



**UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI ROMA  
"TOR VERGATA"**

FACOLTA' DI ECONOMIA

DOTTORATO DI RICERCA IN BANCA E FINANZA

XXII CICLO

**Gli Hedge Fund “sintetici”: un’analisi del mercato**

Dott. Stefano Morelli

A.A. 2009/2010

Docente Guida/Tutor: Prof. Gianni Nicolini

Coordinatore: Prof. Alessandro Carretta

# **Gli Hedge Fund “sintetici”: un’analisi del mercato**

## **Abstract**

La tesi vuole analizzare le caratteristiche degli hedge funds sintetici, sottolineandone le similitudini e le differenze rispetto a soluzioni tradizionali quali fondi comuni e, soprattutto, hedge fund.

Dopo un’analisi della letteratura volta a confrontare le diverse soluzioni di investimento, ci si soffermerà su un’analisi delle performance di mercato, arrivando ad analizzare le problematiche di gestione che caratterizzano gli hedge funds sintetici.

**Key-words:** *hedge fund, asset allocation, financial market*

# SOMMARIO

<b>SOMMARIO</b> .....	<b>3</b>
<b>INTRODUZIONE</b> .....	<b>4</b>
<b>CAPITOLO 1 - FONDI COMUNI, HEDGE FUND ED HEDGE FUND “SINTETICI”</b> .....	<b>5</b>
1.1. I FONDI COMUNI D’INVESTIMENTO.....	5
1.1.1. IL MERCATO AMERICANO.....	5
1.1.2. IL MERCATO ITALIANO.....	6
1.1.3. TIPOLOGIE DI FONDI COMUNI.....	8
1.1.4. STRATEGIE DI GESTIONE DEI PORTAFOGLI MOBILIARI .....	9
1.1.5. I FONDI INDICIZZATI.....	13
1.1.6. GLI EXCHANGE TRADED FUNDS.....	14
1.2. I FONDI SPECULATIVI.....	17
1.2.1. DEFINIZIONI.....	17
1.2.1. LA NASCITA DEGLI HEDGE FUND .....	18
1.2.2. LE STRATEGIE D’INVESTIMENTO .....	21
1.2.3. LA REGOLAMENTAZIONE ITALIANA.....	23
1.2.4. LE PIATTAFORME DI MANGED ACCOUNTS .....	25
1.3. GLI HEDGE FUND SINTETICI.....	26
1.3.1. L’ALTERNATIVE BETA.....	27
1.3.2. LA NASCITA DEGLI HEDGE FUND SINTETICI .....	27
1.3.3. COME CLASSIFICARE UN HEDGE FUND SINTETICO .....	28
<b>CAPITOLO 2 – ANALISI DELLE PERFORMANCE DI MERCATO DEGLI HEDGE FUND SINTETICI.....</b>	<b>31</b>
2.1. LA PERFORMANCE STORICA.....	33
2.2. APPENDICE: RISULTATI NUMERICI DELLE ANALISI .....	39
<b>CAPITOLO 3 – ANALISI DELLA PERFORMANCE STORICA E PRO-FORMA .....</b>	<b>43</b>
3.1. BARCLAYS CAPITAL - LONG BARCLAYS ALTERNATIVES REPLICATOR INDEX.....	43
3.2. DESJARDINS GLOBAL AM - SYNTHETIC ALTERNATIVE INVESTMENT FUND .....	44
3.3. DEUTSCHE BANK - ABSOLUTE RETURN BETA INDEX.....	45
3.4. FULCRUM ASSET MANAGEMENT - ALTERNATIVE BETA FUND .....	46
3.5. GOLDMAN SACHS - ABOSLUTE RETURN TRACKER INDEX.....	47
3.6. ICECAPITAL FUND MANAGEMENT - ALTERNATIVE BETA FUND.....	48
3.7. INDEX IQ - HEDGE COMPOSITE BETA INDEX.....	49
3.8. INNOCAP INVESTMENT MANAGEMENT - SALTO INDEX .....	50
3.9. JP MORGAN - ALTERNATIVE BETA INDEX.....	51
3.10. MERRILL LYNCH - FACTOR INDEX.....	52
3.11. MORGAN STANLEY - ALTERA INDEX.....	53
3.12. PARTNERS GROUP - ALTERNATIVE BETA STRATEGIES INDEX .....	54
3.13. RYDEX SGI - MULTI-HEDGE STRATEGIES FUND .....	55
3.14. SOCIÉTÉ GÉNÉRALE - ALTERNATIVE BETA INDEX.....	56
3.15. GLI HEDGE FUND SINTETICI HANNO MANTENUTO LA PROMESSA?.....	57
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	<b>59</b>
<b>SITOGRAFIA</b> .....	<b>62</b>

## INTRODUZIONE

La crescita esponenziale dei fondi speculativi, cui si è assistito nell'ultimo decennio, ha suscitato un notevole interesse da parte della letteratura finanziaria: gli hedge funds sono stati studiati sotto diversi aspetti, sono stati evidenziati i vantaggi di questi strumenti e si è discusso a lungo dei forti limiti che li caratterizzano. In particolare la letteratura si è soffermata nell'esaminare problematiche quali la scarsa liquidità, la bassa trasparenza e gli alti costi di gestione, problematiche risultate ancora più evidenti in seguito alle vicende che hanno caratterizzato gli ultimi mesi del 2008.

Una parte della letteratura ha quindi esplorato nuove metodologie per creare strumenti di investimento con performance simili a quelle degli investimenti alternativi senza incorrere nelle problematiche accennate in precedenza. Si è cercato quindi di capire se la performance generale del mondo degli hedge funds fosse replicabile investendo sistematicamente in strumenti di mercato liquidi. Il risultato di questo lavoro è quello che spesso viene denominato hedge fund sintetico, clone o tracker.

Ma cosa sono in realtà gli hedge funds sintetici? Gli hedge funds sintetici sono degli strumenti d'investimento creati con l'obiettivo di replicare la performance generale del mercato dei fondi hedge (*alternative beta*) investendo in strumenti liquidi, tramite una metodologia trasparente. Gli hedge funds sintetici, data la loro natura, godono di liquidità giornaliera e sono spesso conformi alla normativa UCITS III, quindi disponibili anche a quei soggetti a cui non è consentito investire direttamente in hedge funds.

È importante sottolineare che gli hedge funds sintetici replicano solamente il Beta del mercato degli hedge funds (*Alternative Beta*), ma non possono replicare l'Alfa, cioè quella parte del rendimento (positivo o negativo) creata dall'attività del singolo gestore.

# **CAPITOLO 1 - FONDI COMUNI, HEDGE FUND ED HEDGE FUND “SINTETICI”**

Per capire gli Hedge funds Sintetici, si deve fare qualche passo indietro ed esaminare il mondo del risparmio gestito tradizionale, individuarne le qualità e le problematiche che hanno quindi permesso lo sviluppo e la diffusione di strumenti passivi (ETF) o “alternativi” (Hedge Funds).

Un fondo comune di investimento è un organismo che, mediante la sottoscrizione di apposite quote di partecipazione, raccoglie risorse finanziarie presso i risparmiatori al fine di gestirle in modo collettivo attraverso il loro investimento in valori mobiliari o altri beni.

Il mercato dei fondi offre ai risparmiatori la possibilità di diversificare i propri investimenti in un portafoglio più ampio, ottenendo una gestione professionale del risparmio, in campi di non facile accesso all'investitore individuale. Tutto ciò con disponibilità finanziarie piuttosto limitate.

## **1.1. I FONDI COMUNI D'INVESTIMENTO**

### **1.1.1. IL MERCATO AMERICANO**

Durante le ultime due decadi, i fondi comuni sono diventati l'investimento primario dei piccoli investitori. Ricerche in tale campo<sup>1</sup> hanno mostrato che negli Stati Uniti, con l'avvento del ventunesimo secolo, il numero di fondi comuni ha superato il numero di titoli quotati sul New York Stock Exchange<sup>2</sup>. Il loro

---

<sup>1</sup> K. Geert Rouwenhorst, “The Origins of Mutual Funds”, March 4, 2003. Chapter prepared for the volume “Of Interest and Enterprise: the history of financial innovation,” William N. Goetzmann and K.Geert Rouwenhorst.

<sup>2</sup> New York Stock Exchange o NYSE soprannominata "Big Board", è la borsa valori di New York, la più grande del mondo per volume di scambi e la seconda per numero di società quotate. Recentemente si è assistito alla fusione con Euronext (borsa valori paneuropea), da cui è nato NYSE Euronext, il più importante mercato finanziario transatlantico e con il più elevato livello di liquidità.

vantaggio distintivo rispetto agli investimenti diretti in titoli risiede nell'ottenimento di liquidità e diversificazione ad un costo relativamente basso.

Anche se la loro popolarità ed il loro sviluppo si registrano in tempi relativamente recenti, le origini dei fondi comuni risalgono ai primordi dei mercati azionari regolamentati.

Sebbene in Olanda tale tipo di investimento fosse presente già da un secolo, la nascita dei fondi comuni nei paesi Anglosassoni risale al 1868 con la fondazione a Londra del primo *investment trust*<sup>3</sup> denominato "*Foreign and Colonial Government Trust*"<sup>4</sup> dove, per la prima volta, viene definito cosa si intende per fondo di investimento. Come il *Eendracht Maakt Magt*<sup>5</sup>, esso investì in titoli di stato stranieri e seguì anche il modello del trust olandese<sup>6</sup>. Dal 1875, diciotto trusts furono formati a Londra.

Solo nel 1890 gli *investment trusts* furono introdotti negli Stati Uniti.

### 1.1.2. IL MERCATO ITALIANO

In ampio ritardo rispetto ai paesi anglosassoni, il mercato dei fondi di investimento si è sviluppato anche in Italia.

Negli anni cinquanta e sessanta le banche dominavano incontrastate il mercato finanziario con i propri strumenti di raccolta diretta (libretto di deposito, conto corrente, cartelle fondiarie, buoni fruttiferi) ma vi era poca concorrenza tra loro, poiché il sistema bancario era quasi del tutto di proprietà pubblica, e mancava qualsiasi forma di trasparenza (la Consob<sup>7</sup> sarà istituita solo nel 1974). Agli inizi

---

<sup>3</sup> Organismo che raccoglie in un fondo il risparmio apportato da una pluralità di soggetti e li investe nell'interesse di detti risparmiatori, emettendo in favore di questi ultimi, a fronte di detti apporti, dei titoli di partecipazione. In Italia sono denominati società o fondi comuni di investimento.

<sup>4</sup> Le ragioni dell'utilizzo del *trust* sono da ricondurre alla vigenza nel Regno Unito del *Bubble Act* del 1720. Il *trust* appariva lo strumento ideale per eludere il divieto, sancito nell'atto, di esercitare un'impresa commerciale in forma associata.

<sup>5</sup> Primo *investment trust* olandese risalente al 1774, ad opera di un mercante, il cui nome significa "l'unione fa la forza".

<sup>6</sup> Fu stabilito che i rendimenti sugli investimenti non potessero eccedere i dividendi e qualora questo accadesse la parte di rendimento in eccesso sarebbe stata utilizzata per liquidare azioni nei futuri 24 anni di vita.

<sup>7</sup> Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, istituita con la legge 7 giugno 1974, n. 216, è un'autorità amministrativa indipendente la cui attività è rivolta alla tutela degli investitori, all'efficienza, alla trasparenza e allo sviluppo del mercato mobiliare italiano.

degli anni settanta, con la crisi petrolifera e l'innescarsi della spirale prezzi-salari<sup>8</sup>, la situazione cambia notevolmente. Lo scenario economico-finanziario instabile, il tasso di inflazione particolarmente elevato, i mercati mobiliari con pochi titoli quotati e scarso flottante spingono i risparmiatori verso i "beni rifugio" quali immobili e valute estere e si assiste all'affermarsi dei titoli di debito pubblico, il cui fattore di successo era fondamentalmente costituito dagli elevati rendimenti nominali.

In questo contesto, fanno la loro comparsa, con grande ritardo rispetto ai Paesi economicamente e finanziariamente più sviluppati, le prime sperimentazioni di risparmio gestito. Si tratta di alcune tra le tante iniziative promosse, in quegli anni, da grandi gruppi finanziari (Ras, IMI). Questi primi strumenti di risparmio collettivo, organizzati e gestiti seguendo i principi derivanti dall'esperienza del mondo finanziario anglosassone, sono detti "fondi atipici". Dopo questo avvio, in molti casi disastroso, e nell'attesa di una regolamentazione ufficiale dell'intera materia, furono promossi dei fondi con sede legale stabilita nel Lussemburgo (i cosiddetti Lussemburghesi Storici), antesignani dei fondi comuni di diritto italiano.

Si giunge così alla Legge 77/83 ("Istituzione e disciplina dei fondi comuni d'investimento mobiliare"), vero atto di nascita dell'industria del risparmio gestito nel nostro Paese, ed al lancio, nel 1984, del primo prodotto conforme alla nuova normativa, da parte della Ras. Tuttavia, la vera svolta si ha con l'inizio della marcia verso l'Euro, che ha comportato una concreta possibilità di diversificazione sui mercati internazionali e il ribasso degli interessi sui titoli di Stato, fenomeni che hanno reso il risparmio gestito il principale protagonista del processo di riallocazione delle attività finanziarie.

---

<sup>8</sup> Meccanismo macroeconomico tipico degli anni '70. La disoccupazione, infatti, si attestava su un livello basso, questo comportava alti salari nominali a fronte dei quali le imprese aumentavano i prezzi. A questo bisogna aggiungere che l'aumento del prezzo del petrolio comportò un aumento dei costi cui seguì una salita addizionale dei prezzi e di conseguenza una crescita dei salari. Unendo i due fenomeni si assiste ad una spirale per cui all'aumento dei prezzi segue una crescita dei salari che comporta un'ulteriore salita dei prezzi generando così un vortice.

### 1.1.3. TIPOLOGIE DI FONDI COMUNI

Esistono diversi criteri di classificazione dei fondi comuni di investimento.

Alla base di questi possiamo trovare la modalità di funzionamento o struttura (fondi aperti, fondi chiusi), il tipo di bene oggetto dell'investimento collettivo (valori mobiliari; valori reali; quote di altri OICR<sup>9</sup>), l'appartenenza (o meno) dei potenziali sottoscrittori a specifiche categorie.

Secondo la legislazione relativa al mercato italiano risulta conveniente suddividerli nelle seguenti categorie:

#### **Fondi comuni di investimento mobiliare aperti**

Si tratta di fondi caratterizzati da un capitale variabile e dalla continua entrata e uscita dei partecipanti al fondo attraverso la sottoscrizione di nuove quote di partecipazione o il riscatto delle quote detenute.

Nell'ambito di tale categoria si individuano i fondi armonizzati. Sono fondi gestiti da società italiane con sede legale in Italia e sottoposti per legge comunitaria a una serie di vincoli sugli investimenti allo scopo di contenere i rischi e salvaguardare i sottoscrittori. In particolare, i fondi armonizzati:

- non possono investire più del 10% del patrimonio in strumenti finanziari (azioni o obbligazioni) di un singolo emittente;
- non possono investire più del 10% del patrimonio in altri Oicr e prodotti derivati.
- non possono impiegare una quota maggiore del 10% del patrimonio in titoli non quotati nei mercati regolamentati.
- non possono investire in strumenti derivati per la copertura dei rischi, il cosiddetto "hedging", per un ammontare totale che ecceda il valore netto del fondo;

---

<sup>9</sup> Organismi di investimento collettivo del risparmio. Si intendono tutti gli investitori istituzionali che si occupano della gestione collettiva dei patrimoni come fondi comuni di investimento e le SICAV (società di investimento a capitale variabile, società per azioni avente per oggetto unicamente l'investimento collettivo del risparmio raccolto mediante l'offerta al pubblico delle proprie azioni).



- non possono possedere azioni con diritto di voto di una società per un valore nominale superiore al 5% del valore nominale complessivo di tutte le azioni con diritto di voto.

### **Fondi comuni di investimento mobiliare chiusi**

Sono fondi caratterizzati da un capitale fisso e da un limite massimo di quote di partecipazioni sottoscrivibili dai risparmiatori, raggiunto il quale la sottoscrizione delle quote si chiude. Qualora la società di gestione intenda aumentare il volume della massa di mezzi finanziari a disposizione del fondo, dovrà deliberare il collocamento di nuove quote, secondo una procedura in un certo modo assimilabile a quella prevista per gli aumenti di capitale delle società per azioni.

Sono negoziati nel mercato *over-the-counter* (OTC)<sup>10</sup>. Finché i sottoscrittori non vendono le proprie quote, il fondo può effettuare investimenti in titoli che presentano minore liquidità, in numero superiore rispetto ai fondi aperti.

### **Fondi comuni di investimento immobiliare chiusi**

La gestione di questi fondi è affidata ad una società di gestione del risparmio (SGR); il patrimonio del fondo deve essere raccolto mediante un'unica emissione di quote, di eguale valore unitario, che devono essere sottoscritte entro un termine massimo. Effettuano investimenti prevalentemente rivolti al settore immobiliare del cui andamento risente fortemente la performance di tali fondi.

## 1.1.4. STRATEGIE DI GESTIONE DEI PORTAFOGLI MOBILIARI

Per quel che concerne i fondi mobiliari si è soliti distinguere tra due tipi di strategie: attive e passive.

---

<sup>10</sup> E' un mercato per la negoziazione che si svolge al di fuori dei circuiti borsistici ufficiali. E' il complesso delle operazioni di compravendita di titoli che non figurano nei listini di borsa, effettuate tra intermediari ed investitori, al di fuori di un mercato regolamentato qual è la borsa valori.

## **La gestione attiva**

La gestione attiva è una strategia di investimento finalizzata ad ottenere una performance superiore a quella di un indice di riferimento, detto benchmark, nello stesso arco temporale.

Tale strategia si fonda:

- sull'ipotesi implicita che i mercati finanziari non siano efficienti, cioè non incorporino nel prezzo tutte le informazioni disponibili in ogni istante;
- sulla conseguente convinzione che capacità, esperienza, intuito e tecnologie possano permettere al gestore di prendere le decisioni più efficaci in termini di rendimento.

Il gestore espone il portafoglio a un rischio superiore a quello del benchmark; se il maggior rischio genera un maggiore rendimento, la strategia ha successo.

Ma a tal fine risultano fondamentali le capacità del gestore e le condizioni dei mercati in cui egli opera.

Il gestore si occupa dell'*asset allocation*, cioè del processo di analisi di investimento attraverso il quale si giunge alla composizione del portafoglio desiderabile per effetto della identificazione del mix ottimale di attività rischiose sulla base dell'orizzonte temporale definito e del profilo rischio-rendimento dell'investitore. L'*asset allocation* si compone di tre fasi:

- asset allocation strategica: componente dell'attività di asset allocation, spiegata dall'identificazione dell'*asset-mix* ottimale di medio-lungo termine. Il gestore determina quindi le *asset classes* in cui investire definendo il grado di specializzazione/diversificazione del portafoglio, il livello strutturale di rischio/liquidità e le aree in cui il fondo dovrà investire, suddividendo il patrimonio fra tipologie di titoli (azioni, obbligazioni, liquidità), aree geografiche e settori merceologici sulla base dell'orizzonte temporale prescelto, dei rendimenti attesi, del livello di rischio e delle correlazioni tra le diverse tipologie di strumenti finanziari;

- asset allocation tattica (*market timing*), che consiste nell'aumentare o diminuire l'esposizione del portafoglio ai diversi mercati di riferimento sulla base di previsioni sull'andamento futuro dei prezzi, al fine di migliorare il profilo di rischio-rendimento del portafoglio gestito. È tesa a cogliere le opportunità di investimento più interessanti che giustifichino una deviazione temporanea dalla struttura del portafoglio di riferimento, cercando di anticipare i cambiamenti nelle variabili macroeconomiche;
- stock picking o security selection: consiste nel selezionare le attività finanziarie in modo da creare un portafoglio in cui prevalgono le attività sottostimate dal mercato (quindi con un maggiore potenziale di crescita) rispetto a quelle sovrastimate. Tale scelta avviene attraverso vari modelli di analisi tecnica ed analisi fondamentale sui singoli titoli.

### **La gestione passiva**

Una gestione di tipo passivo è una strategia di investimento che prevede la costruzione di un portafoglio di investimento che replichi l'andamento di un *benchmark* costituito perlopiù da uno o più indici di mercato. Si parla in tal caso di strategie di *benchmarking*.

Il concetto di gestione passiva si fonda su due elementi fondamentali della teoria della finanza:

- l'ipotesi di **mercato efficiente**, secondo la quale il prezzo di mercato di equilibrio riflette pienamente e perfettamente l'informazione disponibile e, pertanto, risulta impossibile "battere il mercato", cioè realizzare una performance migliore di quella del mercato nel suo complesso;
- il problema **principal/agent**, che deriva dall'asimmetria informativa e dal divario di competenze, che non permette all'investitore (*principal*) di monitorare adeguatamente l'attività del gestore a cui affida il proprio patrimonio (*agent*).

La scelta del benchmark riveste un ruolo cruciale e richiede l'identificazione di un parametro oggettivo di riferimento capace di tracciare le linee guida dell'investimento.

Le modalità con cui si pervenire alla replica dell'indice son essenzialmente due:

1. *full replication*: il gestore acquista tutti i titoli compresi nell'indice nella stessa proporzione. Questo garantisce l'allineamento tra *performance* dell'indice e del portafoglio, sebbene ciò valga solo su base lorda, poiché il rilevante livello di costi di transazione richiesti (proporzionali alla numerosità dei titoli componenti l'indice) riduce la *performance* netta del portafoglio rispetto a quella dell'indice;
2. *sampling replication*: il gestore compie una sorta di "campionamento" dei titoli che compongono l'indice. In questo modo, il livello dei costi di transazione risulta evidentemente ridotto rispetto al caso precedente, ma si corre il rischio di un maggior disallineamento tra le *performance* del fondo e del benchmark.

Spesso però si incontrano difficoltà nella replica dell'indice e questo pone un importante vincolo all'efficacia di questa strategia. Affinché il benchmark rappresenti una misura di performance realistica, gli indici dovrebbero essere completamente replicabili con attività acquistabili direttamente sul mercato.

Uno dei principali vantaggi della gestione passiva è legato al minor numero di operazioni di compravendita di attività finanziarie eseguito dal gestore nell'unità di tempo e quindi alla riduzione dei costi di transazione e delle commissioni richieste ai sottoscrittori. Di conseguenza, a parità di rendimento della gestione, la minore entità delle commissioni permette di avere una performance netta superiore alla gestione attiva.

Un secondo vantaggio è legato alla minore frequenza delle compravendite che permette, in alcuni casi e in alcuni regimi fiscali, di rinviare la tassazione dei guadagni in conto capitale, rilevati nel momento in cui le attività finanziarie sono cedute, come differenza fra il prezzo di acquisto e quello di vendita.

Il gestore minimizza così le proprie decisioni di portafoglio al fine di minimizzare i costi di transazione e l'imposizione fiscale sui guadagni in conto capitale.

Quando si parla di prodotti indicizzati si fa riferimento a due tipologie di fondi:

- i fondi indicizzati
- gli ETF o *Exchange Traded Funds*

#### 1.1.5. I FONDI INDICIZZATI

I fondi indicizzati sono stati diffusi in Europa solo di recente ma, sono noti agli investitori statunitensi fin dal 1976.

Sono fondi caratterizzati da una gestione pressoché totalmente passiva, poiché la composizione del loro portafoglio è ancorata a quella dell'indice del mercato di riferimento. Non necessitano dunque di una metodologia di gestione particolarmente complessa ma richiedono una replica dell'indice di riferimento e un ribilanciamento periodico.

Analizzando più dettagliatamente la procedura di gestione, è necessario costruire un paniere di titoli che si avvicini il più fedelmente possibile per composizione percentuale alla struttura del mercato scelto, operando poi periodicamente un ribilanciamento dei pesi all'interno del portafoglio, a seguito di variazioni intercorse nel benchmark o a causa di consistenti movimenti di prezzo di un singolo titolo che finiscono per modificare il suo peso all'interno del portafoglio. Il turnover di portafoglio è dunque contenuto: per i dieci più grandi fondi passivi americani si aggira mediamente intorno all'11% annuo (mentre per i fondi comuni gestiti attivamente un turnover del 30% è considerato basso) e ciò consente di caricare il fondo di bassi costi di transazione.

Considerando inoltre che i processi gestionali sono ridotti, si spiega agevolmente come la quasi totalità di questi fondi non preveda commissioni di ingresso ed uscita ed il livello medio delle commissioni di gestione si attesti allo 0,25%.

L'intento del gestore di un fondo indice è quello di costruire un portafoglio che riproduca il benchmark il più fedelmente possibile con l'obiettivo di conseguire una performance in linea con quella del parametro scelto come riferimento, minimizzando, dunque, il tracking error.

Per costruire un portafoglio composto con gli stessi titoli e pesi del benchmark e seguirne i ribilanciamenti, ci si avvale di varie tecniche quantitative:

- se gli indici hanno una concentrazione sufficientemente elevata e i titoli sono poco correlati tra loro, la replica consiste semplicemente nel prendere i titoli dell'indice più "pesanti", in base alla loro capitalizzazione;
- la procedura definita "*beta matching*", invece, basandosi sul modello del CAPM, determina i titoli adatti alla replica e i pesi partendo dal coefficiente beta degli stessi, attraverso una procedura di ottimizzazione lineare;
- un'ulteriore tecnica, definita ortogonalizzazione, prevede la selezione dei titoli che spiegano la maggior parte della varianza dell'indice ma che siano poco correlati tra loro.

La possibilità di ricorrere alternativamente (o in combinazione tra loro) a queste ed altre tecniche rende spesso diversi tra loro (in termini di performance e *tracking error*) fondi che hanno in comune appellativi come "passivo" o "indicizzato".

La gestione della liquidità (sia quella riveniente da nuove sottoscrizioni, sia quella necessaria a far fronte ai disinvestimenti) viene ottimizzata acquistando futures aventi come sottostante il benchmark del fondo o un portafoglio con simili caratteristiche.

#### 1.1.6. GLI EXCHANGE TRADED FUNDS

Da pochi anni, anche in Europa, si stanno diffondendo degli strumenti di investimento collettivo a gestione dichiaratamente passiva definiti ETF (*Exchange Traded Funds*).

Essi rappresentano un prodotto finanziario volto a riprodurre fedelmente l'andamento di indici azionari globali o indici settoriali. Sono caratterizzati da nomi ad effetto, di cui si riportano di seguito alcuni tra i più conosciuti:

- gli *Spiders*, rappresentativi dell'indice S&P500;
- i *Diamonds*, il cui andamento è agganciato all'indice Dow Jones;
- i *Qubes*, rivolti al Nasdaq100 (meglio conosciuti come QQQ);

- gli *Ishares*, repliche di altri sotto-indici settoriali statunitensi o altri indici internazionali.

Pur condividendo con i tradizionali fondi indice le tecniche di indicizzazione, gli ETF offrono l'indubbio vantaggio di essere negoziabili in Borsa come un'azione quotata, garantendo agli investitori un accesso permanente grazie a un mercato secondario estremamente liquido.

Si creano, dunque, due distinti mercati:

- un mercato primario destinato ai soli intermediari qualificati che sottoscrivono, in fase di lancio del fondo, le quote dello stesso in quantitativi fissi e che assumono, di regola, anche la qualifica di market makers nella fase successiva di negoziazione di tali quote sui mercati di quotazione;
- un mercato secondario destinato alla clientela retail che acquista e vende le quote del fondo in quantitativi inferiori negli orari di apertura del mercato.

La caratteristica peculiare degli ETF consiste nella possibilità di negoziarli per unità come delle azioni, il cui valore di origine è quello di una frazione dell'indice di riferimento. Indirizzandosi sia ai privati che agli investitori professionali, essi permettono ai sottoscrittori di diversificare il loro portafoglio a costi contenuti. I costi di gestione sono, infatti, molto limitati: gli ETF meno costosi in Europa hanno oneri di gestione dello 0,30%, negli Stati Uniti si arriva anche allo 0,09%; mediamente il livello è di poco superiore allo 0,30% negli USA e 0,50% in Europa. La spiegazione risale a diverse fonti:

- vi è un'eliminazione del turnover e quindi dei costi di transazione;
- la distribuzione, anziché il reinvestimento, dei dividendi riduce ulteriormente i costi di transazione ed il tracking error;
- non sussistono più spese per l'invio periodico dell'aggiornamento relativo alla posizione di ogni cliente, perchè per gli ETF è prevista una comunicazione solo se il cliente procede all'acquisto o alla vendita di quote.

Di conseguenza, il notevole risparmio in termini di costi rende gli ETF molto competitivi sul mercato sia nel breve che nel lungo termine.

A parità di performance ponderate per il rischio e posto che siano pari anche i costi totali, può giocare un ruolo fondamentale l'efficienza fiscale del prodotto, ovvero la sua capacità di evitare quanto più possibile la tassazione.

Il punto fondamentale risiede nei limiti posti dalla struttura stessa del fondo e dalle politiche di investimento perseguite. Gli ETF permettono di superare alcuni di questi ostacoli e di promuovere una maggior efficienza fiscale rispetto ai tradizionali fondi comuni.

Secondo uno studio condotto dalla Financial Research Corporation nel 2001, il motivo principale di potenziale interesse per gli ETF risulta essere proprio la sua efficienza fiscale. Secondo questo studio, infatti, il 55% degli investitori intervistati sono d'accordo nel considerare il fattore in questione il motivo principale di preferenza degli ETF. Si intende, perciò, perché esso rivesta una grande importanza e costituisce un ulteriore vantaggio di tale categoria di investimento.

Uno dei maggiori rischi che questi strumenti presentano, differentemente dai fondi comuni, è la possibilità di offrire grande tempestività alle vendite irrazionali. Tali strumenti sono, infatti, soggetti alle continue variazioni del sottostante, in quanto esiste un mercato dove possono essere scambiati durante tutta la giornata; di conseguenza, essendo paragonabili ad azioni, presentano gli stessi rischi.

Sono strumenti sconsigliati per coloro che vogliono crearsi un fondo pensionistico, attraverso il versamento di piccole somme di denaro versate in modo costante nel tempo poiché prevedono una commissione per ogni negoziazione.

Tali fondi passivi sono presenti in America dal 1993, tuttavia il loro successo oltreoceano è piuttosto recente e solo dal 2003 essi sono disponibili anche in Europa. Alla luce di quanto detto, la più plausibile spiegazione del ritardo nella diffusione e conoscenza di questo prodotto sul nostro mercato sta nei ridotti



marginari che essi comportano a favore degli operatori del risparmio gestito, che hanno quindi scarso interesse alla loro promozione.

Tuttavia, alcuni miglioramenti sono stati fatti, poiché diversi operatori consentono l'acquisto di ETF su mercati esteri; inoltre la Consob concedendo le prime autorizzazioni al collocamento nel nostro Paese ha fornito il segnale decisivo. Nel marzo 2002 la Consob ha, infatti, approvato delle modifiche al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana, relative all'introduzione del segmento di negoziazione denominato Mercato Telematico dei Fondi (MTF), che consente ora la quotazione e negoziazione degli Exchange Traded Fund anche in Italia.

## **1.2. I FONDI SPECULATIVI**

### **1.2.1. DEFINIZIONI**

I Fondi Hedge, o fondi speculativi, rientrano nella più vasta categoria dei così detti *investimenti alternativi*. Non esiste una vera e propria definizione di investimenti alternativi, ma per lo più, quando si parla di questa categoria di investimenti si fa riferimento a tutto quello che è diverso dai classici investimenti in azioni o obbligazioni. Rientrano quindi in questa categoria, oltre ai fondi Hedge, anche i fondi di private equity, real estate, materie prime, i venture capital, tutti investimenti decorrelati dai classici benchmark di mercato (azionario o obbligazionario) e caratterizzati spesso da differenti livelli di liquidità.

Non è semplice dare una definizione precisa di Fondo Speculativo e neanche il legislatore italiano ci è molto d'aiuto. Infatti il Decreto 24 maggio 1999 n. 228 (regolamento attuativo dell'art. 37 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la determinazione dei criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento) al CAPO III del TITOLO III art. 16 recita:

*Le SGR possono istituire fondi speculativi il cui patrimonio è investito in beni, anche diversi da quelli individuati nell'articolo 4, comma 2, in deroga alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia, ai sensi dell'articolo 6, comma 1, lett. C) del Testo Unico.*

Definizioni più precise le forniscono i gestori stessi, quali per esempio George Soros, che parla di *"Un mutual fund che utilizza il leverage e varie tecniche di hedging"*. Soros, definendo in questo modo un Fondo Hedge ne risalta 2 caratteristiche principali: la possibilità di utilizzare l'indebitamento ed i derivati.

A nostro avviso, altre caratteristiche di un Fondo Hedge, sono:

- La possibilità di utilizzare posizioni sia corte che lunghe
- L'indipendenza da un benchmark, che permette un ampio grado di libertà al gestore, in termini di mercati e di assets in cui investire
- Una bassa trasparenza ed una scarsa liquidità.
- Alte soglie di ingresso
- Un particolare sistema retributivo del gestore, costituito da commissioni di performance/incentivo, oltre alle classiche commissioni di gestione

Tutto questo finalizzato alla ricerca di un rendimento assoluto, rendimento cioè indipendente dall'andamento dei mercati.

Per le loro caratteristiche, gli hedge funds sono veicoli di investimenti per individui solitamente dotati di un alto patrimonio (High net worth individual) o per investitori istituzionali, che solitamente possono effettuare investimenti a lungo termine, condizione importante, dato frequente scarsa liquidità dei fondi speculativi.

Storicamente la forma giuridica dominante di un hedge fund è quella della Limited Partnership, dove gli investitori sono limited partners ed i gestori sono general partners. Questa forma giuridica implica che il gestore di hedge fund sia anch'esso investitore del fondo. L'attuale evoluzione del mercato sta ed il recente periodo di crisi stanno portando ad un radicale cambiamento nella forma degli hedge funds, costituito dai Managed Accounts (di cui parleremo in seguito).

### 1.2.1. LA NASCITA DEGLI HEDGE FUND

La nascita degli hedge fund non è un fenomeno recente: il primo fu costituito nel 1949 da Alfred Winslow Jones<sup>11</sup>. Jones fu il primo gestore ad utilizzare la vendita allo scoperto come strumento di hedging (prima era sempre stata intesa solo per

---

<sup>11</sup> A.W. Jones "Fashion in Forecasting" Fortune, marzo 1949, 88, 186

fini speculativi). L'idea era molto semplice: volendo ridurre il rischio di mercato e sfruttare le sue doti di stock picker, acquistava titoli con potenzialità di crescita superiore a quella di mercato e vendeva titoli con tendenza contraria, lasciando esposto il suo portafoglio solamente al cosiddetto rischio non sistemico. Jones, inoltre, utilizzò il leverage per amplificare i risultati ottenuti.

Il mondo degli Hedge Funds è rimasto per lo più oscuro fino al 1966 quando un articolo su *Fortune* descrisse la capacità dei fondi di Jones di ottenere rendimenti al netto delle commissioni, di gran lunga superiori a quelli dei fondi comuni<sup>12</sup>. Nei successivi due anni furono lanciati numerosi Fondi hedge. Durante le crisi del 1969-1970 e del 1973-1974, molti fondi hanno sofferto perdite e rimborsi, tornando nell'oscurità fino al 1986, quando un articolo su *Institutional Investors*<sup>13</sup> attestava che il Tiger Fund di Julian Robertson aveva ottenuto un rendimento annuale del 43%, al netto delle commissioni, per i primi 6 anni di vita.

A partire da questo periodo si assiste alla nascita ed allo sviluppo di un nuovo tipo di Hedge Funds definiti CTA, Commodities Trading Advisors, dettato dalla diffusione, in quel periodo, degli strumenti derivati.

Lo sviluppo degli Hedge Funds è quindi continuato rapidamente, come si può vedere dalla Figura 1, andando fuori dai confini Statunitensi e diffondendosi anche nel resto del mondo. In Italia l'istituzione dei Fondi Speculativi, risale al 1999 (Decreto 24 maggio 1999 n. 228) ed alla creazione delle prime SGR Speculative, società di gestione che hanno come oggetto esclusivo l'istituzione o la gestione di questa particolare categoria di fondi. Il lancio dei primi Fondi Speculativi italiani risale invece ad aprile 2001 e nel giro di un anno si è arrivati rapidamente ad un totale di 35 unità (giugno 2002).

Secondo un rapporto di Banca d'Italia, il numero di Fondi Aperti Speculativi nel 2008 ammontava a 249 unità, di cui 217 erano fondi di fondi<sup>14</sup> (Figura 2).

---

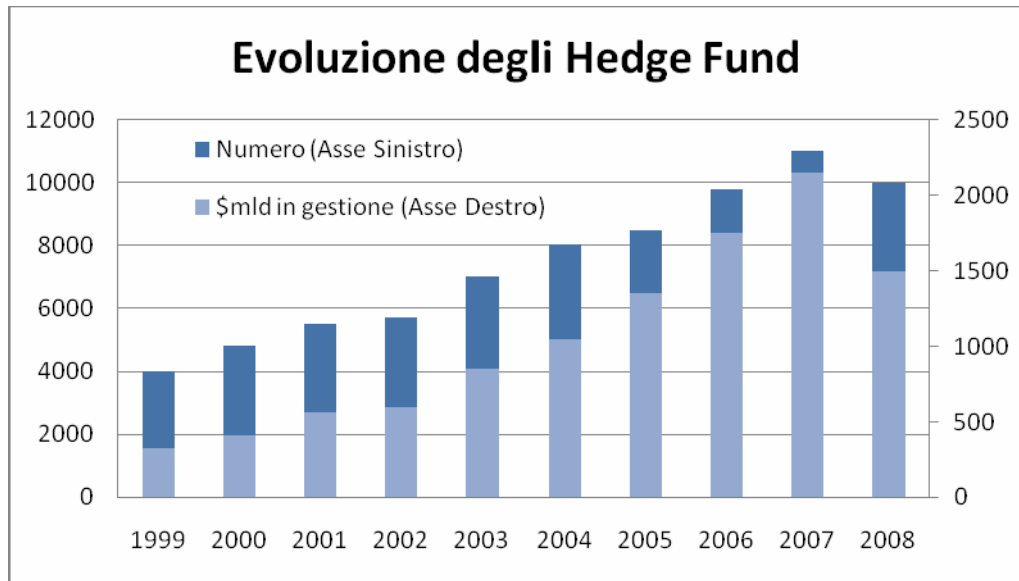
<sup>12</sup> Carol J. Loomis "The Jones nobody keeps up with", *Fortune*, aprile 1966, pag 237-247

<sup>13</sup> Julie Rohrer "The red hot world of Julien Robertson", *Institutional Investors*, 1986, pag. 86-92

<sup>14</sup> Relazione annuale 2008 della Banca D'Italia

Figura 1

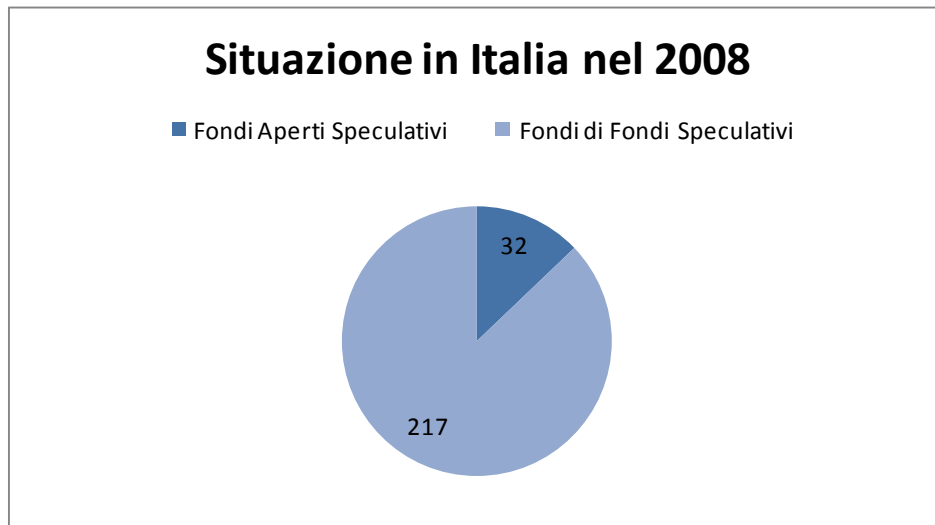
Evoluzione del numero di Hedge Fund e di Asset in gestione



Fonte: IFSL (Stime)

Figura 2

I Fondi speculativi in Italia



Fonte: Banca d'Italia

## 1.2.2. LE STRATEGIE D'INVESTIMENTO

Alla luce di quanto detto finora, gli Hedge Funds possono essere definiti come strategie d'investimento e speculazione basate sulla capacità del gestore ed orientate al raggiungimento di un rendimento assoluto attraverso strategie di investimento che ricorrono all'utilizzo di posizioni lunghe, vendite allo scoperto, indebitamento (leva finanziaria) e strumenti derivati. Questo implica l'adozione di una gestione dinamica all'interno di diversi mercati che offre anche la possibilità di beneficiare degli arbitraggi presenti sul mercato.

Attraverso un'analisi qualitativa, gli hedge funds possono classificarsi nelle seguenti sette categorie annoverate in MAR e MAR/Hedge<sup>15</sup> :

### **Event driven**

Fondi che prendono posizioni sulla base di eventi aziendali in due modi principali:

- Fondi “distressed Securities” che investono in aziende fallite o in fase di riorganizzazione attraverso strumenti di debito
- Fondi “merger arbitrage” che investono in aziende in fase di acquisizione o fusione, generalmente andando lunghi sull'azienda oggetto di acquisizione e corti sull'acquirente, oppure l'opposto qualora credano che l'acquisizione possa fallire

### **Global funds**

Fondi che investono in strumenti azionari e obbligazionari non US, inclusi i mercati emergenti.

### **Global/macro funds**

Fondi che basano i loro investimenti su analisi macroeconomica per prendere scommesse sui principali fattori di rischio quali valute, tassi, indici azionari e commodities. Ad esempio, il fondo gestito da George Soros ha guadagnato \$1bn

---

<sup>15</sup> Managed Account Reports (MAR) è una delle fonti di informazioni più utilizzate per i global managed futures. MAR/Hedge, dal 1994 ha incominciato a fornire le stesse informazioni per quanto riguarda i Fondi Hedge.

puntando sulla possibilità che la sterlina uscisse dall'European Rate Mechanism (ERM) nel settembre 1992

### **Market neutral**

Fondi che cercano di evitare i maggiori fattori di rischio, prendendo scommesse sui movimenti relativi di prezzo. Le strategie utilizzate sono quelle di long/short equità, arbitraggio degli indici azionari, arbitraggio sulle obbligazioni convertibili, e sul mercato fixed income in generale<sup>16</sup>.

### **Sector**

Concentrano gli investimenti in settori specifici dell'economia.

### **Short seller**

Prendono solo posizioni corte (vendite allo scoperto) sul mercato azionario

### **Long only**

Investono sul mercato azionario prendendo solo posizioni lunghe (non è possibile esercitare le vendite allo scoperto) tipicamente con leva finanziaria

Le diverse strategie sopraelencate hanno come obiettivo il raggiungimento di un rendimento assoluto e non relativo ad un benchmark. Per ottenere tale risultato, è possibile utilizzare due approcci

- **Market timing (MT)**

Scommette sulla direzione del mercato, andando lunghi o corti a seconda di come si crede si muoverà il mercato. E' perseguito da gestori specialisti di settore o da coloro che seguono i trend globali di mercato( global, global macro, sectors, short seller, long only)

---

<sup>16</sup> I fondi long short sono definiti come classici modelli A.W. Jones che prendono posizioni lunghe e corte sul mercato azionario; i fondi che ricorrono all'arbitraggio sugli indici azionari giocano sul differenziale di performance dell'indice e del basket di azioni sottostante; quelli che sfruttano l'arbitraggio sul mercato dei convertibili acquistano il bond e vanno corti di equità; ed infine fixed income arbitrage giocano sui differenziali di yield tra il mercato dei governativi e corporate.

- Non directional (ND)  
Tendono a cogliere le opportunità di arbitraggio esistenti sui mercati. Approccio utilizzato dagli specialisti di settore (sectors). È un approccio a bassa volatilità che offre alti rendimenti senza incorrere in rischi eccessivi

Entrambi gli approcci possono offrire rendimenti assoluti non correlati all'andamento di mercato; tuttavia l'approccio market timing dimostra una grossa volatilità in scenari di mercato estremo.

### 1.2.3. LA REGOLAMENTAZIONE ITALIANA

Come abbiamo già potuto vedere in precedenza, lo sviluppo dei Fondo Speculativi in Italia è piuttosto recente. Le disposizioni che ne hanno aperto porte nel nostro paese sono contenute:

- nell'art. 16 del Decreto 24 Maggio 1999, n. 228 del Ministero del Tesoro;
- nel Capitolo II - Sezione I del Provvedimento della Banca d'Italia 20 Settembre 1999;
- nell'art. 12 del Decreto 31 Gennaio 2003, n. 47 del Ministero del Tesoro che ha apportato delle modificazioni all'art. 16 del regolamento n. 228 del 1999.

Con esse è stata riconosciuta la possibilità, per le SGR, di istituire, in aggiunta ai fondi riservati e alle altre tipologie di fondi, anche fondi speculativi.

La società che istituisce tale fondo deve rispettare una serie di limiti relativi sia ai soggetti, che all'importo minimo di sottoscrizione ed al contenuto del regolamento.

E' infatti previsto che :

- Il numero dei soggetti che partecipano a ciascun fondo speculativo non superi le duecento unità;
- L'ammontare minimo di ciascuna sottoscrizione di fondi speculativi non possa essere inferiore a 500.000 euro. Le quote dei fondi speculativi non possono essere frazionate in nessun caso;

- Le quote dei fondi speculativi non possano essere oggetto di sollecitazione all'investimento;
- Il regolamento del fondo menzioni la rischiosità dell'investimento e la circostanza che esso avviene in deroga ai divieti (e non solo ai limiti come riconosciuto ai fondi riservati!) e alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia;
- Nel regolamento del fondo siano indicati i beni oggetto dell'investimento e le modalità di partecipazione con riferimento all'adesione dei partecipanti ed al rimborso delle quote.

Inoltre, come precisato dal D.M., su rinvio attuato dal Provvedimento della Banca d'Italia, "in considerazione dei potenziali effetti che i fondi comuni di investimento speculativi possono avere sulla stabilità della SGR, i fondi della specie possono essere istituiti o gestiti solo da SGR che abbiano come oggetto esclusivo l'istituzione o la gestione di fondi speculativi". Quest'ultima condizione è però stata recentemente abrogata dal Provvedimento della Banca d'Italia del 21 giugno 2007, ed è infatti in atto in molti gruppi italiani la fusione tra la SGR tradizionale e quella speculativa.

Gli ultimi sviluppi in campo normativo risalgono al 2008, quando il legislatore ha reagito prontamente alla crisi di liquidità che ha colpito i mercati finanziari. Infatti, a maggior tutela degli investitori nei fondi hedge, nel novembre 2008 è stata introdotta anche in Italia la normativa che consente, in "casi eccezionali" di riduzione del grado di liquidità delle attività detenute dai fondi, l'istituzione dei cosiddetti side pockets. Il d.l. 29 novembre 2008/185 e il relativo regolamento attuativo della Banca D'Italia, con la creazione dei side pockets, consentono di trasferire le attività illiquide del fondo speculativo in un fondo comune d'investimento di tipo chiuso appositamente costituito (fondo chiuso di side pocket) e di modulare le richieste di rimborso del fondo speculativo nel rispetto dell'interesse e della parità di trattamento dei partecipanti. Il medesimo decreto ha inoltre abrogato il limite massimo di 200 al numero dei partecipanti ad un fondo speculativo precedentemente in vigore.



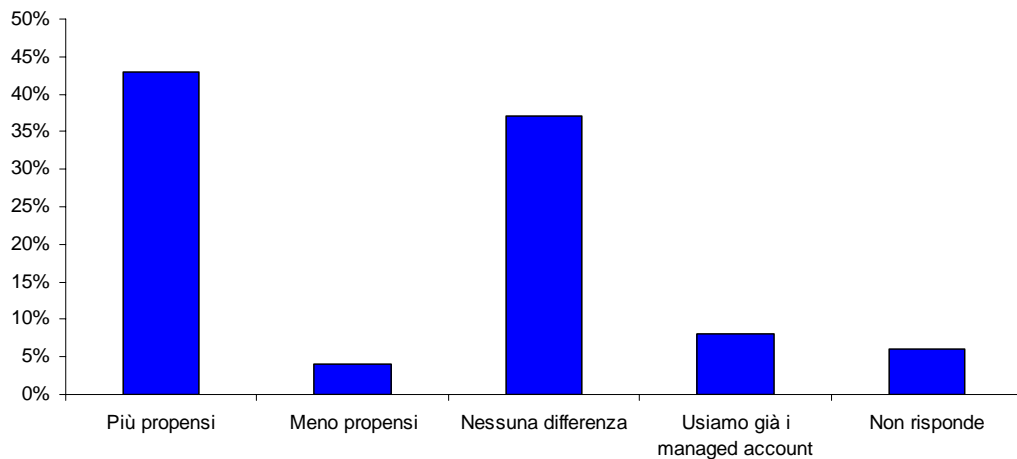
#### 1.2.4. LE PIATTAFORME DI MANGED ACCOUNTS

Una trasformazione a nostro avviso molto significativa nel mondo *dell'alternative investments* che ha caratterizzato l'industria in particolare nell'ultimo anno, è rappresentata dal rapido sviluppo delle piattaforme di Managed Accounts.

I Managed Accounts sono delle piattaforme che si occupano di tutta l'infrastruttura del fondo hedge, lasciando al gestore la possibilità di fare focus sulla gestione, assumendo in questo caso esclusivamente il ruolo di advisor.

Figura 3

Dopo gli eventi del 2008, sarete più propensi a investire parte dei vostri asset tramite managed account?

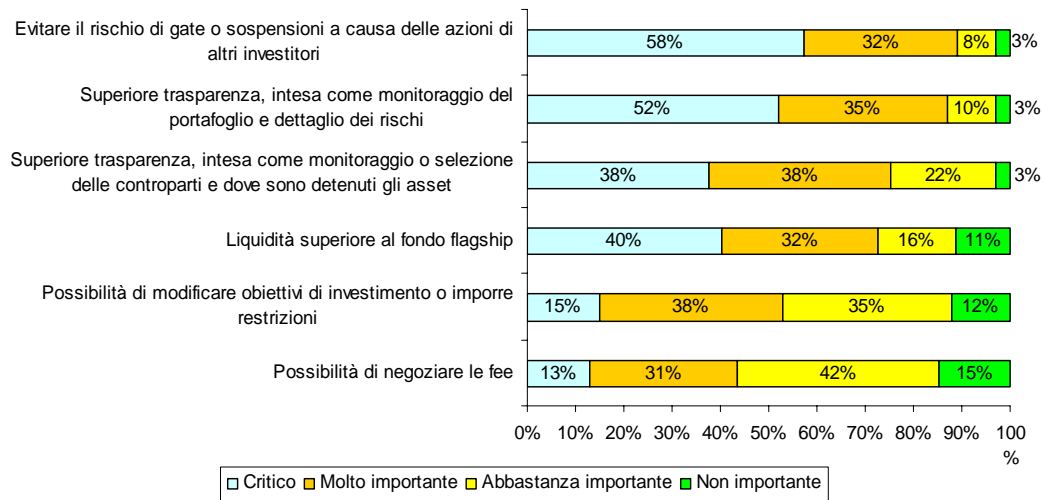


Fonte: 2009 Deutsche Bank Alternative Investment Survey. Dati calcolati su un campione di 1.000 investitori per un totale di 1.100 miliardi di dollari gestiti.

Le caratteristiche che hanno portato ad un così rapido sviluppo delle piattaforme di managed account sono proprio la possibilità di investire in strategie di fondi hedge con minori rischi (operativi), con maggiore trasparenza e controllo sugli asset e spesso con una maggiore liquidità dell'investimento, come mostrato in un sondaggio di Credi Suisse Capital Services datato maggio 2009.

Figura 4

L'importanza delle diverse caratteristiche dei managed account



Fonte: Credit Suisse Capital Services, Towards a stronger hedge fund industry, Maggio 2009.

Dal sondaggio è evidente come i motivi alla base dello sviluppo delle piattaforme sono gli stessi che stanno spingendo anche il diffondersi degli Hedge Fund Sintetici, come mostrato illustrato nel prossimo paragrafo.

### 1.3. GLI HEDGE FUND SINTETICI

Gli Hedge Funds Sintetici sono degli strumenti d'investimento sviluppati recentemente e segnano uno sviluppo importante per l'industria dell'Alternative Investments paragonabile probabilmente alla nascita degli ETF per il mercato dell'asset management tradizionale.

Gli Hedge Funds Sintetici nascono per un motivo molto chiaro: cercare di ottenere i risultati, in termini di performance e volatilità, degli Hedge Fund, senza dover rinunciare al controllo dell'investimento.

Si è infatti creato un gap culturale tra le esigenze degli investitori istituzionali e quelle dei gestori di Hedge Funds. In particolare da dopo la crisi dell'autunno 2008, ma anche in tempi meno sospetti, gli investitori istituzionali hanno desiderano una trasparenza sui loro investimenti ed una buona liquidità (i fondi

pensione, in particolare, hanno bisogno di un certo grado di liquidità per far fronte ad i loro obblighi pensionistici).

A partire da queste esigenze, ci si è domandati se fosse possibile clonare, tramite strumenti liquidi e trasparente, la performance degli Hedge Fund.

### 1.3.1. L'ALTERNATIVE BETA

Un concetto molto importante di cui si deve tener conto quando si va ad analizzare la performance degli hedge fund sintetici è il cosiddetto *alternative beta*. Così come accade per il mercato tradizionale, dove si suddivide la performance in beta (performance del mercato) ed alfa (capacità del gestore di generare un extra-rendimento), anche nel mercato *alternative* la performance può essere suddivisa tra performance dovuta al premio per il rischio tradizionale e quindi alla performance “generale” degli hedge fund (beta alternativo) ed alfa generato dal singolo gestore.

Quando si parla di replica dei rendimenti degli hedge fund, tramite hedge fund sintetici, si intende la replica dell'*alternative beta*, proprio come gli ETF replicano il beta del mercato tradizionale.

In un contesto di mercato in cui la performance degli hedge fund diventa sempre minore, come dimostrato da uno studio dell'Hedge Fund Research, Inc. (HFR), dove si mostra che il rendimento medio passa da 10.5% per anno nel periodo 1996-2000 a 5.8% durante il periodo 2001-2005, e l'alfa generato dai singoli gestori sempre più raro e spesso eroso dalle alte commissioni di gestione, gli hedge fund sintetici si posizionano sempre più come lo strumento d'investimento più efficiente.

### 1.3.2. LA NASCITA DEGLI HEDGE FUND SINTETICI

I primi studi che hanno posto le basi della teoria su cui si fondano le principali strategie di replica degli hedge funds sono da attribuirsi a W. Sharpe che già nel 1992 aveva introdotto un modello per la valutazione dello stile di gestione nei

fondi comuni di investimento. Il risultato che aveva ottenuto è che lo stile di gestione poteva essere replicato da una combinazione lineare di più indici rappresentativi di diverse asset classes e stili (azioni large-cap, growth, ed obbligazioni governative). Da questa base Fung e Hsieh (1997) diedero l'avvio alla costruzione delle loro teorie per la replica degli hedge funds, aggiungendo ai tradizionali fattori che spiegano la performance di un fondo comune d'investimento, anche i fattori di rischio tipici del mondo alternative (short-selling e leverage). Questi autori lanciarono quindi i primi modelli di replica degli hedge funds, modelli basati su una regressione multipla su diverse asset class.

Ai fini dello studio in questione è invece molto importante il lavoro eseguito da Kat e Palaro. Questi autori hanno infatti scritto diversi papers, in anni recenti, confrontando la performance ottenuta tramite un modello che investe meccanicamente in strumenti liquidi, *Fund Creator*, con fondi di fondi hedge e singoli hedge funds. I risultati, pubblicati nel 2005, mostrano che in un universo di 875 fondi di hedge funds e 2073 singoli hedge funds, questi battono il loro modello, al netto delle commissioni, solo rispettivamente, nel 18.6% e 22.5% dei casi. Questo risultato conferma la teoria che la generazione perpetua di Alfa è impossibile a causa della quasi efficienza dei mercati; pur esistendo numerosi Hedge Funds che generano Alfa con continuità, a livello aggregato l'Alfa è pressoché zero e probabilmente negativo dopo bias e commissioni; dal punto di vista dell'investitore il valore atteso di Alfa di un generico fondo non può quindi che essere zero. Queste conclusioni vano quindi a giustificare l'esistenza degli hedge funds sintetici, capaci di replicare solo l'*alternative beta* ed allo stesso tempo garantendo liquidità e trasparenza all'investitore.

### 1.3.3. COME CLASSIFICARE UN HEDGE FUND SINTETICO

Due sono le variabili fondamentali che caratterizzano un hedge fund sintetico

- a) Il benchmark che l'hedge fund sintetico vuole replicare;
- b) La metodologia di replica.

### **a) Il benchmark**

L'indice oggetto della replica è l'elemento fondamentale da tenere presente nella classificazione di un hedge fund sintetico, poiché la performance di un "robusto" clone non si discosterà molto dalla performance del suo target.

Nella maggior parte dei casi l'indice da replicare è costituito da un indice di hedge fund non investibile, avendo questi una performance regolarmente più alta rispetto alla versione investibile.

Il limite degli indici non investibili è però da riscontrare nei *biases* (distorsioni che si formano durante la compilazione dell'indice), individuati generalmente nel fenomeno della mortalità e nel fenomeno "backfill": gli indici di hedge funds non investibili spesso eliminano retroattivamente dal calcolo della performance gli hedge funds liquidati (*mortalità*), e permettono, agli hedge funds che sono inclusi nel database, di riportare il rendimento che sostengono di avere ottenuto prima della data di inclusione ("*backfill*"). I biases quindi permettono all'indice non investibile di beneficiare di una performance aggiuntiva, di circa 3.5% all'anno, non rappresentativa dell'intero mercato degli hedge funds e non replicabile.

### **b) La metodologia di replica**

La ricerca scientifica ha individuato 3 metodologie principali di replica, oggetto di un acceso dibattito:

- I. replica della strategia
- II. replica della distribuzione di probabilità
- III. replica basata sui fattori principali

La replica della strategia è una metodologia che cerca di ricreare la performance degli hedge funds prendendo le stesse posizioni in essere nei fondi stessi, cioè costruire pseudo hedge funds e raggrupparli in un unico fondo. Questo permetterebbe di rappresentare in modo genuino la performance degli hedge funds, ma potrebbe soffrire di scarsa liquidità e difficoltà nel rappresentare l'intero universo degli hedge funds.

La replica della distribuzione di probabilità, in modo molto diverso dalla metodologia precedente, utilizza copule per ottenere la stessa distribuzione di rendimento dell'indice target, mantenendo quindi volatilità, curtosi e *skeweness* molto simili a quelle del target. Questa metodologia però necessita di lunghi periodi di tempo per dimostrarne l'efficacia ed è difficile da implementare e calibrare.

Il modello più diffuso è la replica basata su fattori principali. Molto trasparente ed efficace, permette di replicare l'andamento del target investendo dinamicamente in una serie di asset finanziari liquidi (*fattori*) che, secondo studi accademici, spiegano gran parte del rendimento degli hedge funds (come l'inflazione, i tassi di interesse reali, la forma della curva dei tassi, il premio al rischio di credito ed al rischio azionario,...). Il peso di ciascun fattore è stimato tramite regressione lineare, o attraverso filtri.

## **CAPITOLO 2 – ANALISI DELLE PERFORMANCE DI MERCATO DEGLI HEDGE FUND SINTETICI**

In questo secondo capitolo verranno esaminate le performance degli hedge fund sintetici per capire come questi strumenti abbiano performato. Solamente ora disponiamo, infatti, di un discreto track-record (i primi hedge fund sintetici sono stati lanciati nel 2007) che può aiutarci a capire come gli algoritmi tanto discussi nella letteratura si siano effettivamente comportati.

Prima di iniziare tale analisi è importante fare una premessa: il 2008 è stato senza dubbio un anno difficile per il mondo degli investi alternativi ed anche gli strumenti che replicano la performance di indici di hedge fund non sono stati richiestissimi (a differenza degli hedge fund sintetici che replicano la performance inversa di questi indici...). Nonostante ciò, ci si è resi conto che gli hedge fund sintetici hanno qualità importanti che permettono di superare i limiti degli hedge fund emersi bruscamente durante le crisi del 2008. Ci riferiamo in particolare alla liquidità ed alla trasparenza, due elementi la cui assenza è pesata molto per gli hedge fund nell'autunno dello scorso anno.

Per effettuare l'analisi sono stati presi in considerazione 14 hedge fund sintetici creati da altrettante società di gestione/banche di investimento

Società dei gestione	Nome	Metodologia	Data di Lancio
Barclays Capital	Long Barclays Alternatives Replicator Index	Fattori	01/10/2007
Desjardins Global AM	Synthetic Alternative Investment Fund	Distribuzione	29/12/2006
Deutsche Bank	Absolute Return beta Index	Strategia	01/05/2007
Fulcrum Asset Management	Alternative Beta Fund	Strategia	17/10/2007
Goldman Sachs	Aboslute Return Tracker Index	Fattori	01/03/2007
IceCapital Fund Management	Alternative Beta Fund	Fattori	19/03/2007
Index IQ	Hedge Composite Beta Index	Strategia	31/10/2007
Innocap Investment Management	Salto Index	Fattori	03/07/2007
JP Morgan	Alternative Beta Index	Fattori	12/02/2007
Merrill Lynch	Factor index	Fattori	03/03/2006
Morgan Stanley	Altera Index	Mista	01/08/2007
Partners Group	Alternative beta strategies Index	Mista	06/10/2004
Rydex SGI	Multi-Hedge Strategies Fund	Strategia	19/09/2005
Société Générale	Alternative Beta Index	Fattori	01/03/2007

Il campione preso in considerazione, come si può osservare dalla tabella, è composto da hedge funds sintetici basati su tre diverse metodologie:

- 7 hedge fund sintetici utilizzano una metodologia di replica basata su fattori
- 4 hedge fund sintetici utilizzano una metodologia di replica della strategia
- 1 hedge fund sintetico utilizza la metodologia di replica della distribuzione di probabilità
- 2 hedge fund sintetici invece utilizzano una metodologia mista.

Tra questi, solamente gli hedge fund sintetici lanciati da Société Générale e da Innocap Investment Management hanno dichiarato di utilizzare un modello di replica basato sui filtri di Kalman.

Tutti i 14 hedge fund sintetici presi in considerazione hanno una data di lancio precedente al 2008 (gran parte di questi sono stati lanciati nel 2007) ed il campione è composto esclusivamente da indici “long”.

Il periodo preso in considerazione dalla nostra analisi è compreso tra novembre 2007 e novembre 2009 ed i dati utilizzati per le analisi sono stati ottenuti da Bloomberg. La scelta del periodo di riferimento, sebbene possa apparire estremamente breve, è stata tuttavia obbligata, perché è l’unica che permette di



combinare un numero discreto di hedge fund sintetici senza ricorrere a performance simulate, ma esclusivamente a performance reali.

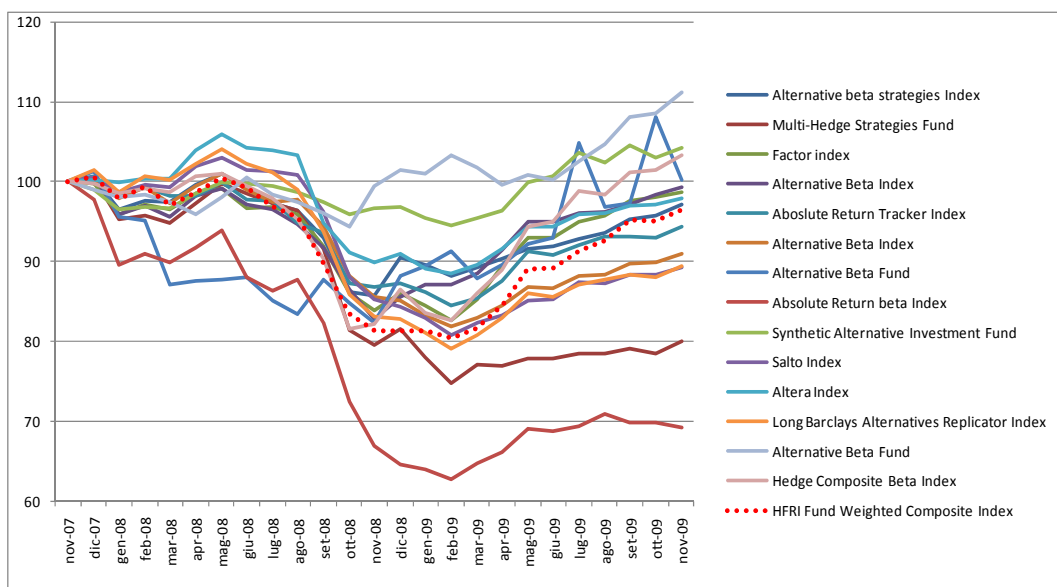
## 2.1. LA PERFORMANCE STORICA

La prima analisi effettuata sul campione consiste in un paragone della performance storica dei diversi hedge fund sintetici.

Per meglio valutare il rendimento dei diversi indici/fondi, è stata inserita nell'analisi anche la performance dell'Indice HFRI Fund Weighted Composite Index, indice non investibile disegnato da Hedge Fund Research, Inc. (HFR) e rappresentativo di un ampio universo di hedge funds, più di 2000 fondi hedge, equipaggiati, presenti nel database di HFR.

Figura 5

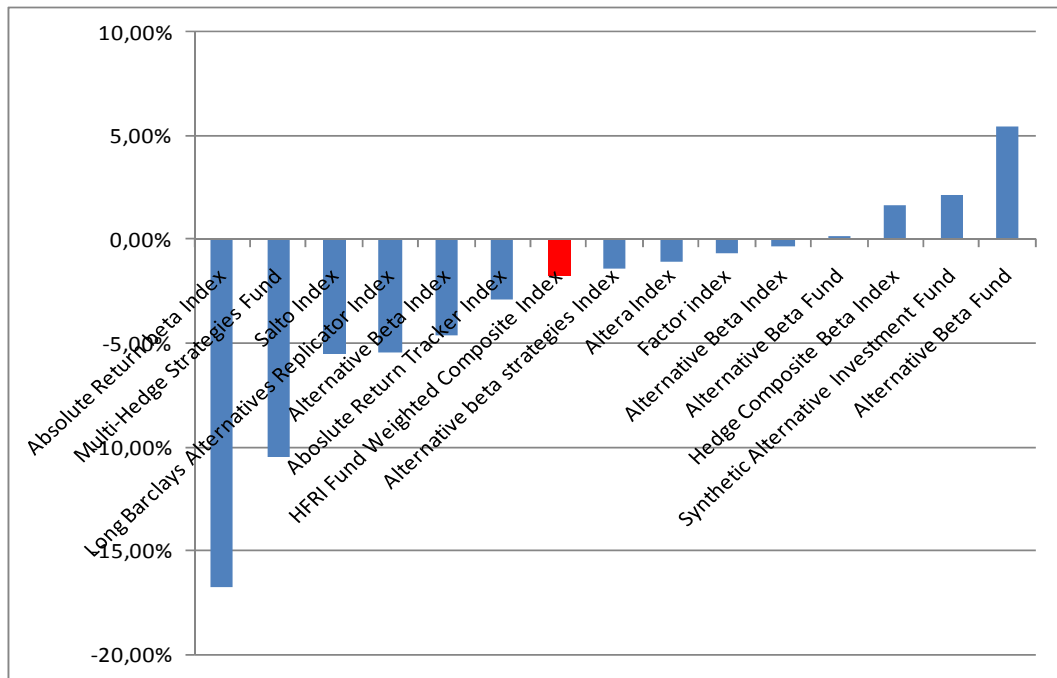
Performance storica del campione di hedge funds sintetici dal 30 novembre 2007 al 30 novembre 2009



La figura 6 mostra la performance annuale registrata da novembre 2007 a novembre 2009 dai fondi che costituiscono il campione. In rosso è evidenziata la performance dell'indice HFRI Fund Weighted Composite.

Figura 6

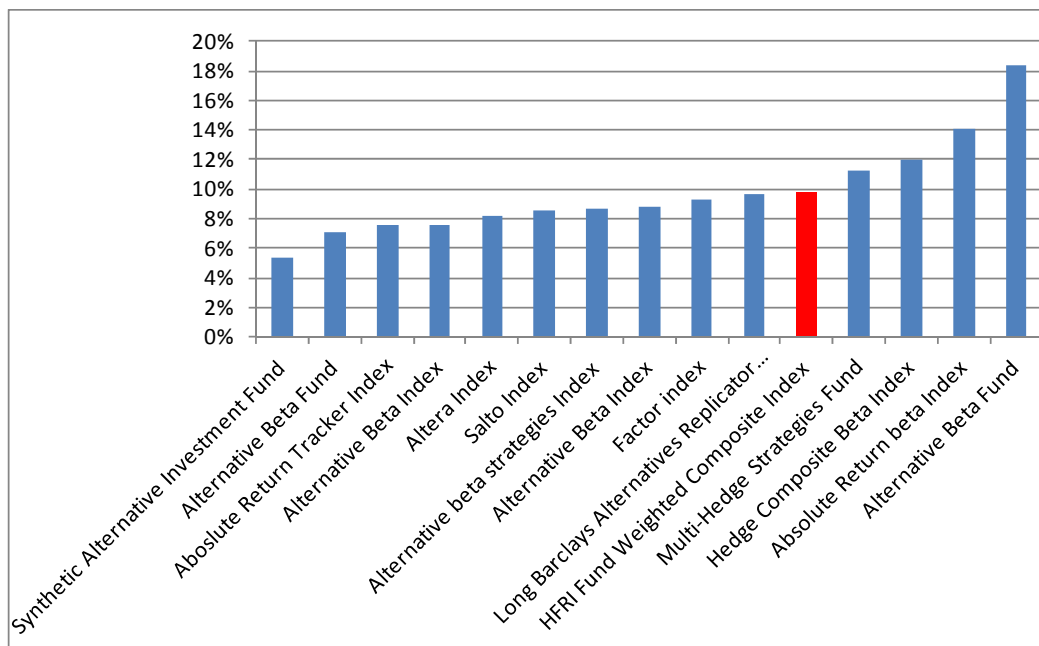
Performance annuale del campione di hedge fund sintetici dal 30 novembre 2007 al 30 novembre 2009



Per completare l'analisi della performance la Figura 7 mostra la volatilità annuale dei 14 hedge fund sintetici e dell'indice rappresentativo del mercato.

Figura 7

Volatilità annuale del campione di hedge fund sintetici dal 30 novembre 2007 al 30 novembre 2009



Il passo successivo nell'analisi del campione di hedge fund, consiste nell'osservazione del Tracking Error rispetto alla performance degli hedge funds. Sebbene non tutti gli hedge fund sintetici presi in considerazione abbiano un indice target di riferimento chiaramente esplicitato (nel campione in esame solo 4 indici dichiarano il target della loro performance), abbiamo utilizzato ancora una volta come parametro per valutare il tracking error, l'Indice HFRI Fund Weighted Composite.

Figura 8

Illustrazione del tracking error mensile rispetto all'Indice HFRI Fund Weighted Composite

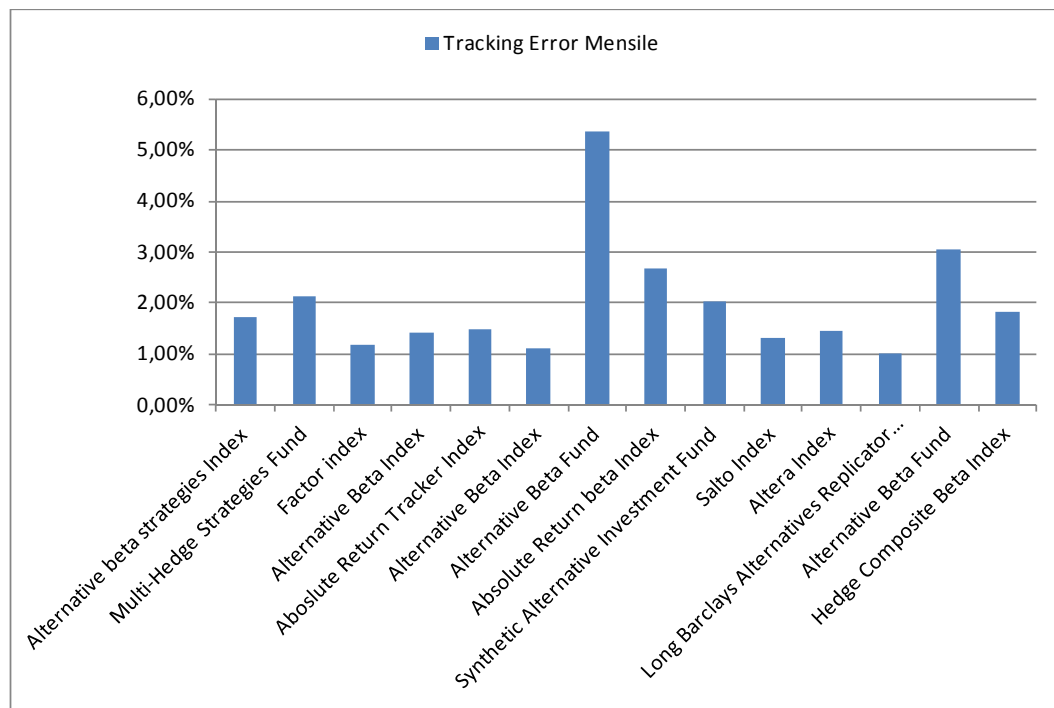
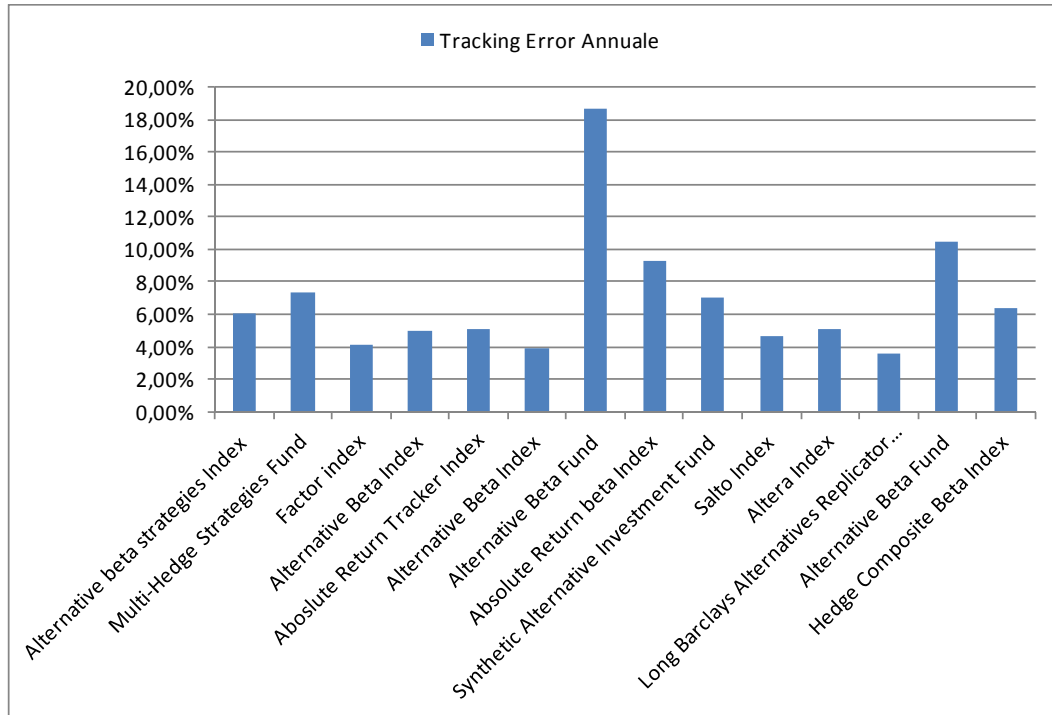


Figura 9

Illustrazione del tracking error annuale rispetto all'Indice HFRI Fund Weighted Composite

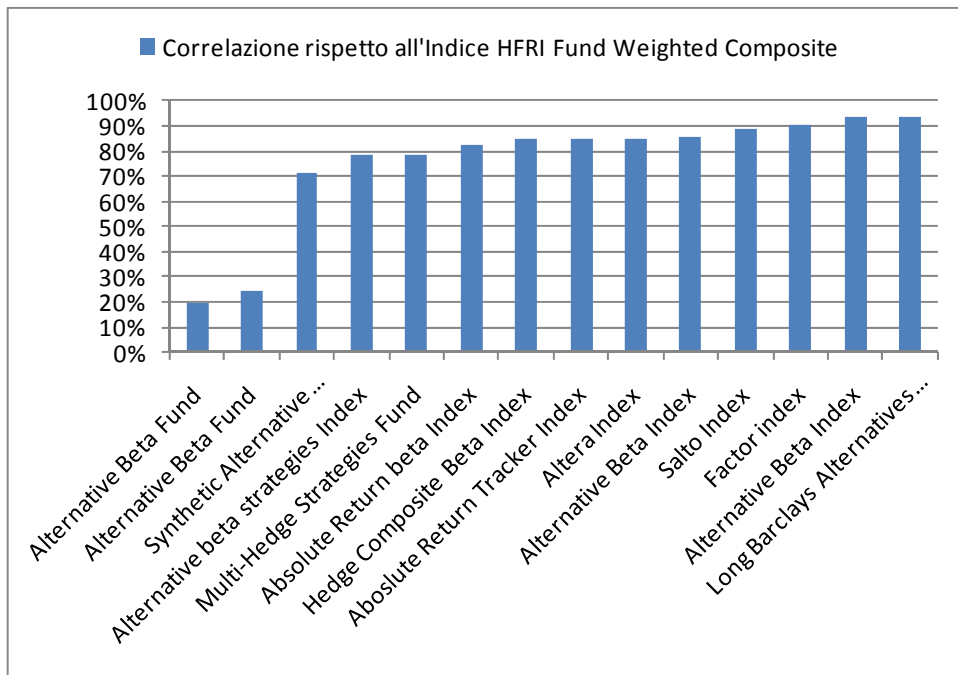


Come si può osservare dalle Figure 5 e 6, la performance dei diversi hedge fund sintetici è significativamente eterogenea. Se si guarda alla performance annuale (Figura 6) possiamo infatti notare come questa vari da -16,79% per l'Absolute Return beta Index di Deutsche Bank, al +5,42% del Alternative Beta Fund di Fulcrum Asset Management. In media, la performance del campione risulta pari a -2,86%, valore che non si discosta eccessivamente dalla performance dell'Indice HFRI Fund Weighted Composite, pari a -1,76%.

I dati sulla volatilità annuale sono invece più omogenei, ad esclusione del fondo Alternative Beta Fund lanciato da IceCapital Fund Management, che ha registrato una volatilità di 18,36%, come si può vedere dalla Figura 7, e variano tra 5,40% (Synthetic Alternative Investment Fund di Desjardins Global Asset Management) ad appunto 18,36% dell'Alternative Beta Fund. In media la volatilità del campione è di 9,75%, molto simile a quella dell'indice di riferimento (HFRI Fund Weighted Composite), pari a 9,78%.

Figura 10

Correlazione storica dei rendimenti



Nella Figura 10 mostriamo invece la correlazione dei rendimenti tra i diversi hedge fund sintetici che compongono il campione con l'Indice HFRI Fund Weighted Composite. In media la correlazione è pari a 75,78% con un valore massimo di 93,73% per il Long Barclays Alternatives Replicator Index di Barclays Capital ed un valore minimo pari a 20,01% per l'Alternative Beta Fund lanciato da IceCapital Fund Management.

Risultati molto interessanti scaturiscono da un'analisi aggiuntiva, che ha come oggetto la correlazione tra il campione di hedge fund sintetici e diverse asset class tradizionali.

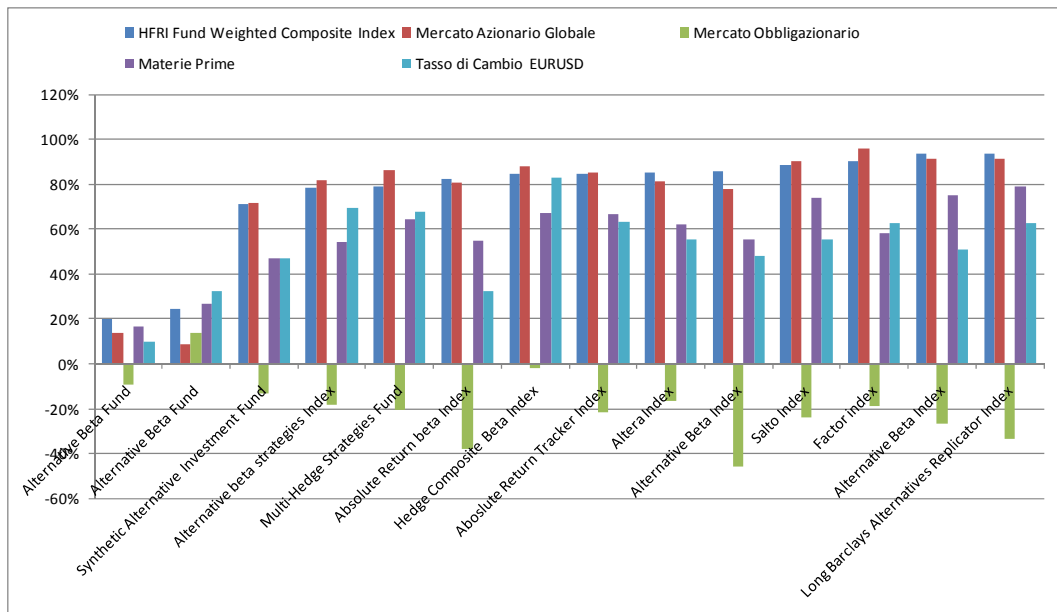
Per effettuare tale analisi, sono stati selezionati i seguenti indici come benchmark delle asset class tradizionali:

Asset Class	Indice
Mercato Azionario Globale	MSCI World
Mercato Obbligazionario	iBoxx Euro
Mercato Delle Materie Prime	Dow Jones UBS Commodity Index
Tasso di cambio EURUSD	Prezzo di 1 EUR in USD

La Figura 11 mostra, sorprendentemente, che il 50% dei fondi compresi nel campione (esattamente 7 su 14) la correlazione con il mercato azionario è maggiore rispetto alla correlazione con l'indice HFRI Fund Weighted Composite.

Figura 11

Correlazione storica dei rendimenti con asset class tradizionali



## 2.2. APPENDICE: RISULTATI NUMERICI DELLE ANALISI

Tabella 1

Performance annuale del campione di hedge fund sintetici dal 30 novembre 2007 al 30 novembre 2009

Società dei gestione	Nome	Performance annuale
Deutsche Bank	Absolute Return beta Index	-16,79%
Rydex SGI	Multi-Hedge Strategies Fund	-10,51%
Innocap Investment Management	Salto Index	-5,50%
Barclays Capital	Long Barclays Alternatives Replicator Index	-5,43%
Société Générale	Alternative Beta Index	-4,63%
Goldman Sachs	Aboslute Return Tracker Index	-2,89%
HFR	HFRI Fund Weighted Composite Index	-1,76%
Partners Group	Alternative beta strategies Index	-1,45%
Morgan Stanley	Altera Index	-1,04%
Merrill Lynch	Factor index	-0,66%
JP Morgan	Alternative Beta Index	-0,37%
IceCapital Fund Management	Alternative Beta Fund	0,12%
Index IQ	Hedge Composite Beta Index	1,61%
Desjardins Global Asset Management	Synthetic Alternative Investment Fund	2,11%
Fulcrum Asset Management	Alternative Beta Fund	5,42%

Tabella 2

Volatilità annuale del campione di hedge fund sintetici dal 30 novembre 2007 al 30 novembre 2009

Società dei gestione	Nome	Volatilità Annuale
Desjardins Global Asset Management	Synthetic Alternative Investment Fund	5,40%
Fulcrum Asset Management	Alternative Beta Fund	7,05%
Goldman Sachs	Aboslute Return Tracker Index	7,58%
Société Générale	Alternative Beta Index	7,58%
Morgan Stanley	Altera Index	8,24%
Innocap Investment Management	Salto Index	8,59%
Partners Group	Alternative beta strategies Index	8,67%
JP Morgan	Alternative Beta Index	8,80%
Merrill Lynch	Factor index	9,28%
Barclays Capital	Long Barclays Alternatives Replicator Index	9,60%
HFR	HFRI Fund Weighted Composite Index	9,78%
Rydex SGI	Multi-Hedge Strategies Fund	11,26%
Index IQ	Hedge Composite Beta Index	11,94%
Deutsche Bank	Absolute Return beta Index	14,10%
IceCapital Fund Management	Alternative Beta Fund	18,36%



Tabella 3

Tracking error rispetto all'Indice Fund Weighted Composite

Società dei gestore	Nome	Tracking Error Mensile	Tracking Error Annuale
Barclays Capital	Long Barclays Alternatives Replicator Index	1,02%	3,54%
Société Générale	Alternative Beta Index	1,11%	3,86%
Merrill Lynch	Factor index	1,20%	4,14%
Innocap Investment Management	Salto Index	1,33%	4,61%
JP Morgan	Alternative Beta Index	1,43%	4,95%
Morgan Stanley	Altera Index	1,46%	5,05%
Goldman Sachs	Absolute Return Tracker Index	1,48%	5,14%
Partners Group	Alternative beta strategies Index	1,74%	6,01%
Index IQ	Hedge Composite Beta Index	1,83%	6,35%
Desjardins Global Asset Management	Synthetic Alternative Investment Fund	2,02%	6,99%
Rydex SGI	Multi-Hedge Strategies Fund	2,12%	7,33%
Deutsche Bank	Absolute Return beta Index	2,68%	9,27%
Fulcrum Asset Management	Alternative Beta Fund	3,04%	10,51%
IceCapital Fund Management	Alternative Beta Fund	5,37%	18,61%

Tabella 4

Correlazione storica dei rendimenti

Società dei gestione	Nome	HFRI Fund Weighted Composite Index	Mercato Azionario Globale	Mercato Obbligazionario	Materie Prime	Tasso di Cambio EURUSD
IceCapital Fund Management	Alternative Beta Fund	20,01%	13,96%	-9,29%	16,64%	9,91%
Fulcrum Asset Management	Alternative Beta Fund	24,65%	8,72%	13,77%	26,67%	32,36%
Desjardins Global Asset Management	Synthetic Alternative Investment Fund	70,92%	71,57%	-13,47%	46,82%	47,17%
Partners Group	Alternative beta strategies Index	78,48%	81,65%	-18,10%	54,16%	69,23%
Rydex SGI	Multi-Hedge Strategies Fund	78,82%	86,30%	-20,39%	64,55%	67,67%
Deutsche Bank	Absolute Return beta Index	82,30%	80,49%	-37,99%	54,65%	32,51%
Index IQ	Hedge Composite Beta Index	84,46%	88,23%	-1,84%	67,44%	82,66%
Goldman Sachs	Aboslute Return Tracker Index	84,76%	85,27%	-21,67%	66,54%	63,52%
Morgan Stanley	Alterra Index	84,97%	81,35%	-16,43%	62,22%	55,39%
JP Morgan	Alternative Beta Index	85,77%	78,12%	-45,75%	55,55%	48,07%
Innocap Investment Management	Salto Index	88,43%	90,16%	-23,86%	73,69%	55,25%
Merrill Lynch	Factor index	90,34%	95,84%	-18,78%	58,15%	62,60%
Société Générale	Alternative Beta Index	93,34%	91,40%	-26,43%	74,84%	50,73%
Barclays Capital	Long Barclays Alternatives Replicator Index	93,73%	91,44%	-33,46%	78,77%	62,83%

## **CAPITOLO 3 – ANALISI DELLA PERFORMANCE STORICA E PRO-FORMA**

L'analisi effettuata nel capitolo 2 fornisce dei risultati molto interessanti, ma si deve tener conto che è stata effettuata su un orizzonte temporale estremamente breve ed in un periodo caratterizzato da una situazione di mercato anomala.

Per ottenere una conferma dei risultati ottenuti nel capitolo precedente, si procederà, in questo capitolo, ad analizzare la performance di ciascun hedge fund tracker dalla data di lancio e, se disponibile, si analizzerà la performance pro-forma.

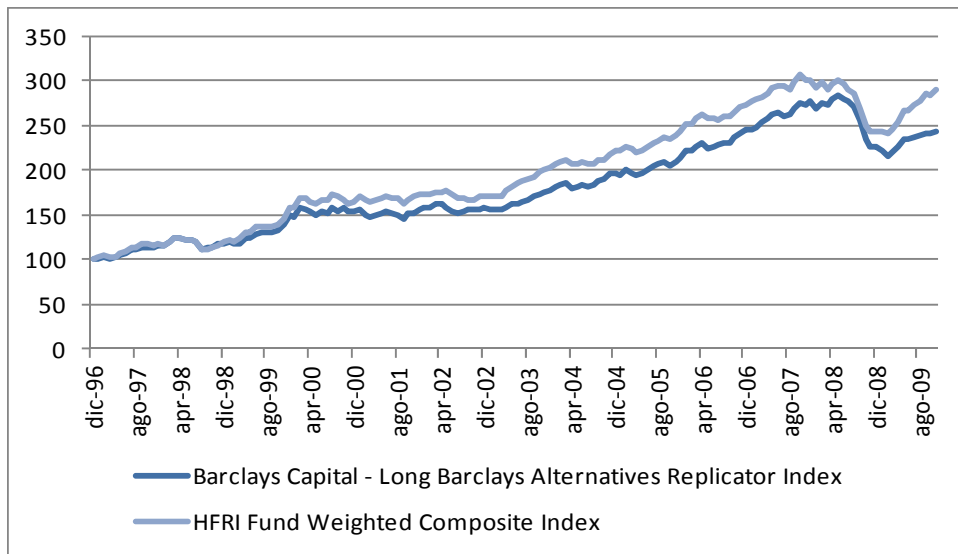
### **3.1. BARCLAYS CAPITAL - LONG BARCLAYS ALTERNATIVES REPLICATOR INDEX**

Il fondo hedge sintetico di Barclays Capital è stato lanciato nell'ottobre 2007. I risultati ottenuti nel capitolo precedente mostrano una forte correlazione con l'indice HFRI nel periodo preso in considerazione, pari a 93,73%.

Nel grafico in Figura 12 si può osservare l'andamento di tale hedge fund sintetico, andamento ricostruito utilizzando dati reali e pro-forma (fonte Barclays Capital).

Figura 12

Performance pro-forma e storica del Long Barclays Alternatives Replicator Index



La correlazione con l'indice di hedge funds in questo periodo più esteso è minore rispetto al dato calcolato in precedenza ed è pari a 88,50%.

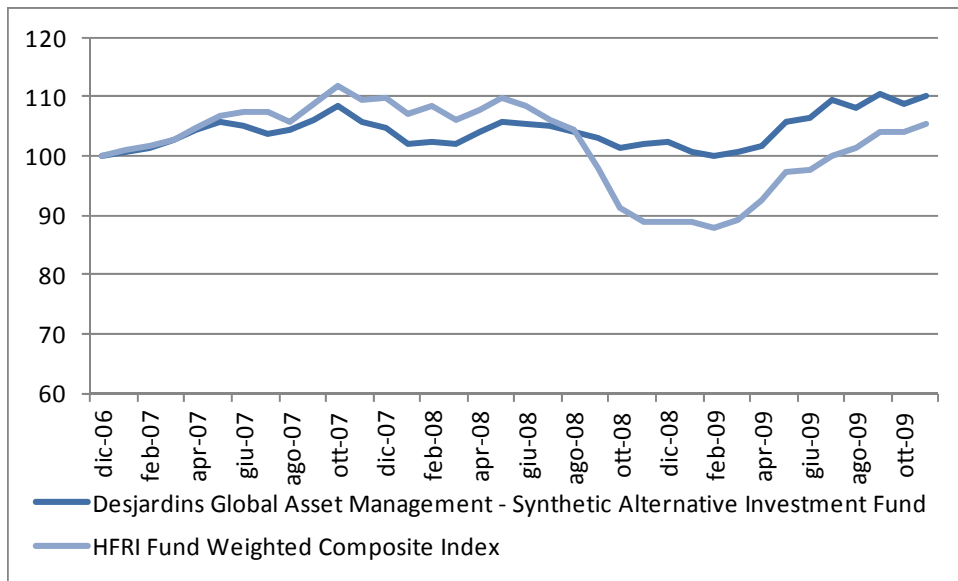
La performance annuale è comunque pari a 7,16%, non lontana dal dato registrato per l'indice HFRI, 8,56%. Anche la volatilità è simile, 7,60% rispetto a 7,73% dell'indice non investibile.

### 3.2. DESJARDINS GLOBAL AM - SYNTHETIC ALTERNATIVE INVESTMENT FUND

Per il Synthetic Alternative Investment Fund di Desjardins Global Asset Management non abbiamo a disposizione dati pro-forma, ma lo studio può essere esteso di diversi mesi, dato che questo fondo è uno dei primi ad essere stato lanciato (la data di lancio è dicembre 2006).

Figura 13

Performance storica del Synthetic Alternative Investment Fund



In questo caso si registra una correlazione con l'indice HFRI del 71,2% in linea con il dato ricavato nel capitolo 2 (70,92%). La performance annuale del fondo è pari a 3,39%, maggiore rispetto a quella dell'indice (1,86%), merito in particolare del minore ribasso registrato a fine 2008. Il fondo ha anche registrato una minore volatilità rispetto all'indice HFRI Fund Weighted: 5,24% rispetto a 8,71%.

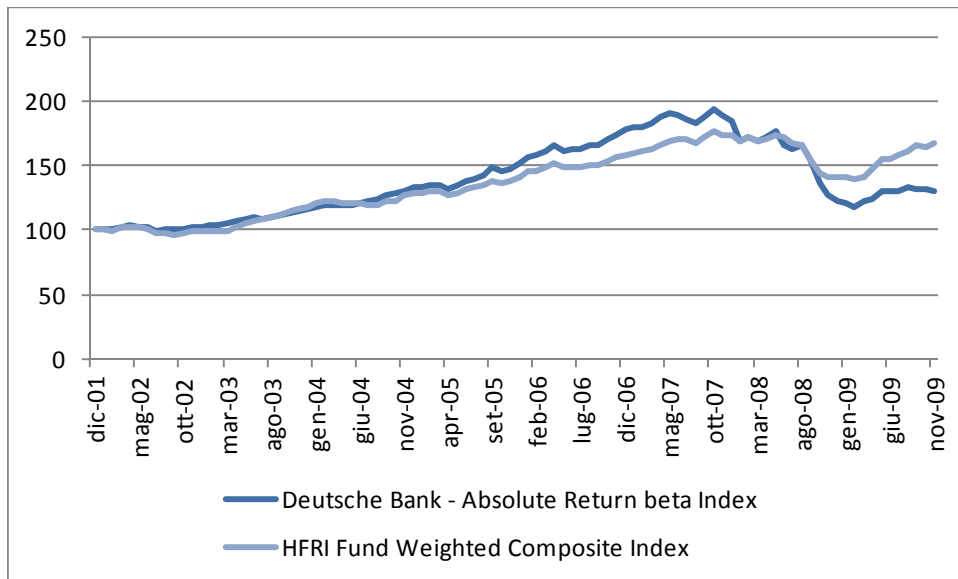
### 3.3. DEUTSCHE BANK - ABSOLUTE RETURN BETA INDEX

Il fondo hedge sintetico di Deutsche Bank è stato lanciato nel maggio 2007, e si basa su un meccanismo di replica della strategia. Come si può notare dal capitolo 2, questo tracker ha performato molto male se paragonato all'HFRI nel periodo preso in considerazione dalla nostra analisi: -16,79% di performance annuale con un'alta volatilità.

La performance pro-forma fornita da Deutsche Bank è invece molto diversa rispetto ai risultati effettivamente ottenuti dopo la data di lancio, come si può vedere dalla Figura 14.

Figura 14

Performance pro-forma e storica del Absolute Return beta Index



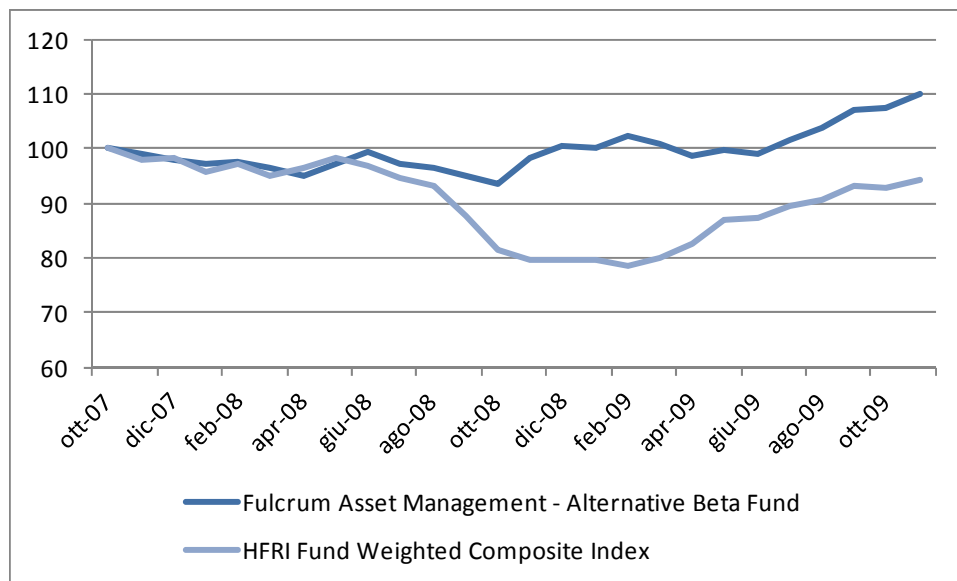
I dati pro-forma (dicembre 2001 - aprile 2007) mostrano che il tracker lanciato da Deutsche Bank avrebbe sovraperformato l'indice HFRI di circa il 2,5% all'anno, con una simile volatilità ed una correlazione pari a 81,10%. Non è semplice in questo caso capire se l'andamento reale estremamente negativo di questo hedge fund sintetico è dovuto alle particolari condizioni di mercato o se, invece, la performance pro-forma non è una buona indicazione del comportamento del fondo.

### 3.4. FULCRUM ASSET MANAGEMENT - ALTERNATIVE BETA FUND

Il Fondo di Fulcrum AM, l'Alternative Beta Fund, è stato lanciato nell'ottobre del 2007 e non disponiamo di dati pro-forma. Quindi, l'analisi su questo fondo non offre niente di nuovo rispetto a quello indicato nel capitolo 2.

Figura 15

Performance storica del Alternative Beta Fund



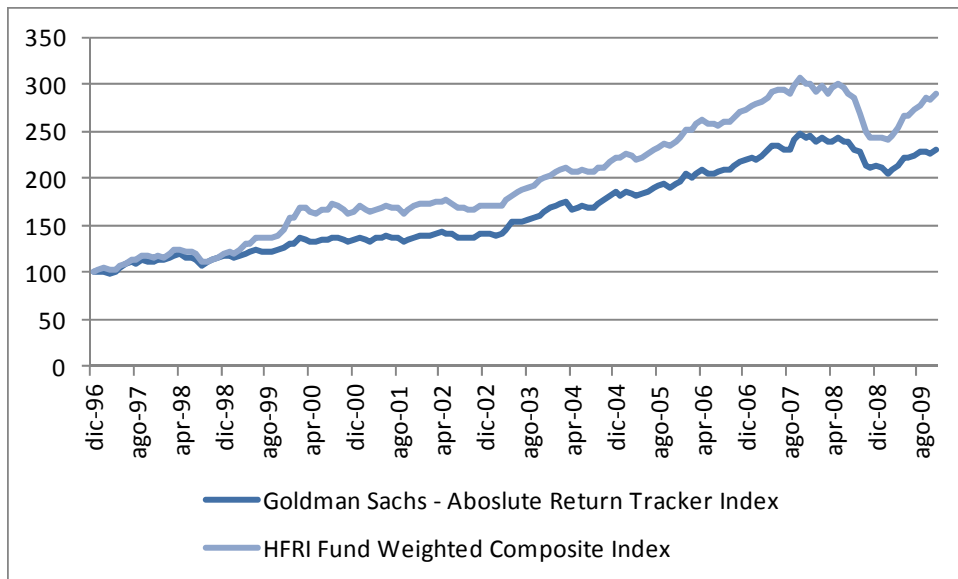
Il fondo ha realizzato una performance positiva rispetto all'indice HFRI grazie ad un minor ribasso nel periodo di crisi. Questo è però risultato in una bassa correlazione con l'indice HFRI. Correlazione che è tra le più basse del campione preso in considerazione in questo studio (26,22%). Se però rimuoviamo il periodo di crisi dall'analisi e analizziamo esclusivamente i dati sulla performance della seconda metà del 2009 possiamo notare un drastico aumento della correlazione (87,91%), evidente anche dalla Figura 15.

### 3.5. GOLDMAN SACHS - ABOSLUTE RETURN TRACKER INDEX

Al contrario di quanto evidenziato per l'hedge fund sintetico di Deutsche Bank, la performance pro-forma del tracker di Glodman Sachs disponibile a partire dal dicembre 1996 è coerente ed in linea con i dati registrati dal lancio, marzo 2007. In particolare la correlazione con l'indice HFRI, come si può intuire dalla figura 16 è molto alta e pari a 84,93%, di poco superiore al dato registrato dalla data di lancio, 84%.

Figura 16

Performance pro-forma e storica del Absolute Return Tracker Index



### 3.6. ICECAPITAL FUND MANAGEMENT - ALTERNATIVE BETA FUND

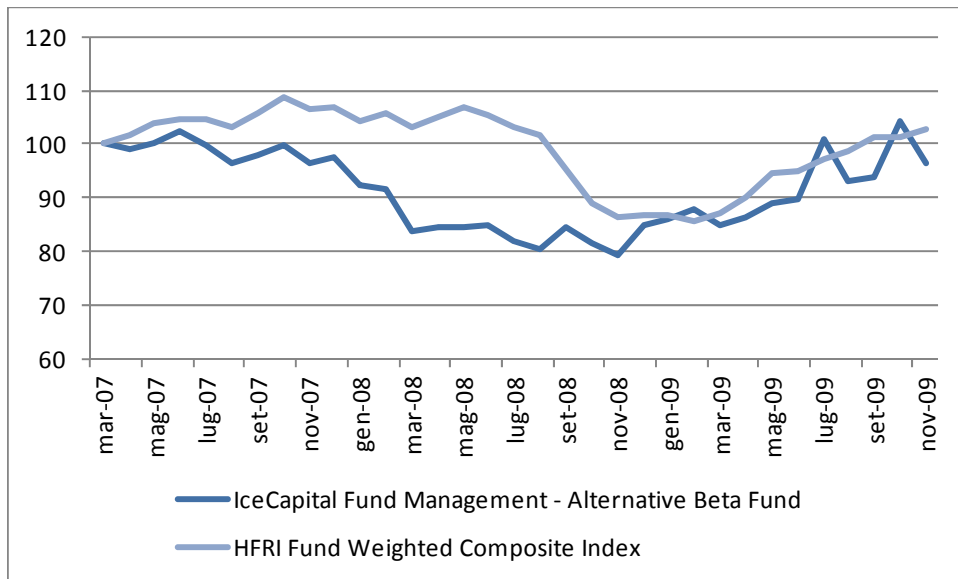
L'Alternative Beta Fund di IceCapital fund Management è stato lanciato nel marzo del 2007. Per questo fondo non disponiamo di performance pro-forma e possiamo limitare l'analisi alla solo performance reale.

Nell'analisi effettuata nel precedente capitolo, il fondo di IceCapital ha registrato la più bassa correlazione con l'indice HFRI (20,01%) e il maggiore tracking error (18,61%). Allungando, per quanto possibile, il periodo di osservazione, la situazione non migliora, se non marginalmente, con una correlazione che avanza fino a 24,38% e quindi ben al di sotto della media del campione (75,78%).



Figura 17

Performance storica del Alternative Beta Fund

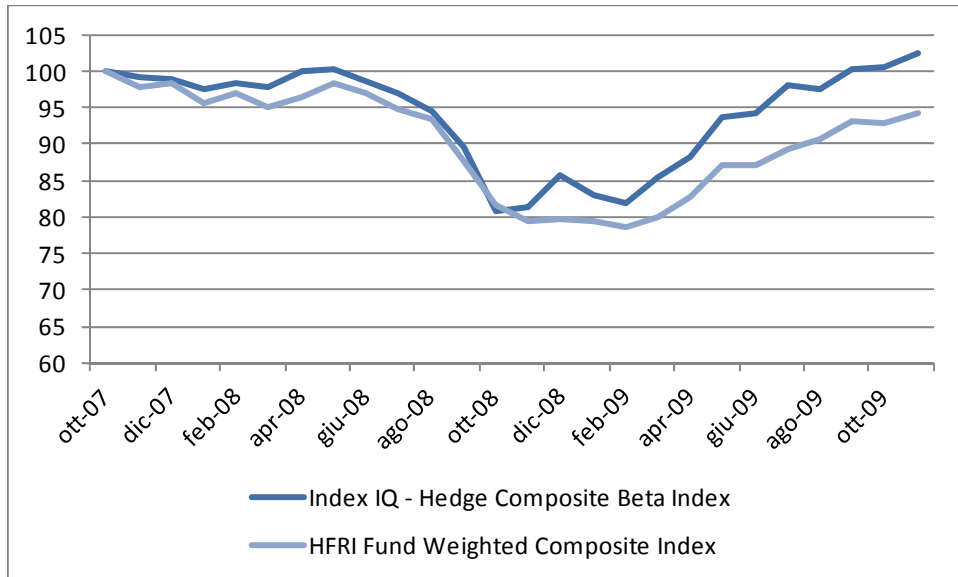


### 3.7. INDEX IQ - HEDGE COMPOSITE BETA INDEX

Per l'Hedge Composite Beta Index vale lo stesso discorso fatto per il tracker di Fulcrum Asset management, dato che anche per questo fondo non disponiamo di dati pro-forma e la data di lancio è ottobre 2007.

Figura 18

Performance storica del Hedge Composite Beta Index



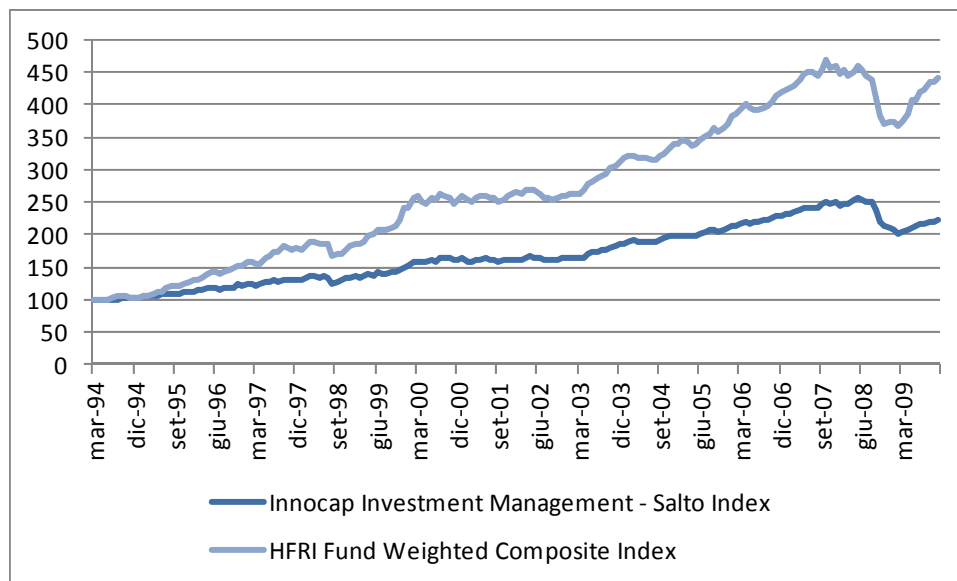
La performance storica di questo hedge fund sintetico è in linea con quella dell'indice non investibile di hedge funds, dato confermato dalla buona correlazione, pari a 84,25%. Il fondo è però più volatile del benchmark e di molti hedge fund sintetici che costituiscono il campione preso in analisi, con un valore della volatilità annualizzata pari a 11,71%.

### 3.8. INNOCAP INVESTMENT MANAGEMENT - SALTO INDEX

Il fondo di Innocap Investment Management, società posseduta da National bank of Canada e BNP Paribas, dispone di una lunga performance pro-forma che ci permette di analizzare l'andamento in diversi periodi storici dal 1994.

Figura 19

Performance pro-forma e storica del Salto Index



Come per l'hedge fund sintetico lanciato da Goldman Sachs, anche Salto ha registrato una performance reale coerente con quella pro-forma. La correlazione dal lancio è pari a 87,37%, di poco superiore alla correlazione registrata dal 1994, pari a 84,21%. La volatilità registrata dal lancio è invece superiore rispetto al dato pro-forma (8,15% rispetto a 5,36%), ma questo dato è coerente con l'evolversi della volatilità generale del mercato.

### 3.9. JP MORGAN - ALTERNATIVE BETA INDEX

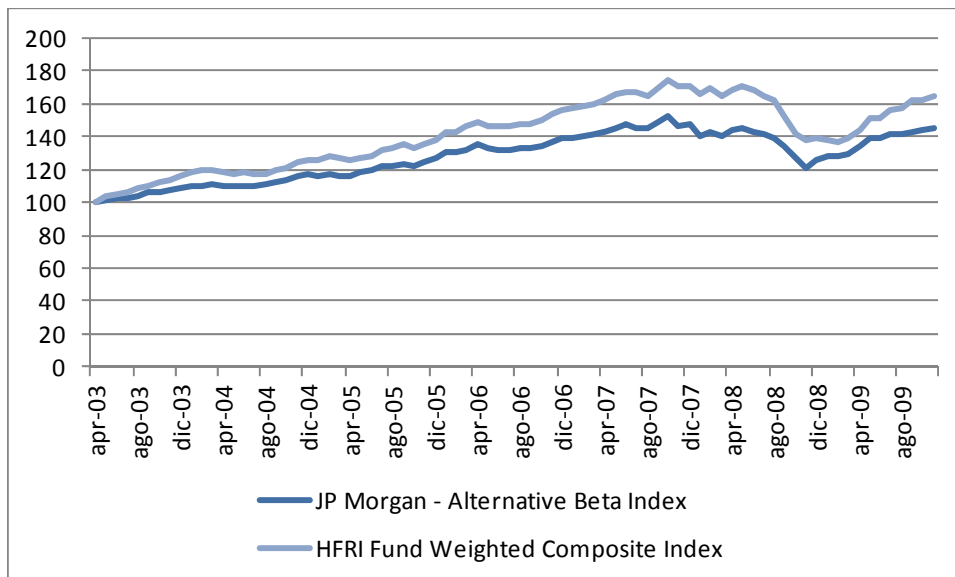
L'Alternative Beta index di JP Morgan, lanciato nel febbraio 2007, si è comportato in linea con la performance pro-forma al pari di alcuni trackers visti in precedenza.

Il Fondo Hedge Sintetico di JP Morgan ha realizzato dall'aprile 2003 a novembre 2010 una performance annuale pari 5,85% (rispetto a 7,8% del HFRI sullo stesso periodo), con una volatilità in linea con quella dell'indice non investibile (6,13% rispetto a 6,78%). Confortante è anche il dato sulla correlazione che non è

praticamente variato dal lancio, rispetto a quello registrato pro-forma (85,88% rispetto a 86,77%).

Figura 20

Performance pro-forma e storica dell'Alternative Beta Index

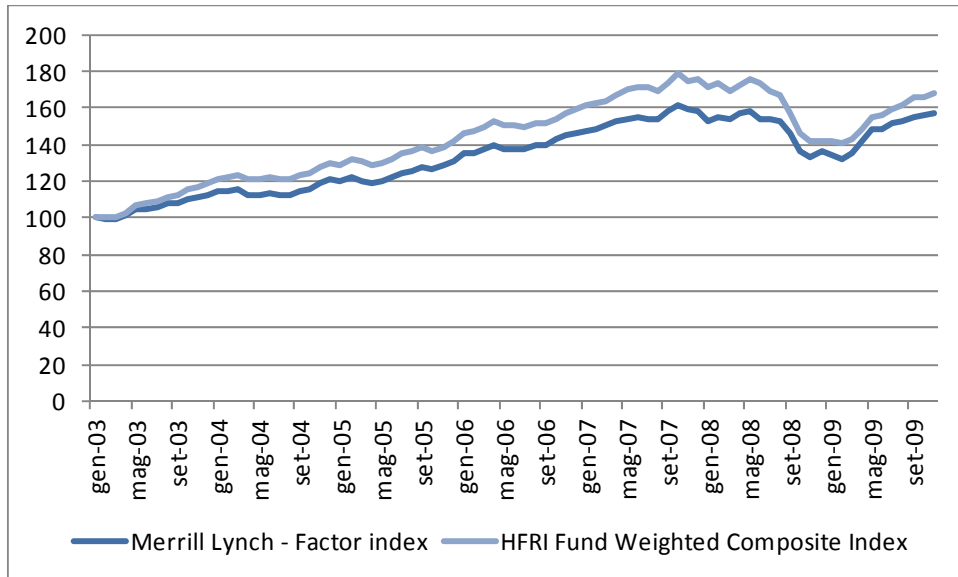


### 3.10. MERRILL LYNCH - FACTOR INDEX

Il Merrill Lynch Factor Index è stato lanciato nel marzo del 2006 ed è risultato nel precedente capitolo, tra i trackers con la maggior correlazione con l'indice HFRI, superiore al 90%. Tale dato è confermato anche prendendo in considerazione la correlazione dal lancio, 90,04%, e la correlazione dal 2003, 91,68%, calcolata utilizzando i dati pro-forma rilasciati da Merrill Lynch.

Figura 21

Performance pro-forma e storica del Merrill Lynch Factor Index



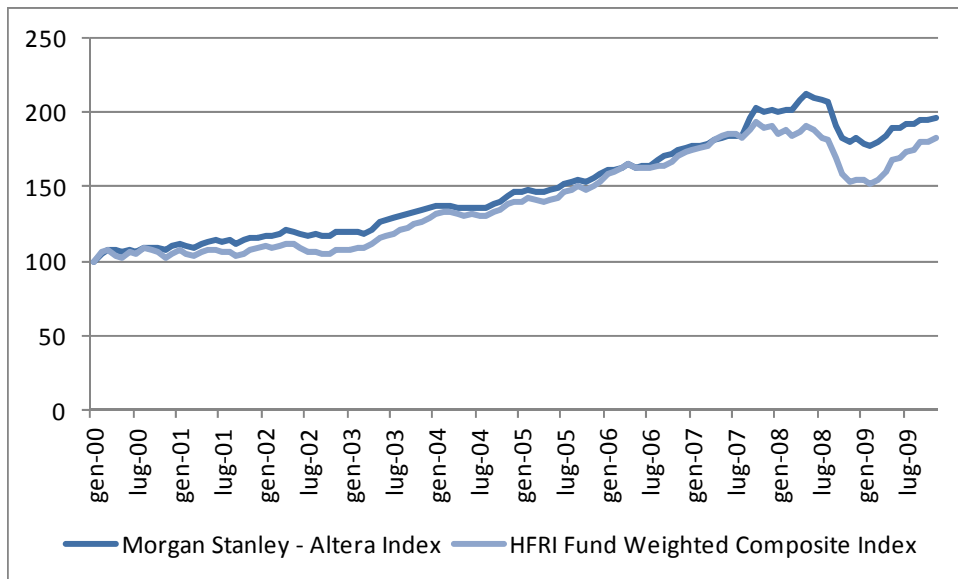
### 3.11.MORGAN STANLEY - ALTERA INDEX

Anche il Morgan Stanley Altera Index, al pari di altri hedge funds sintetici lanciati da banche di investimento, non è stato impattato in modo negativo dalle performance estreme di fine 2008, mantenendo un comportamento coerente, in termini di correlazione, con quanto registrato dalle simulazioni storiche effettuate a partire da gennaio 2000.

Dal 2000 il fondo hedge sintetico di Morgan Stanley ha registrato una performance annuale del 7,11%, maggiore rispetto al 6,31% dell'indice HFRI, con una volatilità pari a 5,83%. La correlazione con l'indice HFRI, da gennaio 2000 a novembre 2007, risulta pari a 83,88%, in linea con il dato illustrato nel capitolo 2 (84,97%).

Figura 22

Performance pro-forma e storica del Morgan Stanley Altera Index

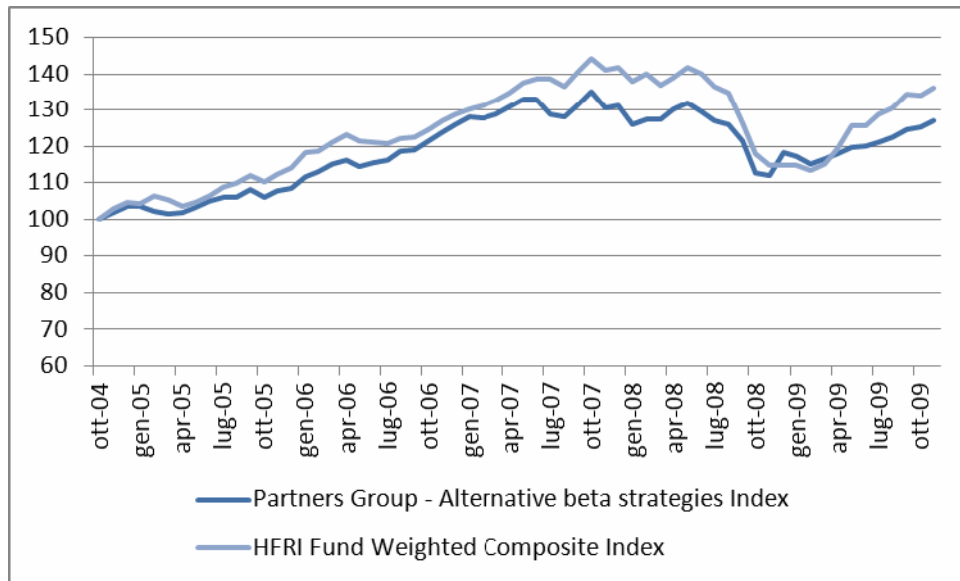


### 3.12. PARTNERS GROUP - ALTERNATIVE BETA STRATEGIES INDEX

L'Alternative Beta Strategies Index è stato lanciato da Partners Group nell'ottobre 2004. Come si può osservare dal grafico (figura 23), anche tale strumento ha mantenuto una buona correlazione con il mercato alternative, anche se in modo minore rispetto ad altri strumenti. La correlazione storica è in linea con la correlazione degli ultimi due anni analizzata nel capitolo 2 ed è pari a 78,42%. Questo Hedge Fund sintetico ha ottenuto, dalla data di lancio, una performance annualizzata del 4,81% con una volatilità poco al di sotto del 7% (precisamente 6,87%).

Figura 23

Performance storica del Alternative beta strategies Index

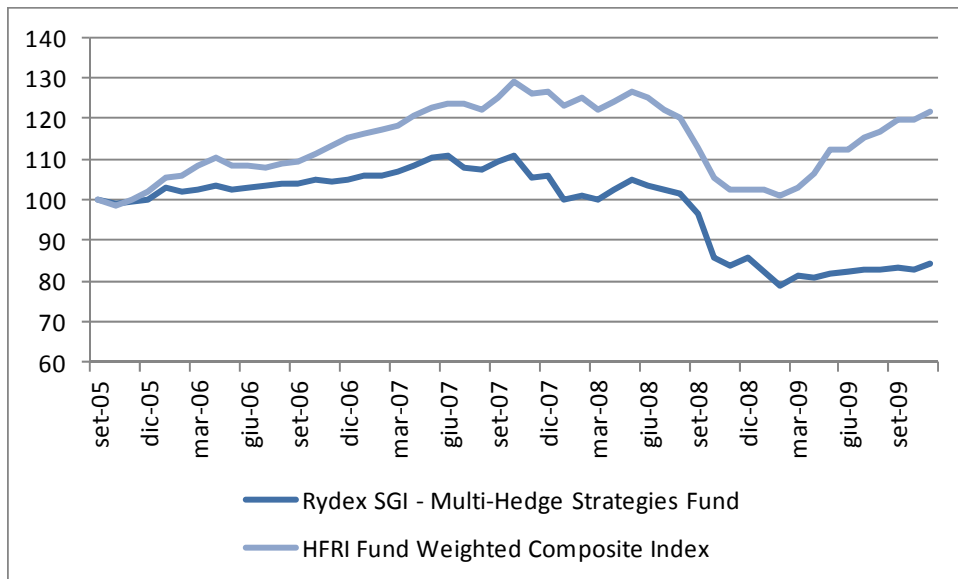


### 3.13.RYDEX SGI - MULTI-HEDGE STRATEGIES FUND

L'hedge fund sintetico lanciato da Rydex SGI gode di un lungo track-record, essendo stato lanciato nella seconda metà del 2005, ma la performance, come illustrato nel capitolo 2, è tra le peggiori. Dalla data di lancio il fondo ha registrato un andamento annualizzato pari a -4%, mantenendo una correlazione con l'indice HFRI di poco inferiore al 80% (79,17%).

Figura 24

Performance storica del Multi - Hedge Strategies Fund



### 3.14.SOCIÉTÉ GÉNÉRALE - ALTERNATIVE BETA INDEX

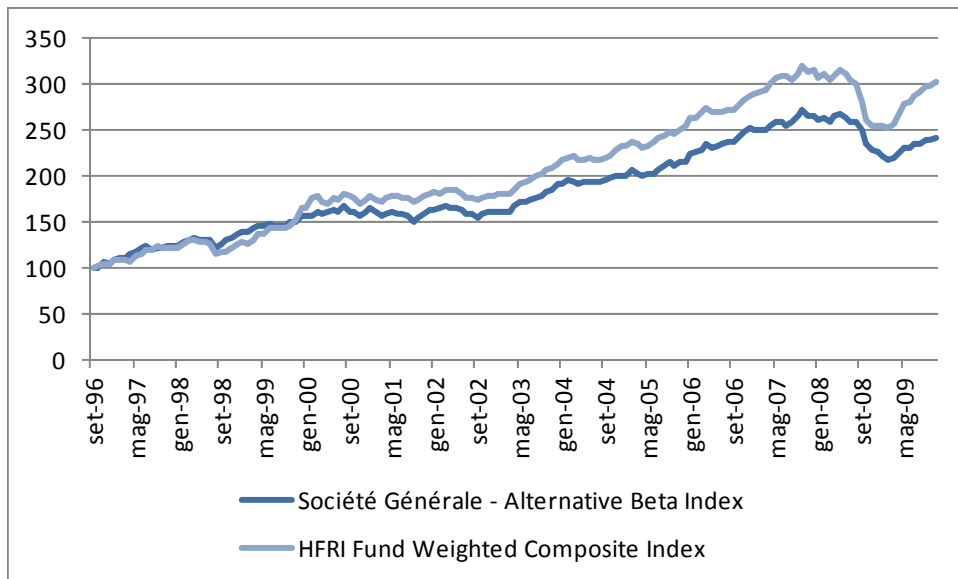
L'hedge fund sintetico di société Générale, l'Alternative Beta Index, ha registrato nel periodo preso in considerazione nel capitolo precedente, una correlazione molto alta con l'indice HFRI (93%), seconda solamente al clone di Barclays Capital. I dati pro-forma mostrano invece una correlazione di poco inferiore all'80%, 79,79%.

La performance annuale pro-forma è pari a 6,92%, con una volatilità pari a 6,98%, coerente con quella del benchmark.



Figura 25

Performance pro-forma e storica dell'Alternative Beta Index



### 3.15. GLI HEDGE FUND SINTETICI HANNO MANTENUTO LA PROMESSA?

A conclusione dell'analisi effettuata, possiamo sostenere che, a parte qualche eccezione, nella loro breve vita gli hedge funds sintetici hanno mantenuto la promessa di fornire una performance simile a quella del mercato "alternativo". Ad eccezione di due hedge fund sintetici, la correlazione con l'indice HFRI Fund Weighted Composite è stata superiore al 70% con un picco del 94% da individuare nel clone lanciato da Barclays Capital.

Un dato ancora più interessante riguarda la performance: nel periodo preso in considerazione, più della metà del campione ha sovraperformato l'indice di riferimento. Questo risultato è sorprendente e benaugurante per questi strumenti, dato che godono di una migliore liquidità rispetto a gran parte dei fondi hedge e sono accessibili con commissioni molto competitive.

Tranne qualche rara eccezione, tra cui il fondo hedge sintetico di Deutsche Bank, è risultata una continuità tra i dati pro-forma (quando disponibili) e storici rispetto

ai risultati ottenuti dal campione nel periodo preso in considerazione dall'analisi effettuata nel secondo capitolo (novembre 2007 – novembre 2009).

Altro dato importante da evidenziare, è che non tutti gli hedge fund sintetici si sono comportati allo stesso modo. La differenza di performance è dovuta sia alle differenti strategie utilizzate per la replica, ma anche ad una differente applicazione della stessa strategie (per esempio, per quanto riguarda le strategie basate su fattori, le performance possono differire molto in base all'indice target oggetto della replica). Si può notare, però, che in generale gli hedge fund sintetici basati su fattori hanno realizzato una maggiore correlazione con l'indice HFRI Fund Weighted Composite rispetto ad hedge fund sintetici che utilizzano altre strategie ed in particolare rispetto agli hedge fund sintetici basati sulla replica della strategia.

Riteniamo quindi che questi strumenti possono costituire un elemento importante all'interno di quel processo, iniziato all'inizio del 2009, che sta portando l'industria dell'alternative investment verso un'offerta sempre più liquida e trasparente.

## BIBLIOGRAFIA

- ❖ Allen F., Santomero A., "The Theory of Financial Intermediation", *Journal of Banking and Finance*, No. 21, (1997).
- ❖ Bank for International Settlements, "Banks' Interactions with Highly Leveraged Institutions." (1999)
- ❖ Bank for International Settlements, "Sound Practices for Banks' Interactions with Highly Leveraged Institutions." (1999)
- ❖ Billingsley, R., D. Chance, "Benefits and Limitations of Diversification Among Commodity Trading Advisors," *Journal of Portfolio Management*, 23, 65-80. (1996)
- ❖ Brinson, G., Hood, R., Beebower, G., "Determinants of Portfolio Performance", *Financial Analysts Journal*, vol. 42, No. 4 (luglio - agosto 1986).
- ❖ Caldwell, Ted. "Introduction: The Model for Superior Performance" in Lederman, Jess and Robert A. Klein., *Hedge Funds*. New Irwin Professional Publishing, p. 1-17. (1995)
- ❖ Chicago Mercantile Exchange. "Futures and Options Trading for Hedge Funds: The Regulatory Environment."
- ❖ Eichengreen, B., D. Mathieson, B. Chadha, A. Jansen, L. Kodres, S. Sharma. *Hedge Fund and Financial Market Dynamics*, Washington, DC: International Monetary Fund (Occasional Paper No. 166). (1998)

- ❖ Fama E., “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, *Journal of Finance*, vol. 25, (Maggio 1970).
- ❖ Fama E., Fisher L., Jensen M. e Roll R., “The Adjustments of Stock Prices to New Information”, *International Economic Review*, (Febbraio 1959).
- ❖ Fama E., “The Behavior of Stock Market Prices”, *Journal of Business*, (Gennaio 1965).
- ❖ Fung, William, David A. Hsieh. "Empirical Characteristics of Dynamic Trading Strategies: The Case of Hedge Funds." *Review of Financial Studies*, 10, 275-302. (1997).
- ❖ Fung, William, David A. Hsieh. "Investment Style and Survivorship Bias in the Returns of CTAs: The Information Content of Track Records." *Journal of Portfolio Management*, 24, 30-41. (1997).
- ❖ Fung, William, David A. Hsieh. "A Risk Neutral Approach to Valuing Trend Following Trading Strategies." Working paper, Duke University. (1998).
- ❖ Grinblatt, Mark, Sheridan Titman, “Performance Measurement without Benchmarks: An Examination of Mutual Fund Returns”, *Journal of Business*, 66, 47-68, (1993).
- ❖ Investment Company Institute, "Differences Between Mutual Funds and Hedge Funds" (2007)
- ❖ Jasmina Hasanhodzicy and Andrew W. Lo “Can Hedge-Fund Returns Be Replicated?: The Linear Case” (Agosto 2006)

- ❖ John C. Hull, “Options, Futures, and Other Derivatives”, Pearson Education Inc, publishing as Prentice Hall, (2006).
- ❖ Kat, Palaro, “Hedge Fund Indexation the Fund Creator Way: Efficient Hedge Fund Indexation Without Hedge Funds” 2006
- ❖ Klein, “Hedge Funds” Irwin Professional Publishing, p. 145-197.
- ❖ Lederman, Jess, Robert A. Klein “Hedge Funds” Irwin Professional Publishing. (1995)
- ❖ Olivier Blanchard, “Macroeconomia”, Il Mulino, (2003).
- ❖ Pier Luigi Fabrizi – “L’economia del mercato mobiliare” – EGEA, Milano, (2005).
- ❖ Roth, Paul. "Chapter 11: Critical Legal and Regulatory Issues," in Lederman, Jess, Robert A. (1995)
- ❖ Sharpe, William. "Asset Allocation: Management Style and Performance Measurement," *Journal of Portfolio Management*, 18, 7-19. -8 (1992)
- ❖ William F. Sharpe, “The Sharpe Ratio”, *The Journal of Portfolio Management*, (1994).
- ❖ William F. Sharpe, “Asset Allocation: management style and performance measurement, *Journal of Portfolio Management*”, pp. 7-19 (1992).
- ❖ William Jahnke, “The Asset Allocation Hoax”, *Journal of Financial Planning*, (Febbraio 1997).

## SITOGRAFIA

- ❖ <http://en.wikipedia.org>
- ❖ <http://finance.yahoo.com>
- ❖ <http://it.finance.yahoo.com>
- ❖ <http://papers.ssrn.com>
- ❖ <http://papers.ssrn.com>
- ❖ <http://www.assogestioni.it>
- ❖ <http://www.borsaitaliana.it>
- ❖ <http://www.consob.it>
- ❖ <http://www.etfworld.com>
- ❖ <http://www.investimenti-finanziari.it>
- ❖ <http://www.mondohedge.com>
- ❖ <http://www.morningstar.it>
- ❖ <http://www.norisk.it>
- ❖ <http://www.performancetrading.it>

❖ <http://www.lipperweb.com>