

# Risparmio & Famiglia

Asset management. Il boom dei prodotti destinati anche ai piccoli investitori che replicano strategie tipiche degli hedge

## Dietro le quinte dei fondi Ucits

Un binomio di efficienza e trasparenza che può nascondere delle insidie

PIAGINA A CURA DI  
Gianfranco Ursino

Un facile approccio a strategie di gestione tipiche degli hedge fund. E questa la prerogativa che l'investitore ha nell'ascoltare le sempre più numerose presentazioni dei fondi comuni replicanti le strategie di hedge. I cosiddetti fondi Ucits alternativi. Una facilità di accesso che deriva dalle soglie minime di ingresso, dalla presenza di una regolamentazione più stringente e maggiore liquidabilità dell'investimento rispetto a quelle previste per gli hedge fund. Ma una rappresentazione veritiera e corretta dal prodotto non può prescindere dall'evidenziazione delle modalità di funzionamento e dei rischi specifici dell'investimento.

Con l'obiettivo di andare incontro alla domanda di liquidi-

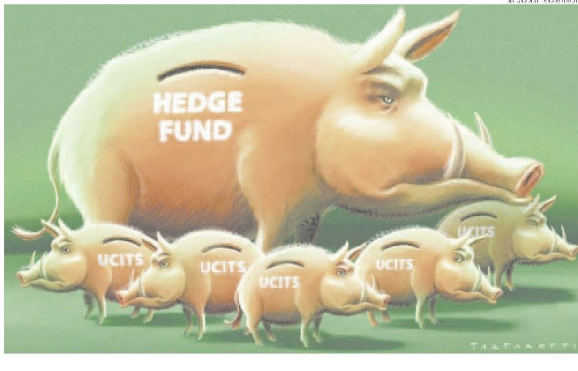
non guardate dopo i risultati ottenuti con il fondo Proxima Dynamic Family, la maggioranza dei fondi Ucits in questi giorni ha fatto un nuovo passo verso la casa comune, con un comparto long short sui paesi emergenti.

A invenzione strategica, il fondo dei fondi Ucits III alternativi focalizza prevalentemente sugli stili di gestione più liquidi, anche per le restrizioni imposte dalla direttiva comunitaria «dalla lunga alla corta». I fondi Ucits III alternativi autorizzati al collocamento in Italia - afferma Stefano Gaspari, amministratore delegato di Mondo Hedge - si nota che la strategia più utilizzata è la long short equity (38,4% del campione), seguita dalla long short bond (18,6%) e dall'equity market neutral (0,9%). E in termini di performance? «Nel primo quadrimestre 2010 - continua Gaspari - a fronte di mercati azionari molto volatili, i fondi Ucits III alternativi long short equity in euro hanno avuto un rendimento pari a +14,9%, mentre nello stesso periodo la performance dei hedge fund specializzati nel medesimo stile di gestione è stata di +3,03% in base all'indice CSI/Taxable Long Short Equity in euro, con le borse europee che hanno chiuso a -1,07% secondo l'indice DJ Eurostoxx in euro.

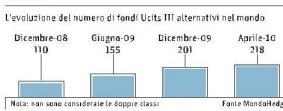
**LE PERFORMANCE**  
Nell'ultimo trimestre in media i long/short equity hanno registrato un progresso del +4,6%, rispetto al -32,8% delle borse europee

**IL CAMPO D'AZIONE**  
Possono utilizzare la leva del debito e vendere in modo simmetrico allo scoperto, seppure entro limiti ben definiti dalla Direttiva Ue

La trasparenza proveniente dagli investitori, gestori hedge negli ultimi mesi hanno indagato il mercato con versioni Ucis del loro hedge fund, spiriti anche di lunga occupazione della stretta più volte annunciata dai regolatori internazionali potrebbe limitare la commercializzazione dei loro prodotti offshore. Un fiume in piena alimentato anche dai gestori "tradizionalisti" che desiderano cogliere la maggiore libertà di azione offerta dalla direttiva Ucits, seppure entro limiti ben definiti, in termini di leverage e di vendita della leva finanziaria del debito. Un trend che potrebbe stravolgere il panorama del risparmio gestito internazionale tra i prossimi mesi. Al momento i circa 200 fondi Ucits III alternativi gestiscono circa 40 miliardi di euro di gestioni autorizzati alla distribuzione in Italia, per circa 27 miliardi di euro in gestione. Dati che sostengono la crescita di questo nuovo segmento che non conosce sosta. Ultime in ordine di tempo ad aver ottenuto l'autorizzazione è il fondo Permal Global Absolute Fund della casa d'investimento internazionale Legge Massimo. Ma anche le piccole realtà italiane, non man-



### Il boom



### Le performance dei pionieri

Classifiche per strategia dei fondi Ucits III alternativi autorizzati alla distribuzione in Italia ordinate per rendimento a 3 anni.

Nome fondo	Var. % 3 anni	Volatilità (%)
Active currency		
Absolute Insight Currency (Gbp)	1,1	27,3
Amundi Dyanarbridge Forex	2,8	7,2
BNP Mellon Evol. Currency Opt.	-0,5	2,3
Convertible Arbitrage		
Globalvest BGM Convertible	5,1	-5,7
Globalvest Long Short		
Amundi Dyanarbridge + High Yield	1,7	0,9
Emerging Markets		
Absolute Insight Em. Mkt Debt (Gbp)	6,3	21,3
Dexia Emerging Debt Arbitrage	0,2	8,1
Equity Market Neutral		
Absol. Insight UK Eq. Mkt Neutral (Gbp)	1,1	18,2
Dexia Double Alpha	0,0	8,7
PMI High Bridge Stat. Mkt Neutral	-0,9	4,9
Fixed Income Arbitrage		
Thoreson Hedge Large Return	-0,2	20,4
Henderson K. Abs. Ret. Fixed Inc.	-0,8	13,1
Gamma		
BNP Mellon Evol. Global Alpha	0,2	13,2
Long only active		
Vinventus Growth Opport. Porif.	2,4	13,9
Vinventus Emerging Mkt Eq.	1,5	9,1
Vinventus European Equity	6,2	12,6
Vinventus Capital Opport.	0,1	21,2
Vinventus US Equity	4,4	22,9
Vinventus Japanese Equity	12,4	-36,9

### I campioni d'incassi

I fondi Ucits III alternativi autorizzati in Italia con i patrimoni più elevati

Fondo (data partenza)	Assets gestiti
JP Absolute Return Bond (mag 04)	5,6
PMI High Bridge Stat. Mkt Neutral (nov 06)	2,1
Dexia Index Arbitrage (ago 03)	1,8
SEB Asset Selection (ott 06)	1,4
JP Absolute Return Bond Defender (ago 08)	1,1

Nota: dati in miliardi di euro al 30 aprile 2010. Fonte: MondoHedge

Nome fondo	Var. % 3 anni	Volatilità (%)
Long/short equity		
Amundi Volatility Euro Eq.	0,8	38,2
Plurima Europa Absolute Return	1,1	17,5
Dynamis Dynami Ceq	10,0	2,1
Henderson Horizon Part. II Alpha	2,9	2,1
Global Invest Absolute Return	4,6	-6,5
Worldvest BGM Stock Picker	6,2	-16,2
RAB European Dynamis (Gbp)	1,0	-46,1
Mixare		
JP Absolute Return Bond Plus	3,3	20,2
JP Absolute Return Bond	2,5	15,2
Amundi Arbitrage Var2 (Usd)	8,2	12,5
Generali Abs. Ret. Global Macro Str.	0,3	11,5
Amundi Arbitrage Var2	0,8	10,5
Amundi Dyanarbridge Var2 (Usd)	8,2	10,2
Generali Absolute Ret. Multi Str.	2,0	9,0
RWC Strategic Reserve	1,0	6,7
Amundi Dyanarbridge Var4	0,4	2,7
Managed Return		
SEB Asset Selection	1,9	31,9
Multi Arbitrage		
Dexia Index Arbitrage	0,5	13,3
Dexia Risk Arbitrage	-0,1	0,1
Volatility Trading		
Dexia Genes	-1,7	11,7
Amundi Dyanarbridge Volatility	0,0	10,4

Nota: dati relativi alle classi retail in €, salvo quando è espressamente indicato un'altra valuta. %Dato in base standard a 36 mesi. Fonte: MondoHedge

## LA CIFRA Sono le masse gestite di momento dei 220 fondi Ucits III alternativi nel mondo 41 miliardi

I CONTIN TASCA

## Il mercato è confuso sull'inflazione attesa

di Marco Liera

I timori di riacensione dell'inflazione indotta dalla politica monetaria espansiva dell'eurozona possono apparire fondati, ma al momento non sono affatto scontati dai mercati finanziari. Un indicatore molto utilizzato per stimare le attese dei mercati sull'inflazione è la break even inflation rate (inflazione di pareggio), che si calcola così: prendendo le emissioni di titoli di Stato dello stesso Paese, all'indicare la scadenza, una con capitale e l'altra con inflazione, e dividendo il risultato per la differenza dei prezzi, si ottiene il tasso di pareggio. Per l'Italia si tratta di prendere un Btp 5 o un Btp 10. Individuata la coppia di titoli, si fa la differenza tra il rendimento effettivo del bond nominale e quello del bond reale e si ottiene l'inflazione di pareggio. Nel caso dell'Italia, il tasso di pareggio è attualmente del 1,7%.

Il significato di questo indicatore è abbastanza semplice. Se l'inflazione effettiva si rivelerà superiore rispetto a quella di pareggio, sarà stato commesso un errore di valutazione del rischio di inflazione. Vale il contrario, se l'inflazione effettiva sarà inferiore a quella di pareggio, sarà stato commesso un errore di valutazione del rischio di deflazione. Equivale anche per i titoli di Stato.

Il mercato è confuso sull'inflazione attesa. I rendimenti dei titoli di Stato sono affatto scontati dai mercati finanziari. Un indicatore molto utilizzato per stimare le attese dei mercati sull'inflazione è la break even inflation rate (inflazione di pareggio), che si calcola così: prendendo le emissioni di titoli di Stato dello stesso Paese, all'indicare la scadenza, una con capitale e l'altra con inflazione, e dividendo il risultato per la differenza dei prezzi, si ottiene il tasso di pareggio. Per l'Italia si tratta di prendere un Btp 5 o un Btp 10. Individuata la coppia di titoli, si fa la differenza tra il rendimento effettivo del bond nominale e quello del bond reale e si ottiene l'inflazione di pareggio. Nel caso dell'Italia, il tasso di pareggio è attualmente del 1,7%.

Il significato di questo indicatore è abbastanza semplice. Se l'inflazione effettiva si rivelerà superiore rispetto a quella di pareggio, sarà stato commesso un errore di valutazione del rischio di inflazione. Vale il contrario, se l'inflazione effettiva sarà inferiore a quella di pareggio, sarà stato commesso un errore di valutazione del rischio di deflazione. Equivale anche per i titoli di Stato.

### MONITOR

Nella tabella sono illustrati a settimana alcune i fondi in vendita da inizio anno o i fondi annualizzati a 3, 5, 10 anni dei migliori o peggiori strumenti. Per ognuno sono evidenziati anche i rendimenti annualizzati dei benchmark. I dati sono in euro, tranne per i titoli Usa. Per i fondi azionari sono compresi i fondi Russia/Bi, mentre nei fondi obbligazionari quelli di liquidità. La tabella presenta i rendimenti annualizzati a 3 anni.

AZIONI ITALIA	S&P/Mib e Mibex	FONDI AZIONARI	PERC %
LE MIGLIORI		LE MIGLIORI	
Sagep	3,69	Norway Flexible A	6,90
Terna	2,51	Fiera Flexible	6,03
Compart	1,26	Generale Cma CLA	5,60
Indice Cont	-22,13	Mutifund	-9,38
LE PEGGIORI		LE PEGGIORI	
Risparmio	-63,05	Zent Adorato CLR	-21,31
Pirelli Real E.	-65,42	Total Return	-22,97
LE MIGLIORI EUROPA	S&P500 ex ITALIA	FONDI BILANCIATI	PERC %
LE MIGLIORI		LE MIGLIORI	
Sap (D)	0,45	Libi Pr. Port. Moderato	1,89
Bud (D)	-1,38	Bni Protezione	1,77
Trojanista (E)	-2,36	Generale Asset 1	1,66
Indice Stenavo	-15,01	S&P500 G. + 50% Mibex	-6,5
LE PEGGIORI		LE PEGGIORI	
Dexia (B) Bank (D)	-23,69	Eurobond, Dinamico	-14,73
Ucits (D)	-26,67	Libi Pr. Poliva 4	-30,24
LE MIGLIORI USA	S&P500 US	FONDI OBBLIGAZIONARI	PERC %
LE MIGLIORI		LE MIGLIORI	
Princo Com	87,90	Intibond	9,32
Intuitive Snglstr	33,72	Generale Bond Dolar CLA	9,20
Apple	30,30	Libi Pr. Obbl. Dolar 1	8,81
Indice S&P 500	-10,05	Imp Glob	10,69
LE PEGGIORI		LE PEGGIORI	
E Trade Financial	-99,05	Norfolk Obbl. Conv.	-1,97
American Int. Gp.	-70,27	Total Return Oblig.	-9,35

### LA PAROLA AGLI ESPERTI

## Percepire i contesti sfavorevoli



**Michele Paciana**  
Responsabile per l'Italia di MonInvestments

«Nel lungo periodo le strategie più liquide degli hedge fund saranno offerte ai clienti prevalentemente attraverso i fondi Ucits alternativi». È questa la visione di Michele Paciana, responsabile per l'Italia di MonInvestments, tra i più importanti player dell'industria hedge internazionale.

**Dottor Paciana il processo di convergenza fra investimenti alternativi tradizionali e destinati a subire un accelerazione?**  
«Gli sviluppi normativi hanno sicuramente favorito questo processo, ma questo non significa che il mondo tipico degli hedge sia finito. Il cliente avrà maggiori possibilità di diversificazione e le strategie più liquide, che non sono implementabili con i limiti previsti dagli Ucits, resteranno al loro soddisfacimento. I hedge che dovranno riconoscere un premio di liquidità.

**Per le strategie che saranno offerte in en-**

**trambi i formati, cosa bisogna attendersi in termini di performance?**

«È lecito attendersi un tracking error (scostamento di performance) più alto tra il fondo Ucits e quello hedge gestiti con la medesima strategia da un stesso gestore. Una differenza a favore della versione hedge in virtù dei limiti operativi che il fondo Ucits deve rispettare. E solo il tempo ci dirà la consistenza di tale differenza.

**Cos'è il cliente che investe all'intermediario che gli propone un investimento in fondi Ucits alternativi?**  
«Indipendentemente dalla promessa del cliente deve essere un investitore capace di capire quali sono le condizioni di mercato più favorevoli alla tipologia di prodotto che gli viene offerto ma anche quello più vantaggioso, che può mettere in difficoltà il gestore e appesantire la performance. Spesso l'investitore è invogliato a comprare il prodotto che ha o che ha osservato i migliori risultati in passato. Performance storiche che sicuramente indicano la bontà del gestore, inoltre testimoniano che le condizioni di mercato erano favorevoli per quella strategia. Elementi da valutare e cogliere nel momento della scelta dell'investimento.

**Chiedere quali sono le condizioni di mercato che potrebbero mettere in difficoltà la strategia del prodotto**

**Sarebbe auspicabile che il gestore comunicasse il nome degli intermediari con cui stipula i contratti derivati**

## Attenti al rischio di controparte



**Maria Debora Braga**  
Docente senior del Sole Bocconi

«Di fronte a qualunque strumento finanziario bisogna essere consapevoli delle potenzialità che offre, ma anche dei rischi a cui può essere esposto. È nel caso dei prodotti Ucits alternativi sofisticati è necessario introdurre due ulteriori livelli di attenzione. Esistono così Maria Debora Braga, docente della Bocconi e professore dell'Università della Valle d'Aosta, Professoressa Braga, a cosa si riferisce? «In primo luogo, occorre essere coscienti che lo strumento Ucits può essere derivato da strumenti su mercati ufficiali. Derivati che sono il frutto di una contrattazione bilaterale tra il fondo e un controparte. Negli assicurazioni il rischio è quello di controparte. In secondo luogo, il rischio è quello di controparte.

**Insomma?**  
«Basterebbe pensare che i fondi Ucits alternativi non possono vendere i derivati assicurati su mercati ufficiali. Bisogna essere coscienti del rischio di controparte e del rischio di controparte.

**Come avviene in pratica?**  
«Per puntare sul rischio di un titolo o di un indice, nell'accordo siglato con il derivato, il fondo si impegna a pagare il valore del sottostante alla controparte, e viceversa, quest'ultima si assume l'onere di riconoscere al fondo il ribasso. Al classico rischio di mercato legato all'andamento del sottostante, si aggiunge anche il rischio di controparte: il fondo è così esposto anche al venir meno della solidità del controparte. Ma i gestori non comunicano il nome delle controparti? «Sarebbe auspicabile. Un problema che il regolatore è posto a imporre agli Ucits di verificare le controparti. Ma si tratta di un'aggiornata di rischio, non di un'eliminazione. «E il secondo livello di attenzione? «La commissione di posizione, la lunghezza, l'eventuale utilizzo della leva e dei derivati, possono rischiare un sistema di controllo del rischio più sofisticato da parte dei gestori. Ciò è obbligatorio per gli Ucits alternativi sofisticati di monitoraggio del VaR di portafoglio, da un lato e, assieme, dall'altro, di avere portato a interogare sull'adeguatezza del metodo di stima adottato per evitare di incorrere in grossolane sottovalutazioni della perdita possibile.