

**S O P A F**

---

**CAPITAL MANAGEMENT SGR**

**Gli asset decorrelati come vera opportunità di  
investimento**

2, Ottobre 2009

**Sopaf Capital Management SGR S.p.A.**

---

## **Gli asset decorrelati come vera opportunità di investimento**

---

- |          |   |
|----------|---|
| <b>1</b> | <b>Rischi impliciti nello scenario attuale</b>      |
| <b>2</b> | <b>Asset class innovative</b>                       |
| <b>3</b> | <b>I desiderata degli Investitori Istituzionali</b> |
| <b>4</b> | <b>Sostenibilità ed adeguatezza</b>                 |
| <b>5</b> | <b>Costruzione portafoglio multi-asset class</b>    |
| <b>6</b> | <b>Risultati analisi</b>                            |
| <b>7</b> | <b>Osservazioni conclusive</b>                      |

THINK ALTERNATIVE



**Gli asset decorrelati come vera opportunità di investimento**

## Rischi impliciti nello scenario attuale

- Prematuro rallentamento della Cina che sta conducendo la ripresa globale: questo traino può realmente durare?
- Prematuro inasprimento dagli USA ed Europa: molte paure per la montagna di denaro creata dalle banche centrali per imbrigliare l'inflazione.
- Timori per la pressione fiscale: se i governi "tirano le briglie" questo stroncherà sul nascere la ripresa?
- Potrebbe l'inflazione tornare più prepotentemente delle attese, senza pressione monetaria o fiscale?
- I consumi terranno? Finora massicciamente sostenuti in modo innaturale, collasseranno alla fine di questi programmi?
- Tutti pronti per un "riequilibrio globale"? Ovvero i paesi perennemente in surplus (Cina e Germania) sono pronti ad impiegare i loro risparmi?
- Potremmo rivedere la stagflazione, contemporanea presenza di un aumento generale dei prezzi (inflazione) e mancanza di crescita dell'economia in termini reali (stagnazione)? I cambiamenti strutturali che stiamo sperimentando potranno ricreare alcune delle condizioni che hanno permesso alla stagflazione di dominare negli anni 70?

## Rischi impliciti nello scenario attuale

La congiuntura negativa ed il crollo nei livelli di fiducia degli investitori non deve portare a commettere i classici errori di investimento

- concentrarsi troppo e troppo tardi in aree dove la maggior parte dei guadagni sono già stati realizzati (es. corporate bonds);
- trascurare asset class colpite duramente ma pronte a recuperare valore.

Questa crisi ha imposto diversi cambiamenti agli asset manager che hanno reagito:

- rivedendo la loro “value proposition” focalizzandosi sul core business;
- raffinando il proprio modello operativo e di controllo del rischio;
- preparandosi a rispondere alle esigenze dei clienti aumentando il livello di personalizzazione e la qualità del servizio.

## Asset class innovative

Un recente studio di **Boston Consulting Group** conferma l'importanza per la clientela istituzionale di una sempre maggiore diversificazione e l'interesse per prodotti innovativi che permettano di raggiungere gli obiettivi, con la massima attenzione alla chiarezza del processo di investimento e del controllo del rischio.

Quali prodotti:

**Hedge fund**, per ottenere un premio di rendimento dato dalla possibilità di tali fondi di investire in strumenti sofisticati che consentono di amplificare le performance (ad esempio, attraverso l'uso della leva e di strumenti derivati) e di gestire i rischi grazie alle coperture che tipicamente tali fondi utilizzano (principalmente tramite derivati, ma anche vendite allo scoperto). Si tratta di strumenti finanziari gestiti in modo imprenditoriale, in grado dunque di cogliere più velocemente le opportunità, anche di nicchia, che si presentano nei mercati, sia attraverso strategie direzionali, sia attraverso arbitraggi di tipo "cross asset class".

**Private equity**, per fornire anche leva di espansione dell'economia reale ed un'opportunità d'investimento a rischio potenzialmente più elevato, ma con attese di alti rendimenti; ritornare a fare "finanza per lo sviluppo".

**Real estate**, per orientarsi su un'importante asset class che offre promesse di crescita superiori alla media, grazie anche allo sviluppo di iniziative del settore che prevedono l'utilizzo dei fondi immobiliari per la realizzazione di immobili di edilizia residenziale/commerciale ovvero promozione di strumenti finanziari innovativi per la valorizzazione e l'incremento dell'offerta abitativa in locazione; nonché con l'ulteriore leva di espansione potenzialmente offerta dal nuovo scudo fiscale.

## **I desiderata degli Investitori Istituzionali**

La gestione finanziaria degli investitori istituzionali dovrebbe perseguire un'esposizione ad asset class con caratteristiche, in termini di scadenza e rischio tasso, in linea con la struttura del proprio passivo, favorendo pertanto il raggiungimento di un costante bilancio tecnico.

Questo impatta sulla definizione dell'asset allocation strategica con obiettivi di rendimento del patrimonio identificati in termini di spread rispetto al "costo" del passivo.

## **Sostenibilità ed adeguatezza**

Per poter garantire il rendimento obiettivo identificato, la gestione finanziaria degli investitori istituzionali deve perseguire un'esposizione "controllata" alle diverse asset class con un rendimento obiettivo tale da garantire un sistema previdenziale sostenibile ed adeguato.

La ricerca di rendimenti stabili e bassa correlazione tra gli investimenti hanno orientato il Gruppo Sopaf su nuove forme di prodotto al fine di realizzare strategie fortemente specializzate, investendo anche in asset class meno liquide, ma tenendo sempre sotto controllo il rischio.

Utilizzare quindi prodotti alternativi, decorrelati dai mercati finanziari al fine di stabilizzare il rendimento di portafoglio.

## Costruzione portafoglio multi-asset class

In questa sede si propone un esercizio per la costruzione di un portafoglio multi-asset class, in cui accanto alle classi tradizionali vengono incorporate anche quelle alternative (*hedge*, *immobiliare*, *private equity*), tenendo conto della loro correlazione.

L'approccio seguito nella costruzione del modello permette di includere in modo esplicito la componente di aleatorietà mediante una struttura a scenari.

Le fasi di costruzione del portafoglio ottimo sono le seguenti:

- la generazione di 10000 scenari per 360 periodi temporali utilizzando la metodologia del “*bootstrapping non parametrico*” (estrazione casuale dalle serie dei rendimenti storici analizzati) questo perché la distribuzione di frequenza dei rendimenti di asset class quali FoHF e Private Equity non può essere rappresentata da distribuzioni predefinite. Si ritiene che tale metodo risulti adeguato, in quanto permette di ottenere i diversi rendimenti senza fare alcuna ipotesi sulla forma della loro distribuzione;
- l'impostazione e la risoluzione di un problema di “*programmazione stocastica*” (sistema di equazioni) atto a minimizzare la volatilità simulata di periodo (cioè la variabilità dei rendimenti ottenibili alla fine del periodo di simulazione). La programmazione stocastica costituisce infatti un approccio particolarmente adatto per affrontare problemi dinamici di ottimizzazione in condizioni di incertezza.

## Costruzione portafoglio multi-asset class

Di seguito le diverse combinazioni di asset class utilizzate nelle 4 simulazioni condotte:

**Ipotesi 1:** Asset Class tradizionali rappresentate dai seguenti indici:

- Euribor 1M: proxy della liquidità
- JPM Europe TR in Euro: proxy della redditività del mercato obbligazionario europeo
- MSCI Emu TR: proxy della redditività del mercato azionario Emu
- ML Emu Corporate Index TR: proxy del mercato Emu dei corporate bonds

**Ipotesi 2:** Asset Class tradizionali + *Indice Hedge Fund*:

- CSFB Tremont Long/Short Equity Index: proxy dell'andamento dei fondi hedge con strategia Long/Short Equity

**Ipotesi 3:** Asset Class tradizionali + *Indice Hedge Funds* + *Indice Private Equity*:

- S&P Listed Private Equity Index

**Ipotesi 4:** Asset Class tradizionali + *Indice Hedge Funds* + *Indice Private Equity* + *Indice Fondi Real Estate*

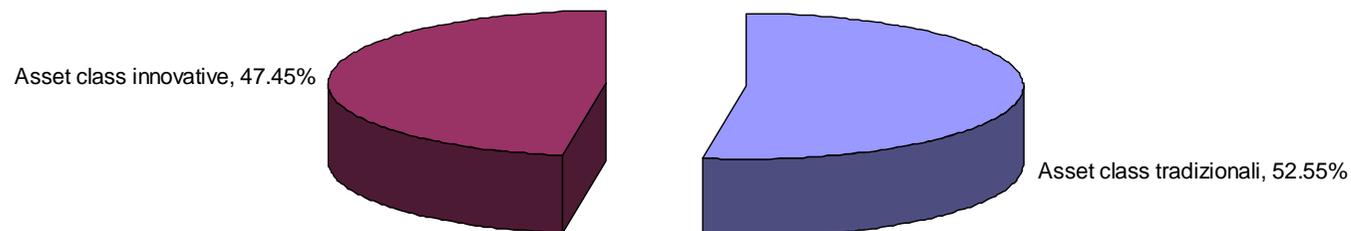
- BNLFI Italian Real Estate

## Risultati ottenuti: composizione Portafogli

Dalle 4 simulazioni svolte, di seguito i pesi delle diverse asset class nei portafogli ottimi:

Tabella 1	Ptf 1	Ptf 2	Ptf 3	Ptf 4
<i>Euribor 1M</i>	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
<i>JPM Europe TR in Euro</i>	31.12%	23.60%	18.95%	16.04%
<i>MSCI Emu TR</i>	29.75%	22.45%	17.64%	14.57%
<i>ML Emu Corporate Index TR</i>	34.13%	25.67%	19.72%	16.94%
<b>CSFB Tremont Long/Short Equity Index</b>	0.00%	23.28%	19.24%	15.82%
<b>S&amp;P Listed Private Equity Index</b>	0.00%	0.00%	19.45%	16.16%
<b>BNLFI Italian Real Estate Funds</b>	0.00%	0.00%	0.00%	15.47%
	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

### Ptf Asset Class tradizionali e innovative



La procedura di ottimizzazione considera premiante l'introduzione di nuove Asset Class

(il peso assegnato alle nuove classi nel portafoglio finale è pari a 47.45%).

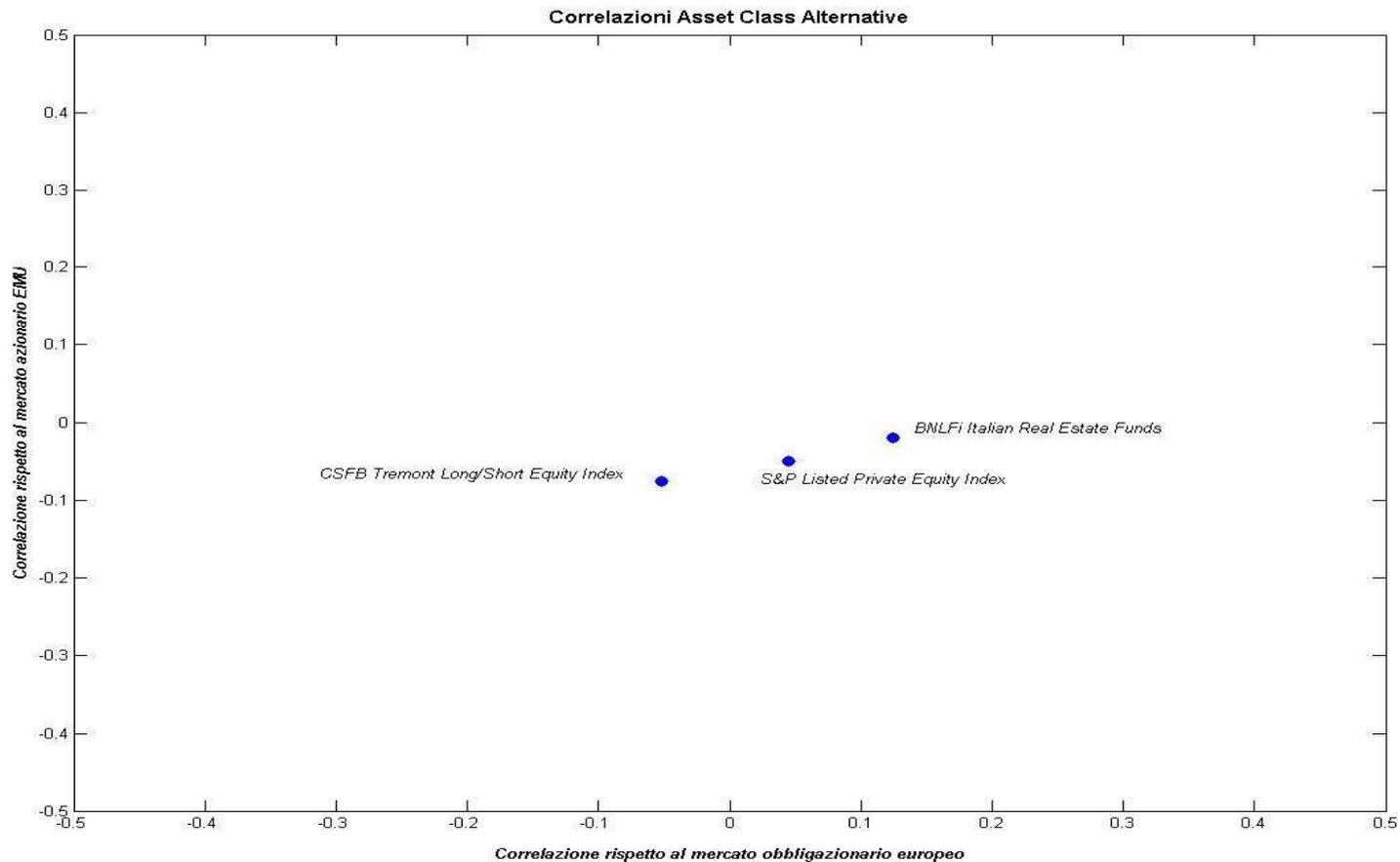
## Statistiche portafogli ottimi

Tabella 2	Ptf 1	Ptf 2	Ptf 3	Ptf 4
<i>Volatilità Simulata Annualizzata</i>	<b>22.33%</b>	<b>20.42%</b>	<b>19.08%</b>	<b>18.20%</b>
<i>Rendimento Simulato Annualizzato</i>	<b>3.39%</b>	<b>3.39%</b>	<b>3.39%</b>	<b>3.39%</b>
<i>Downside Risk Simulata</i>	<b>31.45%</b>	<b>26.11%</b>	<b>22.52%</b>	<b>20.01%</b>
<i>Probabilità di ottenere un rendimento positivo</i>	<b>98.96%</b>	<b>99.56%</b>	<b>99.86%</b>	<b>99.97%</b>
<i>VaR95 Annuo</i>	<b>-7.65%</b>	<b>-6.23%</b>	<b>-5.25%</b>	<b>-4.54%</b>
<i>VaR99 Annuo</i>	<b>-12.39%</b>	<b>-10.25%</b>	<b>-8.82%</b>	<b>-7.82%</b>
<i>Conditional VaR95 Annuo</i>	<b>-10.55%</b>	<b>-8.72%</b>	<b>-7.46%</b>	<b>-6.57%</b>
<i>Conditional VaR99 Annuo</i>	<b>-14.79%</b>	<b>-12.31%</b>	<b>-10.66%</b>	<b>-9.51%</b>

Investire in strumenti alternativi, sfruttando tutte le opportunità offerte dal mercato significa ottenere nel medio periodo rendimenti più stabili rispetto all'investimento in azioni, obbligazioni o fondi tradizionali.

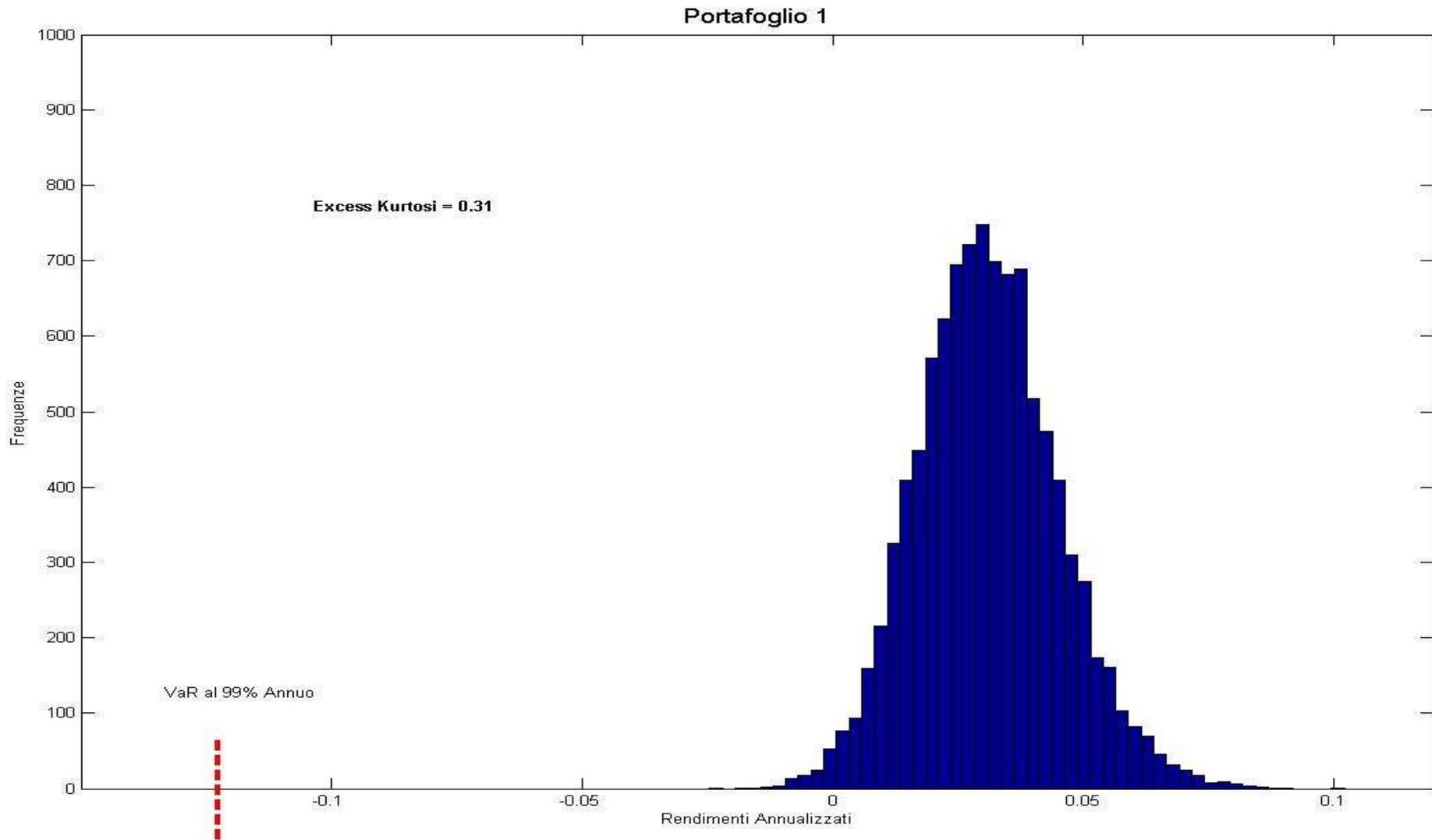
L'allocazione del capitale su asset class decorrelate tra loro ha infatti l'effetto benefico di stabilizzare i rendimenti (riduzione della **volatilità**) e di ridurre i casi estremi di perdita (riduzione del **VaR**, massima perdita attesa con un dato livello di probabilità entro un arco temporale predefinito, e del **CVaR**, media delle perdite che vanno oltre il VaR) .

## Bassa correlazione con mercati canonici

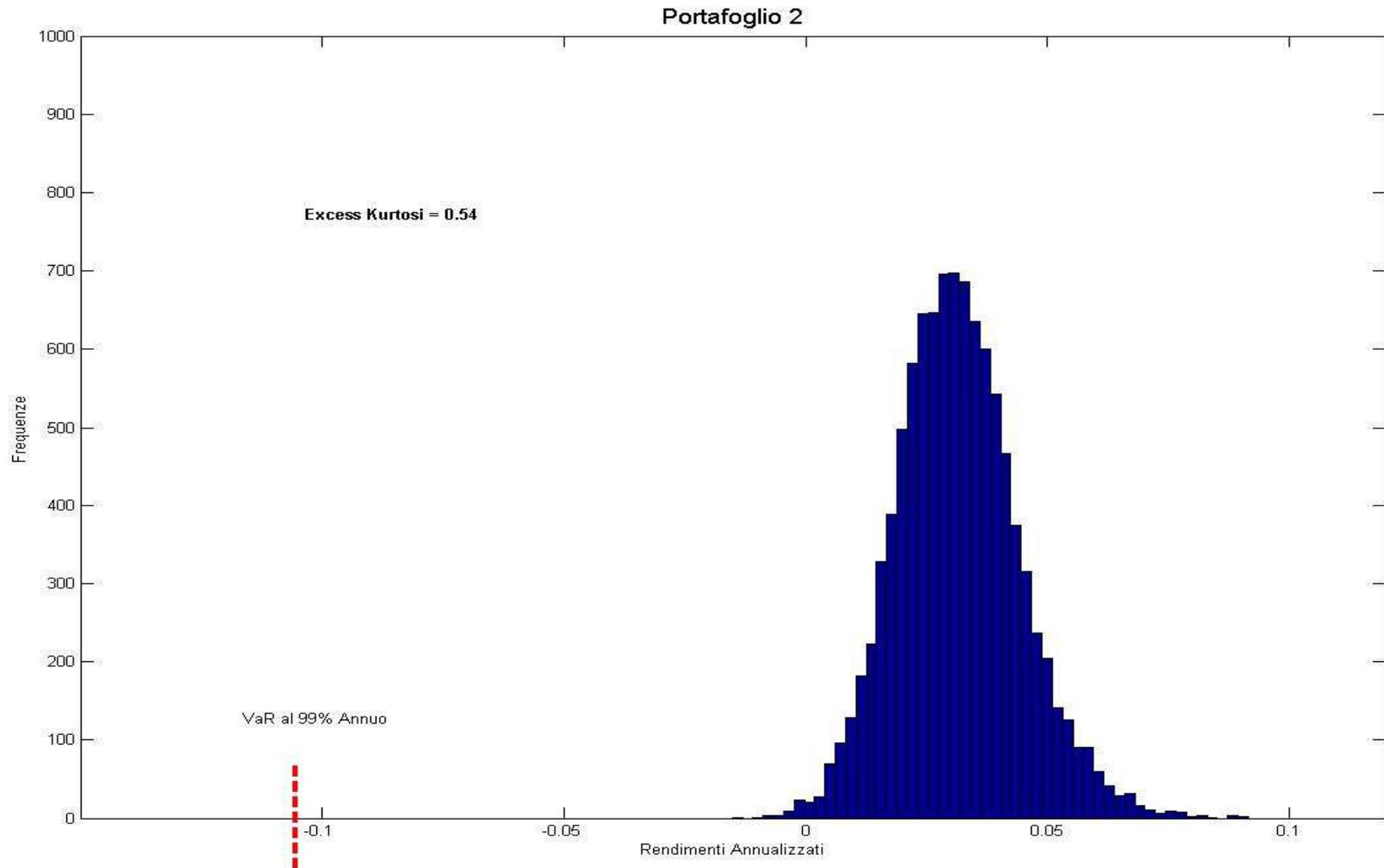


Nel lungo periodo, gli indici di correlazione delle Asset Class alternative rispetto ai mercati canonici tendono a concentrarsi attorno allo zero, ossia i rendimenti di tali classi non si influenzano tra loro e si muovono quindi in completa autonomia.

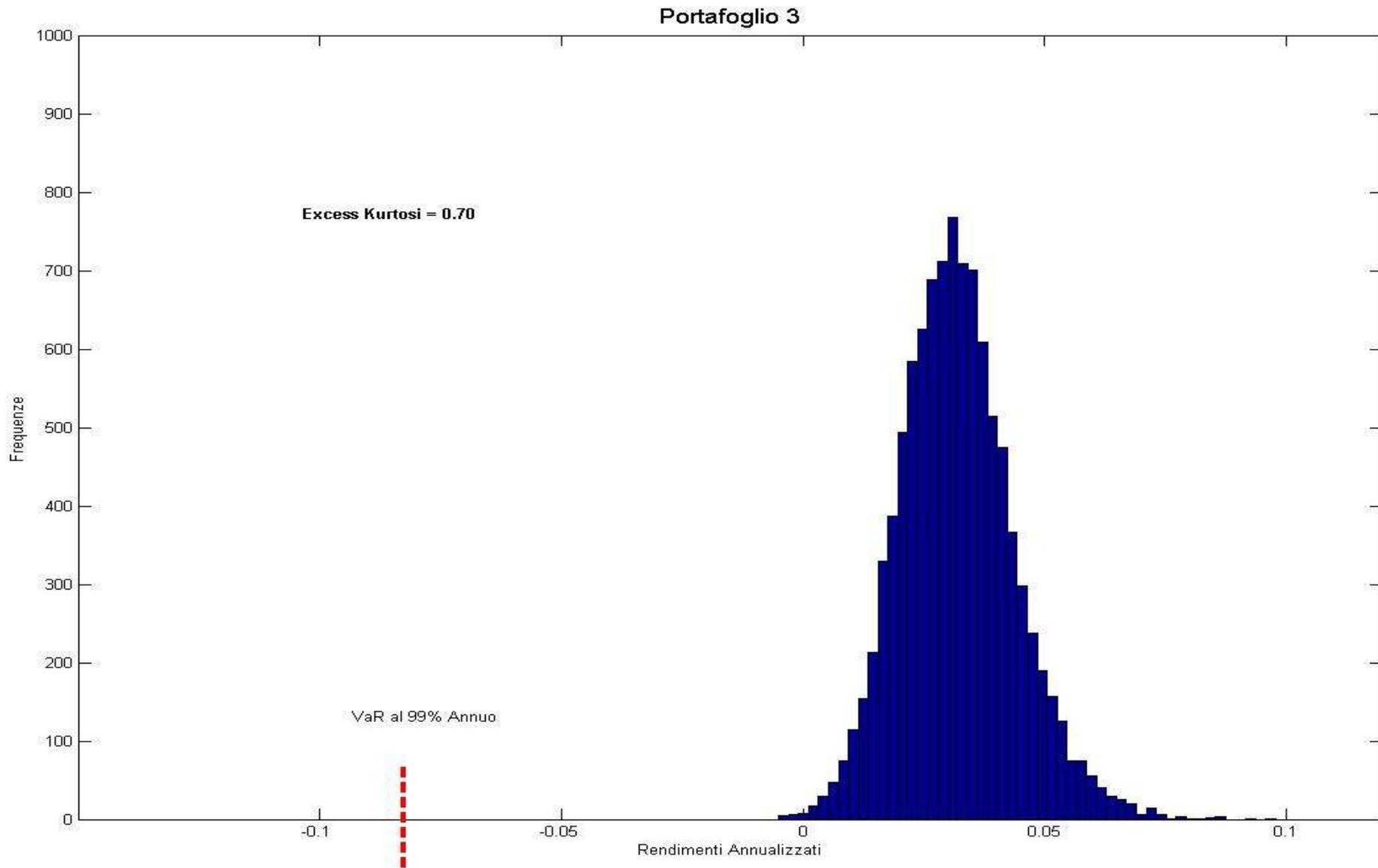
## Distribuzione di frequenza dei rendimenti simulati portafoglio con Asset Class Tradizionali



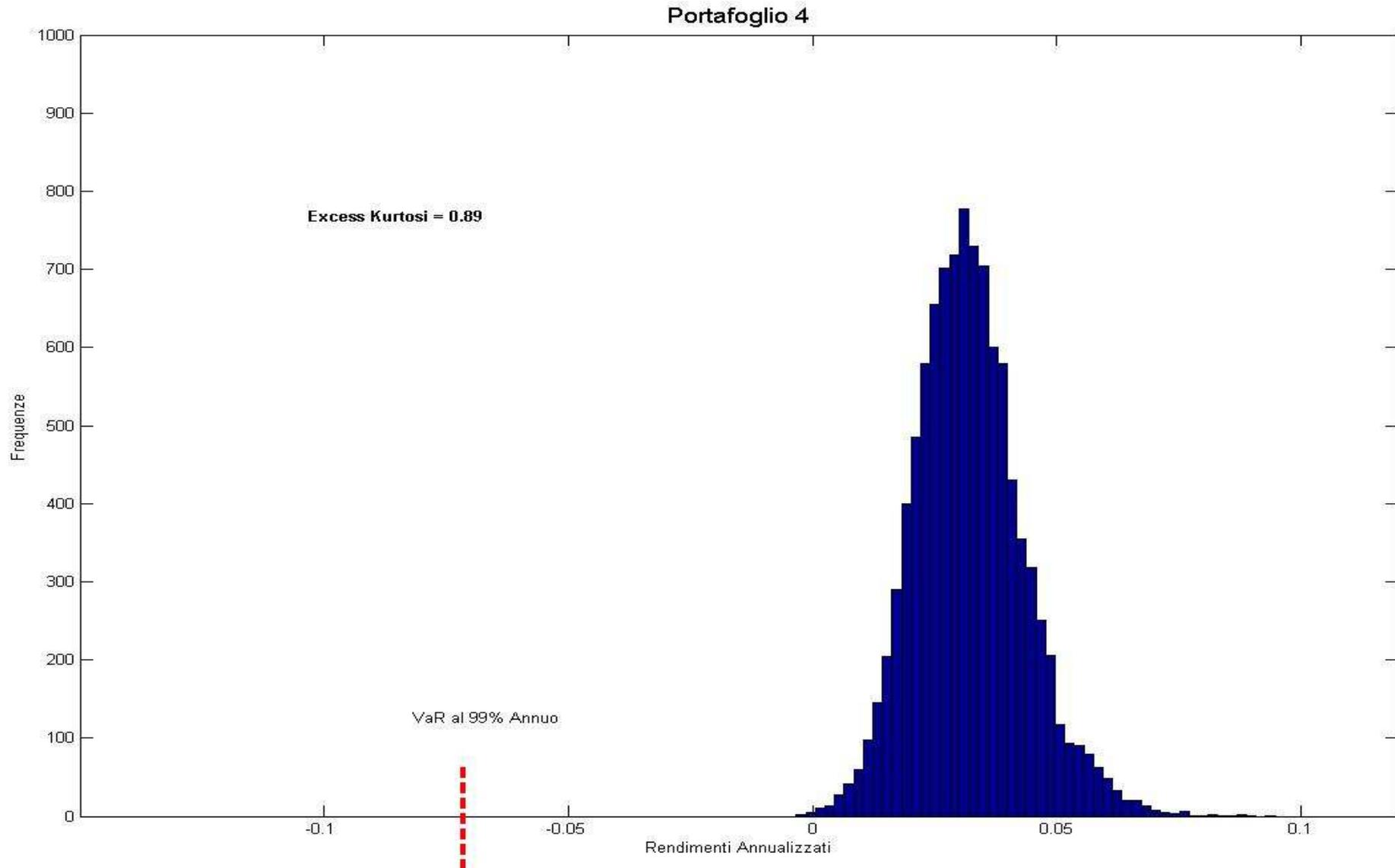
## Distribuzione di frequenza dei rendimenti simulati con Asset Class Tradizionali ed *Hedge fund*



## Distribuzione di frequenza dei rendimenti simulati con Asset Class Tradizionali, Hedge fund e Private Equity

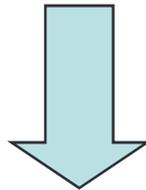


## Distribuzione di frequenza dei rendimenti simulati con Asset Class Tradizionali, Hedge fund, Private Equity e Real Estate



## Osservazioni conclusive (1):

- Dalla tabella riassuntiva delle statistiche dei portafogli ottimi (tabella 2) si nota che la diversificazione nelle Asset Class alternative ha il beneficio di ridurre sensibilmente le misure di rischio lasciando sostanzialmente inalterato il rendimento atteso di periodo.
- Le distribuzioni di frequenza dimostrano come l'introduzione in portafoglio delle Asset Class alternative tende a far concentrare i rendimenti di periodo attorno alla media rendendo meno "probabili" le realizzazioni estreme, osservare la distribuzione più appuntita ed il sensibile aumento dell'indicatore di excess kurtosi (indice in eccesso rispetto al valore della distribuzione normale, pari a 3).



...Uso opportunistico di asset alternativi!

## Osservazioni conclusive (2):

I risultati del nostro esercizio, sono stati ottenuti considerando un orizzonte di lungo termine coerente con le aspettative degli enti previdenziali. Il modello non ha considerato la tematica dell'illiquidità di questa tipologia di asset innovativi; si ricordano di seguito alcune forme di mitigazione del rischio di illiquidità già presenti sul mercato:

### Con riferimento agli Hedge Funds:

- **utilizzo di fondi c.d. “multimanager”**, ponendo il focus sulla compatibilità della tempistica di rimborso dei fondi hedge sottostanti con quella del fondo di fondi. In tal senso riveste una particolare importanza l'ampliamento dell'universo di investimento anche a fondi UCITS III – la cui tempistica di investimento e disinvestimento è giornaliera o al massimo settimanale (Provvedimento Banca d'Italia del 14/04/2005). Tali fondi, pur regolamentati, sono uno strumento molto versatile e flessibile, tanto che molti fondi hedge – soprattutto con strategie di tipo CTA o long/short equity – stanno lanciando cloni UCITS III della propria strategia;
- oppure utilizzo di **piattaforme managed account**, che a fronte di costi più elevati offrono: liquidità in tempi più brevi; segregazione degli asset; mitigazione del rischio operativo; trasparenza gestionale.

## Osservazioni conclusive (3):

### Con riferimento a fondi Real Estate e Private Equity

- l'investimento in fondi chiusi, quali Fondi di Real Estate e di Private Equity, tradizionalmente caratterizzati da un lungo orizzonte temporale di investimento, possono essere ottimizzati dal punto di vista della liquidità mediante la creazione di Fondi di Fondi. Questi prodotti garantiscono infatti, oltre alla diversificazione in termini di gestori, una più attenta distribuzione temporale dei flussi finanziari degli investimenti andando a selezionare ed acquisire sul mercato secondario anche fondi già totalmente investiti (i quali assicurano flussi positivi già nei primi anni di vita del prodotto), combinandoli con fondi di primario o secondario in uno stadio meno avanzato, per coprire i periodi successivi.

---

**GRAZIE!**

---

## Contatti

---

### **Andrea Toschi**

Direttore Commerciale

### **Sopaf Capital Management SGR S.p.A.**

Foro Buonaparte, 24

20121 Milano

Tel: +39.02.91430001

Fax: +39.02.91430800

Ufficio di Roma:

Via Poli, 29

00187 Roma

Tel: + 39.06.45200329

[direzionecommerciale@sopafcapital.it](mailto:direzionecommerciale@sopafcapital.it)

---

## Disclaimer

---

Il presente documento è stato prodotto a soli fini informativi. Esso non costituisce dunque documentazione di offerta o finalizzata alla sollecitazione dell'investimento in valori mobiliari o prodotti ivi trattati. Si tratta di un documento strettamente riservato, rivolto ai soggetti cui era inizialmente destinato, e non può essere utilizzato per nessun'altra finalità rispetto a quella per cui è stato originariamente redatto, né potrà essere riprodotto, distribuito o pubblicato, in tutto o in parte, senza l'autorizzazione preventiva di Sopaf Capital Management SGR. L'eventuale investimento nel prodotto presentato può rivelarsi rischioso e dovrà essere valutato personalmente e direttamente dal soggetto cui questo documento è destinato.