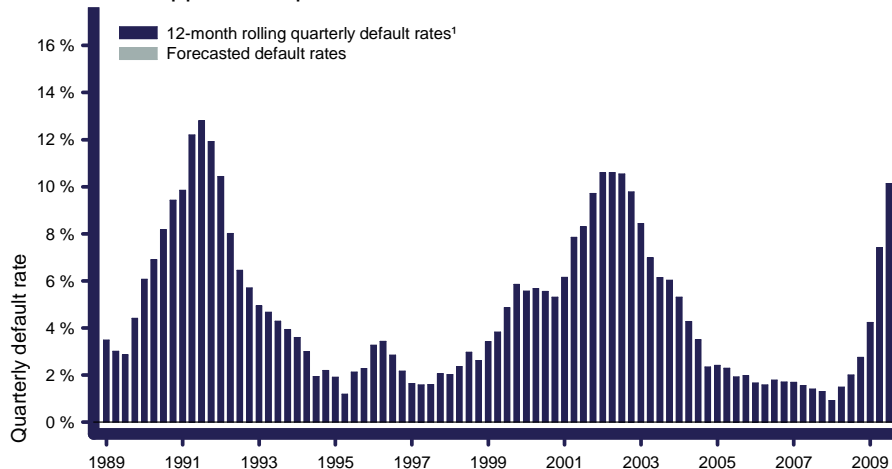
Source: Bloomberg. There is no guarantee of trading performance and past performance is no indication of current or future performance/results. Hedge funds: HFRI Fund of Funds Composite Index. Equities: MSCI World Index hedged to USD (price return). Bonds: Citigroup World Government Bond Index hedged to USD (total return). Real estate: FTSE NAREIT Equity TR Index. Please note that the HFRI index data over the past 4 months may be subject to change. ¹Analysed period: 1 January 2008 to 30 June 2009.

Perchè adesso?

La crisi ha prodotto opportunità per i fondi hedge



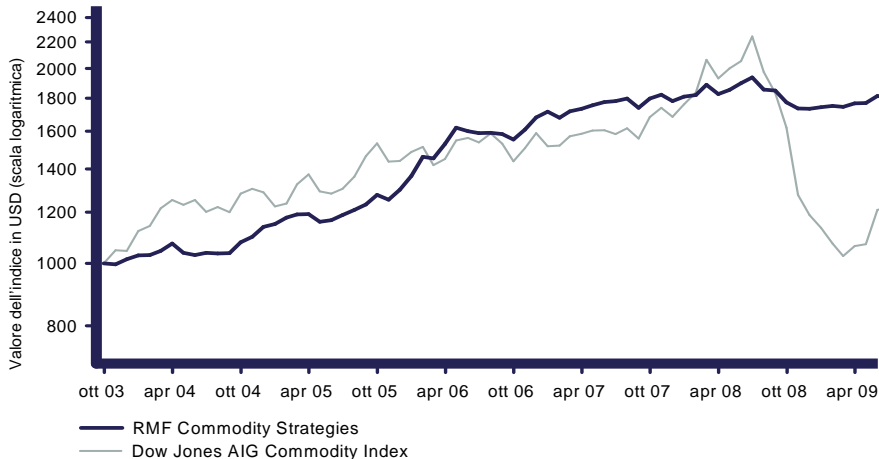
Incredibili opportunità per lo stile distressed



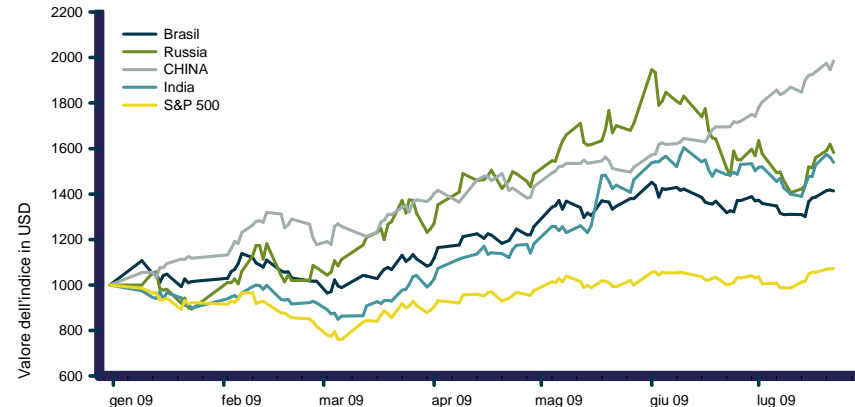
Valutazioni convenienti delle obbligazioni convertibili



Forte trend nel mercato delle commodities



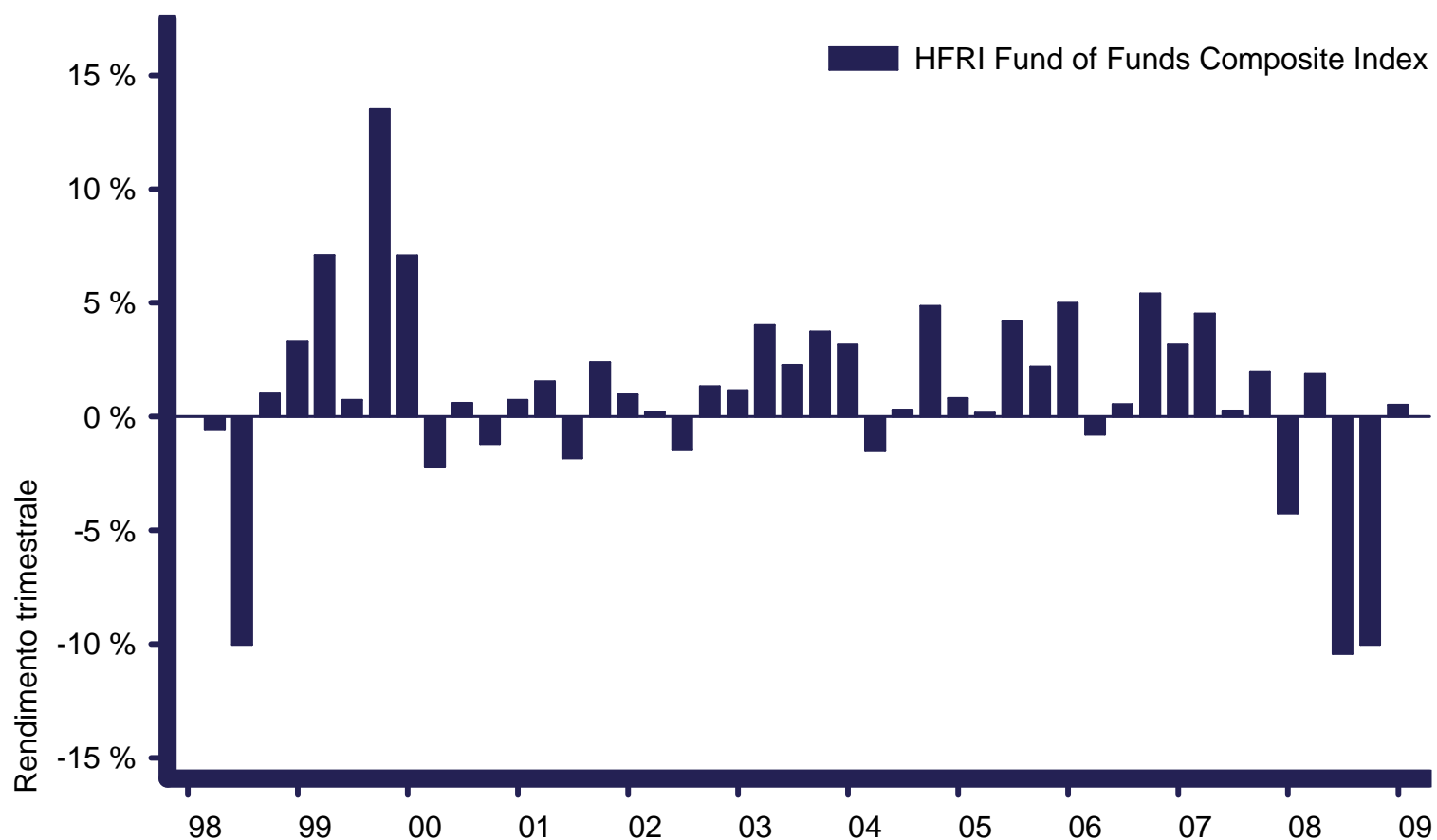
Rottura delle relazioni storiche fra i mercati



Source: Bloomberg and Man database ¹Figures for default rates compiled by Moody's Investor Service. There is no guarantee of trading performance and past performance is not necessarily a guide to future results.

C'è potenziale per un forte recupero

La storia suggerisce che ci sarà un forte recupero



.....che infatti è iniziato....

Fonte: Bloomberg. Le performance delle negoziazioni non sono garantite e le performance del passato non sono necessariamente indicative dei rendimenti futuri. Si attira l'attenzione sul fatto che i dati dell'indice HFRI degli ultimi 4 mesi possono subire delle variazioni. Range dei dati: dal 1° gennaio 1998 al 31 marzo 2009.

Perchè i fondi hedge?

Rendimenti sopra la media seguono storicamente periodi di drawdown



Rank	Profondità	Inizio	Minimo	Fine	Rendimento nei 12 mesi susseguenti il drawdown
1	-22.2%	31 ott 07	31 dic 08	n/a	n/a
2	-13.1%	30 apr 98	31 ott 98	31 ott 99	16.3 %
3	-6.0%	31 gen 94	28 feb 95	31 ago 95	15.0 %
4	-4.9%	31 mar 00	31 mag 00	31 gen 02	4.6 %
5	-2.7%	30 apr 06	31 giu 06	30 nov 06	14.9 %
6	-2.5%	31 mag 02	31 ott 02	28 feb 03	10.9 %

- In 4 degli ultimi 5 drawdowns, il rendimento dei fondi hedge nei 12 mesi seguenti è stato significativamente piu' alto del rendimento storico¹
- I fondi hedge sembrano aver iniziato un forte recupero dopo la crisi del 2008²

Source: Bloomberg. There is no guarantee of trading performance and past performance is no indication of current or future performance/results. Returns may increase or decrease as a result of currency fluctuation. Data shown for HFRI Fund of Funds Composite Index. Date range: 1 January 1994 to 30 June 2009. ¹As at 30 June 2009 HFRI Fund of Funds Composite Index had an annualised return of 5.8%. ²Source: Credit Suisse/Tremont Study on Hedge Fund performance over the first-half of 2009 – the study found that hedge fund performance has been stronger in the six-month period ending 30 June 2009 than it was over comparable timeframes following the 1994 Asian currency crisis and the 2000 Tech bubble burst.