

LUCA DE BIASI – WEALTH BUSINESS LEADER MERCER

HEDGE FUNDS: FONTI DI RENDIMENTO ALTERNATIVE AL SERVIZIO DELLA DIVERSIFICAZIONE

Gli Hedge Funds rientrano fra le strategie d'investimento di maggiore interesse nell'attuale contesto di mercato e il loro ruolo all'interno di un portafoglio finanziario potrebbe essere cruciale per controbilanciare un possibile ritorno della volatilità sui mercati. Eppure, quando si discute di Hedge Funds non tutti sembrano avere le idee chiare.

A ben vedere, gli Hedge Funds non sono un'asset class ben definita quanto piuttosto una collezione di strategie eterogenee che può essere utilizzata per ottenere un'esposizione a una varietà di fattori di rischio non tradizionali e tipici degli Hedge Funds. E il loro contributo può essere determinante, perché investire in Hedge Funds permette di cogliere opportunità di mercato mantenendo un'esposizione contenuta al rischio sistemico, quello che tende a divampare quando la fiducia degli investitori, a un tratto, scompare. Ma cosa accomuna le migliori strategie hedge?

- Approccio di gestione *long-short*
- Abilità ed esperienze individuali dei gestori di portafoglio
- Rendimento assoluto in linea con una gestione svincolata dal benchmark
- Flessibilità nell'implementazione della strategia d'investimento

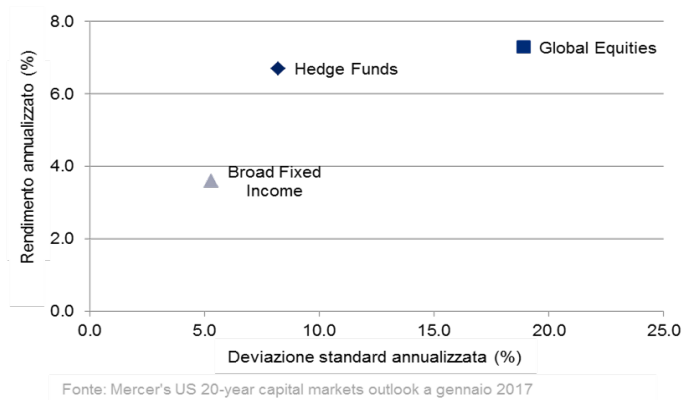
Grazie all'insieme di queste caratteristiche, l'investimento in Hedge Funds consiste nel rimuovere vincoli e permettere alla vera gestione attiva di emergere attraverso ampia flessibilità nell'esecuzione del mandato. In questa asset class, gestori altamente qualificati e con una lunga esperienza sono in grado di variare l'esposizione del portafoglio, catturando opportunità quando si presentano e gestendo la volatilità nei momenti negativi.

L'universo degli Hedge Funds è ampio e complesso, dal momento che si suole includere in questa categoria un gran numero di strategie d'investimento, solitamente tutte quelle non strettamente legate alle asset class tradizionali (azioni e obbligazioni). Per questa ragione, gli Hedge Funds rientrano nel novero degli investimenti alternativi. Tra i quali in Mercer se ne distinguono tre tipi principali, che si differenziano per approccio e obiettivi:

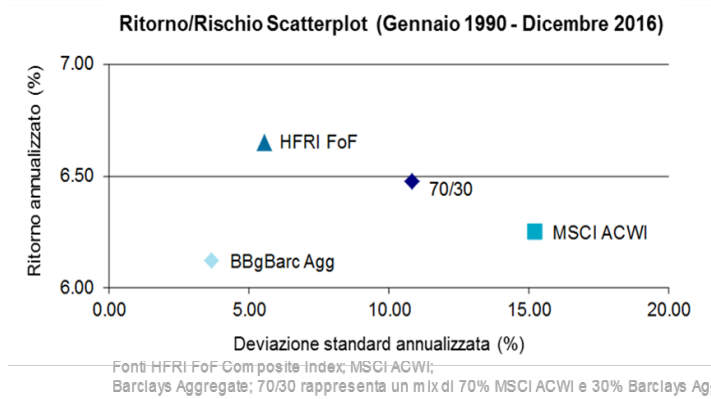
- Multi-Strategy: obiettivo di produrre un solido flusso di rendimenti grazie alla diversificazione tra le strategie, cui si aggiunge la possibilità di variare tatticamente le allocazioni tra i mandati per cogliere le migliori opportunità di mercato
- Strategie Tematiche: obiettivo di generare rendimenti interessanti nell'arco di un ciclo di mercato completo, ma con meno stabilità rispetto ai fondi multi-strategy
- Strategie di Hedging: strategie che scommettono sulla volatilità puntando a offrire diversificazione contro il rischio sistemico

Gli obiettivi legati all'investimento in Hedge Funds, che per Mercer rappresentano una componente *risk-reducing* del portafoglio *growth*, sono molteplici e afferiscono sia al desiderio di ottenere rendimenti interessanti aggiustati per il rischio in un ciclo di mercato completo che alla necessità di mitigare il rischio di portafoglio, riducendone la direzionalità e diversificando le esposizioni tradizionali.

Il grafico sottostante mostra come, prospetticamente, il profilo di rischio/rendimento di un portafoglio Hedge Funds (stimato con metodologia proprietaria Mercer e approccio *forward-looking*) risulti interessante rispetto alle asset class tradizionali, presentando una minor volatilità rispetto al mercato azionario globale e un maggior rendimento rispetto all'obbligazionario in aggregato.

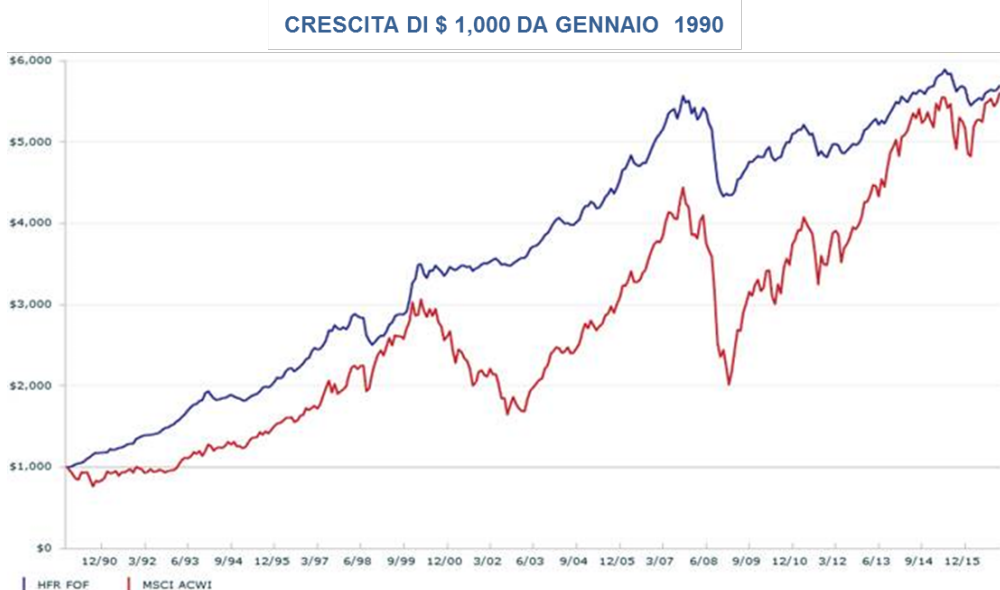


Passando invece a un'analisi dell'andamento storico delle strategie hedge, dall'osservazione del grafico seguente si nota come queste abbiano fornito degli interessanti rendimenti aggiustati per il rischio rispetto sia ai tradizionali portafogli azionari e obbligazionari che a una combinazione dei due (a prevalenza azionaria).



Si può quindi asserire che, storicamente, un'allocazione in Hedge Funds consente di ridurre il rischio e aumentare il rendimento rispetto agli investimenti tradizionali.

Proprio sui rendimenti degli Hedge Funds vale la pena approfondire l'analisi. A questo fine, il grafico seguente mostra la crescita di un patrimonio di \$ 1.000 dagli anni '90 al 31 dicembre 2016.



Fonte: Thomson Reuters Datastream. Basato su HFRI Fund of Fund Composite e MSCI ACWI da gennaio 1990 a dicembre 2016

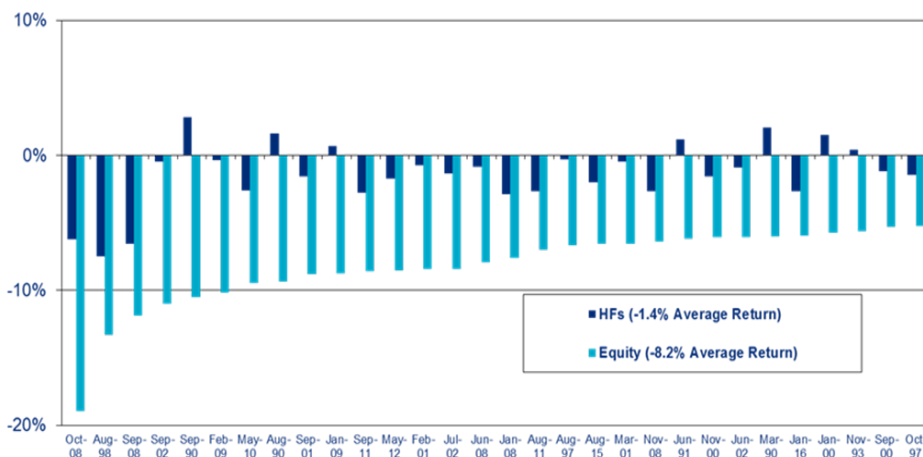
	Hedge Funds	Azionario
Rendimento	6.7 % p.a.	6.6% p.a.
Volatilità	5.6 % p.a.	15.2 % p.a.
Sharpe	0.7	0.2

Quanto emerge dal grafico è che gli Hedge Funds sono riusciti a produrre un rendimento cumulato complessivo superiore all'azionario globale nel periodo considerato, esibendo allo stesso tempo una

volatilità molto più contenuta. Notare che anche lo Sharpe ratio, misura della remunerazione al rischio dell'investimento, è migliore per le strategie hedge nel periodo considerato.

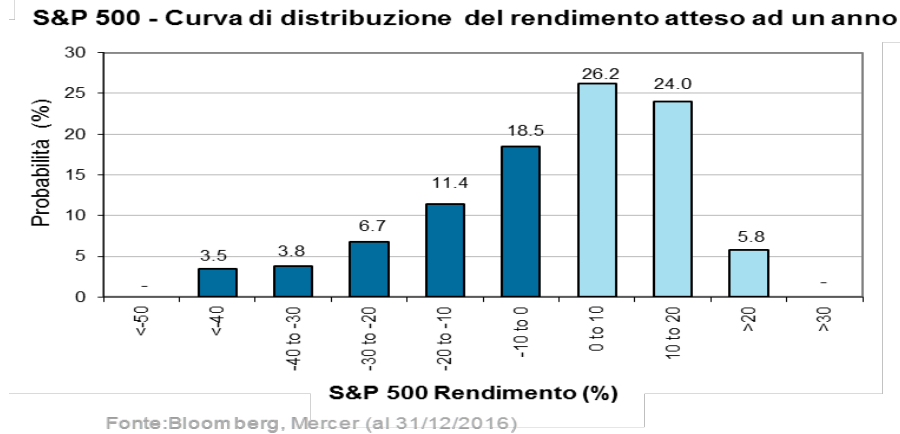
A testimonianza poi dei benefici in termini di diversificazione dei rischi di portafoglio e protezione dal rischio di coda, è possibile studiare le performance delle strategie hedge in quei momenti storici in cui gli indici azionari hanno sofferto particolarmente (mantenendo invariato l'orizzonte temporale d'analisi di 27 anni). Il grafico sotto evidenzia che le perdite degli Hedge Funds nelle fasi di forte correzione di mercato hanno rappresentato solo una frazione di quelle azionarie e che in alcuni casi queste strategie sono riuscite a decorrrelarsi talmente bene dall'andamento di mercato da generare rendimenti positivi.

Rendimenti mensili nei 30 mesi peggiori in termini di performance del mercato azionario dal 1990



Fonte: Thomson Reuters Datastream. Basato su HFRI Fund of Fund Composite e MSCI AC World Indices da gennaio 1990 e dicembre 2016

Abbandonando la storia per tornare al presente, attualmente il potenziale costo-opportunità associato all'investimento in Hedge Funds è il rischio che l'azionario e l'obbligazionario sovra-performino. A tal proposito, è evidente che le valutazioni dell'azionario globale siano elevate rispetto alle medie storiche e che con i tassi d'interesse ancora bassi rispetto ai valori storici sia negli Stati Uniti che nei mercati "sicuri" oltreoceano, il reddito fisso sia relativamente poco interessante. Inoltre, la normalizzazione dei tassi rappresenta un rischio per i mercati e potrebbe portare a un innalzamento nel livello di volatilità. Il grafico successivo mostra la distribuzione del rendimento atteso dello S&P500 implicata dai prezzi delle opzioni. C'è una probabilità implicita del 14.1% di una perdita del 20% (o peggiore) nel prossimo anno e solo una probabilità del 5.8% di un guadagno del 20% (o maggiore). Ciò significa che la distribuzione ha una marcata asimmetria negativa: in altre parole, grandi perdite sono più probabili di grandi guadagni.



In virtù di queste considerazioni, le possibilità di importanti performance future per l'azionario e l'obbligazionario sembrano contenute e questo riduce il costo-opportunità legato all'investimento in Hedge Funds.

Pensare che investire in strategie hedge non presenti aspetti critici è però sbagliato e rischioso: ad esempio, i rendimenti sono stati poco convincenti nel 2016, probabilmente perché il contesto di mercato non è stato il più congeniale per le strategie d'investimento fondate sulla gestione attiva, molte delle quali traggono vantaggio dalla dispersione dei rendimenti e dalle inefficienze di mercato. In ogni caso, sembra vigere un clima ostile da parte di alcuni investitori nei confronti degli Hedge Funds.

A capo della corrente più scettica nei confronti delle strategie hedge si trova probabilmente Warren Buffet, il quale nel 2007 ha lanciato una scommessa aperta a tutti puntando sul fatto che, in un orizzonte di 10 anni, un portafoglio Hedge Funds a scelta della controparte non avrebbe sovra-performato l'indice S&P500. Il perdente avrebbe dovuto donare \$1 milione in beneficenza. La sfida è stata raccolta dalla società di gestione Protège Partners ed è iniziata alla fine del 2008. Nel corso del 2016, dopo 9 anni, l'indice S&P500 aveva cumulato una performance del 7.1% mentre la media dei 5 fondi hedge selezionati dalla controparte faceva il 2.2%. La chiave del successo di Warren Buffet è largamente attribuibile alla scelta dell'indice, in quanto l'S&P500 è di gran lunga l'indice *best performer* al mondo nell'arco di tempo considerato. Se si considera l'indice MSCI ACWI (azionario globale), la performance relativa dei 5 fondi hedge migliora rispetto al caso precedente, pur rimanendo al di sotto dell'indice (2.2% vs. 3.3%).

Nel complesso, l'indice S&P ha guadagnato l'85.4% mentre la media dei 5 Hedge Funds si è fermata al 22%. Il *best performer* dei 5 ha fatto il 62.8% e il peggiore il 2.9%, evidenziando quanto possa essere vasta la dispersione nell'asset class e sottolineando l'importanza della selezione dei gestori. Si dovrebbe considerare anche che la media degli Hedge Funds mostra un beta basso rispetto al mercato azionario e pertanto non ci si aspetta che catturi interamente i movimenti azionari. Aggiustando i valori per il beta azionario, le performance degli Hedge Funds sarebbero state molto migliori in termini relativi.

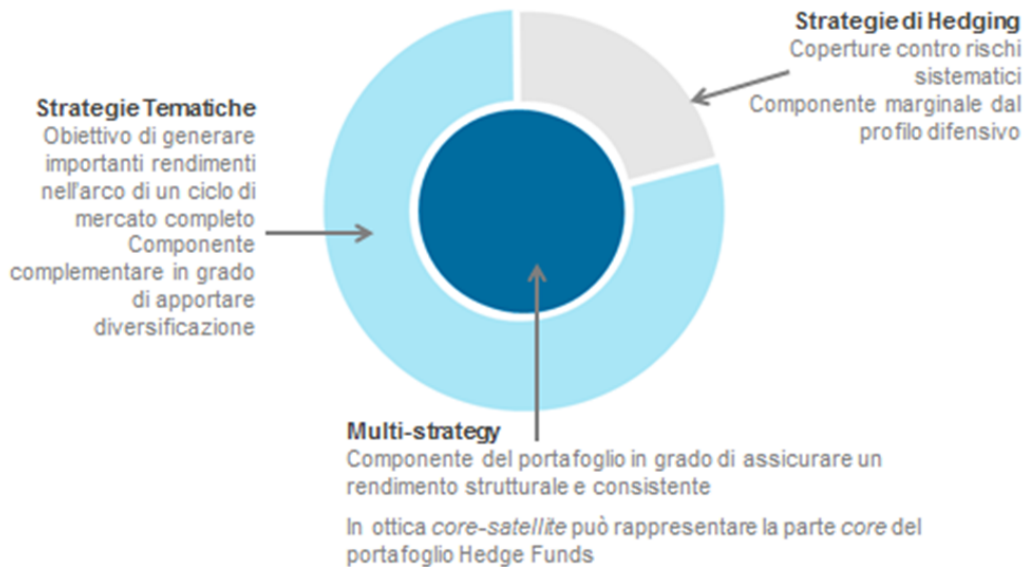
Se le performance recenti rappresentano un motivo di preoccupazione nel valutare le strategie hedge, è utile guardare al futuro, poiché in un contesto di mercato complesso e in evoluzione sono ben visibili dei fattori che potrebbero supportare l'investimento in Hedge Funds:

- Possibile aumento della volatilità di mercato: la volatilità ha iniziato ad aumentare in alcuni mercati e questo può creare opportunità per le strategie hedge che sanno come gestire i momenti di frizione
- Ritorno della dispersione di rendimenti: è difficile formulare ipotesi concrete sulla probabilità del livello di dispersione dei rendimenti sui mercati, tuttavia iniziamo a vedere una diminuzione nella correlazione intra-asset class. Avendo già superato la fase più importante degli stimoli monetari, dinamiche di mercato più "normali" possono riapparire nei prossimi anni
- Grande offerta di Hedge Funds sul mercato: difficilmente il numero di Hedge Funds oggi sul mercato si ridurrà nel breve termine. Resta un'industria dinamica, con investitori che entrano ed escono dal mercato creando opportunità; allo stesso tempo, un'attenta manager selection è elemento cruciale per avere successo
- Rialzo dei tassi d'interesse: ci aspettiamo che i tassi d'interesse aumentino gradualmente nei prossimi anni, il che dovrebbe favorire le strategie *absolute return*. Ciò dovrebbe anche produrre vincitori e vinti sui mercati, con le aziende meno solide che non potranno più aggrapparsi al finanziamento a basso costo per restare in vita

In generale, viste le attuali valutazioni azionarie e obbligazionarie dopo 8 anni di rendimenti elevati, scegliere gli alternativi sembra una strategia interessante. Sembra che le prospettive per puntare sul *beta* di mercato non siano delle migliori: non a caso gli investitori stanno ricercando in maniera crescente il contributo dell'*alpha* per capitalizzare gli effetti delle divergenze politiche, dell'aumento nella dispersione dei rendimenti, della sostenuta attività di M&A a livello globale e dell'ormai sopraggiunta maturità del ciclo del credito/default.

Anche le commissioni hanno storicamente rappresentato un freno per gli Hedge Funds, prevedendo questi generalmente commissioni di gestione del 2% e commissioni di performance del 20%. Tali valori sono alti rispetto alle asset class tradizionali perché sono definiti in misura tale da fornire la struttura remunerativa necessaria ad attrarre i migliori talenti nel campo degli investimenti. Tuttavia in base alla mia esperienza le commissioni degli Hedge Funds sono diminuite negli ultimi anni, sia a livello di commissioni di gestione che di performance. Infatti, stando ai dati Mercer, la commissione di performance media per un fondo hedge di nuovo lancio è circa del 14%, in calo rispetto al 20% di un decennio fa.

È possibile sintetizzare la filosofia che dovrebbe guidare la costruzione della componente Hedge Funds fornendo una rappresentazione del nostro portafoglio modello, espressione delle *best-practice* a livello internazionale.



è bene considerare che i risultati derivanti dall'investimento in Hedge Funds variano a seconda delle modalità d'implementazione, le quali a loro volta comprendono l'attività di selezione dei gestori. Aspetto critico questo, specialmente se si pensa che, attualmente, delle 4.184 strategie presenti sui database Mercer, solo 233 vantano il nostro più alto rating (A).

In conclusione, una considerazione che racchiude il senso più profondo della scelta di includere gli Hedge Funds nell'asset allocation:

Spesso la percezione comune è che si tratti di investimenti troppo rischiosi. Ma nei momenti di sofferenza per il mercato azionario, le perdite degli Hedge Funds di valore sono solo una frazione di quelle azionari. Il peggior drawdown azionario è stato superiore al 50% tra il 2008 e il 2009. Contestualmente il portafoglio Hedge Funds di Mercer non è andato oltre il 15% nello stesso arco di tempo. Gli Hedge Funds possono essere di beneficio per il portafogli nella misura in cui offrono fonti di rendimento differenziate dagli investimenti tradizionali