

**dott. Roberta Rossi**

consulente finanziario indipendente



## FONDI "ABSOLUTE RETURN". L'EVOLUZIONE DELLA SPECIE? (13/10/2010)

**U**n po' fondo d'investimento, un po' hedge fund. Uno strumento d'investimento alla portata di tutti i risparmiatori (quindi con una soglia d'ingresso molto bassa) che dovrebbe offrire la trasparenza e la liquidità di un prodotto finanziario "rodato" (fondi pessimi se ne sono pure visti ma nessuno è mai "saltato" o ha congelato per mesi e mesi i riscatti) con la possibilità di attuare strategie più aggressive e coraggiose. Come per esempio mettersi al ribasso oppure scommettere pesantemente su un'apparente anomalia del mercato come per esempio la sottovalutazione di un titolo e la sopravvalutazione di un altro.

Una nuova generazione di fondi che si sta facendo molto largo sul mercato. Lo dicono anche le cifre che mostrano una raccolta per i prodotti Ucits III alternativi autorizzati alla distribuzione in Italia di oltre 32 miliardi di euro di masse in gestione, nel contesto di un segmento che, sui mercati internazionali, conta ormai ben 315 prodotti al netto delle doppie classi (+57% da fine 2009), di cui 169 autorizzati alla distribuzione in Italia ed un patrimonio gestito che a fine agosto superava abbondantemente i 49 miliardi di euro.

Stiamo parlando dei fondi "absolute return" ovvero a ritorno assoluto. Una definizione impegnativa poiché l'obiettivo di questa strategia è cercare di guadagnare nel tempo in tutte le condizioni di mercato: sole, pioggia e nuvoloso. Ovvero mercati laterali, rialzi e ribassi. O perlomeno fare meglio del mercato. Un'evoluzione ulteriore rispetto alle strategie solo flessibili o "total return" poiché a questa tipologia di fondi è consentito anche vendere prodotti finanziari che non possiedono oppure utilizzare parzialmente la leva finanziaria.

Uno strumento teoricamente "perfetto" per il portafoglio di molti risparmiatori che vorrebbero avere la "botte piena" e l...a "moglie ubriaca". Essere investiti sui mercati finanziari tramite il possesso diretto o indiretto di azioni, obbligazioni, etf, materie prime e partecipare però soprattutto ai guadagni indipendentemente dall'andamento dei mercati. Questi prodotti possono gestire asset molto diversi con strategie diversificate.

I cosiddetti "absolute return" sono fondi che puntano non a superare un benchmark ma ad avere performance positive in qualsiasi tipo di mercato e danno quasi carta bianca al gestore a cui non viene richiesto di replicare un benchmark ma di attuare strategie flessibili adeguate al tipo di mercato, potendo spaziare magari da azionario a obbligazionario, dal rialzo al ribasso oppure decidere se indebitarsi o meno.

I fondi a ritorno assoluto mantengono quello che promettono? Sono la nuova frontiera del risparmio gestito? C'è da fidarsi o è bene (come al solito) saper valutare i differenti prodotti, le società di gestione che li lanciano e il "momentum" di mercato?

Questo mese su MoneyReport parliamo di questo argomento con il contributo anche di uno dei massimi esperti italiani dell'argomento, **Stefano Gaspari**, amministratore delegato di Mondo Hedge. Un osservatorio privilegiato sul mondo dei fondi speculativi che in Italia hanno coperto finora una quota di mercato relativamente piccola soprattutto per effetto della normativa in vigore che richiede agli investitori interessati a queste strategie d'investimento più sofisticate una quota di accesso minima di 500.000 euro, limitandone evidentemente la diffusione agli investitori istituzionali o alla cosiddetta clientela "affluent".

Ovvero i risparmiatori che detengono patrimoni solo finanziari di almeno 1 milione di euro. Ora con i fondi absolute return che recepiscono la direttiva Ucits III tutti o quasi possono mettersi in portafoglio una quota di fondi “simil hedge” col vantaggio non solo di non dovere mettere un “chip” da mezzo milione di euro ma anche di avere più facilità di entrata e di uscita. E una normativa abbastanza rigida pensata per limitare i casi di gestione scorretta, in conflitto d’interessi o avventata. Per quanto naturalmente nessuna normativa o strumento può garantire risultati positivi o guadagni “sicuri” (fondi Ucits III o meno...) il risparmiatore da situazioni “antipatiche.

### **Come nascono questi fondi...**



C’è una data tutto sommato lontana (ma che è stata recepita dai diversi Paesi negli anni successivi) che segna l’avvento di questi fondi nell’ordinamento europeo ed è il 21 gennaio 2002 quando viene licenziata dal Parlamento europeo la direttiva 2001/108/CE a cui si fa generalmente riferimento con il termine UCITS III. Con questo termine ci si riferisce alle direttive europee che regolano il settore dei fondi comuni e che si pongono come obiettivo quello di armonizzare la disciplina nei diversi Paesi.

La normativa Ucits (e questo tipo di fondi vengono per questo definiti talvolta fondi Ucits o Newcits) obbliga i fondi a investire in attività liquide, in modo da poter rimborsare la quota al sottoscrittore in ogni momento; limita l’uso della leva finanziaria e la detenzione di un singolo asset (un solo titolo non può pesare per più del 10% del patrimonio).

Vincoli posti per tutelare il sottoscrittore che identificano anche una classe di prodotti intermedia fra i fondi tradizionali e gli hedge fund. Fondi genericamente definiti “absolute return”, ossia caratterizzati da obiettivi di rendimento positivo, decorrelazione rispetto alle asset class tradizionali, assenza di un benchmark di riferimento, processo di investimento fortemente focalizzato sul controllo del rischio e stile gestionale altamente flessibile.

Basti pensare che gli hedge fund non hanno un benchmark di riferimento in quanto il loro obiettivo è ottenere dei risultati di performance positivi indipendentemente dall’andamento del mercato. Non a caso il termine “hedge” vuol dire “copertura” e cioè il tentativo di sterilizzare il fondo dal rischio di mercato (in particolare dal rischio sistemico). Mentre i fondi comuni di investimento classici differiscono per la loro asset allocation, i fondi speculativi si caratterizzano per le differenti strategie utilizzate per il raggiungimento della performance.

### **Le strategie utilizzate nei fondi absolute...**



Quali le strategie maggiormente utilizzate nei fondi “absolute return”? Alcune delle stesse utilizzate nella gestione degli hedge fund ma non tutte poiché possono essere replicate solo sugli strumenti più liquidi e negoziabili. Questo ci fa capire che confrontare hedge fund o fondi “absolute return” non è un’impresa facile poiché diverso può essere il sottostante (azioni, indici, derivati su materie prime, obbligazioni, valute) ma anche l’approccio seguito.

Si potrebbe quasi dire che non esiste un prodotto “alternativo” (come suggerisce lo stesso aggettivo) uguale all’altro dato che ogni gestore cerca di applicare il proprio “stile” o strategia.

Le strategie più comunemente applicate sono comunque quelle direzionali (Global Macro) che tendono a trarre profitto dalle grandi tendenze che emergono nei mercati finanziari. Ma sono soprattutto le strategie long/short ad essere le più applicate, ovvero quelle che combinano investimenti al rialzo (“long”) su titoli considerati sottovalutati con delle posizioni al ribasso (“short”) su titoli sopravvalutati al fine di generare risultati positivi indipendentemente dall’evoluzione dei mercati. L’obiettivo è dunque quello di trarre profitto in qualunque fase di mercato, sia essa al rialzo o al ribasso.

Esistono poi anche strategie di arbitraggio che cercano di trarre vantaggio dal disallineamento delle quotazioni (“relative value”) fra azioni di diverse categorie, aziende concorrenti o azioni e obbligazioni. Si cerca per esempio di sfruttare eventuali sfasamenti di prezzo tra due titoli che, fino a quel momento, hanno sempre mostrato una elevata correlazione. In tali strategie, il gestore ritiene di poter approfittare del momentaneo scostamento del valore del titolo dal suo prezzo teorico e del successivo allineamento di tale divergenza.

### **Non è tutto oro quello che luccica...**

**T**utto questo significa che i fondi “absolute return” che si adeguano alla normativa Ucits III sono migliori soprattutto in termini di ritorni attesi degli hedge fund: il fatto di essere più liquidi significa anche che alcune strategie non possono essere realizzate e il fatto di garantire una maggiore liquidità del prodotto ha certamente un costo assoluto o opportunità e correttamente si può quindi in maniera schematica distinguere nel mondo delle gestioni alternative fra un’offerta più liquida (fondi Ucits III Hedge) e meno liquida (fondi hedge e fondi di hedge)

Se vogliamo andare poi al recente passato il primo tentativo dell’industria del risparmio gestito europeo e italiano di approcciare la possibilità di operare sia al rialzo che al ribasso sono stati i fondi cosiddetti 130/30 ovvero un tipo di fondo d’investimento che può impiegare fino al 130% del patrimonio investito su posizioni long, mentre il 30% in posizioni short (al ribasso), mantenendo quindi un’esposizione netta media al 100%.

Lanciati soprattutto nel 2005 e 2006 al pubblico dei risparmiatori con l’obiettivo di ottenere importanti vantaggi rispetto ai fondi tradizionali azionari e cogliere alcune opportunità anche nei momenti di ribasso, se si vanno ad analizzare i risultati col senno del poi sono stati nella realtà spesso una grossa delusione. E non solo in Italia. Come testimonia un articolo pubblicato qualche settimana fa sul Wall Street Journal che ha ben raccontato come l’entusiasmo iniziale sia andato poi progressivamente scemando a causa dei risultati deludenti nell’ultimo biennio di questi fondi: spesso perfino peggiori di quelli tradizionali.

I nuovi fondi “absolute return” saranno allora un’altra cosa o si tratta dell’ennesima sirena per attirare i risparmiatori? Un’analisi dei risultati degli ultimi anni mostra che qualcosa di buono in questo comparto inizia

a evidenziarsi pur se è evidente un'incredibile dispersione dei rendimenti fra i differenti prodotti e le differenti strategie. Merito anche della "discesa in campo" di numerose società di gestione specializzate in fondi speculativi che hanno deciso di proporre sul mercato "retail" anche questo genere di fondi a fianco a quelli per gli istituzionali anche per effetto di una richiesta di maggiore trasparenza e liquidità che arrivava dalla clientela tipica del mondo hedge dopo la crisi che toccato nel 2008/2009 anche questo segmento di prodotti finanziari più sofisticati.

Confrontare un fondo "absolute return" di una società di gestione con un altro può presentare fortissimi differenze nei risultati e anche una società di gestione che un anno è in cima alle performance non è assolutamente detto che l'anno successivo replicherà i risultati poiché magari le strategie utilizzate non saranno più così performanti. E un'analisi obiettiva dell'andamento dei fondi absolute return non può rilevare come molti di questi fondi partiti con le migliori intenzioni hanno poi ottenuto sul mercato risultati anche pessimi.

Basta guardare per esempio il comportamento di fondi "absolute" come Ubs Absolute Return che fino al 2006 era stato il migliore della categoria Morningstar con un rendimento annuo del +3,43% per poi perdere nel 2007 il -8% con un crollo di quasi il -30% nel 2008 poiché investiva anche in strumenti derivati (come Abs, Cdo e Rmbs) che hanno subito pesanti svalutazioni con lo scoppiare della crisi della liquidità e dei subprime. E nel passato le performance di molti di questi fondi, nonostante gli obiettivi robbanti, alla prova dei fatti non hanno ottenuto rendimenti extra rispetto a dei tranquilli Cct e Btp. Vale sempre (ed è bene ricordarlo) lo stesso principio: nessuno ha trovato il sistema per guadagnare in modo sicuro in tutte le condizioni di mercato. Una quota di rischio la si sopporta sempre, soprattutto quando si è caccia di extra rendimenti.

In ogni caso se negli anni passati la situazione dei fondi cosiddetti "absolute" ci diceva che erano più una creazione dei reparti marketing che una reale innovazione di prodotto, qualcosa negli ultimi anni è migliorato e inizia ad emergere qualche fondo interessante in misura statistica più significativa (ricordandosi sempre che vale la regola che percentualmente la stragrande parte dei fondi si comporta peggio del mercato) che nel passato.

I "nuovi" fondi absolute non lo sono spesso solo di facciata ma recepiscono ora, infatti, la normativa UCITS III che consente una libertà operativa ben maggiore. Naturalmente la normativa ampliata è solo una pre-condizione per il successo poiché se poi il gestore implementa le strategie sbagliate un fondo "absolute" può perfino generare risultati peggiori di un fondo tradizionale e quindi è molto importante selezionare nel tempo chi ha saputo implementare realmente delle buone strategie con un monitoraggio continuo.

### **Cosa ci dice il recente passato...**



In un confronto a 3 anni fra i fondi di tipo "ritorno assoluto" o comunque con un elevato grado di flessibilità (nell'esame abbiamo deciso di allargare il campione anche ai fondi più flessibili e total return per avere un campione più significativo) si evidenzia, come il risultato medio ottenuto dagli oltre 150 fondi esaminati sia stato un rendimento medio del -1,3%.

Non certo un grande biglietto da visita per quanto nello stesso periodo l'indice Fideuram Fondi Azionari Internazionali è sceso del -6,42%.

Presentare questo tipo di fondi come la "panacea" assoluta per il risparmiatore del tipo "sottoscrivi" uno di questi fondi e stai tranquillo in qualsiasi condizione di mercato è quindi forse un po' ottimistico. Certo non tutti

i fondi “absolute o total return” hanno mostrato lo stesso comportamento ed è bene non osservare solo il risultato medio della categoria ma anche i top performer.

Con qualche avvertenza in più. Se nelle categorie classiche dei fondi d’investimento i rendimenti appaiono, infatti, abbastanza simili fra le diverse società di gestione con scostamenti magari importanti fra un fondo e l’altro ma con una linea di tendenza tutto sommato rintracciabile che è l’andamento del benchmark (ovvero il mercato di riferimento dove il fondo investe), nel caso dei fondi a ritorno assoluto la dispersione dei rendimenti è veramente alta. In questo tipo di fondi i gestori non hanno d’altra parte un benchmark da rispettare (o copiare...) e quindi questo tipo di fondi dà la vera capacità di un team di gestione di fare meglio o peggio del mercato e/o di applicare delle strategie veramente a valore aggiunto.

Dall’esame dell’ultimo triennio dei fondi d’investimento con caratteristiche “absolute return” (utilizzando la banca dati e la classificazione attuale Fida-BlueRating) si evidenzia, infatti, come il peggior fondo sia Arcipelagos Strategia Dinamica con un sonoro -64% mentre il migliore sia Franklin Global Total Return con un vistoso +53,3%.

La distribuzione dei rendimenti è veramente a macchia di leopardo e non è facile trovare una costante continuità di rendimenti fra i vari fondi negli ultimi anni.

Come bene hanno scritto Roberta Castellarin e Paola Valentini su Milano Finanza del 2 ottobre parlando dei fondi absolute return puri: *“non solo ce ne sono pochi che vanno bene, ma sono solo delle meteore perché non hanno un track record solido. Dopo qualche mese di buona performance finiscono per deludere forse anche a causa del fatto che i pochi che vanno bene attirano subito molta raccolta e poi non sono in grado di continuare a macinare performance. Da inizio anno in base alla media Morningstar questi fondi hanno guadagnato il +1,34%, meno dei fondi monetari area euro dinamici che hanno messo a segno il +2,85%. Gli asset manager ci hanno creduto molto, negli ultimi due anni ne hanno lanciati diversi. Sul mercato ce ne sono oltre 350 che investono nell’area euro. Hanno preso il testimone dai vecchi flessibili, ma non sono riusciti per ora a riscattare la formula del gestore con carta bianca. Tutto questo nonostante dispongano di un raggio di azione molto ampio. In molti casi, infatti, sono creati sotto l’ombrello Ucits III comparti che adottano strategie hedge impacchettati, però, come fondi tradizionali. La difficoltà del settore emerge anche dalla classifica dei migliori prodotti da inizio anno. Per esempio World Invest Absolute Return rende il +6,11% da inizio anno, ma a tre anni perde il -2,14% annualizzato. Oppure Morgan Stanley Alpha Plus con un +5,56% da inizio anno e un -1,56% annualizzato a tre anni. Tra i migliori da inizio anno c’è Pioneer Total Return (+10,36%) che a tre anni ha dato il +2,66% annualizzato. Mentre per Merrill Lynch Bluetrend (+11,29% da inizio anno) manca un track record a tre anni. Spicca, invece, il +6,69% annualizzato a tre anni di Julius Baer Absolute Return di Swiss and Global. In questo caso è una delle poche eccezioni con costanza di rendimento, che anche quest’anno ha reso il +9,94% da gennaio. Bisogna, però, sottolineare che il fondo è in dollari per cui la sua performance dipende anche dall’andamento della valuta. Un elemento da tenere in conto soprattutto in questo momento in cui il dollaro è di nuovo forte”*.

Individuare e cavalcare un fondo absolute return ma anche un fondo total return realmente flessibile non è quindi propriamente facile; anzi è più difficile di un fondo tradizionale e anche per questo motivo abbiamo con MoneyExpert.it deciso di lanciare un servizio dedicato (vedi box) proprio ai fondi flessibili (aperto quindi non solo ai fondi absolute puri”), un portafoglio che seleziona nel tempo i più interessanti con una strategia flessibile (la stessa che applichiamo con successo da diversi anni ai nostri portafogli di fondi ed Etf) con l’obiettivo quindi di replicare le migliori strategie “total return” e/o “absolute return” come spiegato più dettagliatamente nell’articolo [AL VIA IL NUOVO PORTAFOGLIO ABSOLUTE RETURN](#), poiché crediamo che questa classe di fondi possa costituire nei prossimi anni un asset interessante su cui investire se si cerca nel tempo di ottenere rivalutazione del capitale ma anche una volatilità più contenuta dell’investimento classico azionario.

Ma capire pro e contro dei fondi “absolute return” veri non è sempre facile e per questa ragione vale la pena approfondire l’argomento con **Stefano Gaspari, amministratore delegato di MondoHedge**, il primo e unico provider multimediale italiano di informazione finanziaria interamente dedicato al settore degli investimenti alternativi. La sua società si occupa dell’analisi non di tutti gli “absolute return” in senso ampio ma esclusivamente dei fondi UCITS III alternativi (o UCITS III hedge fund), che rappresentano solo un segmento della ben più ampia categoria dei fondi UCITS.

## L'intervista



### 1. Parlando dei fondi Ucits III alternativi che sono operativi da qualche anno che bilancio trarre? Come si sono comportati in mercati sicuramente molto difficili come quelli dell'ultimo triennio?

**Gaspari:** *“Per i fondi UCITS III alternativi, in termini di performance e limitando necessariamente l'osservazione ad un arco temporale massimo di 36 mesi (che rappresenta il più lungo track record al momento disponibile per questi strumenti), abbiamo osservato la loro tendenza a proteggere meglio il capitale nelle fasi di ribasso, e ad essere meno performanti rispetto agli hedge fund nelle fasi di recupero”.*

### 2. Puoi darci un'idea numerica del fenomeno UCITS III alternativi? Quanto valgono sul mercato?

**Gaspari:** *“Il patrimonio dei prodotti Ucits III alternativi autorizzati alla distribuzione in Italia ha raggiunto i 32 miliardi di euro di masse in gestione, nel contesto di un segmento che, sui mercati internazionali, conta ormai ben 315 prodotti al netto delle doppie classi (+57% da fine 2009), di cui 169 autorizzati alla distribuzione in Italia, ed un patrimonio gestito che a fine agosto superava abbondantemente i 49 miliardi di euro. Da sottolineare che una buona parte di questi prodotti fa capo a gestori hedge”.*

### 3. Qual è il tuo giudizio su questo tipo di fondi? Rappresentano il “futuro” del risparmio gestito come qualcuno dice o cosa c'è invece dietro l'angolo?

**Gaspari:** *“Sicuramente i fondi Ucits III alternativi diventeranno una componente fondamentale del portafoglio di un investitore finale in quanto permettono al sottoscrittore di avere un'esposizione a una strategia alternativa con una maggiore regolamentazione e basse soglie minime di accesso.*

*E' però importante sottolineare che gli Ucits III alternativi non devono essere considerati come antagonisti degli hedge fund, bensì come un allargamento e una diversificazione della gamma dei prodotti creati dai gestori hedge con la finalità di rispondere in modo sempre più completo alla domanda di liquidità e trasparenza nell'investimento in hedge fund, cresciuta presso alcune specifiche categorie di investitori dopo la crisi che ha interessato anche il settore del risparmio gestito nel 2008.*

*Inoltre con questi prodotti gli investitori possono accedere solo ad un numero ridotto di strategie hedge, quelle molto liquide, con limiti quindi dal punto di vista dei possibili rendimenti. Ad esempio gli stili di gestione come Long/short equity, Global macro, Cta e Managed futures sono tra i più facilmente replicabili in veicoli Ucits III, mentre è praticamente impossibile strutturare all'interno del formato Ucits le strategie più illiquide, come la Distressed”.*

### 4. Come può un investitore valutare un fondo di questo tipo? Che cosa guardare? Come vanno monitorati e quali indicatori guardare maggiormente?

**Gaspari:** “Gli Ucits III alternativi sono prodotti complessi e sofisticati rivolti in prevalenza al mercato istituzionale anche se sempre di più stiamo notando un apprezzamento da parte della clientela retail. Sicuramente riteniamo che per la valutazione di questi strumenti l’investitore poco evoluto debba affidarsi a un consulente finanziario o a un private banker in modo da poter essere consigliato sulla tipologia di prodotto da selezionare in base al proprio profilo rischio/rendimento.

Per quanto riguarda gli investitori sofisticati sicuramente va analizzata con attenzione la strategia hedge che l’UCITS III alternativo intende replicare, gli strumenti derivati che vengono utilizzati e tutti i rischi, tra cui quelli operativi, di controparte e di liquidità. Tengo a sottolineare che stanno nascendo dei fondi Ucits III alternativi attivi in strategie hedge non appropriate per il mondo Ucits perché troppo illiquide, che possono avere per l’investitore un mismatch (ovvero discrepanza) di liquidità in quanto quella del sottostante può essere inferiore a quella fornita dal fondo al sottoscrittore”.

**5. Che peso massimo può assegnare un investitore ai fondi “absolute return” puri secondo il tuo parere e con che orizzonte temporale?**

**Gaspari:** “L’investitore deve considerare questi prodotti all’interno della componente satellite del suo portafoglio e quindi ritengo che non debbano rappresentare più del 5/10%. Inoltre, analogamente agli hedge fund, questi prodotti dovrebbero essere valutati in ottica di medio/lungo periodo”.

**6. Quanto conta che dietro alla società ci siano gestori che hanno fatto esperienza e vantano già una storia nel mondo degli hedge fund? O quella se non c’è... la si “acquista” sul mercato, dando la gestione del fondo in appalto o sub-appalto come sembrano fare alcune società di gestione... O è meglio più correttamente privilegiare comunque chi ha team interni?**

**Gaspari:** “E’ fondamentale perché in un trend di crescita come quello attuale c’è il rischio che gestori long only creino prodotti “più sofisticati”, con un’esposizione a una strategia alternativa, senza averne le indispensabili competenze; quindi ad esempio senza un monitoraggio adeguato di alcuni rischi intrinseci per questi fondi (simili a quelli degli hedge fund).

C’è però da sottolineare che ad oggi la maggior parte dei fondi Ucits III hedge fund sono stati lanciati dai gestori alternativi internazionali e italiani che, interpretando le aspettative di alcune categorie di investitori, hanno dato avvio a un ampliamento del ventaglio delle soluzioni offerte”.

*(qui sotto la classifica con le performance dei fondi Ucits III riservati agli istituzionali, cliccare 2 volte sull’immagine per vederla bene)*

**7. Si possono fare delle classificazioni? Morningstar propone attualmente la semplice classificazione fra quelli euro e non mentre BlueRating distingue anche in base alla volatilità espressa (bassa, media, alta). Qual è la classificazione che voi suggerite?**

**Gaspari:** “A nostro avviso i fondi Ucits III alternativi dovrebbero essere classificati secondo la strategia hedge di riferimento e quindi riteniamo che sia molto difficile, nonché poco coerente e accurato, inserirli all’interno di una categoria molto generica come quella dei fondi “Absolute return”. E’ un errore che si sta diffondendo, che vediamo anche in molti giornali, e che purtroppo può alimentare una disinformazione rischiosa per gli intermediari e gli investitori”.

**8. Il 2008 è stato un anno horribilis per i mercati finanziari in generale ma anche per l’industria degli hedge fund. Molti hanno avuto seri problemi di liquidità e hanno dovuto sospendere i riscatti, alcuni sono addirittura saltati, altri si è scoperto invece che le performance “decorrelate” erano uno specchietto per le allodole e dietro c’erano dei veri e propri truffatori (il caso Madoff è il più famoso ma non l’unico). Al di là dei casi “particolari” l’accusa che è stata lanciata nei confronti degli hedge è stata soprattutto la mancata “decorrelazione”, ovvero la capacità di produrre “alfa”, offrendo performance positive anche nelle condizioni peggiori. I fondi absolute return non forniranno nel momento del “bisogno” la stessa delusione?**

**Gaspari:** “La domanda comporta la necessità di fare un po’ di chiarezza:

a) E’ un grave errore diffuso ritenere che gli hedge fund debbano produrre rendimenti sempre positivi indipendentemente dalle condizioni dei mercati. E’ invece noto che la loro missione (hedging) è quella di proteggere il capitale dai drawdown (ovvero forti discese) senza rinunciare a partecipare alle fasi di rialzo. E la decorrelazione avviene in primo luogo limitando le possibili perdite per gli investitori. Missione rispettata anche nello shock del 2008, benché con risultati insoddisfacenti in termini relativi (non certo assoluti).

b) Non è vero quindi che soprattutto i fondi hedge abbiano avuto nel 2008 un anno horribilis, essendosi dovuti arrendere solo nel terzo trimestre di fronte a fattori eccezionali, esterni a questa industria, imprevedibili e politici come il crack Lehman, (come puoi vedere dal grafico qui allegato “Impatto dello tsunami di settembre sulla performance dei fondi di hedge italiani”).

c) Riguardo al caso Madoff: l’impatto sull’industria italiana degli hedge fund è stato pari allo 0,5%; il caso ha riguardato chi ha investito direttamente senza preoccuparsi di segnali molto chiari che sconsigliavano in partenza l’investimento”.

**9. Credete che la regolamentazione dei fondi Ucits III proteggerà i risparmiatori da eventuali frodi e abusi? Insomma è stato fatto tutto bene sotto il profilo della liquidità e trasparenza dello strumento o si è già registrato qualche caso “antipatico”? Insomma rispetto agli hedge fund offrono più sicurezza oltre che una soglia di accesso sensibilmente più bassa?**

**Gaspari:** “I fondi Ucits III sono all’interno di una cornice regolamentare sicuramente cautelativa per l’investitore finale e rispetto agli hedge fund offshore offrono più sicurezza, liquidità e trasparenza. Però vorrei sottolineare che questo riguarda appunto il confronto con l’industria offshore degli hedge fund. Se andiamo ad analizzare il mercato degli hedge in Italia, ad esempio, possiamo affermare che la normativa italiana è già, sin dalla sua nascita, una delle più cautelative e prudenziali al mondo per gli investitori al punto che la tanto attesa Direttiva europea sugli Alternative Investment Fund Managers non dovrebbe impattare in alcun modo sulla nostra regolamentazione”.

**10. I fondi hedge chiedevano di abbassare la soglia di accesso dai 500.000 euro a 100.000 euro. Con la nascita e lo sviluppo dei fondi alternativi di tipo UCITS III questa richiesta è... passata in “cavalleria”? I fondi Ucits alternativi sono diventati quindi il nuovo mercato “retail” per le società che prima si rivolgevano solo agli istituzionali e agli “affluent”?**

**Gaspari:** “Purtroppo la soglia minima di investimento di 500.000 euro prevista per i fondi hedge di diritto italiano non ha eguali all’estero e, se poteva avere un senso al momento in cui è stata introdotta, oggi rappresenta un ostacolo allo sviluppo del settore ed un’asimmetria nelle regole a livello europeo. Per quanto riguarda l’abbassamento di questa soglia di accesso se ne era parlato nel luglio del 2008 prima della crisi finanziaria nel Rapporto “Fondi comuni italiani: situazione attuale e possibili linee di intervento”, curato dal Gruppo di lavoro promosso dalla Banca d’Italia, con la partecipazione dei rappresentanti del Ministero dell’Economia e delle finanze, della Consob e dell’industria. In particolare per quanto attiene gli hedge fund single manager era stato previsto di ridurre la soglia di investimento minima da 500 a 250 mila euro, mentre per quanto attiene ai fondi di fondi si era pensato che, ove investissero almeno il 90% delle loro attività in altri fondi e rispettassero determinate norme prudenziali (limiti di frazionamento del rischio e di leva finanziaria,

requisiti riferiti alla periodicità di calcolo del Nav e della rimborsabilità delle quote dei fondi target) potessero avere un limite di investimento minimo di 25 mila euro. I fondi di fondi che invece non rispettavano tali limitazioni sarebbero stati assimilati ai fondi hedge single manager.

Ciò detto, data la complementarità degli Ucits III alternativi rispetto agli hedge fund, si conferma decisamente l'opportunità di abbassare la soglia per gli hedge fund, armonizzandola a livello europeo”.

**11. Nel caso di società di gestione che sono presenti sia nel settore degli hedge che in quello dei fondi Ucits III è stato fatto già un confronto dei risultati? Se sì qual è il responso?**

**Gaspari:** “Visto il breve track record dei fondi Ucits III alternativi non è stato ancora possibile verificare il tracking error della performance di un fondo Ucits rispetto al suo omologo hedge. Tuttavia proprio nelle prossime settimane l'Ufficio Studi di MondoHedge realizzerà la prima indagine di questo tipo, per verificare l'ipotesi sostenuta da molti esperti che i rendimenti dei fondi UCITS III alternativi siano in generale inferiori a quelli degli hedge fund”.

**12. I fondi Ucits alternativi non possono direttamente vendere allo scoperto ma devono costruire le posizioni al ribasso in modo sintetico, mettendosi d'accordo con una controparte che gli fornirà un derivato. Qual è la ratio di questa norma? Non si rischia di far correre al fondo d'investimento il rischio di controparte oltre che quello del sottostante? Il fondo è poi obbligato a fornire i nomi delle sue controparti per queste operazioni o la regolamentazione ancora è fumosa sull'argomento?**

**Gaspari:** “Il rischio di controparte è tra quelli insiti nei fondi Ucits III alternativi che replicano la strategia hedge tramite il ricorso a derivati. A livello regolamentare l'esposizione nei confronti di una controparte in una transazione Otc non può superare il 10% degli asset se la controparte è un istituto di credito o il 5% in tutti gli altri casi. A livello regolamentare c'è trasparenza sulle controparti utilizzate per i derivati”.

**13. Negli Stati Uniti sono già quotati alcuni Etf che replicano l'indice Credit Suisse 130/30 ma non sono ancora armonizzati a livello europeo. Credete che il mondo degli Etf arriverà anche a proporre anche strategia “absolute” nel Vecchio Continente?**

**Gaspari:** “Assolutamente sì, sono già presenti sul mercato europeo Etf che replicano il mondo degli hedge fund. Ad esempio è stato lanciato nel gennaio 2009 il db x-trackers Hedge Fund Index Etf che è stato il primo Etf direttamente investito in hedge fund attraverso un indice.

Mentre anche i gestori hedge stanno valutando l'entrata nel settore degli Etf come ad esempio Marshall Wace che ha presentato Mw Tops Global Alpha, il primo Etf Equity market neutral che permette agli investitori di accedere a un prodotto che vuole garantire alpha, con un basso grado di volatilità ed una liquidità giornaliera”.

**14. Mondo Hedge è il primo e unico provider di informazione in Italia interamente dedicato al mondo degli investimenti alternativi e da qualche tempo siete presenti anche nel mondo degli Etf dopo l'acquisizione di EtfConsulting ed il lancio del nuovo magazine MondoETF. Chi sono i principali clienti dei vostri servizi e in cosa si caratterizza la vostra offerta?**

**Gaspari:** “MondoHedge, primo e unico provider d'informazione finanziaria specializzato sugli investimenti alternativi, si rivolge principalmente alla clientela istituzionale e agli investitori qualificati. Tra i servizi forniti attraverso il sito [www.mondohedge.com](http://www.mondohedge.com) figurano l'accesso al Database con i report di analisi qualitativa e quantitativa di tutti i fondi hedge di diritto italiano, degli Ucits III alternativi, di oltre 2.000 hedge fund esteri, degli indici investibili; gli indici dei FdF hedge italiani, realizzati in collaborazione con Eurizon Alternative Investments; la sezione Job Opportunities e il software Risk Management. Per quanto riguarda invece i prodotti editoriali è compreso l'abbonamento ai mensili MondoHedge e MondoHedge Swiss.

A inizio 2010, con l'acquisizione di Etf Consulting, MondoHedge ha dato avvio ad un secondo polo di ricerca ed editoriale, sul modello di quello di MondoHedge, lanciando come primo passo MondoETF, il primo e unico mensile italiano interamente dedicato al mercato degli Etf e delle Etc”.