



## Focus

## Le tre regole d'oro seguite dagli istituzionali

*Si chiamano: valutazione delle performance, stima dei rischi e analisi dell'impatto dell'investimento hedge sul resto del portafoglio*

di **Andrea Pederzoli\***

### La Società

**MangustaRisk è una società inglese di consulenza indipendente (con sedi a Londra, New York e Roma) che supporta gli investitori istituzionali nella gestione di capitali. Sin dalla sua fondazione si è occupata e specializzata in: risk management, asset allocation, valutazione delle performance e selezione dei gestori tradizionali e alternativi. A oggi i capitali gestiti, con la sua consulenza, superano i 20 miliardi di Euro.**

**P**er ogni singolo investimento le istituzioni allocano le proprie risorse principalmente secondo tre linee guida: la valutazione delle performance, la stima dei rischi e l'analisi dell'impatto del nuovo investimento sul resto del patrimonio investito.

Analizziamo singolarmente questi tre aspetti fondamentali nella scelta di qualsiasi investimento, nel caso particolare degli hedge fund.

Il primo aspetto dell'analisi è la valutazione delle performance: in questa fase ci si concentra sulla stabilità e positività dei risultati. **L'investitore istituzionale, e quello italiano in particolare, non si aspetta da un investimento in hedge fund delle performance spettacolari anno dopo anno. Si concentra invece sulla costanza dei rendimenti in campo positivo osservando tipicamente i risultati mensilmente o trimestralmente.**

Il secondo punto riguarda la stima della rischiosità dell'investimento. I rischi di un fondo di qualsiasi tipo e in particolare modo di un hedge fund, devono essere identificabili e quantificabili dal gestore e dall'investitore, controllati, comunicati chiaramente e tempestivamente dal gestore. L'identificabilità dei rischi si traduce nella necessità di una notevole trasparenza nella politica di investimento da parte della casa di gestione. I rischi che derivano dal modello di investimento adottato devono essere quantificabili anche da parte dell'investitore, il quale deve poter apprezzare l'impatto delle variazioni nel valore del proprio investimento sul resto del suo patrimonio. Il gestore deve disporre di un solido apparato di risk management, indipendente dalla funzione di gestione, che svolga la propria attività in maniera trasparente. **Il risultato delle attività di identificazione, misurazione e gestione dei**

**rischi deve essere comunicato all'investitore in maniera chiara, trasparente e tempestiva con periodicità almeno mensile.**

Il terzo aspetto da considerare è l'impatto dell'investimento sul resto del patrimonio. Gli investimenti alternativi vengono tipicamente pubblicizzati per le loro caratteristiche positive - quando inserite in un portafoglio - perché diversificano efficacemente ed efficientemente, grazie alla bassa correlazione con le classi di investimento tradizionali. Queste argomentazioni non devono essere interpretate considerando gli hedge fund la pietra filosofale degli investimenti che, inserita in un patrimonio, lo trasformano attribuendogli caratteristiche perfette. Queste argomentazioni devono invece essere valutate congiuntamente a considerazioni sulla varietà delle possibili distribuzioni dei rendimenti attesi (andando oltre l'ipotesi di normalità), sugli eventi rari o catastrofici, sulle "code" nelle distribuzioni dei rendimenti.

Una volta compreso che gli investimenti alternativi non sono la soluzione di tutti i problemi di un investitore, è importante sottolineare come una corretta scelta e gestione degli investimenti alternativi, consenta di aumentare efficacemente la diversificazione di un portafoglio aumentando l'efficienza. Questi obiettivi però non possono essere raggiunti in maniera casuale. **Un investitore istituzionale che voglia migliorare la diversificazione del proprio portafoglio non si può limitare ad aggiungere al proprio patrimonio un qualsiasi investimento classificato come alternativo.**

Una classe di investimento per essere considerata veramente alternativa deve soddisfare ben definiti requisiti di rendimento, rischiosità e di bassa o negativa correlazione con le asset

## Focus

class tradizionali. Ammettendo che i requisiti di bassa o negativa correlazione siano soddisfatti, un investimento efficiente in una classe alternativa deve eliminare quanto possibile il rischio idiosincratico proveniente dalle singole strategie e dai singoli gestori, in modo da rimanere solo con il rischio sistematico, l'unico che il mercato effettivamente retribuisce.

Questi requisiti possono dirsi soddisfatti, solo se la parte di patrimonio investita in alternativi è effettivamente diversificata per strategia e per gestione. **Nel panorama dei fondi di diritto italiano sembra che la possibilità di diversificare per gestione sia ridotta.**

Analizzando le caratteristiche e le modalità di conduzione dei fondi di hedge fund italiani, si evidenziano alcune case di gestione che poco o nulla hanno da invidiare alla competizione (solo virtuale, viste le limitazioni imposte dal legislatore) proveniente dall'estero. A parte alcune piacevoli eccezioni, bisogna però registrare un panorama eccessivamente omogeneo nell'andamento dei rendimenti e nelle misure di rischio: le diverse società di gestione offrono prodotti con caratteristiche molto simili nei risultati.

I gestori di fondi di fondi sembrano investire secondo una modalità comune sia per quanto riguarda l'asset allocation che per quanto riguarda la scelta dei fondi sottostanti.

Il risultato è che diversi fondi di molte case di gestione, le quali pubblicizzano diverse filosofie di investimento, si muovono con correlazioni estremamente elevate.

L'investitore istituzionale italiano che si trova a volere investire nel mercato degli alternativi, si trova quindi in difficoltà nell'implementare una strategia di diversificazione efficace, anche investendo in più di un fondo di hedge fund fra quelli offerti dal mercato italiano. Cosa deve fare l'investitore per fare fronte a questa situazione?

**L'investitore deve considerare l'investimento nel singolo multistrategy non come un'allocazione isolata. Questa situazione si viene a creare quando il terzo dei punti precedentemente esplosi, non viene esaminato in tutte le sue implicazioni. Spesso l'investitore si concentra unica-**

mente sullo studio dell'impatto del nuovo investimento in hedge - o sul patrimonio nel suo complesso - tralasciando la valutazione dell'effetto sul resto della classe alternativa.

Come essere sicuri che ciò avvenga? Come essere sicuri di riuscire a costituire un portafoglio alternativo internamente diversificato in maniera efficace ed efficiente? I gestori forniscono o le serie storiche delle performance dei manager da loro scelti (e le relative allocazioni) o le serie storiche dei rendimenti delle strategie (l'evoluzione dell'asset allocation) e le relative allocazioni. Questi dati sono sufficienti a effettuare un processo di analisi che permette di stabilire l'effettivo grado di diversificazione che l'investitore raggiunge tramite una serie di investimenti in diversi fondi di hedge fund. I metodi di *style analysis*, *peer analysis*, *performance attribution*, analisi di *cluster* e di correlazione, permettono di individuare un ragionevole margine di sicurezza le caratteristiche degli investimenti sottostanti i fondi di hedge fund e l'interazione fra le diverse strategie.

**E' importante sottolineare che non è necessario conoscere i singoli fondi in cui il gestore investe: sono sufficienti le allocazioni alle diverse strategie e una definizione accurata delle caratteristiche di ogni singola strategia.**

In questa maniera l'investitore riesce a costruire una classe alternativa che abbia effettivamente le desiderate caratteristiche di rischio, rendimento e correlazione che consentono il miglioramento dell'efficienza del proprio patrimonio. Evita altresì di essere esposto a un rischio inutile, che non viene retribuito dal mercato.

Qualora dovesse permanere l'attuale carenza di eterogeneità nell'offerta di fondi di hedge fund di diritto italiano, l'investitore istituzionale si dovrà sempre più rivolgere al mercato estero per trovare le caratteristiche di rischio e rendimento che meglio si adattano al proprio patrimonio. ■

\*Responsabile risk management di MangustaRisk