

LUISS



Dipartimento di
Economia e
Management

Cattedra Economia dei mercati e degli intermediari finanziari

Hedge funds e la teoria del contagio : un rischio per il sistema economico?

Prof. Claudio Boido

RELATORE

matr 206401

NUNZI FLAVIO

Anno Accademico 2018/2019

Indice

Introduzione	1
1. Un investimento speculativo	3
1.1 Cenni storici e diffusione sul mercato.....	3
1.2 Le diverse strategie sottostanti un hedge fund	8
1.2.1 Strategie direzionali	9
1.2.2 Long short equity	9
1.2.3 Emerging markets	10
1.2.4 Global macro.....	10
1.2.5 Strategie non direzionali	11
1.2.6 Merger or risk arbitrage	11
1.2.7 Distressed securities	12
1.2.8 Convertible arbitrage	13
1.2.9 Fixed income arbitrage	13
2. L'analisi delle performance : il ruolo degli indici	15
2.1 Indici basati sul modello del CAPM.....	15
2.2 Il problema del momento centrale terzo e quarto	17
2.3 Le difficoltà nella creazione di un database di dati	20
2.3.1 Survivorship bias e backfill	20
2.4 Analisi di un hedge fund database	22
2.4.1 Eureka hedge	22
3. Il ruolo degli hedge funds nelle crisi finanziarie	28
3.1 L'aumento del trading degli hedge funds durante gli shock	28
3.2 La teoria del contagio finanziario	30
3.2.1 Modelli scientifici sul contagio finanziario	31
3.3 La crisi dei mutui subprime : il ruolo degli hedge funds	34
3.3.1 Il crollo del colosso Bear Stearns.....	37
CONCLUSIONE	40
BIBLIOGRAFIA	42

INTRODUZIONE

La presente tesi si pone l'obiettivo di analizzare il comportamento di una particolare tipologia di intermediari finanziari, i fondi speculativi.

Gli hedge funds sono uno strumento unico all'interno del panorama finanziario per le loro grandi potenzialità di rendimento, alle quali sono collegati alti profili di rischio. Inoltre, dal punto di vista giuridico, gli hedge fund possono operare con un maggiore grado di libertà rispetto ai fondi comuni di investimento. La mancanza di norme di prevenzione e di contenimento del rischio, rendono questi strumenti spesso poco affidabili.

Nel primo capitolo della tesi viene proposto un'exkursus sulla storia di questi intermediari, dalla loro nascita passando per i principali eventi che li hanno visti protagonisti nel corso della storia economica. Si analizzano inoltre i vari stili d'investimento che possono caratterizzare questi fondi, facendo la distinzione tra strategie direzionali e non. Infine viene illustrata una rapida panoramica riguardante la diffusione sul mercato finanziario, evidenziando la loro capacità di influenzare le vicende economiche mondiali.

Il secondo capitolo sarà dedicato interamente al problema della misurazione delle performance di un fondo speculativo. Si passano in rassegna i più comuni indicatori di performance dei fondi comuni d'investimento e degli hedge fund: l'indice di Sharpe, l'indice di Treynor, l'Alfa di Jensen. Questi indicatori, ricavati dal modello del Capm, non sono in grado di fornire un'analisi veritiera dei risultati ottenuti dal fondo, poiché prendono in considerazione soltanto i primi due momenti che caratterizzano il grafico dei rendimenti di un hedge fund. Il cuore del problema risiede nell'anormalità della distribuzione dei rendimenti di un hedge fund che rende necessaria l'analisi del momento terzo e quarto.

Nel proseguo del capitolo si espongono le criticità che emergono al momento della creazione di un database di indici per la rilevazione delle performance. Si elencano i diversi bias che caratterizzano la raccolta dei dati ed infine si analizzano due diversi indicatori appartenenti al database Eurekahedge.

Il terzo ed ultimo capitolo è dedicato al tema centrale della tesi ovvero l'influenza dei fondi speculativi nelle recenti crisi finanziarie. Si illustra la teoria del contagio finanziario, con l'esposizione dei vari modelli teorizzati dai più importanti economisti,

che cercano di spiegare come un evento negativo che si genera su un mercato circoscritto sia in grado di diffondersi a macchia d'olio in tutto il sistema finanziario. Si studia il coinvolgimento dei fondi speculativi nella recente crisi dei mutui subprime del 2007. L'obiettivo è capire se il trading speculativo e privo di una regolamentazione ferrea, portato avanti dagli hedge funds, abbia contribuito ad inasprire gli effetti di uno degli shock finanziari più importanti degli ultimi anni. Infine si analizza il crollo del colosso *Bear Stearns* durante la suddetta crisi, che ci fornisce un chiaro esempio di strategia d'investimento speculativa sbagliata e poco avveduta da parte degli hedge funds.

CAPITOLO 1

UN INVESTIMENTO SPECULATIVO

1.1. CENNI STORICI E DIFFUSIONE SUL MERCATO

Gli hedge fund vengono definiti come organismi d'investimento collettivo del risparmio (OICR), che si pongono l'obiettivo di ottenere performance positive prescindendo dall'andamento dei mercati in cui investono, soprattutto per la loro caratteristica di essere privi di particolari vincoli nella scelta degli investimenti e nell'*asset allocation*¹,

Tale caratteristica operativa, ovvero la ricerca di un rendimento assoluto senza avere un benchmark di riferimento li differenzia in modo sostanziale dai mutual funds i cui gestori utilizzano prevalentemente asset class tradizionali.

Al di là di possibili definizioni generiche questi fondi sono di fatto caratterizzati da una scarsa chiarezza divulgativa sulle loro strategie operative, come si evince dalle seguenti affermazioni:

- *“L’Hedge fund è fondo comune d’investimento che utilizza la leva finanziaria e varie tecniche di copertura” (Soros, 1992);*
- *«Sono organismi finanziari, localizzati generalmente in centri off-shore o negli Stati Uniti, contraddistinti dal numero ristretto dei soci partecipanti e dall’elevato investimento minimo richiesto. Non hanno vincoli in materia di obiettivi e strumenti d’investimento e possono assumere posizioni finanziandosi anche con forti indebitamenti. Sono soggetti a una normativa prudenziale più limitata rispetto agli altri operatori finanziari» (Banca d’Italia).*

Tre sono le caratteristiche principali che emergono da queste definizioni:

- a) L’assenza di una regolamentazione specifica per questo tipo di investimenti
- b) Il forte ricorso alla leva finanziaria e all’indebitamento per reperire le risorse necessarie all’attuazione delle strategie operative
- c) L’utilizzo di tecniche di coperture denominate *Hedging*

La nascita degli Hedge Funds risale al 1949 negli Stati Uniti d’America ad opera di Alfred Winslow Jones, nonostante ci sia una corrente di pensiero che attribuisce la scoperta di queste tecniche di investimento a Benjamin Graham

¹ L’asset allocation è il processo con il quale si decide in che modo distribuire le risorse fra diversi i possibili investimenti in modo da costituire un portafoglio ottimale

addirittura 29 anni prima, considerandolo un vero e proprio precursore dei metodi speculativi. Cavalcando l'ondata positiva e il crescente ottimismo originati dal *Long Bull market*² che si verificò in America nel periodo compreso tra il 1920 e il 1928 Graham insieme a Newman sperimentò un nuovo metodo di investimento, il quale utilizzava i fondi ottenuti tramite un forte indebitamento che venivano in seguito reinvestiti sui mercati finanziari con l'obiettivo di avere un rendimento positivo.

Nonostante questa tesi sia portata avanti da diversi studiosi è stato concordato che la paternità degli hedge funds sia da attribuire a Jones. Nel gennaio del 1949 all'età di 48 anni Jones, sociologo presso la *Columbia University* di New York e giornalista di *Fortune*, costituì un fondo di investimento dandogli la forma di general partnership (società di persone i cui soci sono direttamente responsabili del fondo) e trasformandolo successivamente in una limited partnership (nella quale la responsabilità non è più in capo ai soci), inserendo come compenso una forma di commissione basata sulle performance conseguite annualmente dal fondo pari al 20% dei profitti realizzati, in modo tale da favorire l'impegno nella gestione della società da parte dei soci. La rivoluzione finanziaria di Jones fu quella di introdurre un metodo d'investimento innovativo: procedeva alla vendita allo scoperto di una certa quantità di azioni del portafoglio che erano ritenute sopravvalutate, assumendo una posizione lunga nel caso il loro prezzo fosse sceso speculando sul futuro ribasso dei mercati. In modo analogo (utilizzando l'indebitamento), speculava al rialzo, assumendo delle posizioni lunghe su titoli ritenuti sottovalutati. Impropiamente questa poteva sembrare una tecnica di hedging, ma in realtà l'unico scopo era quello di speculare sull'andamento dei mercati finanziari.

Tuttavia, la vera innovazione apportata da Jones fu di tipo giuridico, in quanto il suo fondo non era inquadrato negli stretti parametri imposti dalla legislazione vigente in quel periodo. La struttura del fondo consentiva un certo grado di libertà rispetto alle disposizioni regolamentari istituite dall'*Investment Company Act*³ redatto nel 1940. In questo modo il fondo non era costretto a rientrare nei vincoli sulla leva finanziaria massima consentita e sulle operazioni di vendita allo scoperto, divieti invece presenti per i fondi comuni tradizionali. La società dell'ex

² Periodo di prosperità dei mercati finanziari dovuto al boom economico dell'America nei "ruggenti anni Venti". Mercati finanziari offrivano rendimenti positivi.

³ Atto del congresso emanato nel 1940 volto alla regolamentazione dei mutual funds nel periodo della loro prima diffusione

giornalista fu chiamata *A.W. Jones & Co.* e presentava al momento della stipula un capitale di 100.000 dollari di cui il 40% versato dallo stesso Jones. Il fondo divenne famoso a seguito della prima menzione sulla rivista *Fortune* (Lommis, 1966). L'articolo analizzava il nuovo fondo creato da Jones mettendo a confronto le sue performance con quelle ottenute dai maggiori fondi comuni presenti sul mercato all'epoca. Nel periodo che va dal 1955 al 1965 il rendimento registrato dal fondo *A.W. Jones & Co.* fu addirittura del 670%, più del doppio di quello ottenuto dai principali fondi quali il *Fidelity* e il *Dreyfuss* che ottennero, nello stesso arco temporale, non più del 300%. Questo articolo ebbe il merito di far conoscere i risultati ottenuti da Jones e portò molti operatori del mercato a tentare di replicare la sua strategia operativa, tanto che dal 1966 al 1969 si assistette ad una forte crescita del settore dovuta alla credenza che questo nuovo metodo portasse a guadagni semplici e immediati con un basso profilo di rischio connesso. A sostegno di tutto ciò intervenne un'indagine condotta dalla *Sec*⁴ nel 1968 che evidenziò la costituzione di 215 nuovi fondi d'investimento di cui 140 aventi le caratteristiche di hedge funds, con un patrimonio di circa 2 miliardi di dollari. Ricordiamo a titolo esemplificativo due dei più importanti hedge fund nati in quell'epoca che sopravvissero ai crack finanziari del 1969-1970 e del 1973-1974: il *Quantum Fund* di George Soros e lo *Steinhardt Partners* di Michael Steinhardt.

Il 1992, con la crisi valutaria sui mercati, favorì le strategie fortemente speculative implementate dagli hedge funds, come il *Quantum Fund* di George Soros, che ottenne guadagni per 2 miliardi di dollari grazie all'intuizione di prevedere l'uscita dallo *Sme*⁵ sia della sterlina inglese che della lira italiana.

Un altro evento significativo nella storia degli Hedge fund fu il discusso crollo del fondo *Long Term capital management (LTCM)*. Nel 1994 John Meriwether, vicepresidente e responsabile trading delle obbligazioni alla *Salomon Brothers*, con l'aiuto di un gruppo di colleghi aprì il fondo *Long-Term Capital Management*, istituito in Connecticut. Il fondo LTCM basava la sua attività sulla presenza di inefficienze sul mercato, destinate però a scomparire nel medio lungo periodo. Sfruttando queste anomalie, effettuava un arbitraggio sui titoli obbligazionari governativi con diverse scadenze, lavorando sui bassi spread esistenti nei

⁴ Commissione americana preposta al controllo del corretto funzionamento del sistema finanziario statunitense

⁵ Accordo di cooperazione monetaria sottoscritto nel 1979 sottoscritto dai paesi membri dell'Unione europea con lo scopo di creare una zona di stabilità monetaria.

rendimenti dei diversi titoli, applicando questa strategia su grandi volumi di titoli. Con il processo denominato *Convergence trading*, Meriwether applicava il concetto di ottenere un'alta probabilità di guadagno (seppur contenuto) a fronte di una bassissima probabilità di perdita che nel caso in cui si fosse presentata sarebbe stata ingente. Nei primi due anni di attività la strategia ottenne risultati lusinghieri tanto da raggiungere rendimenti positivi, con profitti che si attestavano su livelli del 40% annuo. La straordinarietà dei risultati indusse sempre di più gli operatori (tra cui anche gli investitori istituzionali) ad investire i propri capitali nel fondo. Nel 1998 con un capitale di 4,8 miliardi il LTCM era divenuto ormai una realtà ben consolidata nel panorama finanziario mondiale. Purtroppo, l'abuso della leva finanziaria per supportare l'arbitraggio e la presenza di inefficienze operative contribuirono al crollo del fondo. A seguito della crisi dei mercati asiatici del 1997 e di quella russa del 1998, la Fed⁶ fu costretta ad intervenire in maniera tempestiva per evitare la diffusione di un effetto domino sui mercati che avrebbe penalizzato anche gli investitori non coinvolti nel crollo del fondo LTCM.

Questo evento evidenziò la necessità di giungere ad un processo volto alla ricerca della trasparenza e della corretta informazione sulla disciplina dei fondi di investimento. Si aprì un dibattito tra gli operatori: chi era favorevole all'introduzione di maggiori regole e chi per la libertà assoluta di movimento sui mercati. La Sec scelse la seconda via, per mitigare il rischio di un trasferimento dei fondi verso paradisi legislativi e fiscali beneficiando del cosiddetto arbitraggio regolamentare.

Negli anni 2000 si assiste alla definitiva crescita e affermazione del settore degli Hedge funds fino ad arrivare ad assumere un ruolo cruciale nella crisi dei mutui subprime del 2008.

Il grafico successivo (1.1) evidenzia la diffusione e la crescita degli Hedge funds nel periodo che va dal 1990 al 2005:

⁶ La Federal Reserve Bank (o *Fed*), è la banca centrale responsabile della stabilità monetaria e finanziaria negli Stati Uniti



Performancetrading.it GRAFICO 1.1

Nel 1999, il settore degli Hedge Funds gestiva complessivamente un capitale di circa 300 miliardi di dollari con un numero di fondi attivi tra le 3000 e le 4000 unità. Nel 2005 le stime evidenziano un numero raddoppiato di Hedge Funds con una gestione di 1,1 trilioni di dollari di capitale, mostrando una crescita esponenziale e un maggior coinvolgimento nelle dinamiche del sistema finanziario.

In Italia la legislazione ha inaugurato la regolamentazione dei “fondi speculativi” nel 2001 con l’autorizzazione, da parte di Banca d’Italia a Citco Kairòs, a introdurre sul mercato italiano i primi quattro fondi hedge, con profili di rischio e di rendimento non correlati.

Confrontando i numeri del settore statunitense con quelli del settore italiano possiamo notare che lo sviluppo dei fondi speculativi italiani si trova in una fase iniziale: in Italia la percentuale dei fondi speculativi rispetto ai fondi comuni è davvero bassa (circa il 2,2%).

Di seguito, nella tabella (1.2), a titolo esemplificativo vengono riportati i cinque maggiori fondi speculativi italiani confrontati con i cinque maggiori Hedge Funds mondiali rilevati nel 2017 evidenziando la grossa differenza che intercorre tra il risparmio gestito statunitense e italiano:

Fondi speculativi italiani	Hedge funds mondiali
Pioneer A.I.M patrimonio: 1569,00	Bridgewater patrimonio: 117000,8
Duemme hedge patrimonio: 1508,00	Gruppo Baupost patrimonio: 31000

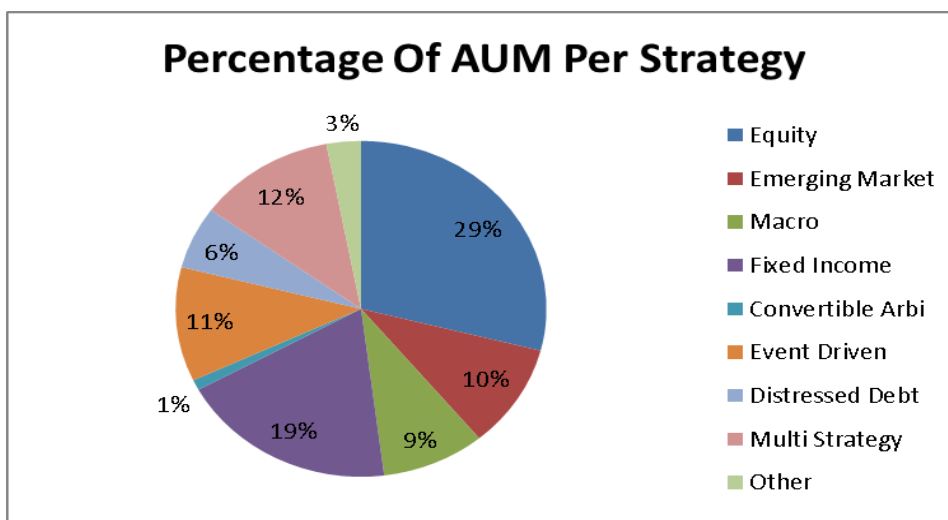
<i>Kairos A.I</i> patrimonio:1251,00	<i>Soros fund managment</i> patrimonio:28000
<i>Ersel hedge</i> patrimonio:1138,00	<i>D.E Shaw</i> patrimonio: 27000
<i>Alletti Gestielle altern</i> patrimonio:996	<i>Citadel</i> patrimonio: 24000

Dati in milioni di euro. Fonte dati Mondohedge (anno 2017) GRAFICO 1.2

1.2. LE DIVERSE TIPOLOGIE DI STRATEGIE SOTTOSTANTI UN HEDGE FUND

Le tecniche utilizzate dagli hedge funds sono numerose poiché molteplici sono le combinazioni ottenibili con la costituzione dei fondi *ibridi*, che si creano fondendo diversi stili d'investimento creando una nuova strategia innovativa, per ovviare ai numerosi profili di rischio che sorgono in capo ad un investimento.

Di seguito è riportato un grafico (1.3) appartenente ad un'indagine svolta da Iosco nel 2017, che illustra una panoramica sulla divisione dei fondi per strategia d'investimento. Si evidenzia una netta prevalenza dei fondi che utilizzano la strategia long short equity:



Fonte: Iosco.com 2017 GRAFICO 1.3

1.2.1 STRATEGIE DIREZIONALI

Le strategie di investimento direzionali sono quelle maggiormente influenzate dall'andamento dei mercati e utilizzano movimenti, tendenze e asimmetrie del sistema finanziario nella selezione di una varietà di titoli da inserire nel portafoglio. L'approccio denominato *Directional Market timing* è caratterizzato da un bilanciamento tra investimento e disinvestimento dato dalle previsioni sull'andamento del prezzo del titolo; il rendimento, in questo caso, è originato dalla corretta previsione delle tendenze del mercato nel breve e lungo termine per consentire un movimento inverso prima che il mercato si aggiusti e vanifichi ogni opportunità di profitto. In questo senso è importante introdurre il rapporto long/short: la differenza tra il valore della posizione lunga e quello della posizione corta diviso per il valore della posizione corta ci fornisce un indicatore della bravura del fund manager nella gestione del portafoglio e nella ponderazione tra acquisto e vendita di titoli.

A questa categoria di strategie appartengono i fondi *Long short equity*, *Emerging markets*, *Sector strategies* e *Global macro*.

1.2.2. LONG SHORT EQUITY

Il concetto che sta alla base della strategia long/short equity è tanto semplice da enunciare quanto molto rischioso da applicare. Consiste nell'assunzione di posizioni lunghe su strumenti finanziari che si ritiene possano avere una performance superiore rispetto a quella di mercato e nella vendita allo scoperto (hedging) di azioni che, al contrario, si prevede otterranno una performance inferiore. L'abilità dei fund manager risiede nel corretto svolgimento del processo di selezione di azioni che generino rendimenti positivi in entrambe le fasi del mercato. Se il compito è svolto correttamente questo tipo di fondo riuscirà a performare positivamente senza tenere conto dell'impatto della volatilità sui mercati. La Pace (2015) afferma che il rischio sopportato dall'investitore viene rimodellato: "*Così da generare performance interessanti sia nelle fasi rialziste che in quelle ribassiste dei mercati azionari.*" L'elemento distintivo rispetto alle strategie azionarie tradizionali sta nella capacità di prendere posizioni ribassiste (short) per i titoli che il gestore reputa sopravvalutati e a rischio di deprezzamento. Una peculiarità interessante di questa strategia è

rappresentata dal ruolo che riveste lo short selling, realizzato infatti non per effettuare operazioni di copertura, quanto piuttosto per fini speculativi e di profitto. Essendo fondata essenzialmente su due motori il gestore deve presentare capacità sia in fase di acquisto che di vendita e *“Tali capacità si riflettono tipicamente nel track record di performance (andamento storico della gestione attiva) del gestore.”* Il rischio più grande è quello rappresentato da una caduta dei mercati non prevista dai gestori che può influenzare i listini senza che si sia proceduti ad attuare una corretta e preventiva azione di copertura. Questa strategia è particolarmente indicata per una tipologia di investitore che ricerca fonti diversificate di rendimento.

1.2.3. EMERGING MARKETS

La strategia dei mercati emergenti si concentra sull'investimento in azioni o obbligazioni di paesi emergenti, caratterizzati da mercati e settori con buone potenzialità di crescita ancora inesplorate, ma anche da problemi di vario genere quali: carenza di infrastrutture finanziarie, instabilità politica, titoli difficilmente liquidabili sul mercato e scarsa efficienza nei servizi. Sono proprio queste inefficienze che i gestori utilizzano per generare extra rendimenti. Questa strategia presuppone un approfondito studio macroeconomico della nazione nella quale si intende investire. Il profilo di rischio è maggiore rispetto alle altre strategie: I mercati emergenti possiedono una deviazione standard e una volatilità di gran lunga superiore rispetto a quelle dei mercati già sviluppati, ma soprattutto è più difficile effettuare strategie di copertura da eventuali movimenti sfavorevoli del sistema finanziario. Questo a causa della scarsa liquidità dei titoli e dell'incertezza riguardante la situazione politica del paese che riducono le possibilità di vendite allo scoperto.

Negli ultimi anni l'India è stato il paese più attenzionato dagli investitori per quanto riguarda la creazione di questo tipo di hedge fund per via del suo repentino sviluppo e delle sue potenzialità ancora nascoste nelle quali non si è esitato ad investire.

1.2.4. GLOBAL MACRO

Questa strategia viene definita dagli operatori con il termine *opportunistic* (opportunistica) per il fatto che sfrutta eventi macroeconomici che avvengono sui

mercati globali per trarre vantaggio dall'investimento effettuato. Sono fondi estremamente flessibili che operano su larga scala.

Il gestore macro effettua arbitraggi sfruttando dei disallineamenti dei mercati globali su una vasta gamma di strumenti finanziari: titoli a reddito fisso, azioni, valute, strumenti convertibili, derivati.

L'elemento che accomuna le varie tecniche di investimento applicate dai global macro-fund managers riguarda la loro tassativa direzionalità: il punto cardine di questa strategia è rappresentato dalla caratteristica di unidirezionalità, cioè l'assunzione di posizioni esclusivamente long o esclusivamente short, e di movimento opposto rispetto a quello corrente dei mercati. Durante le fasi *bullish*⁷ del mercato essi vendono allo scoperto, scommettendo su un successivo movimento inverso dei mercati in cui operano. Nelle fasi *bearish*, invece, assumono posizioni lunghe prevedendo un futuro apprezzamento dei titoli in portafoglio. La bravura di un gestore sta nell'effettuare una corretta e approfondita analisi delle economie globali così da essere sempre al corrente di qualsiasi loro mutamento da sfruttare a suo vantaggio. Per esempio, se si possiedono titoli americani e il fund manager ha previsto, grazie ad un'attenta analisi dei mercati, una recessione del mercato statunitense si procede alla vendita di quei titoli prima dell'evento ipotizzato e all'acquisto di titoli in mercati esteri che si prevede invece registreranno performance positive.

1.2.5. STRATEGIE NON DIREZIONALI

Le strategie non direzionali consistono in un'attività di trading che non necessita dell'analisi dell'andamento dei prezzi dei vari strumenti finanziari sul mercato. Sarà la volatilità e la deviazione standard ad indicare la profittabilità di un investimento che rientra in questa categoria.

Le strategie sono divise in due macroaree: le strategie Event Driven composte da: *Merger or risk arbitrage*, *distressed securities*, e le strategie Market neutral: *convertible arbitrage*, *fixed income arbitrage*.

1.2.6. MERGER OR RISK ARBITRAGE

Questa strategia appartiene alla categoria Event driven e quindi cerca di trarre profitto da eventi inattesi durante la vita dell'impresa come quelli riguardanti l'acquisizione o

⁷ Un mercato trend toro è un mercato per definizione rialzista. Viceversa un mercato trend orso

la fusione tra due società. Solitamente, il titolo della società target, ossia quella che verrà acquistata e quindi incorporata nella precedente società esistente, subisce un apprezzamento. Scommettendo su questo apprezzamento il gestore investirà sui titoli della società target. Il differenziale che intercorre tra il prezzo pagato e quello effettivo al termine della fusione è detto spread. Lo spread di solito è positivo e rappresenta il compenso che il fund manager percepisce al termine del processo di fusione o acquisizione compensando anche il rischio che essa non vada a buon fine. Il successo di questa strategia è quindi strettamente collegato al corretto completamento delle operazioni straordinarie nella vita di un'impresa. Nel caso in cui si concluda positivamente l'operazione, il gestore otterrà un rendimento positivo dato dall'aumento del valore delle azioni della società incorporata nella fusione. Il maggior rischio che si può correre consiste nella nascita di problemi al momento della stipula del contratto che regola queste operazioni, causando un crollo nel prezzo delle azioni della società sulla quale si è scommesso.

1.2.7. *DISTRESSED SECURITIES*

Questa strategia consiste nel porre l'attenzione verso le azioni e obbligazioni di società in forti difficoltà finanziarie, dovute a processi di ristrutturazione oppure al verificarsi di ingenti perdite che impongono un risanamento economico. Un titolo di debito è considerato *distressed* quando il suo YTM⁸ (yield to maturity) presenta 1000 punti base in meno di un titolo risk free (Barclayhedge.com). I prezzi di tali titoli sono scontati a causa delle forti incertezze sul ristabilimento dell'impresa.

Il fondamento di questa strategia è sempre quello dell'assunzione di un maggior rischio per la ricerca di un forte guadagno. Infatti, i titoli di imprese in difficoltà sono negoziati a prezzi molto bassi, ma in caso di risanamento il loro valore sarà considerevolmente più alto. Il rischio più grande nel quale si può incorrere è quello della bancarotta dell'impresa che si verifica qualora il risanamento non andasse a buon fine. I titoli non avranno alcun valore con la conseguente perdita integrale dell'investimento.

⁸ Lo Yield To Maturity, o il suo acronimo YTM, si riferisce al rendimento realizzato da un'obbligazione se si tenesse fino alla scadenza.

1.2.8. CONVERTIBLE ARBITRAGE

Questa strategia rientra nella classe delle Market neutral strategies, nelle quali si punta a creare un portafoglio che non risenta dei movimenti del mercato e quindi sia sostanzialmente neutro di fronte a variazioni dello stesso.

Il fulcro di questa strategia è rappresentato dall'assunzione di posizioni lunghe e corte sui i convertible bonds⁹ e sul loro sottostante azionario. Se il valore del prezzo di esercizio del sottostante l'obbligazione sarà inferiore al prezzo di mercato della componente equity dell'obbligazione si eserciterà vendendo quest'ultima.

I principali profili di rischio riguardano la relazione tra il tempo di conversione dell'obbligazione e l'andamento del prezzo del sottostante azionario, che suppone un approfondito studio, e infine il verificarsi di eventi straordinari come shock o crisi finanziarie che possono portare ad una riduzione del valore delle azioni sottostanti.

1.2.9. FIXED INCOME ARBITRAGE

Questa strategia sfrutta il differenziale di prezzo tra i titoli a reddito fisso i cui valori sono generalmente correlati, ma che saltuariamente possono presentare temporanei sfasamenti di prezzo.

Ci sono due tipi di fixed income arbitrage:

- Il primo è chiamato arbitraggio della curva di interesse, mediante il quale i manager analizzano la curva dei tassi verificando se questa sia piatta o meno. Nel caso di una *flat yield to maturity curve* i tassi a breve coincideranno con i tassi a lungo termine e quindi non sarà possibile effettuare un arbitraggio.
- Il secondo è chiamato *capital structure arbitrage*. Si ricerca il profitto dal disallineamento dei prezzi del debito e degli stock di una determinata società.

Lo svantaggio principale di questa strategia è quello di ottenere dei profitti contenuti a causa di uno scarso differenziale di punti base che intercorre tra questi titoli, a fronte però di un rischio più contenuto rispetto ad esempio alle strategie direzionali analizzate precedentemente.

Come illustrato dal grafico successivo (1.4) le strategie non direzionali presentano un basso livello di rischio a fronte di un rendimento più contenuto o al più moderato come nel caso della strategia *Merger arbitrage* mentre le strategie direzionali sono più redditizie al prezzo di sostenere un rischio di perdita maggiore.

⁹ Titolo obbligazionario il cui possessore ha la facoltà di decidere se convertirlo in un titolo azionario (azioni di compendio) oppure no.

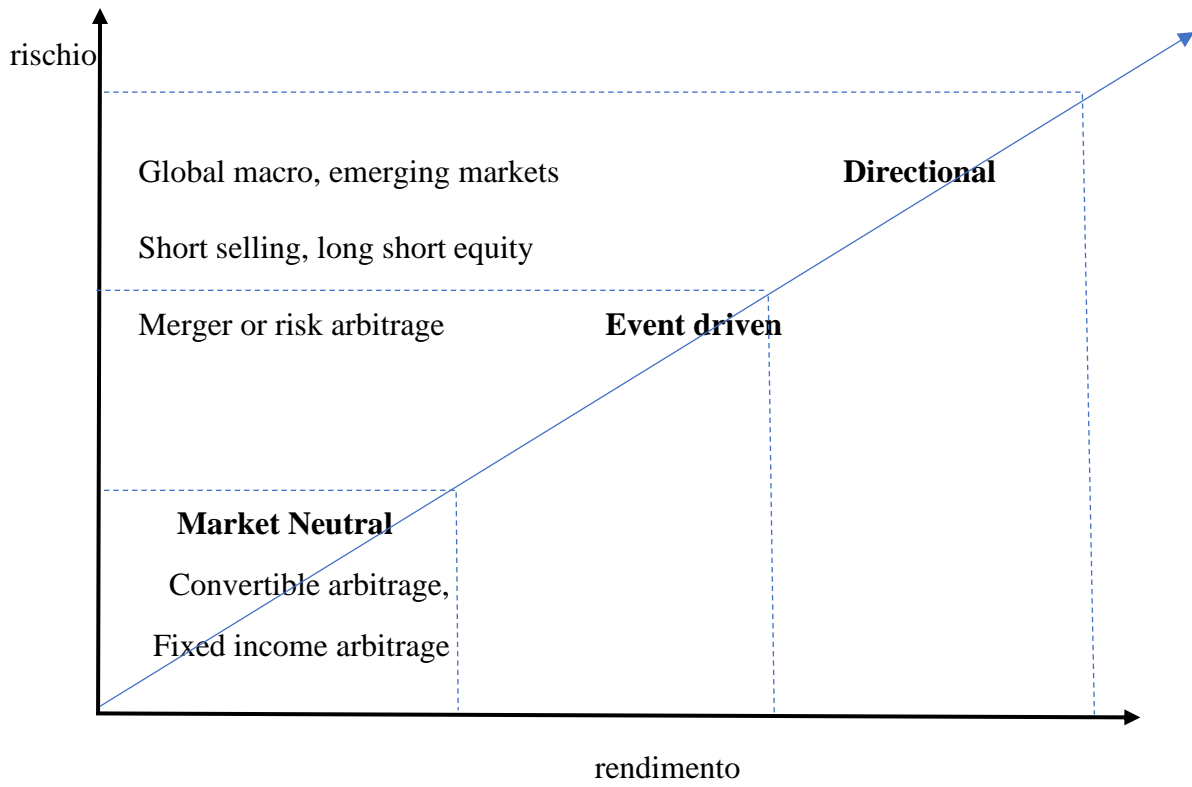


GRAFICO 1.4

CAPITOLO 2

L'ANALISI DELLE PERFORMANCE: IL RUOLO DEGLI INDICI

2.1. INDICI BASATI SUL MODELLO DEL CAPM

Numerosi sono i metodi di analisi e ponderazione delle performance di un investimento. Il più comune risulta essere l'utilizzo di indici. Per la costruzione adeguata di un indicatore è necessario analizzare la forma con la quale i dati di un determinato investimento si distribuiscono. Gli indici come quelli di *Sharpe*¹⁰, *Treynor*¹¹ sono utili quando si analizzano delle distribuzioni normali, con la possibilità di ricavare il valor medio e la mediana dei dati. Come vedremo in seguito, questi indici non sono particolarmente adatti all'analisi delle performance degli hedge funds, poiché i dati di questo tipo di investimento presentano delle distribuzioni non normali e il loro utilizzo può indurre i manager ad una sottovalutazione del rischio.

L'indice di Sharpe è uno degli indicatori più noti e diffusi per la misurazione della performance finanziaria. Si basa sulla correlazione tra il rischio complessivo, dal momento che impiega la deviazione standard, e il rendimento di un portafoglio.

Questo parametro indica di quanto il rendimento del portafoglio selezionato ha ecceduto quello di un'attività a rischio zero per ogni unità di rischio assunto.

L'indice di Sharpe è utilizzato soprattutto nei fondi comuni di investimento. Lo stesso Sharpe (2005), nel corso di un convegno a Sonoma, affermò che l'utilizzo che si faceva del suo indice sugli hedge funds lo “*disturbava*” in quanto non era idoneo per un'analisi di dati con distribuzione non normale e quindi non in grado di dare delle adeguate previsioni sui rendimenti futuri.

Di seguito si riporta la formula dell'indice (1) :

$$I.S = \frac{Rp - Rf}{\sigma(Rp - Rf)} \quad 1)$$

Dove:

Rp = rendimento del portafoglio **Rf** = rendimento risk free **σ** = deviazione standard

¹⁰ William Sharpe (Boston, 16 giugno 1934) è un economista statunitense, vincitore, insieme a Harry Markowitz e Merton Miller, del premio Nobel per l'economia nel 1990.

¹¹ Jack L. Treynor (1930-2016) fu un economista americano che rivestì il ruolo di presidente del Treynor capital management. Fu l'ideatore tra gli altri dell'omonimo indice per la misurazione delle performance aggiustate per il rischio

L'indice di Treynor si discosta dall'indice di Sharpe in quanto la differenza fra rendimento del portafoglio e rendimento dell'attività risk free viene rapportata non al rischio totale ma solo a quello sistematico. L'indice di Treynor infatti utilizza il beta, ovvero il rischio sistematico non diversificabile in alcun modo. Le indicazioni gestionali sono analoghe a quelle di Sharpe per quanto riguarda il suo utilizzo nell'ambito dei fondi speculativi.

Di seguito è riportata la sua formula (2) :

$$I.T = \frac{Rp - Rf}{\beta(Rp - Rf)} \quad 2)$$

Dove :

Rp = rendimento del portafoglio **Rf** = rendimento risk free **β** = coefficiente del rischio sistematico

L'alfa di Jensen differisce in maniera più netta dagli altri due in quanto confronta il rendimento che otterrebbe un gestore di un fondo con il rendimento "normale" desumibile dalla relazione della *Security Market Line*¹² (S.M.L.) moltiplicato per il beta rappresentante il rischio sistematico. Esso misura la capacità di un fund manager nell'effettuazione del cosiddetto stock picking, rappresentato dalla differenza fra i due rendimenti espressa dall'alfa, che evidenzia il grado di overperformance rispetto alla S.M.L. Se l'alfa sarà positivo il manager sarà riuscito ad ottenere rendimenti superiori a quelli normali del mercato.

Si riporta di seguito la formula dell'alfa di Jensen (3) :

$$\alpha = Rp - Rf + \beta(Rm - Rf) \quad 3)$$

Dove :

Rp = rendimento del portafoglio **Rf** = rendimento risk free **β** = coefficiente del rischio sistematico **Rm** = rendimento normale della S.M.L

¹² La security market line, ricavata dal modello CAPM, rappresenta la relazione di equilibrio tra rischio e rendimento di un investimento, attraverso una retta che presenta il beta del titolo sull'asse delle ascisse e il rendimento sull'asse delle ordinate.

2.2. IL PROBLEMA DEL MOMENTO CENTRALE TERZO E QUARTO

Gli indici descritti presentano delle criticità nella misurazione delle performance di un Hedge fund, poiché si basano solo sui primi due momenti della distribuzione di probabilità dei rendimenti, non considerando il terzo e il quarto momento tipici della distribuzione dei rendimenti di un hedge fund. L'indice di Sharpe e di Treynor si basano solo sull'analisi della volatilità rappresentata dal momento secondo della distribuzione.

Questa caratteristica rende necessaria un'analisi dei momenti della distribuzione di ordine superiore al secondo, ovvero l'asimmetria e la curtosi.

L'asimmetria indica se la distribuzione dei dati presenti o meno una asimmetria rispetto a un valore. Una distribuzione di dati si dice simmetrica se esiste un valore che divide la distribuzione stessa in due parti, con gli elementi di una parte che si comportano specularmente rispetto ai corrispondenti elementi dell'altra parte.

L'asimmetria della distribuzione è misurata attraverso il momento terzo.

In caso di asimmetria nella distribuzione dei rendimenti le probabilità di perdita e guadagno differiscono tra loro a parità di importo investito. Un indice di asimmetria positivo indica una distribuzione in cui i valori sono raggruppati nella parte dei valori bassi, con una lunga coda verso i valori maggiori, chiamata anche asimmetria a destra. L'asimmetria positiva indica una distribuzione ove a valori della media superiori a quelli della mediana si crea una coda a destra. In caso contrario abbiamo un'asimmetria negativa con la presenza di una coda a sinistra. La misurazione della varianza e quindi i primi due momenti della distribuzione non sono in grado di individuare tale asimmetria.

Introduciamo quindi la formula dell'indice di asimmetria che identificheremo con la lettera S al cui interno troviamo il momento terzo e al denominatore la varianza che rappresenta i primi due momenti della distribuzione elevata alla terza (4) :

$$S = \frac{\mu_3}{\sigma^3} \quad 4)$$

Dove :

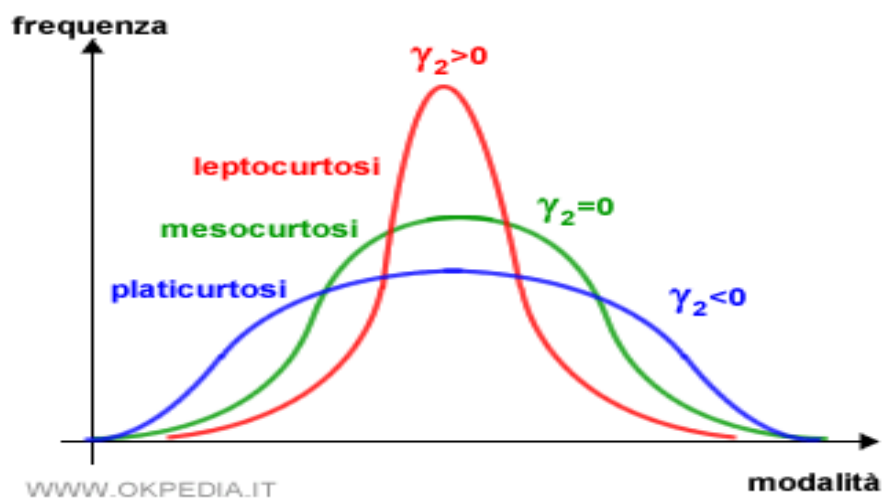
μ_3 = momento terzo della distribuzione σ^3 = varianza elevata alla terza

In caso di valore positivo dell'indice si avrà un'asimmetria positiva con coda a destra, altrimenti questa sarà negativa con una coda a sinistra.

La curtosi rappresenta il maggior o minor appiattimento della distribuzione di frequenza dei dati. L'indice μ^4 di curtosi misura il maggiore o minore grado di appuntatura di una distribuzione di dati, rispetto alla distribuzione normale. Quindi rappresenta il maggiore o minore peso dei valori posti agli estremi della distribuzione (code), rispetto a quelli della parte centrale.

Il momento quarto centrale (μ^4) può assumere tre valori diversi che identificheranno a loro volta tre forme di distribuzione associata:

- Se $\mu^4 > 3$ si ha una distribuzione appuntata, con code lunghe definita leptocurtosi. Abbiamo un'elevata probabilità di valori diversi dal valore atteso.
- Se $\mu^4 < 3$ si ha una distribuzione piatta, con code corte definita platicurtica. La platicurtosi indica una probabilità elevata di avere valori vicini al valore atteso.
- Se $\mu^4 = 3$ si ha una distribuzione Gaussiana che coincide con quella normale.



Fonte okpedia.it GRAFICO 2.1

I fondi speculativi sono caratterizzati da leptocurtosi e asimmetria. La composizione del loro portafoglio prevede titoli soggetti ad eventi non previsti e non prevedibili che discostano le serie di rendimenti dal valore atteso della distribuzione, con una grande parte dei dati situata sulle code della distribuzione.

Alcuni degli strumenti finanziari negoziati da questi intermediari speculano fortemente su eventi poco probabili per ottenere dei profitti, come ad esempio i titoli distressed o emerging markets.

La presenza dell'asimmetria e della curtosi evidenziano i problemi dell'utilizzo degli indici di performance risk adjusted nati dalla teoria del CAPM.

Sono stati quindi proposti nel corso degli anni degli indici di misurazione alternativi per tenere in considerazione i problemi sopra esposti.

Favre e Galeano (2002) hanno introdotto l'indice di Sharpe modificato.

Per spiegare questo indicatore è necessario considerare il concetto di VaR (*value at risk*), che corrisponde alla massima perdita che un investimento può generare dato un intervallo di confidenza noto. Questo concetto da solo non è particolarmente adatto alla misurazione della performance di un fondo speculativo, poiché presuppone la conoscenza approfondita della distribuzione dei rendimenti cosa che abbiamo visto non essere possibile data l'anormalità e variabilità della stessa. Si introduce così il VaR modificato che prevede l'aggiunta di un coefficiente percentile standardizzato all'interno della formula, introdotto da Cornish-Fisher¹³, che permette di considerare il momento terzo e quarto della distribuzione. Questo coefficiente assume diversi valori a seconda che la distribuzione presenti contemporaneamente asimmetria e curtosi.

Quindi l'indice di Sharpe modificato rapporta l'*excess return* del portafoglio del fondo rispetto all'attività risk free al VaR modificato (5) :

$$I.S.M = \frac{Rp - Rf}{MVaR} \quad 5)$$

Dove :

Rp = rendimento del portafoglio **Rf** = rendimento risk free **MVaR** = VaR modificato

La presenza del VaR modificato permette di considerare le non normalità presenti nella grande varietà di portafogli gestiti da un Hedge fund, cosa che il VaR semplice non consentiva di fare in quanto l'indice senza l'inserimento del coefficiente percentile avrebbe avuto la stessa valenza dell'indicatore di Sharpe con le sue relative problematiche esposte in precedenza.

¹³ L'espansione di Cornish e Fisher è una modifica asintotica effettuata nello studio della distribuzione normale di probabilità tramite l'inserimento di coefficienti percentili

2.3. LE DIFFICOLTA' NELLA CREAZIONE DI UN DATABASE DI DATI

I database specializzati per questa tipologia di fondi presenti sul mercato e utilizzati dagli asset managers evidenziano la presenza di distorsioni che possono inficiare la corretta rilevazione delle performance degli hedge funds.

La disciplina dei fondi speculativi, come abbiamo visto, non prevede un controllo regolamentare abbastanza stringente da parte delle autorità preposte nei diversi paesi. Questa carenza legislativa alimenta la possibilità di scegliere se riportare o meno determinati andamenti di performance negativi da parte dei fund managers. Questa volontarietà nel riportare i dati contribuisce a creare la categoria di distorsioni denominata *self selection bias*. I fund managers hanno inoltre la possibilità di scegliere in quale database inserire i dati relativi ad un determinato fondo cambiando di fatto la struttura dell'indicatore che si riferisce a quell'agglomerato di dati.

Le principali distorsioni (biases) che rientrano nella categoria delle *selection biases* sono: *Backfill e Survivorship biases*.

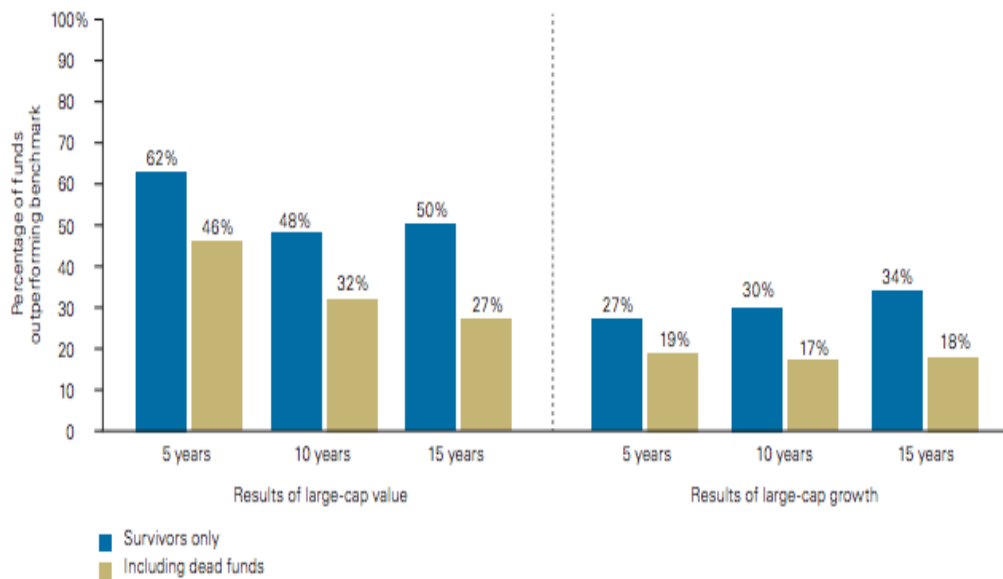
2.3.1. SURVIVORSHIP BIAS E BACKFILL

La prima è una delle distorsioni più ricorrenti nel mondo della raccolta dei dati e può portare ad un'errata stima dei campioni statistici influenzando in maniera negativa le scelte d'investimento.

L'errore più frequente commesso dagli analisti è quello che si verifica al momento dell'analisi di una serie di informazioni riguardanti le performance di un gruppo di fondi in un dato arco temporale. Per mantenere alto il valore del rendimento annuo, nel campione non vengono inseriti i fondi che erano presenti all'inizio dell'anno e che alla data di valutazione hanno cessato la loro attività, per volontaria chiusura o perché il fondo evidenziava risultati di performance fortemente negativi. Immaginiamo che si voglia effettuare un'analisi delle performance di un campione di 50 hedge funds attivi e presenti sul mercato negli ultimi 12 mesi. Durante questo periodo circa 8 fondi cessano la loro attività a causa del conseguimento di rendimenti al di sotto della soglia di mantenimento. Per effetto della distorsione l'analisi che scaturirà al termine dell'anno non terrà in considerazione le performance degli otto fondi scomparsi con rendimenti negativi ma solamente quelle dei 42 con rendimenti positivi, portando ad una sovrastima dell'universo di dati riguardanti le prestazioni.

La distorsione in questo caso è definita unidirezionale poiché tende sempre a mostrare dei risultati gonfiati verso l'alto che in realtà sono inferiori alle previsioni.

Figure 1. In assessing performance, excluding dead funds can inflate perceptions of success



Fonte : Bluebellpwn.com 2017 GRAFICO 2.2

L'istogramma sopra riportato(2.2) mostra l'effetto distorsivo generato dal survivorship bias: la percentuale dei fondi che hanno sovraperformato il loro benchmark di riferimento, in intervalli temporali diversi (5,10,15 anni), è sempre superiore nel caso si prendano in analisi solo i fondi sopravvissuti escludendo i cosiddetti "dead funds". Il Backfill bias è una variazione della precedente distorsione e si verifica nel momento esatto in cui un fondo viene inserito in un database per la creazione di un indice. Si genera il cosiddetto effetto riempimento dei dati passati di quel fondo che vengono incorporati nell'indice. La propensione dei fund manager è ovviamente quella di inserire solamente le performance passate che hanno registrato valori positivi, omettendo quelle negative per rendere l'indice più appetibile. All'interno di questa pratica è frequente il ricorso a vincoli, come requisiti in termini di capitale o manageriali, posti all'introduzione dei dati per la formazione degli indici di performance di nuovi fondi proprio per scongiurare la presenza di rendimenti negativi. Questo tipo di distorsione si manifesta soprattutto nei primi anni di vita di uno stimatore poiché con il tempo tenderà a diminuire il suo impatto.

2.4. ANALISI DI UN HEDGE FUND DATABASE

Nonostante le difficoltà che si incontrano nella creazione di un indice di performance di un hedge fund, essi costituiscono il più affidabile mezzo di rilevazione delle performance. Possiamo suddividerli in due categorie fondamentali:

- *Investable index*: costruiti utilizzando solamente i dati provenienti da fondi investibili, cioè aperti all'investimento e quindi operativi sul mercato. Si crea un universo più ristretto, ma allo stesso tempo più eterogeneo dal quale ricavare i dati. Questi indici sono maggiormente soggetti alle distorsioni viste in precedenza e forniscono solo una parziale rappresentazione del mondo dei fondi speculativi.
- *Non investable index*: Si utilizzano i dati provenienti sia dai fondi chiusi che da quelli aperti. Fornisce un orizzonte più ampio sul mondo degli hedge fund in quanto considera un numero maggiore di fondi con rendimenti opposti fra loro.

nel proseguo della trattazione si analizzerà il database *Eurekahedge* con i suoi relativi indici.

2.4.1. EUREKAHEDGE

Lanciato nel 2001 questo database è tra i più importanti fornitori di dati e track recorder al mondo. Eurekahedge appartiene alla banca di Mizuho in Giappone e fornisce dati dei maggiori hedge fund di paesi come Europa, America e Asia. Il database, secondo dati forniti dallo stesso aggiornati al 2019, raccoglie informazioni di circa 12333 fondi americani 4140 fondi asiatici e 12241 fondi europei. È presente una grande varietà di fondi suddivisi per strategia d'investimento: I più diffusi nel database risultano i fondi long short equity (38%), subito dopo abbiamo i fondi fixed income arbitrage (14,6%) e a seguire i managed futures funds (9,7%) (dati di www.Eurekahedge.com).

Gli indici all'interno del database sono numerosi e informano gli investitori su diversi settori dell'universo dei fondi speculativi. In particolare, ci soffermiamo su due indicatori:

- *Mizuho-Eurekahedge index*: nato dalla collaborazione tra la banca di Mizuno e il database Eurekahedge, si basa sui dati di 1598 fondi speculativi e non contiene duplicati degli stessi fondi al suo interno. Si suddivide a sua volta in

due indicatori: top 100 e top 300 che prendono in considerazione rispettivamente i primi 100 e 300 fondi del medesimo database. Creato nel 2004 la base di partenza si attesta sui 100 basis points.

Il suo scopo principale è fornire una panoramica mondiale sull'universo degli hedge fund. La valuta di riferimento è il dollaro.

- *Eurekahedge hedge fund index*: Prende in considerazione un numero maggiore di fondi (2535) ed è creato secondo il criterio equally weighted¹⁴. La sua caratteristica principale è che la valuta di riferimento è quella del paese di appartenenza del fondo considerato.

Di seguito si riporta un'analisi delle serie storiche dei rendimenti dei due indici descritti in precedenza attraverso dei grafici realizzati grazie ai dati forniti dallo stesso database e si procede ad un confronto con i benchmark riferiti ai soli fondi asiatici e ai soli fondi europei.

Partiamo con l'indice *Mizuho-Eureka*:

Mizuho-Eurekahedge Index - USD	31-dic-04	0,00
Mizuho-Eurekahedge Index - USD	31-gen-05	-0,80
Mizuho-Eurekahedge Index - USD	28-feb-05	1,69
Mizuho-Eurekahedge Index - USD	31-mar-05	-0,84
Mizuho-Eurekahedge Index - USD	30-apr-05	-1,33
Mizuho-Eurekahedge Index - USD (Eurekahedge.com)	31-mag-05	0,16

Nel primo anno dopo la sua creazione l'indice Mizuho-Eurekahedge ha registrato per lo più rendimenti negativi con un solo risultato positivo rilevante datato 28 febbraio 2005 (1,69%).

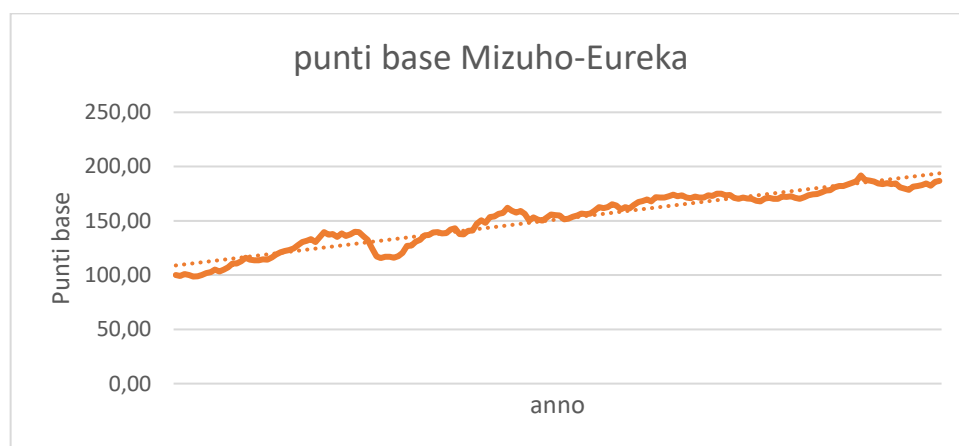
Mizuho-Eurekahedge Index - USD	31-gen-19	1,60
Mizuho-Eurekahedge Index - USD	28-feb-19	0,36
Mizuho-Eurekahedge Index - USD	31-mar-19	0,43

¹⁴ Criterio secondo il quale ai fondi viene dato lo stesso peso nella creazione di un indice, che siano essi grandi o piccoli.

Mizuho-Eurekahedge Index - USD	30-apr-19	0,94
Mizuho-Eurekahedge Index - USD	31-mag-19	-1,17
Mizuho-Eurekahedge Index - USD	30-giu-19	1,88
Mizuho-Eurekahedge Index - USD	31-lug-19	0,60

(Eurekahedge.com)

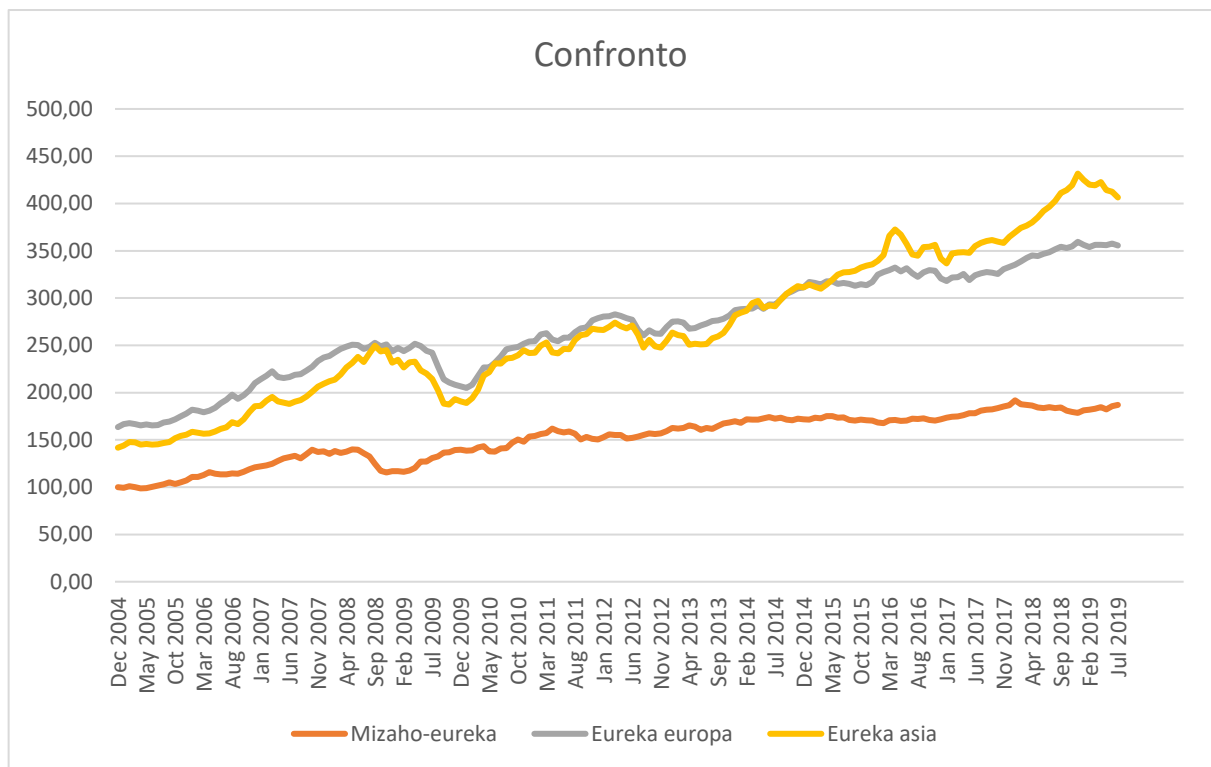
Prendendo in considerazione i risultati ottenuti nell'anno in corso fino al 31 luglio 2019 le performance dell'indice sono per lo più positive nella maggior parte dei mesi segno che i fondi speculativi al suo interno stanno ottenendo rendimenti soddisfacenti riuscendo a sovraperformare il mercato. Interessante è anche analizzare l'andamento della base di punti percentuali che caratterizza questo indice (2.3). Il periodo preso in considerazione nel grafico va dal momento della creazione dell'indice (2004) fino ad oggi (2019):



(dati Eurekahedge.com) GRAFICO 2.3

La base di partenza come abbiamo evidenziato si attesta sui 100 basis points ed è cresciuta in maniera più o meno costante, a parte qualche rara eccezione (2008-2009), fino a raggiungere un picco nel gennaio 2018 con 191,81 punti base con una leggera flessione nell'anno successivo rispetto alla linea di tendenza.

Di seguito, si illustra un confronto tra l'indice *Mizuho-Eureka* e i benchmark di riferimento per i paesi asiatici ed europei rilevati sempre dal medesimo database (2.4), nel periodo che va dal 2004 al 2019:



(dati EurekaHedge.com) GRAFICO 2.4

Si nota subito che i due indici relativi ai paesi in questione partono da una base di punti più alta, questo perché sono stati creati precedentemente all'indice analizzato (1999). Si osserva che entrambi i benchmark di riferimento per i paesi considerati registrano performance superiori, con un picco di 431,60 punti base per i fondi asiatici nel dicembre 2018, allo stimatore *Mizuho-Eureka*. Questo avviene principalmente a causa del minor numero di fondi al loro interno, rispettivamente 284 per i fondi europei e 293 per quelli asiatici. Nonostante un andamento quasi parallelo nel periodo che va dal 2004 al 2017, quello che balza all'occhio è l'eccezionalità dei rendimenti conseguiti negli ultimi due anni (2017-2019) dai fondi asiatici rispetto a quelli europei. Conseguenza diretta della loro appartenenza al ramo dei fondi *emerging markets*¹⁵ che stanno rivestendo sempre maggiore importanza offrendo opportunità di guadagno elevate.

Di seguito si riporta l'analisi dell'*EurekaHedge hedge fund index*, considerando solo i fondi in valuta USD, finalizzata ad effettuare un confronto tra il suo andamento e quello dell'indice precedentemente analizzato, per verificare un eventuale scostamento nei rendimenti o una loro tendenza ad effettuare analoghi movimenti all'interno

¹⁵ Vedi cap 1.2.1.2.

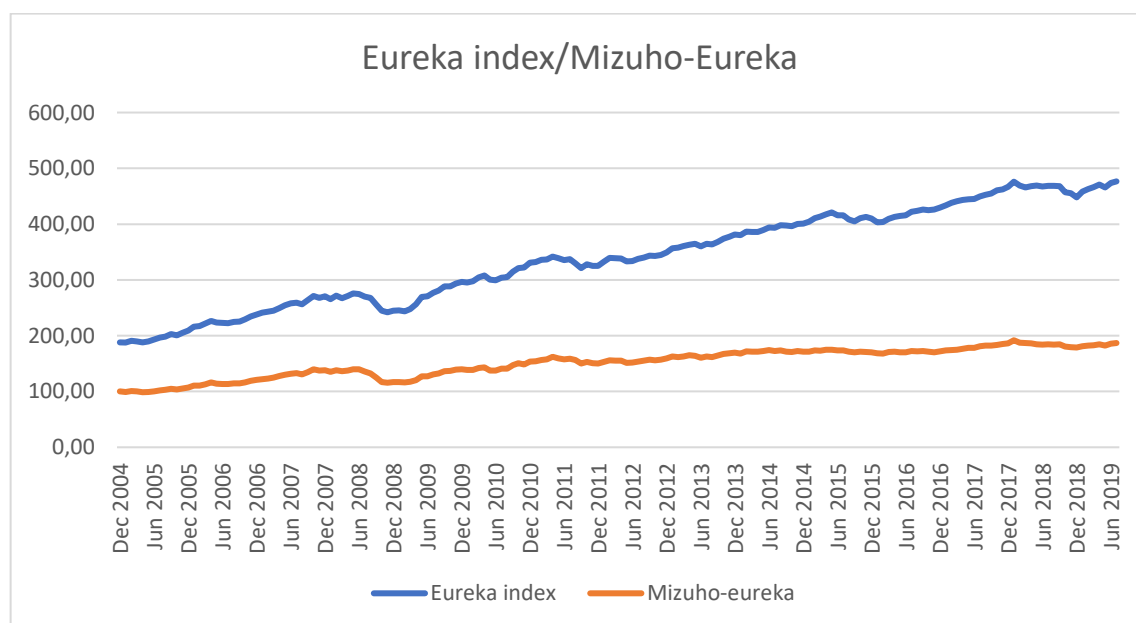
dell'intervallo di tempo considerato. Di seguito è riportata la serie storica dei rendimenti dello stimatore Eureka hedge nell'anno corrente:

Eureka hedge Hedge Fund Index	31-gen-19	2,32
Eureka hedge Hedge Fund Index	28-feb-19	0,96
Eureka hedge Hedge Fund Index	31-mar-19	0,72
Eureka hedge Hedge Fund Index	30-apr-19	1,01
Eureka hedge Hedge Fund Index	31-mag-19	-1,06
Eureka hedge Hedge Fund Index	30-giu-19	1,76
Eureka hedge Hedge Fund Index (Eureka hedge.com)	31-lug-19	0,54

Per semplicità si confrontano solamente i rendimenti positivi rilevati dai due stimatori del database *Eureka hedge* nell'ultimo semestre. Si evidenzia che la performance dell'indice *Eureka hedge index* è inferiore a quella dell'indice *Mizuho-Eureka*, rispettivamente pari a 0,54 e 0,60, ma entrambi presentano un unico risultato negativo coincidente nello stesso periodo (31 maggio 2019), segno che i dati relativi ai rendimenti considerati all'interno dei due indici provengono per la maggior parte dai medesimi fondi, a variare è il numero degli stessi all'interno dell'indice che influenza il grado di positività o negatività delle performance.

E' evidente come sia presente l'effetto delle distorsioni sopra elencate nel computo dei rendimenti analizzati, poiché sono positivi per la maggioranza dei mesi considerati.

Grazie al grafico sottostante (2.5) si mostra l'andamento parallelo dei due indicatori. Si confrontano le serie storiche dei due indici utilizzando la crescita dei rispettivi punti base nel periodo che va dal 2004 al 2019:



(Dati Eureka hedge.com) GRAFICO 2.5

La prima differenza che emerge risiede nel fatto che l'indice *Eurekahedge* ha una soglia di punti base di partenza maggiore poiché come per gli indici comprendenti i fondi asiatici ed europei anch'esso è stato creato nel 1999.

Si osserva che l'andamento dei due stimatori è speculare fino al 2013, anno in cui la retta dell'indice *Eurekahedge* assume una pendenza molto più ripida segno che le performance dei fondi presenti esclusivamente in questo indice, che ricordiamo essere costituito da un numero maggiore di fondi speculativi, hanno registrato risultati altamente positivi. Nonostante questa sostanziale divergenza nella tendenza generale osservata a partire dal 2013, che aumenta la distanza tra le due rette, l'andamento dei due indici è simile, i periodi di flessione e di crescita combaciano anche se gli sbalzi risultano essere di ampiezza diversa.

CAPITOLO 3

IL RUOLO DEGLI HEDGE FUNDS NELLE CRISI FINANZIARIE

3.1. L'AUMENTO DEL TRADING NEGLI HEDGE FUNDS DURANTE GLI SHOCK

Durante gli shock finanziari gli hedge funds sono stati spesso individuati come principali responsabili delle crisi per le già citate e criticate strategie di gestione attiva. Si ricorda che George Soros fu aspramente biasimato per aver preso con il suo fondo posizioni fortemente speculative contro la Sterlina in occasione dell'uscita dallo SME nel 1992, oppure ai recenti e duri attacchi di speculazione da parte dei governi ai gestori dei fondi emerging markets.

Un'analisi condotta dalla rivista *Financial times* utilizzando i dati emessi dallo studio *Jp Morgan Chase* (2018) dimostra che durante gli shock gli hedge funds aumentano il loro volume di negoziazioni con effetti benefici sui mercati finanziari.

Per l'effettuazione di questa analisi è stato necessario focalizzarsi su tre eventi della storia recente, che hanno creato degli scompensi all'interno del sistema finanziario. Il primo riguarda la rinuncia della Banca Centrale Svizzera (SNB) nel 2015 alla politica di difesa del tasso di cambio della sua moneta, che aveva un floor¹⁶ pari a 1,20 franchi svizzeri per euro, tenuto costante negli ultimi anni per evitare un'eccessiva valutazione rispetto all'euro e al dollaro che avrebbe penalizzato le esportazioni. La notizia sorprese buona parte degli investitori, che erano stati rassicurati sulla continuazione di tale politica riguardante il tasso di cambio, con la borsa di Zurigo che subì delle perdite del 10%. Il secondo avvenimento fu l'uscita della Gran Bretagna dall'Europa con il voto al referendum Brexit, con i mercati borsistici che subirono un crollo a partire dall'annuncio della votazione. Il FTSE MIB¹⁷ infatti, perse oltre il 12% al pari delle principali borse europee. Lo shock fu causato dal fatto che gli investitori non avevano previsto la Brexit, poiché era forte la convinzione generale della vincita della fazione pro europa. La maggior parte dei trader assunsero posizioni corte sui loro titoli temendo le conseguenze negative della Brexit sull'Unione Europea. Ciò provocò un grave shock sui mercati finanziari. L'ultimo evento significativo riguarda l'inattesa elezione del presidente americano Donald Trump.

¹⁶ soglia minima fissata per l'oscillazione del tasso stesso.

¹⁷ è il principale indice di benchmark dei mercati azionari italiani. Questo indice, che coglie circa l'80% della capitalizzazione di mercato interna, è composto da società di primaria importanza e a liquidità elevata

Gli analisti hanno combinato i dati di oltre 120.000 transazioni spot e forward¹⁸ prima e dopo i seguenti avvenimenti per monitorare l'attività degli hedge funds durante questo periodo. In una seduta standard sul mercato valutario dei fondi speculativi sono negoziate circa 500 milioni in transazioni di valute dollari/pesos e circa 2,8 miliardi in transazioni di valute dollari/sterlina. Durante questi shock l'attività di trading monetario dei fondi speculativi è più che triplicata. Particolarmente rilevante risulta essere il confronto con gli altri intermediari finanziari come compagnie assicurative o fondi pubblici d'investimento che invece hanno mantenuto il livello delle loro attività costante.

E' interessante analizzare il comportamento degli hedge funds durante la Brexit per capire meglio cosa li spinge ad aumentare il trading durante gli shock finanziari.

Uno studio condotto dai ricercatori Cam Simpson, Kit Chellel e Gavin Finch del portale *Bloomberg* (2019), ha evidenziato l'eccezionalità dei profitti ottenuti dai fondi poco prima dell'uscita dei risultati del referendum sulla Brexit. A seguito delle dichiarazioni di Nigel Farage, politico a capo del partito della Brexit, che affermava la probabile vincita del partito pro Europa anticipando in maniera errata l'esito del verdetto ufficiale, si registrò un vertiginoso aumento delle transazioni sul mercato forex¹⁹ in particolare sulla sterlina. Si riportano a titolo esemplificativo i guadagni registrati da tre dei principali fondi d'investimento britannici durante questo lasso di tempo: *Rokos capital management* 160 milioni, *Brevan Howard asset management* 100 milioni e *Odey asset management* 300 milioni.

Si ritiene che durante la Brexit i manager dei principali fondi fossero in possesso di informazioni riguardanti l'andamento delle votazioni, prendendo di conseguenza le corrispondenti posizioni sui mercati. Lo stesso Nigel Farage ammise la presenza non verificata di contatti tra i gestori dei principali fondi e gli addetti al conteggio dei voti. Gli hedge funds, sfruttano a loro favore informazioni non note al pubblico per speculare sul mercato ricoprendo il ruolo di insider trader. Sfruttando le informazioni riservate i fondi speculativi applicarono la tecnica dello short selling sui contratti a pronti e a termine sulla sterlina che secondo le loro previsioni avrebbero subito un crollo a seguito dell'uscita della Gran Bretagna dall'Unione Europea. Inoltre aprirono delle posizioni lunghe sulle opzioni put della sterlina che offrivano dei profili di

¹⁸ Tasso di interesse implicito nella struttura dei rendimenti per scadenza relativo a un futuro periodo di tempo.

¹⁹ Il termine **Forex** sta per **Foreign Exchange Market** ovvero il più grande mercato del mondo in cui ogni giorno si scambiano valute al fine di ricavarne un profitto

guadagno nel caso di un crollo del sottostante. In quell'occasione le informazioni si rivelarono corrette e i profitti dei fondi furono ingenti. Lo sfruttamento di informazioni esclusive e la caratteristica di speculatori fanno sì che gli hedge funds trovino terreno fertile durante le crisi finanziarie per mettere in pratica le loro strategie d'investimento.

3.2. LA TEORIA DEL CONTAGIO FINANZIARIO

Negli ultimi 30 anni sui mercati finanziari si sono succedute una serie di crisi finanziarie che hanno avuto come comune denominatore prima il coinvolgimento del paese dal quale sono scaturite per poi diffondersi su tutti i mercati internazionali. A titolo esemplificativo si riporta la crisi asiatica del 1997 che ha avuto risvolti sui lontani mercati americani ed europei. La crisi russa del 1998 che fu diretta conseguenza della suddetta crisi asiatica con una svalutazione del rublo che depauperò tutti i risparmi dei cittadini, ed infine la crisi dei mutui subprime negli Stati Uniti nel 2007-2008 che ebbe delle ripercussioni su tutti i mercati mondiali.

Questi eventi storici sono chiari esempi di come crisi circoscritte a paesi specifici possano propagarsi all'interno di tutto il sistema finanziario causando enormi problematiche. Questo accade a causa dell'esistenza di determinati legami tra le economie dei diversi paesi che si possono classificare in:

- Legami finanziari : accordi economici tra diversi paesi con relativi sistemi finanziari correlati tra loro e utilizzo di medesime strategie finanziarie.
- Legami commerciali : accordi per lo scambio di merci tra paesi con relativi favori o abbassamenti dei dazi doganali.
- Legami istituzionali : similitudini dal punto di vista politico o accordi istituzionali tra diversi stati.

Questo fa sì che non esista un paese isolato dal resto del mondo con un'economia che non risenta di una crisi finanziaria.

La rapida trasmissione degli shock finanziari tra le varie economie viene definito dagli studiosi "contagio". Questo fenomeno può essere definito in maniera più tecnica come la tendenza dei mercati ad avere un maggior grado di correlazione ed a muoversi nella stessa direzione durante i periodi di crisi. Non sempre il contagio si associa a eventi negativi nel panorama economico, anche eventi positivi si possono diffondere nelle

economie dei vari stati, ma i suoi effetti sono significativi soltanto quando si parla di crisi.

3.2.1. MODELLI SCIENTIFICI SUL CONTAGIO FINANZIARIO

Per identificare questo processo è necessario osservare le seguenti manifestazioni sui mercati finanziari :

- Il rapido propagarsi dell'effetto del deprezzamento di un asset ai diversi rami del mercato finanziario.
- Aumento degli shock di liquidità che porta alla nascita di gravi crisi finanziarie.
- L'aumento del grado di correlazione tra i vari asset finanziari durante i periodi di crisi rispetto ai periodi di stabilità dei mercati.

Un altro fattore rilevante per la propagazione delle esternalità negative è il grado di informazione presente nel sistema finanziario. La presenza di un'asimmetria informativa contribuisce a mistificare la realtà portando gli analisti a sopravvalutare degli eventi negativi che avvengono sui mercati. Questa si verifica in assenza di informazioni corrette oppure solo parziali riguardo gli avvenimenti dei mercati globali. Gli studiosi Kiyotake e Moore (2002) hanno elaborato una teoria secondo la quale il contagio non è altro che una rapida trasmissione di notizie economiche da un mercato più liquido ad altri sistemi meno sensibili alle variazioni di prezzo. Delle volte la rapida diffusione di notizie negative è opera volontaria di alcuni agenti finanziari, il cui obiettivo è quello di destabilizzare volutamente l'equilibrio finanziario.

Capire il grado di contagio è fondamentale per analizzare gli effetti di una crisi finanziaria sull'intero sistema economico. Il modello EVT (*extreme value theory*) permette di fare ciò partendo dall'analisi dei co-movimenti dei mercati, utilizzando i loro percentili di correlazione. Questa teoria appartiene al ramo della statistica denominato stocastico, dove si analizzano gli eventi incerti e poco probabili. Il punto cardine dell'analisi si concentra sulla sola osservazione delle deviazioni estreme della distribuzione di probabilità, che rappresentano i valori che più si discostano da quelli centrali e che coincidono con i rendimenti registrati durante i periodi di crisi. Il contagio avviene in presenza di valori molto alti del percentile di co-movimento dei mercati, circa 95-99 %. Ad un alto grado di correlazione invece non sempre corrisponde un'alta probabilità di diffusione degli shock tra due o più mercati. La

direzione del contagio influenza fortemente la sua probabilità di diffusione, tant'è che a dati simmetrici, ma con direzione opposta possono corrispondere valori molto differenti tra loro. Per esempio, dato un coefficiente di correlazione tra il mercato inglese e quello statunitense, avremo una probabilità diversa di contagio a seconda che la crisi si sia generata, e in seguito diffusa, prima negli Stati Uniti o prima in Inghilterra.

Gli hedge funds sono stati spesso accusati di favorire il contagio finanziario all'interno dei mercati. Le pratiche messe in atto da questi intermediari, che minano la stabilità dei mercati finanziari, possono quindi essere ricondotte sia al loro forte grado di leverage, sia al loro impatto e coinvolgimento con le istituzioni creditizie più in generale. Per quanto riguarda il primo fattore, va evidenziato che un'eccessiva leva finanziaria costringe questi operatori a liquidare in fretta le loro posizioni anche in caso di una minima variazione dei prezzi. Ancora più critica è la situazione nel caso in cui l'hedge fund abbia aperto una linea di credito a breve termine per finanziare un investimento a lungo termine non andato a buon fine. Rimediando con la liquidazione frettolosa degli asset contribuisce a danneggiarne il relativo mercato. Altro aspetto che può influenzare negativamente il mercato è l'impatto che ha l'operato dei fondi speculativi sulle istituzioni creditizie. Le linee di credito messe a disposizione dalle banche vincolano le stesse, che dovranno essere rimborsate, al successo delle attività degli hedge funds. Gli intermediari creditizi sono quindi esposti ad un rischio di credito indiretto collegando le proprie sorti a quelle del fondo.

Due sono le categorie di contagio riguardanti i fondi speculativi:

- *Contagio inter-strategia* : una performance negativa in un solo settore di competenza del fondo si propaga in tutto il panorama degli hedge funds. I primi a teorizzare questo fenomeno furono Khandani e Lo (2007). Essi affermarono che l'esistenza dei fondi speculativi multi-strategy favoriva la diffusione del contagio inter-strategia. In presenza di una crisi di liquidità all'interno del fondo che impedisce di perseguire una determinata strategia, i fund manager si trovano costretti a liquidare le attività detenute in portafoglio collegate ad un investimento diametralmente opposto a quello considerato, che genera con un effetto a catena sul mercato un crollo del valore di tutti gli asset appartenenti a quella categoria. Brunnermaier e Pedersen (2009) hanno rielaborato questo modello arrivando alla conclusione che nei fondi leveraged le esternalità

negative aumentano in presenza di shock esogeni. In particolare shock di liquidità portano i fondi a ridurre il loro rapporto di leva finanziaria con una riduzione del volume dei loro investimenti. Questo processo viene denominato “spirale negativa” ed è in grado di contagiare qualsiasi tipo di fondo compresi quelli che non sono correlati tra loro sul piano delle strategie d’investimento.

- *Contagio intra-strategia* : Si verifica solo tra fondi che effettuano la stessa strategia d’investimento. Gli studi condotti da Stein (2009) hanno portato alla formulazione del suo modello : Se un fondo è in difficoltà nel reperire fondi per proseguire la sua attività, sarà costretto a liquidare una parte del proprio portafoglio. Questa vendita provocherà una svalutazione di quel determinato asset causando una conseguente depressione di tutti gli strumenti negoziati da altri fondi appartenenti a quella categoria.

Il contagio inter-strategia risulta essere il più difficile da arginare, poiché partendo da una disfunzione in uno solo degli asset gestiti dal fondo è in grado di far sentire i suoi effetti su tutte le strategie di investimento.

Secondo questi due modelli la teoria del contagio farebbe crollare il presupposto sul quale si basano i fondi speculativi, essere in grado di diversificare le proprie attività ed effettuare tecniche di copertura anche in momenti di crisi per garantire dei rendimenti positivi ai suoi investitori. Gli studi condotti da Sias, Turtle e Zykaj (2017) hanno svelato alcune conseguenze del contagio illustrato da Brunnermaier e Pedersen. La prima avviene durante la spirale negativa causata da una crisi di liquidità nella quale il fondo registrerà delle perdite sia nelle posizioni lunghe che in quelle corte, a causa di una sottovalutazione delle prime e sopravvalutazione delle seconde, rendendo impossibile l’applicazione della strategia long short equity illustrata in precedenza²⁰. Un’altra implicazione riguarda la distribuzione dei rendimenti. In caso di crisi di liquidità la probabilità di osservare code a sinistra nella distribuzione sarà maggiore rispetto a quella della presenza di code a destra, con tutte le conseguenze di un’asimmetria negativa della distribuzione. Sias, Turtle e Zykaj hanno inoltre formulato un’osservazione sull’ampiezza del contagio teorizzato da Brunnermaier e Pedersen. Secondo i loro test la spirale negativa era in grado di influenzare solamente le fonti dirette e primarie di liquidità del fondo e non tutti gli asset dello stesso, riducendo così la portata del contagio inter-strategia.

²⁰ Vedi cap 1.2.2

3.3. LA CRISI DEI MUTUI SUBPRIME: IL RUOLO DEGLI HEDGE FUNDS

Il dibattito su benefici e criticità degli Hedge funds ha subito un'impennata a seguito delle vicissitudini riguardanti la crisi dei mutui subprime del 2008. Ripercorriamo le tappe fondamentali di questo evento. Ebbe inizio negli Stati Uniti già nel 2006. I fattori scatenanti in realtà risalgono ai primissimi anni duemila, quando si registrò un aumento vertiginoso dell'erogazione di mutui ad alto rischio, ossia forniti a persone che in uno stato normale del mercato non avrebbero mai ottenuto un prestito dalle banche a causa dell'impossibilità di fornire le adeguate garanzie. La diffusione dei mutui subprime è stata incentivata anche dalla crescente pratica della cartolarizzazione del debito, ossia dalla trasformazione del mutuo in titoli e il successivo trasferimento alle cosiddette società veicolo, che consentiva di anticipare il recupero di buona parte del credito con originaria scadenza prolungata nel tempo. La cartolarizzazione scoraggiò le banche ad effettuare un corretto screening sull'affidabilità dei clienti per velocizzare il guadagno. A tutto questo si unì una politica ribassista dei tassi d'interesse sui mutui perseguita dagli Stati Uniti che garantiva la possibilità a chiunque di contrarre un debito. Per contrastare questa tendenza pericolosa, nel 2004 la FED innalzò i tassi d'interesse interbancari. I mutui divennero sempre più costosi e le famiglie non furono più in grado di restituire le rate stabilite. Nel 2007 si registrò un crollo nella valutazione da parte delle società di rating dei debiti precedentemente cartolarizzati. Tali titoli, ormai presenti sul mercato, divennero illiquidi, mettendo in difficoltà le società veicolo che furono costrette a richiedere del credito alle banche emittenti di questi titoli. Alcune di queste incontrarono delle criticità poiché nessun istituto finanziario era disposto a fare loro dei prestiti vista la situazione potenzialmente esplosiva che si era creata. In questo contesto di incertezza e probabile crollo finanziario, i tassi interbancari aumentarono ancora. Le banche andarono incontro a pesanti perdite dovute all'esposizione verso le società veicolo, e per i debiti contratti con i fondi d'investimento che avevano deciso di investire sui titoli cartolarizzati. Tutto ciò portò molte banche a una situazione di estrema difficoltà dal punto di vista economico e finanziario culminato con la bancarotta della *Lehman Brothers* che causò un nuovo periodo di instabilità. La decisione delle autorità americane di non fornire un aiuto ad una delle più grandi istituzioni finanziarie dell'epoca, influente in America e non solo, minò la fiducia degli operatori sulla

solidità del sistema bancario. La percezione dell'aumento del rischio di insolvenza determinò una nuova riduzione della liquidità sul mercato interbancario con un ulteriore aumento dei tassi a breve termine, nonostante il tentativo di risanamento effettuato dai principali istituti creditizi.

La crisi apparve sempre più nella sua globalità, andando a coinvolgere anche il mercato azionario e quello degli strumenti derivati evidenziando un elevato grado di correlazione tra i sistemi finanziari. Per effetto del contagio e delle connessioni tra le banche europee e statunitensi la crisi si diffuse anche in Europa.

In tutto ciò che ruolo hanno ricoperto i fondi speculativi all'interno di questa crisi?

Per rispondere a questa domanda è necessario prima effettuare una panoramica sull'industria degli hedge funds in quel periodo. Purtroppo, non è possibile avere una scheda dettagliata sul mondo dei fondi speculativi a causa degli elementi già esposti in precedenza: sede in posti difficilmente rintracciabili, assenza di vincoli legali e informativi, volontarietà nella diffusione di informazioni. I database sono incompleti, oltre che caratterizzati dai bias analizzati in precedenza²¹. È tuttavia possibile delineare delle tendenze nell'industria che si stavano diffondendo sempre di più. Un primo fenomeno osservabile è legato alla accentuazione della differenza che si creò tra grandi e piccoli fondi. La crescita del settore era da attribuire prevalentemente ai fondi di grandi dimensioni. Il consolidamento di queste realtà portò ad una graduale diminuzione dei piccoli fondi, che incontrarono delle difficoltà soprattutto nel reperimento delle risorse finanziarie, dato che gli investitori preferivano affidarsi agli operatori più influenti e sicuri. Inoltre, l'invasione dei grandi fondi ha cambiato gli equilibri all'interno del sistema finanziario: essi avevano bisogno sempre di più liquidità per far fronte al crescente numero di investitori, e diventarono dei seri concorrenti per le banche d'investimento. Una seconda tendenza dell'industria riguardò la specializzazione nei servizi. I piccoli fondi per sopravvivere offrirono investimenti in settori del mercato poco esplorati, ricercando vantaggi competitivi e puntando su competenze distintive.

Di fondamentale importanza diventò il rilevante coinvolgimento di intermediari finanziari nei fondi speculativi, che ha rappresentato una delle principali cause del fallimento concatenato di banche e fondi durante la crisi. Infine, l'ultima caratteristica del settore in quell'epoca riguardava la maggiore importanza assunta dagli hedge fund sul mercato, data l'ingente quantità di capitale movimentato dagli stessi. Il processo di

²¹ Vedi cap 2.3.

istituzionalizzazione del settore che si consumò in quegli anni contribuì a creare un ramo ben distinto e influente all'interno dei mercati finanziari dove si riconoscevano e prendevano forza i fondi speculativi. In alcuni dei più importanti segmenti finanziari, questi operatori ne sono divenuti i player principali. Si riscontrò inoltre un cambiamento del profilo di investitore che decideva di affidare i propri fondi a questi intermediari. Da un lato abbiamo la necessità degli investitori istituzionali, come ad esempio fondi pensione compagnie assicurative, di diversificare i propri portafogli, dall'altro, si ha un aumento del risparmio pubblico a scapito degli investitori specializzati che in precedenza erano gli unici in grado di usufruire di questi servizi. A seguito della crisi si creò una fazione che perorava la causa della colpevolezza dei fondi speculativi nell'aver inasprito e diffuso gli effetti della crisi, mentre gli stessi manager dei fondi sostenevano di esser stati danneggiati in prima persona dagli effetti catastrofici dello shock .

Le accuse si basavano sul presupposto che la presenza dei fondi speculativi sul mercato aumentava sensibilmente il grado di volatilità dei mercati, e di conseguenza il rischio di incorrere più frequentemente nei cosiddetti punti di rottura.

Tema centrale del coinvolgimento degli hedge funds nella crisi dei mutui subprime era il loro trading antecedente lo shock su strumenti finanziari denominati CDO (*collateral debt obligation*). Esse consistevano in obbligazioni che presentavano una garanzia costituita da un debito. Durante la crisi dei mutui subprime il debito posto a garanzia di queste obbligazioni era il mutuo rischioso concesso dalle banche e in seguito cartolarizzato e affidato alle società veicolo. Nell'immediato queste obbligazioni offrivano alti rendimenti e non presentavano elevati profili di rischio all'orizzonte dato il periodo di prosperità che stava attraversando l'economia. I fondi speculativi individuarono in questi strumenti la soluzione per soddisfare l'enorme necessità di liquidità che non poteva essere colmata solamente tramite la raccolta del risparmio pubblico. Nel 2006 il 48 % dei CDO era nelle mani degli hedge funds. L'assenza di una regolamentazione su questo tipo di intermediari portò ad un abuso nel trading di questi strumenti. La sola presenza di questa evidenza non fu sufficiente ad imputare la colpevolezza della crisi ai fondi speculativi. Si ritorna quindi al tema della correlazione, e alla presenza del fenomeno del contagio. Nonostante gli studi abbiano riscontrato la mancanza di una relazione diretta tra andamenti negativi dei mercati e performance dei fondi speculativi, i ricercatori concordano che la presenza dei portafogli multi-strategia abbia influito sulla diffusione della crisi. In particolare, la

presenza di più stili d'investimento (multi strategy) comporterebbe un'influenza tra titoli con performance differenti, con il rischio di liquidazione di posizioni diverse in caso di rendimenti negativi e conseguente svalutazione di diversi strumenti finanziari. Durante la crisi ci fu la concomitanza tra un basso livello di liquidità sui mercati, la mancanza di liquidità aggrava le situazioni di stress dei mercati, e un fenomeno di contagio inter-strategia, che contribuirono a creare una spirale negativa, facendo ricadere la colpa sui fondi speculativi. Questo non evitò un grave fallimento anche nel loro settore, con molti fondi che furono costretti a chiudere.

3.3.1. IL CROLLO DEL COLOSSO BEAR STEARNS

Bear Stearns è stata una banca d'investimento statunitense coinvolta nel crollo avvenuto durante la crisi dei mutui subprime. La sua attività era basata soprattutto sulla negoziazione di strumenti come i CDO, visti in precedenza, e strumenti derivati. Fu una delle banche più attive per quanto riguarda la cartolarizzazione del debito, emettendo inoltre un gran numero di ABS²² con garanzia i mutui ipotecari. I presagi della caduta si manifestarono nella seconda metà del 2006, quando i prezzi delle case cominciarono a diminuire e i titoli cartolarizzati a perdere valore. Dall'inizio del 2007 titoli e derivati garantiti dai mutui si svalutarono del tutto.

Nel giugno del 2007 la banca investì oltre 3,2 miliardi di dollari per acquistare degli strumenti di garanzia contro il rischio di default. Il 20 dicembre del 2007 *Bear Stearns* registrò la prima storica perdita dopo ottant'anni di attività di ben 854 milioni di dollari. Nel gennaio del 2008 l'agenzia di rating *Moody's* diede una valutazione di Baa alle obbligazioni detenute dalla banca, facendole ricadere nella categoria delle *Junk Bonds*²³ rendendole quindi illiquide. Questo aggravò ancora di più la situazione dal punto di vista delle perdite. Pur in presenza di un tentativo di salvataggio da parte dell'istituto creditizio *Jp Morgan*, la banca fallì nel 2008, con gravi ripercussioni sul sistema finanziario.

L'analisi della caduta del gigante *Bear Stearns* consente di capire meglio le dinamiche di funzionamento dei fondi speculativi durante la crisi dei mutui subprime. La strategia

²² Gli ABS, acronimo di **Asset Backed Securities**, sono strumenti finanziari emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione e sono simili alle obbligazioni. Sono definiti anche come **titoli di credito** emessi dalle banche o da finanziarie per conto di società che si impegnano nel loro pagamento attraverso quote parti dell'attivo patrimoniale, ossia attraverso cash-flow proveniente da crediti commerciali.

²³ Le obbligazioni spazzatura, denominate anche junk bond, sono titoli obbligazionari emessi da società ad alto rischio di insolvenza e che prevedono un elevato rendimento atteso. Hanno un rating inferiore a Baa

attuata dai fondi hedge per conto della banca era abbastanza semplice, si basava su un enorme ricorso alla leva finanziaria e si può suddividere in quattro passi :

1. Trading sui CDO che permette di avere dei rendimenti sufficienti alla mole di investimento necessario del fondo
2. Largo uso della leva finanziaria per poter comprare un numero maggiore di CDO. Quindi ricorso all'indebitamento per ottenere dei ritorni maggiori dal trading delle obbligazioni garantite.
3. Strategia di copertura tramite l'uso di CDS (*credit insurance swap*). Il ricorso all'indebitamento esponeva la banca ad un maggiore rischio di default. Questi strumenti permettono alla banca di coprirsi dal rischio di credito a fronte del pagamento periodico di un premio.
4. Strategia di "Roll in" nella quale il fondo ha un guadagno netto, costituito dal rendimento dei suoi investimenti, rispetto all'indebitamento e al pagamento del premio dei CDS.

Nonostante questa strategia appariva all'epoca infallibile, non era possibile coprire tutti i rischi connessi a questo tipo d'investimento. L'errore principale commesso dai manager fu quello di sottovalutare le reazioni di quella strategia in caso di eventi estremi, come poi effettivamente avvenne.

Il fallimento della banca *Bear Stearns* consente di effettuare delle riflessioni sul corretto perseguimento delle strategie dei fondi speculativi che a volte risultano essere troppo aggressive e poco attente alla copertura del rischio. La prima lezione fondamentale riguarda il corretto utilizzo della leva finanziaria per effettuare gli investimenti. Questa tecnica può rappresentare un'arma a doppio taglio poiché, è molto efficace quando il mercato ha un andamento positivo che permette di superare l'indebitamento con i profitti, ma è dannosa nel caso in cui si presenti una fase di declino dei prezzi. Il coefficiente di leva finanziaria, cioè il rapporto tra indebitamento e capitale proprio, dei due fondi della banca era pari a 32 quando già un valore di 2 è ritenuto dannoso per un intermediario. Un eccessivo ricorso alla leva finanziaria dunque rese impossibile il risanamento, e costrinse in quel caso la banca a liquidare tutti i suoi asset.

Ottenere prestiti a breve termine e investire in strumenti finanziari a lungo termine può rappresentare un problema non di poco conto per un intermediario. È proprio ciò che

fecero i due fondi speculativi di *Bear Stearns*. Per una corretta operazione di prevenzione è necessario effettuare un matching tra le scadenze delle attività e delle passività, riducendo al contempo la redditività dell'operazione ma anche il rischio di credito annesso. I prestiti ottenuti dai fondi erano quasi sempre negoziati con tassi overnight, quindi con scadenza non superiore alle ventiquattro ore, mentre gli investimenti erano su obbligazioni a medio lungo termine come i CDO.

In quella situazione a predominare fu però l'eccessiva fiducia riposta nel sistema finanziario. È comprensibile come in presenza di un mercato molto liquido e in forte rialzo, i manager siano stati offuscati dalle prospettive di un facile guadagno non rispettando però una delle peculiarità degli hedge funds, speculare ma effettuando sempre delle operazioni di copertura in modo da non rimanere in balia del mercato.

CONCLUSIONE

Giunti al termine dell'analisi svolta sui fondi speculativi si possono trarre diversi spunti di riflessione. L'analisi del database EurekaHedge ha permesso di evidenziare i differenti ritmi di crescita dei fondi caratterizzati da diverse strategie. I grafici realizzati nel secondo capitolo con i dati forniti dal database sono indicativi in tal senso.

Tuttavia il quesito principale attorno al quale si è articolata la tesi riguarda l'eventuale coinvolgimento degli hedge funds negli shock finanziari, e la loro capacità di aumentarne gli effetti. Il comportamento dei fondi speculativi durante la crisi dei mutui subprime ha evidenziato l'enorme influenza di questi intermediari sul sistema finanziario. Il trading intensivo operato sugli strumenti di debito garantito ha svolto un ruolo importante nella diffusione degli effetti della crisi ai vari settori del mercato, ma ha anche contribuito al fallimento di diversi fondi d'investimento.

Si può affermare che le operazioni svolte da questi operatori rappresentano una delle cause dell'aumento del grado di contagio finanziario, ma se inserite in un contesto già deteriorato dalla carenza di liquidità e svalutazione degli asset, risultano essere il male minore.

Tuttavia, grazie allo studio condotto dal portale *Bloomberg* e riportato nel terzo capitolo, siamo in grado inoltre di osservare come i fondi speculativi aumentino il volume delle operazioni sul mercato finanziario proprio in concomitanza con le crisi economiche. Questo rappresenta un fattore positivo per l'intero sistema economico poiché offre una fonte di liquidità per gli strumenti che altrimenti rimarrebbero invenduti e quindi completamente senza valore. Da questo comportamento ne traggono beneficio anche gli operatori che hanno deciso di investire nel fondo, diversificando il loro portafoglio e avendo la possibilità di ottenere rendimenti positivi anche durante periodi di crisi. Un chiaro esempio è la crescita dei profitti di alcuni fondi britannici durante la Brexit mentre quasi tutti gli altri intermediari hanno registrato delle perdite a seguito della svalutazione della sterlina.

È necessario dunque fare un passo indietro sull'esclusiva colpevolezza degli hedge funds nelle crisi finanziarie. I fondi speculativi quindi non dovrebbero essere considerati come uno strumento destabilizzante per il mercato: agli investitori che hanno la volontà di mettersi in gioco esponendo al rischio una grande percentuale del loro capitale, questi fondi sono in grado di offrire rendimenti particolarmente elevati.

Servirebbe tuttavia un uso coscienzioso da parte dei gestori nell'applicazione delle strategie speculative, e una maggiore conoscenza dello strumento da parte degli investitori, per evitare di ripetere casi come quello della banca *Bear Stearns* con effetti negativi sull'intero sistema economico.

BIBLIOGRAFIA

- Barclayhedge.com, (2012). Convertible arbitrage. *Barcalyhedge.com*
- Boston C. (2019). Hedge funds resurrect CDO trading. This time they say it will work. *Bloomberg.com*
- Boyson N. M., Stahel C. W. & Stulz R. M. (2010). Hedge fund contagion and liquidity shocks. *The Journal of Finance*, 55(5), 1789-1816.
- Buro P. (2012). La vera origine degli Hedge funds. *Blueratingadvisoryandassetmanagement.com*
- Cao C., Chen Y, Goetzmann W. N. & Liang B. (2018) Hedge Funds and Stock Price Formation. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 54-68,
- Dudley E. (2011). Margins and hedge fund contagion. *Journal of financial and quantitative analysis*, 46(5), 1227-1257
- Eurekahedge.com, About us. *Eurekahedge.com*
- Fragkiskos A., (2014). A Transparent View into Hedge Fund Portfolios. *The Journal of Alternative Investments Winter*, 17(3), 67-85
- FinancialLounge.com, (2015). Il fondo azionario che contrasta i ribassi di borsa. *Financiallounge.com*
- Gentili M. P., Moro Visconti R. (2005), Gli Hedge funds : modelli di business e analisi delle sgr speculative, *Banche e Banchieri*, (1), 5-21
- Hedgeco.net, (2008). The subprime mortgage crisis- what happened. *Hedgeco.net*
- Kimberly A. (2019). How hedge funds created the financial crisis. *Thebalance.com*

Krause T. A., Wulf A.K., (2016). Hedge funds and systemic risk. *Oxford university press*, (1), 1-20

Lysandrou P. (2011). The primacy of hedge funds in the subprime crisis. *Journal of post keynesian Economics*, 34(2), 225-253

Loomis C. J. (1966). The Jones nobody keeps up with. *Fortune*, 237-242

Longstaff F. A. (2010). The subprime credit crisis and contagion in financial markets. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 436–450

Malkiel B. G., & Saha A. (2005). Hedge funds: Risk and return. *Financial analysts journal*, 61(6), 80-88.

Pacelli M. (2017). Quando I premi nobel all'economia falliscono : il caso del fondo Long term capital management. *Startingfinance.com*

Prevor J. (2008). Lessons for everyone from Bear Stearns. *Perishablepundit.com*

Raghavan A. (2016). Hedge funds avoided big losses despite “Brexit” shock. *New York Times*.

Randall D. (2007). Subprime : Tentacles of a crisis. *Financialpolicy.org*, 44(4), 15-19

Sajel K. (2018). For Hedge funds stars being right in 2008 proved to be a curse. *Bloomberg.com*

Scialò L. (2018). Hedge funds cosa sono, come funzionano e le commissioni. *Webeconomia.com*

Sias R., Turtle H.J., Zykaj B. (2017). Reconsidering hedge fund contagion. *The Journal of Alternative Investments Summer*, 21(1), 27-38

Stromqvist M. (2009). Hedge funds and financial crises. *Sveriges Riksbank economic review*, (1), 1-22