



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Economia Aziendale

“Hedge Funds e strategie di investimento: performance nel
periodo di pandemia Covid-19”

RELATORE

Prof. Giovanni Fiori

CANDIDATO

Silvio Calore

Matr. 247441

ANNO ACCADEMICO 2021/2022

INDICE

Introduzione	4
Capitolo 1 “Cosa è un hedge fund?”	6
1.1 Nascita e caratteristiche	6
1.1.1 La struttura	8
1.2 Definizioni e peculiarità	11
1.2.1 Il problema definitorio	11
1.2.2 Gli investitori	13
1.2.3 Limiti della liquidità	15
1.2.4 I rischi	16
1.3 Hedge funds e mutual funds	17
1.3.1 Il rendimento assoluto	17
1.3.2 Ulteriori differenze	18
Capitolo 2 “Le strategie di investimento”	20
2.1 Relative value	20
2.1.1 Convertible bond arbitrage	21
2.1.2 Fixed income arbitrage	23
2.1.3 Equity market neutral	24
2.2 Event driven	26
2.2.1 Merger arbitrage	27
2.2.2 Distressed securities	29
2.3 Directional	30
2.3.1 Global macro	31
2.3.2 Long/short	32
2.4 Multistrategy	34
Capitolo 3 “Hedge fund e crisi”	36
3.1 Influenze nelle crisi	36
3.1.1 Il rischio sistemico	37

3.1.2 Spillover effect	38
3.2 Il mercoledì nero	41
3.3 Il fondo LTMC	44
3.3.1 Il declino	46
3.3.2 Il bailout	47
3.4 La crisi dei mutui subprime	48
3.4.1 Il ruolo degli hedge funds	50
Capitolo 4 “Covid-19 ed hedge funds”	52
4.1. Selloff di Marzo (UST)	52
4.2 Performance delle strategie 2020	53
4.3 Performance delle strategie 2021	58
4.4 Il 2022	62
CONCLUSIONI	65
Bibliografia e sitografia	67

Introduzione

La metà del ventesimo secolo corrisponde all'inizio di nuovi modi di investire il proprio denaro per soggetti privati e investitori istituzionali. La nascita di veicoli di investimento, tendenzialmente opachi, poco regolati e con alte prospettive di rendimento ha permesso di identificare una nuova specie di fondi: gli hedge funds. Questi vengono riconosciuti come fondi nei quali il fine ultimo risiede nella speculazione, il che va in contrasto con la denominazione ad essi riservata poiché “*to hedge*” si riferisce a finalità di copertura, quindi di riduzione generale del rischio. Ricoprendo una posizione di rilievo nel panorama di investimenti mondiale gli hedge funds hanno avuto modo di occupare ruoli, talvolta anche cruciali, nel mezzo di crisi economiche. Tuttavia, la poca trasparenza di questi fondi porta con sé il rischio di esprimere giudizi infondati e di essere additati come responsabili di periodi di turbolenza finanziaria.

Questa tesi ha l'obiettivo di esaminare l'industria dei fondi speculativi analizzandone le performance, in particolar modo approfondendone le strategie di investimento nel periodo di pandemia mondiale che, al momento in cui si scrive, è ancora in corso. Il primo capitolo offre una panoramica del settore ripercorrendone la nascita e i criteri distintivi che caratterizzano i fondi in questione. Segue poi la descrizione strutturale ed un confronto con ulteriori specie di fondi: i *mutual funds*. Il secondo capitolo scompone l'industria in base alle strategie di investimento perseguite dai vari manager, permettendo così di osservare come sia possibile, per questi fondi, trarre profitto intercettando una moltitudine di scompensi economici. Il terzo capitolo si concentra sul ruolo ricoperto in situazioni di crisi, analizzando

prima da un punto di vista generale, con un focus sull'effetto contagio, per poi concentrare l'attenzione su tre diversi episodi di crisi dell'ultimo trentennio. Il quarto e ultimo capitolo ripercorre il periodo di crisi finanziaria dovuto allo scoppio della pandemia Covid-19. Vengono approfonditi i risultati nel periodo di crisi degli stili di investimento analizzati nel capitolo 2. Segue un'analisi del ruolo ricoperto in questo periodo e una panoramica sul futuro che attende il settore degli hedge funds.

Capitolo 1

Cosa è un hedge fund?

1.1.Nascita e caratteristiche.

La prima apparizione degli hedge fund è avvenuta negli Stati Uniti nel 1949 ad opera di *Alfred Winslow Jones*, un sociologo proveniente dalla *Columbia University* che diede vita a quello che è largamente riconosciuto come il primo hedge fund della storia: l'“*A.W Jones & Co*”¹. La presenza di questo fondo di investimento divenne di dominio pubblico solo nel 1966 quando la rivista “*Fortune*” coniò il termine hedge fund riportando le attività di questa nuova specie di fondi. Fu così possibile evidenziare la possibilità di introdurre posizioni long-short con lo scopo di neutralizzare il rischio di mercato. In particolar modo Jones è stato il primo ad applicare una strategia nella quale venivano identificati titoli ritenuti distanti dal loro valore reale sia in positivo che negativo. Posizioni lunghe venivano successivamente aperte sui titoli ritenuti sottovalutati e al contempo posizioni corte venivano assunte su titoli ritenuti sopravvalutati. Questa tecnica permette quindi di essere coperti in situazioni di mercato di qualunque natura, sia essa rialzista o ribassista. Di fatti in un “*bull market*”, i titoli sui quali sono state aperte posizioni lunghe, tendono ad apprezzarsi per valore maggiore al mercato e al decremento di valore dei titoli con valore superiore a quello reale. Allo stesso modo in un “*bear market*” le posizioni corte assunte hanno la tendenza a vedere il proprio valore abbassarsi maggiormente rispetto alla media del mercato e delle posizioni *long*, ciò comporta quindi un profitto anche in situazioni di perdita. Altro strumento che viene ritrovato alla base della strategia fondamentale di Jones fu la leva finanziaria, dal termine inglese “*leverage*”. Jones fu quindi il precursore degli hedge fund con questa tecnica data la possibilità di distaccarsi dall'andamento del mercato e di minimizzare il rischio, sfruttando leggeri margini di profitto moltiplicati per la leva finanziaria. Attraverso un'indagine condotta dall'ente federale statunitense per la vigilanza della borsa valori (SEC) è stato possibile notare che quando il fondo di Jones divenne di dominio pubblico vi erano più di cento fondi simili attivi. Al giorno l'archetipo di Jones va a raggruppare solo una esigua parte della moltitudine di fondi di investimento che rispondono al nome di hedge fund.

È possibile ritrovare tre caratteristiche principali che ancora oggi seguono lo schema di Jones e restano i pilastri dei successi, ma anche delle critiche ottenute dall'industria degli hedge fund¹:

- La grande libertà di movimento finanziaria degli hedge fund poiché il manager è libero di usare uno svariato range di strumenti finanziari che non risultano consentiti per altri tipi di fondi di investimento. L'utilizzo dello *short selling* e della leva finanziaria sono caratteristici degli hedge fund.
- L'alta remunerazione dei gestori dei fondi. Il profitto dei manager risulta da due diversi tipi di commissione: la prima che è generalmente fissata al 2% e viene applicata sui depositi degli investitori, la seconda corrisponde al 20% e viene applicata sui profitti riportati dal fondo. Tuttavia, la seconda commissione del 20% non è applicata in maniera incondizionata bensì esclusivamente nei casi in cui vi sia il superamento di una soglia di rendimento denominata *high water mark*. In altri casi la *performance fee* viene pagata quando il fondo raggiunge livelli superiori al suo storico o su un periodo prefissato (generalmente un anno).
- La componente umana per allineare gli interessi del manager a quelli dei clienti. Il gestore del fondo deve investire una modesta parte dei suoi asset personali all'interno del fondo. Ciò permette ai manager di essere interessati non solo professionalmente ma anche personalmente nelle varie scelte di investimento.

George Soros², presidente del Soros fund e fondatore del Quantum fund, è considerato largamente uno degli investitori più profittevoli di sempre in particolar modo dopo il 1992 che verrà approfondito nel capitolo terzo. George Soros ha coniato il termine di hedge fund come fondi basati su tre criteri principali che vanno ad analizzare le peculiarità dei fondi stessi.

Il primo criterio è detto **funzionale**, esso prende in considerazione l'elevato ricorso alla leva finanziaria da parte di questi fondi. Secondo l'autorità di vigilanza sui mercati finanziari (CONSOB), la leva finanziaria permette ad un soggetto di beneficiare di rendimento potenziale maggiore, ma anche di esporsi a rischi molto superiori, vendendo

¹ Nigro- Romano "Monitoraggio del rischio sistemico e tutela dell'investitore nella nuova regolamentazione sugli hedge funds nel Dodd-Frank Act e nella AifmD"-Report generale- 25/11/2011

² Wallstreetitalia "George Soros"-<https://www.wallstreetitalia.com/trend/george-soros>

o acquistando attività finanziarie per un valore superiore al capitale posseduto³. La leva finanziaria presuppone la presa in prestito di denaro per aumentare il potere di acquisto o l'acquisto a margine, comporta quindi la possibilità, a fronte di un investimento minore, di aprire di posizioni per importi maggiori. Tuttavia, amplificando la propria esposizione nel mercato viene aumentata anche la possibilità di incorrere in perdite che, per l'effetto leva, possono arrivare ad essere superiori al capitale investito, tenendo conto di eventuali margini ed interessi dovuti per il capitale prestato.

Il secondo criterio è detto **ambientale**, ed ha ad oggetto la debole regolamentazione al quale sono soggetti gli hedge fund. Essi si distinguono dagli altri tipi di fondi ma successivamente alla crisi del 2008 sono state introdotte delle normative. La prima in America è conosciuta come il Dodd-Frank-act (2010)⁴ e prevede un diretto controllo da parte della SEC mentre in Europa nell'anno successivo la Direttiva Comunitaria AIFM272011/61/UE permette di portare maggiore trasparenza andando a disciplinare tutti i gestori di fondi che non vengono racchiusi in precedenti normative.

Il terzo criterio è detto **sociale**, quest'ultimo prende in considerazione la forma societaria di creazione degli hedge fund e permetta di evitare di essere sottoposti a norme tali da ridurre la libertà di azione degli hedge fund stessi. Generalmente ricordando la matrice americana dei fondi essi vengono costituiti come delle *limited partnerships* che nel nostro ordinamento trovano posto nelle società ad accomandita semplice. Il fund manager assume la carica di general partner che nell'ordinamento italiano risultano essere i soci accomandatari incaricati della gestione del fondo stesso con una responsabilità illimitata. Allo stesso tempo ai limited partners, i soci accomandanti, non è permesso di intervenire in azioni di gestione, rispondendo essi in maniera limitata al capitale conferito. Il nascere sotto forma di società consente di non essere identificati come *mutual funds* e quindi di non dover rispondere alla normativa più stringente imposta agli stessi.

1.1.1 La struttura

La struttura di un hedge fund solitamente non si può definire univoca in quanto può subire modifiche a discrezione dei manager stessi ma generalmente è evidenziata una

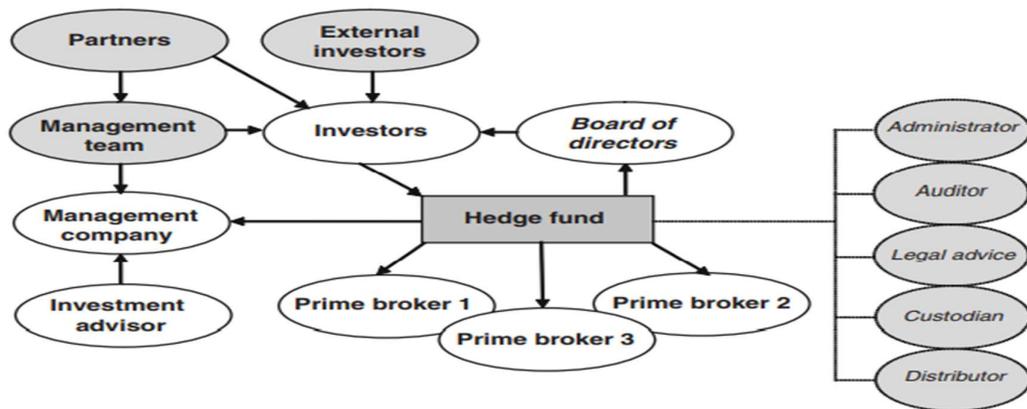
³ Autorità italiana per la vigilanza dei mercati finanziari "La leva finanziaria"

"<https://www.consob.it/web/investor-education/la-leva-finanziaria>

⁴ Borsa Italiana-"Dodd Frank Act, l'ambiziosa riforma di Wall-Street" 29/04/2016

struttura tipica. L'hedge fund è l'entità nel quale confluiranno i capitali degli investitori, esso si differenzia dalla società di gestione patrimoniale che legalmente si occupa della gestione del fondo e che incassa le commissioni applicate allo stesso⁵. Il fondo è ovviamente al centro della struttura e il patrimonio di gestione deriva da partners, team di gestione e investitori esterni. Un primo pilastro portante è fornito dalle attività che si occupano del sostenimento della struttura occupando anche posizioni inerenti obblighi legali. Essa include il consulente legale, l'amministratore, il revisore e il depositario che ricopre anche ruoli inerenti alla raccolta del capitale. Il team di gestione è formato dai partner che gestiscono il fondo e che hanno il compito di effettuare decisioni operative come la creazione delle strategie di investimento o la scelta del grado di rischio, è inoltre possibile che il team decida di essere affiancato da un insieme di consulenti di investimento.

Figura 1-“Struttura tipica di un hedge fund”



Fonte: “The Complete Guide to Hedge Funds and Hedge Fund Strategies”-Daniel Capocci (2013)

Ruolo centrale per il fondo è ricoperto dai *prime brokers*, questi sono intermediari finanziari che si occupano di fornitura di servizi a livello internazionale. Il prime broker è responsabile dell'infrastruttura del fondo e permette al gestore lo sviluppo di strategie di investimento come lo short selling attraverso il prestito dei titoli necessari. È inoltre responsabile dell'uso della leva finanziaria concedendo linee di credito; tuttavia, i servizi offerti hanno subito un ampliamento negli ultimi anni. In particolar modo vantando una

⁵ HEDGEfundamentals.org “How hedge funds are structured”-2016

posizione privilegiata per la valutazione del rischio operativo vengono offerti servizi di consulenza, ricerca, supporto di capitale e intermediazione per il mercato secondario. Infine, in determinati casi può avvalersi di operazioni di controllo inerenti alla stabilità finanziaria del fondo poiché, disponendo di un flusso continuo di informazioni ed essendo il soggetto garante del rischio di credito è portatore di un interesse primario.⁶

Il consiglio di amministrazione ricopre un ruolo fondamentale nel contesto dei fondi di investimento poiché ha il potere e la responsabilità finale in caso di problemi di liquidità o di prezzo escludendo i casi di frode. Esso è, nella maggioranza dei casi, composto da tre amministratori necessariamente indipendenti dalla *management company* e dal team di gestione. Gli amministratori costituiscono l'ultima risorsa in caso di problematiche inerenti al fondo e sono portati ad assumere le decisioni atte a preservare gli investitori, ad esempio hanno il potere di attuare risoluzioni speciali o di bloccare afflussi e deflussi di capitale. La società di amministrazione si occupa del calcolo del *Net Asset Value* (NAV)⁷ e avendo responsabilità legale riceve gli investimenti e rimborsa gli investitori in caso di riscatto, stima le commissioni e si occupa della preparazione del bilancio. Garantisce che i principi contrattuali vengano rispettati come investimenti minimi, limiti alla leva finanziaria, potenziali limiti per ogni posizione, settore o paese di esposizione, nonché qualsiasi regola di prezzo espressa nel contratto tra l'amministratore.

Il consulente legale è responsabile della parte legale necessaria per la gestione ordinaria e straordinaria del fondo, in particolar modo ricopre un ruolo essenziale in fase di creazione dello stesso. Il revisore ispeziona indipendentemente i documenti del fondo e della società di gestione, controlla la conformità dei documenti con le norme regolamentari e contabili. Il depositario è il soggetto che si occupa della conservazione di beni o capitali per conto di altre entità. Il fine ultimo è di garantire una migliore protezione per gli investitori dato che esso garantisce la conservazione di titoli da una terza parte totalmente indipendente della società di gestione. Con lo scopo ultimo di garantire una distribuzione il più diversificata e sicura possibile molti hedge fund lavorano con una moltitudine di distributori come broker, gestori patrimoniali e banche.

⁶ Daniel Capocci "The Complete Guide to Hedge Funds and Hedge Fund Strategies" 2013

⁷ "What is Net Asset Value" <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/net-asset-value/>

Il loro ruolo è quello di trovare nuovi investitori e nella maggior parte dei casi essi sono anche investitori nel fondo stesso.

1.2 Definizioni e peculiarità

1.2.1 Il problema definitorio

Al giorno d'oggi l'alone di mistero che circonda gli hedge fund trova la propria genesi direttamente dalla definizione stessa poiché non ve ne è una ufficialmente riconosciuta. Il termine hedge deriva dalla nascita di questi fondi stessi poiché si riferiva al termine “*hedging*” che vuol dire copertura. Essa dovuta all'utilizzo innovativo, da parte di Jones, di strategie di investimento opposte al fine di ridurre il rischio totale dell'operazione. Quest'ultima va in contrasto con l'attività che viene generalmente attribuita a questi fondi: la speculazione. In una celebre intervista di William Donaldson (ex presidente SEC) viene affermato che: “non vi sono definizioni accettate in maniera univoca e che, ricoprendo un ruolo importante nella società odierna, si rischia di inserire tra gli hedge fund anche fondi di investimento che in realtà non lo sono”. In nessun ordinamento è possibile trovare una definizione *Jus positum* che riesca ad esprimere dettagliatamente un hedge fund. È più comune imbattersi in definizioni che esprimano cosa un hedge fund non è: un fondo comune di investimento. Quanto detto permette quindi agli hedge fund di non essere assimilati alla regolamentazione ad essi applicata. Il problema definitorio va a trovare la sua base nell'approccio “*one size fits all*” che è presente anche nelle regolamentazioni più recentemente adottate.

Nel Dodd-Frank Act (2010), la legge di riforma americana entrata in vigore nel periodo successivo alla crisi dei mutui subprime, un fondo privato viene individuato come: “ogni veicolo d'investimento emittente quote di partecipazione sottratto alla disciplina delle società di investimento”. Allo stesso tempo, nella direttiva comunitaria AIFM272011/61/UE (Alternative Investment Fund Managers), le forme di investimento alternative vengono indicate come “gli organismi di investimento collettivo ... che i) raccolgono capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in conformità di una

politica di investimento definita a beneficio di tali investitori; e ii) non necessitano di un'autorizzazione ai sensi dell'articolo 5 della direttiva 2009/65/CE".⁸

Evidente è la volontà del legislatore di comprendere all'interno della nuova regolamentazione non una singola specie di veicoli di investimento ma una più ampia porzione di intermediari finanziari come, ad esempio, *private equity funds e real estate funds*. Tuttavia, prescindendo dai tentativi di enunciare cosa un hedge fund non è, l'iniziativa di fornire una definizione seppur non unanime è stata messa in atto andando a fornire una visione secondo punti di vista giuridici, economici e fenomenologici.⁹

- La Banca d'Italia nel 2010 ha fornito una definizione che è annoverata tra le più esaustive andando a definire gli hedge fund come:¹⁰ "Organismi finanziari, localizzati generalmente in centri finanziari 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 di investimento e possono assumere posizioni finanziandosi anche con forti indebitamenti. Sono soggetti a una normativa prudenziale più limitata rispetto agli altri operatori finanziari".
- Secondo la *Securities and Exchange Commission (SEC)* il termine hedge fund corrisponde ad "un'entità che detiene un pool di titoli e forse altre attività, i cui interessi non sono venduti in un'offerta pubblica registrata e che non è registrata come società di investimento ai sensi dell'Investment Company Act"
- La *Federal Reserve Bank of New York* nel 2007 ha rilasciato una definizione secondo la quale: "Hedge fund ... sono in gran parte pool privati di capitale non regolamentati che possono investire in una vasta gamma di attività e perseguire molte strategie di investimento"¹¹.
- George Soros, introdotto in precedenza come una delle figure più importanti, non solo dal punto di vista degli hedge, fund ma del panorama generale degli

⁸ DIRETTIVA 2011/61/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010 (Testo rilevante ai fini del SEE)

⁹ Nigro- Romano "Monitoraggio del rischio sistemico e tutela dell'investitore nella nuova regolamentazione sugli hedge funds nel Dodd-Frank Act e nella AifmD"-Report generale- 25/11/2011

¹⁰ Bancariaeditrice.it

¹¹ Nigro- Romano "Monitoraggio del rischio sistemico e tutela dell'investitore nella nuova regolamentazione sugli hedge funds nel Dodd-Frank Act e nella AifmD"-Report generale- 25/11/2011

investimenti globale, nel volume “Società aperta: rinnovare il Capitalismo globale” pubblicato nell’anno 2000 elabora la seguente definizione: "gli hedge funds svolgono una serie di attività di investimento. Si rivolgono a investitori sofisticati e non sono soggetti alle norme che si applicano ai fondi comuni di investimento rivolti al pubblico generale. I gestori di fondi sono compensati sulla base della performance ..., tanto da poterli definire più accuratamente come dei Performance funds".

- Secondo il sito *Investopedia*¹² gli hedge fund corrispondono a “pool di investimento gestiti attivamente i cui gestori utilizzano una vasta gamma di strategie, spesso tra cui l'acquisto con denaro preso in prestito e il trading di attività non comuni , nel tentativo di battere i rendimenti medi degli investimenti per i loro clienti. Sono considerate scelte di investimento alternative e rischiose”.

1.2.2 Gli investitori

Le peculiari caratteristiche degli hedge fund e la relativa opacità non li rendono fondi di investimento rivolti ad ogni tipo di investitore. Fino a metà degli anni Novanta gli investitori tipici degli hedge fund erano esclusivamente coloro conosciuti come *high net worth investors*, quindi gli individui con un patrimonio netto elevato. Vengono definiti in tal modo poiché l’investimento minimo individuale è compreso tra i \$100000 e i \$5mln con una media che si attesta attorno ai \$500000¹³. Per gli hedge fund con sede negli USA l’investimento minimo è pari ad un milione di dollari; questo mira a vietare ai piccoli investitori di investire in tali strategie. L'idea di fondo è quella di limitare l'accesso agli hedge fund solo agli investitori che possano sopportare elevate perdite potenziali e che possano comprendere le strategie attuate anche attraverso dei consulenti. Diverse tipologie di investitori come banche di investimento, fondi pensione ed altre istituzioni finanziarie hanno espresso interesse nell’allocare le proprie risorse in questo tipo di fondi. In particolare, la posizione centrale di investimenti occupata in un primo momento dagli individui ad alto patrimonio è stata assunta dagli investitori istituzionali che rappresentano una larga parte degli investitori in hedge fund totali. Quest’ultimi ricoprono

¹² Investopedia- Hedge Fund Definition- <https://www.investopedia.com/terms/h/hedgefund.asp>

¹³ Degregori and partners “Investire in Hedge Funds” 24/04/2016

larga importanza nei mercati finanziari, raccolgono risparmi dai privati e controllano il volume totale di svariati assets. Essi sono caratterizzati da particolare esigenza in materia di comunicazioni e report, proprio per queste motivazioni hanno effettuato il loro ingresso nell'industria in un secondo momento. I minimi requisiti richiesti consistono in: rapporti regolari, bilanci certificati, valutazioni indipendenti, descrizione delle strategie e frequenti contatti con la squadra manageriale. Determinate richieste che hanno permesso l'entrata di investitori istituzionali sono state necessarie per ovviare alcune lacune che hanno caratterizzato gli hedge fund stessi come¹⁴:

- Mancanza di trasparenza: una larga parte dei manager sono spesso poco propensi a riferire le proprie tecniche di investimento per il timore che esso venga replicato ed il fondo perda l'unicità per cui viene contraddistinto. Tuttavia, esso viene ovviato attraverso la stipulazione di accordi di non divulgazione.
- Strumenti di gestione del rischio sottosviluppati: l'industria per molto tempo è stata poco equipaggiata in termini di gestione del rischio. Gli standard del settore si sono evoluti in modo significativo negli ultimi anni.
- Casi di frode: l'industria ai suoi albori era soggetta a svariati casi di frode di cui il più conosciuto è stato lo schema ponzi di Mazoff. Per gestire questo problema sono stati implementati un numero maggiore di controlli in particolar modo attraverso la creazione del *Chief Operation Officer (COO)*.
- Alte commissioni: le alte commissioni, in particolar modo la *fee* del 20% imposta sui risultati positivi non è stata accettata in un primo momento; tuttavia, la capacità di sovraperformare anche in periodi di crisi ha permesso l'entrata di investitori istituzionali.
- Mancanza di liquidità: gli hedge fund sono prodotti di investimento relativamente illiquidi con liquidità solo mensile o trimestrale. Questa mancanza di liquidità ha anche contribuito a mantenere investitori istituzionali al di fuori dell'industria.

¹⁴ Daniel Capocci "The Complete Guide to Hedge Funds and Hedge Fund Strategies" 2013

1.2.3 Limiti della liquidità

All'interno dell'industria hedge generalmente viene imposto un blocco della liquidità pari ad un anno; esso consiste in un periodo nel quale le attività investite nel fondo vengono bloccate senza possibilità di prelevare il denaro investito. Alla base del periodo di blocco sono poste due motivazioni principali. La prima motivazione trova la propria origine nella necessità di garantire al manager un tempo minimo per mettere in atto strategie al fine di garantire risultati. In secondo luogo, i periodi di blocco permettono di distribuire i flussi di entrata ed uscita in determinati periodi, lasciando altri slot temporali per un focus maggiore su ricerca e implementazione strategica. Inoltre, è presente una moltitudine di strategie di investimento che hanno ad oggetto titoli poco liquidi e che, in caso di uscita anticipata, potrebbero avere ripercussioni negative sulla performance globale del fondo data la difficoltà di vendita. L'introduzione di blocchi di liquidità più morbidi garantisce la possibilità di prelievo in data antecedente a quanto stipulato ma a condizione che avvenga il pagamento di una penale: tale penale in generale corrisponde ad una percentuale dell'investimento effettuato e decresce con il passare del tempo. Ad esempio, nel caso di un periodo di blocco di tre anni la penale potrebbe partire da un 10% del deposito nel primo anno, per diminuire al 5% nel secondo, a 2% nel terzo e azzerarsi finito il periodo di blocco. Queste, all'interno dell'industria, vengono definite necessarie poiché un prelievo anticipato va ad impattare sugli investitori rimanenti. Il termine "data di liquidità" si riferisce al momento in cui può essere effettuato il prelievo da un fondo. Questo indica che i prelievi non possono essere fatti a discrezione dell'investitore, ma in date predefinite che possono avere scadenza mensile, trimestrale o addirittura annuale. È inoltre necessario un periodo di preavviso che stabilisca quanto tempo prima l'investitore deve avvisare il fondo della volontà di prelievo, generalmente il preavviso è compreso tra i 30 e i 90 giorni. I tempi di preavviso saranno maggiori per hedge fund che si avvalgono di strategie poco liquide e vi possono essere casi in cui non è possibile prelevare l'intero investimento in un solo momento ma esso deve essere effettuato seguendo una percentuale del totale per ogni data di liquidità. Tali precauzioni inerenti alla liquidità trovano giustificazione nella volontà del manager di evitare vendite di massa o anche "*panic selling*" e nel tempo necessario per creare liquidità al fine di ripagare gli investitori e garantire una base attiva di investimenti

1.2.4 I rischi

L'intera industria è divisa tra hedge fund che possono vantare un totale *di asset under management* (AUM) pari a miliardi di dollari, ma anche di hedge fund con dimensioni più contenute. Essi si sono evoluti con un ritmo elevato e ciò ha comportato la difficoltà per nuovi manager nel raccogliere fondi mentre i player già presenti e affermati sono stati costretti a limitare il numero di *asset under management*. Queste limitazioni hanno comportato una maggiore velocità nello spostamento di capitale ma anche una maggiore garanzia poiché gli afflussi di capitale in un determinato fondo vengono chiusi prima che la quantità di capitale superi la soglia di gestibilità. La mancanza di una definizione e la conseguente carenza di normative in grado di porre confini giudiziari agli hedge fund porta obbligatoriamente a porre attenzione sui rischi che il fondo è tenuto a fronteggiare. Questi non sono rischi di nuova concezione, o non noti ad altri attori del panorama finanziario, ma nel settore dell'*asset management* dell'industria hedge si vanno ad amplificare senza contare sull'imposizione di strumenti di monitoraggio o controllo.¹⁵

- *Liquidity Risk*: è comprensivo di due profili differenti. Il primo profilo si riferisce alla eventuale impossibilità per il fondo di liquidare un investimento, generalmente esso accade nel caso di investimenti particolarmente grandi o investimenti su asset relativamente illiquidi. Il secondo profilo concerne le problematiche derivanti dai blocchi di liquidità, che quindi non garantiscono una libertà di movimento dei capitali.
- *Leverage Risk*: gli hedge fund si confrontano in maniera maggiore con il rischio di leva data l'assenza limitazioni imposte. Distintivo di fondi che applicano strategie di arbitraggio, l'elevata leva finanziaria usata dai fondi permette di incassare ingenti profitti ma, come nel caso LTMC, essa può portare alla completa dissoluzione di un fondo.
- *Credit Risk*: il rischio di credito è caratteristico della totalità degli intermediari finanziari e si riferisce all'eventuale insolvenza di una società nella quale sono stati effettuati degli investimenti. Per gli hedge fund che adoperano strategie

¹⁵ Cassiani, Spigarelli "Gli hedge fund: caratteristiche, impatto sui mercati e ruolo nelle crisi finanziarie" 08/2009

di investimento *fixed income* poiché un eventuale insolvenza comprometterebbe l'intero andamento del fondo.

- Systemic Risk: il rischio sistemico è quella particolare forma di rischio per cui non sono possibili protezioni, essendo esso intrinseco del mercato, generalmente esso dipende dal verificarsi di eventi su un panorama macroeconomico. Esso esprime il proprio impatto su tutti gli attori del sistema finanziario, tuttavia, essendo collegato alla leva finanziaria, l'eventuale imprevedibilità, come nel caso della pandemia Covid 19, può comportare effetti negativi superiori.

1.3 Hedge funds e mutual funds

I fondi comuni di investimento sono la trasposizione americana dei fondi comunemente chiamati *mutual funds* ed insieme agli hedge funds, nell'ordinamento italiano, fanno parte della famiglia degli organismi collettivi di raccolta del risparmio (OICR). Secondo la definizione riportata dalla SEC nel 2008 i *mutual funds* sono identificati “Una società che riunisce denaro e investe in azioni, obbligazioni o altre attività. Ogni investitore nel fondo possiede azioni che ne rappresentano una parte. I fondi comuni di investimento hanno obbligo di registrazione presso SEC e sono soggetti alle normative sulla protezione degli investitori, comprese le normative che richiedono un certo grado di liquidità, le normative che richiedono la rimborsabilità in qualsiasi momento, le normative che proteggono contro i conflitti di interesse, regolamenti per garantire l'equità nella determinazione del prezzo delle azioni del fondo, regolamenti sulla divulgazione e regolamenti che limitano l'uso della leva finanziaria”¹⁶

1.3.1 Il rendimento assoluto

Alla base della strategia degli hedge fund è presente un obiettivo principale: la ricerca di un rendimento assoluto. Esso consiste in un rendimento che non risente di correlazioni con ulteriori indici di riferimento (*benchmark*) ma che in ogni caso è superiore ai rendimenti ottenuti da altri fondi. Inoltre, il rendimento assoluto è definito *market neutral*, vuol dire che l'hedge fund data la disponibilità di diverse strategie da applicare può raggiungere un risultato positivo anche quando il mercato è in condizioni avverse.

¹⁶ <https://www.sec.gov/reportspubs/investor-publications/investorpubsinwsmfhtml>

L'hedge fund ha quindi l'obiettivo di raggiungere un *alpha*, ossia un rendimento che, a differenza del *beta* corrisponde ad un ricavo completamente indipendente dall'andamento dei mercati di riferimento. Contrastando con quanto appena descritto un fondo comune di investimento ha come obiettivo la ricerca di un rendimento relativo, fissa quindi un *benchmark* che sta ad indicare un target di riferimento. Ciò vuol dire che il fondo fissando un indice da emulare può limitarsi ad una gestione passiva del fondo cercando di sovraperformare il *benchmark* a parità di rischio. Un gestore di *mutual funds* considera qualsiasi deviazione dal benchmark come un rischio, quest'ultimo è misurato in correlazione con il *benchmark* e non in termini assoluti. I *mutual funds* non hanno possibilità di proteggere i propri investimenti da mercati discendenti, a meno che non decidano di vendere o di rimanere liquidi. Gli hedge fund, tuttavia, nel caso di mercati in declino, possono proteggersi attraverso l'implementazione di diverse strategie di copertura capaci, inoltre, di generare rendimenti positivi. Non è la performance generale del mercato che conta, ma piuttosto la performance relativa delle azioni.

1.3.2 Ulteriori differenze

È possibile notare quindi un fine ultimo diverso che andrà a riflettersi nelle modalità di gestione e negli stili di investimento. A differenza dei *mutual funds*, il manager di un hedge funds non incontra limitazioni o ostacoli in fase di selezione di titoli e nella creazione di uno stile strategico di investimento¹⁷. La grande flessibilità nelle opzioni di investimento permette di utilizzare strumenti finanziari che, come è evidenziato nella definizione fornita dalla SEC sono generalmente al di fuori della portata dei *mutual funds*. Gli hedge fund si focalizzano quindi su azioni caratterizzate da maggiore aggressività, come l'utilizzo di derivati, dello short selling e in caso di posizioni poco remunerative anche della leva finanziaria. A differenza di quanto potrebbe implicare la parola "*hedge*", un hedge fund non si identifica in un fondo che copre ogni suo investimento con vari tipi di tecniche. Di fatti l'evoluzione normativa e strutturale del settore ha subito svariate modifiche e ampliamenti con il susseguirsi degli anni. Il fondo può vedere la sua area di investimento limitata solo ed esclusivamente dal proprio mandato di gestione; pertanto, le possibilità di investimento possono spaziare tra tutti i vari strumenti offerti dai mercati

¹⁷ Nigro, Romano "Monitoraggio del rischio sistemico e tutela dell'investitore nella nuova regolamentazione sugli hedge funds nel Dodd-Frank Act e nella AifmD" 25/11/2011

finanziari¹⁸. Nell'industria hedge, inoltre, non sono presenti limitazioni all'uso della leva finanziaria che può avere effetti deleteri sull'intero fondo. Al contrario, è più naturale per i fondi comuni di investimento attuare degli investimenti tradizionali di tipo "long only" in quanto consistono in investimenti in azioni o obbligazioni escludendo l'uso della leva finanziaria. I *mutual funds* essendo maggiormente regolati hanno limiti rigorosi sulla leva finanziaria, sui requisiti di diversificazione del portafoglio e sui requisiti di liquidità che consentono ai loro investitori di poter essere rimborsati in qualsiasi momento. Un numero ben ristretto di *mutual funds* si avvale di strategie short poiché, nel caso esse non siano completamente vietate, comportano elevati costi di gestione nel mantenimento del portafogli. Queste limitazioni non permettono un ampio margine di movimento sul mercato o il perseguimento di una vasta gamma di opportunità di arbitraggio. Inoltre, gli hedge fund, data la presenza dei blocchi di liquidità esposti nei paragrafi precedenti, forniscono meno liquidità rispetto ai fondi comuni di investimento. Quanto detto si traduce in una solidità maggiore della base patrimoniale del fondo. In pratica, mentre le attività dei fondi comuni tendono a rimanere relativamente stabili nel tempo, nel caso degli hedge fund il rimborso è limitato. Questa peculiarità permette di assumere posizioni con termine maggiore e rende possibile investire in titoli caratterizzati da minore liquidità dato che i flussi in entrata e in uscita sono distribuiti in periodi prefissati. I fondi comuni di investimento generalmente non hanno limitazioni riguardanti il numero di investitori e le loro qualità, è quindi possibile trovare un numero cospicuo di investitori non tenuti a rispettare alcuna norma specifica; l'unico vincolo da rispettare per poter investire in un fondo comune di investimento è possedere l'importo corrispondente all'investimento minimo. Questo è in genere corrispondente a \$1000, ma a discrezione del fondo possono essere imposte anche somme minori. Gli hedge fund americani in genere devono limitare il numero di investitori a 99 o 499¹⁹. Inoltre, tali investitori devono essere accreditati o qualificati, e l'investimento minimo è superiore al milione di dollari. Nei paesi europei regolamentati i vincoli sono dello stesso ordine, ma gli investimenti minimi tendono ad essere significativamente più bassi, a € 125.000 o € 250.000.

¹⁸ H.Kent, "Hedge Funds: Structure, Strategies, and Performance" Oxford University Press 2017

¹⁹ Filippo Stefanini "Investment Strategies of Hedge Funds" 2006

Capitolo 2

Le strategie di investimento

Classificare un hedge fund è un procedimento caratterizzato da svariate incognite.

A differenza dei mutual fund, questi fondi sono infatti definiti in primo luogo in base allo stile di investimento e solo in un secondo momento in base al gestore, settore o mercato. Spesso, tuttavia, gli hedge fund sono gestiti secondo più stili e possono quindi trovarsi a cavallo di varie categorie. Proseguendo, è possibile notare come all'interno di una data strategia d'investimento vi siano fund managers caratterizzati da uno stile così particolare da essere unico. Con l'evoluzione del settore degli hedge fund, ma anche del mondo finanziario generale, si è sviluppato un numero di strategie particolarmente vasto e articolato, poiché ogni stile è frutto di basi scientifiche ma, allo stesso tempo, delle sfumature personali di ogni individuo; risulta pertanto complesso classificare le strategie, in particolar modo dal momento che esse non sono un universo statico, ma sono soggette a costante cambiamento ed espansione.

2.1 Relative value

Un fund manager che persegue una strategia *relative value*, detta anche di valore relativo, ha l'obiettivo di trarre profitto dalle disparità del valore tra i titoli i cui prezzi sono stati storicamente legati tra loro. Vengono messe in atto strategie di arbitraggio, assumendo posizioni lunghe e corte nei confronti di inefficienze di mercato che mostrano discrepanze in situazioni finanziarie diverse. Caratteristica del valore relativo è il basso grado di rischio e di volatilità, il che rende questa strategia particolarmente attraente ma solo a condizione che il fund manager sia disposto a fare un largo uso della leva finanziaria. Infatti, il profitto unitario portato dall'attuazione della strategia stessa è marginale, dato il grado di rischio; proprio per questo l'uso della leva finanziaria è necessario al fine di amplificare e giustificare il cospicuo investimento effettuato. L'evoluzione dell'industria hedge ha portato alla creazione di una vasta moltitudine di sub-strategie; tuttavia, è possibile riportare tre sub-strategie principali *relative value* che hanno come differenza maggiore il tipo di titolo preso in considerazione:

- Convertible arbitrage
- Fixed income arbitrage
- Equity market neutral

2.1.1 Convertible arbitrage

La strategia *convertible arbitrage* (arbitraggio su titoli convertibili) corrisponde a un arbitraggio che ha come fine ultimo lo sfruttamento delle discrepanze presenti tra un'obbligazione convertibile (acquistata) e lo strumento azionario sottostante (venduto allo scoperto).

Un'obbligazione convertibile, come riportato da borsa italiana nel proprio sito web, “è un titolo che dà al titolare il diritto di scambiare un'obbligazione con un numero predefinito di azioni, in qualsiasi momento tra la data di emissione e la scadenza dell'obbligazione”²⁰; Si tratta di strumenti ibridi, con alcune caratteristiche specifiche delle azioni e altre specifiche delle obbligazioni: ciò comporta che la loro valutazione sia complessa, combinando elementi e caratteristiche di entrambi gli strumenti finanziari.

Gli arbitraggisti che applicano questa strategia mirano a trarre profitto dalla complessa relazione di prezzo che esiste tra le obbligazioni convertibili e il loro sottostante azionario, poiché il prezzo dell'obbligazione diminuirà generalmente meno dell'azione nei mercati in calo, e performerà in maniera maggiore durante i mercati in rialzo. Questo può essere spiegato dal fatto che la parte obbligazionaria del titolo rappresenta un margine di sicurezza, una sorta di cuscinetto quando il prezzo del titolo sottostante scende; d'altra parte, il valore dell'opzione per convertire le obbligazioni cresce quando il prezzo del titolo sottostante aumenta. Queste relazioni sono presenti ma non lineari, ed è la loro stima a rendere questo tipo di strategia di non facile applicazione²¹. Per stimare il potenziale delle aziende viene utilizzata l'analisi fondamentale incentrata sulle caratteristiche delle obbligazioni convertibili, come il rapporto tra premio di conversione e il rapporto di conversione, qualsiasi caratteristica opzionale allegata al titolo, la probabilità di default dell'emittente, il valore cedolare e il rendimento. I gestori aprono una posizione quando identificano un'obbligazione sottovalutata e vendono allo scoperto l'azione sottostante: in

²⁰ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/obbligazione-convertibile.html>

²¹ Daniel Capocci “The Complete Guide to Hedge Funds and Hedge Fund Strategies” 2013

questo modo viene creata una posizione neutrale sul mercato, o almeno una posizione con un'esposizione limitata ai mercati.

Quanto detto permette di ottenere profitti a seconda dell'evoluzione della correlazione tra l'obbligazione convertibile e l'azione. Le posizioni bilanciate consentono ai gestori di limitare l'esposizione del fondo a movimenti improvvisi sul lato azionario. Il bilanciamento dipende anche dalle condizioni di mercato: in caso di mercato ribassista vi sarà la tendenza a vendere una proporzione di azioni vicine al rapporto di conversione delle obbligazioni, mentre in caso di mercato rialzista vi sarà una vendita percentuale inferiore, con il fine ultimo di mantenere una certa esposizione al mercato.

I gestori devono integrare molti fattori quando decidono quale esposizione di mercato vogliono mantenere; questi includono il prezzo delle azioni della società, la curva dei tassi d'interesse, la volatilità del sottostante azionario e il rapporto dei dividendi. La strategia ricerca obbligazioni che sono vicino al loro *bond floor*, esso indica il valore dell'obbligazione convertibile senza l'opzione di conversione ma che è altamente sensibile all'aumento dell'azione sottostante.

Due fattori influiscono sul prezzo dei titoli. Da un lato c'è l'evoluzione del mercato nel suo complesso e dall'altro ogni elemento che è specifico dell'emittente. In questo contesto, il mercato comprende non solo il mercato azionario ma anche quello del reddito fisso. Le obbligazioni convertibili combinano le caratteristiche di entrambi i mondi; il loro prezzo varierà a seconda della volatilità dei mercati azionari, dei cambiamenti nei tassi d'interesse, dei cambi valutari e persino degli eventi politici²².

Le posizioni assunte in questa strategia vengono chiuse vendendo il convertibile e ricomprando le azioni. Vari movimenti possono spingere un manager a chiudere una posizione:

- Il prezzo dei titoli evolve positivamente: il prezzo del convertibile aumenta o il valore delle azioni scende, il che significa che il manager realizza i rendimenti attesi.
- Il prezzo dei titoli evolve negativamente: il prezzo della convertibile scende o il valore delle azioni sale, il manager decide di realizzare la perdita o di chiudere le posizioni corte.

²² Gentili, Visconti "Gli hedge funds: modelli di business e valutazione delle sgr speculative" Banche e banchieri-2005

- Stress di liquidità: il potenziale rischio di liquidità porta il gestore a chiudere la propria posizione.
- L'emittente impone una conversione forzata delle obbligazioni.

2.1.2 Fixed income arbitrage

Il *fixed income arbitrage* è una sotto-strategia della categoria *relative value*. I fund specializzati in questa assumono posizioni controbilanciate in titoli a reddito fisso, investendo principalmente in prodotti di debito e valute ed utilizzando ampiamente anche i prodotti derivati. L'iter strategico prevede che vi sia un'analisi supportata da modelli analitici che vada ad affiancare l'identificazione dei prezzi errati presenti sul mercato e quindi la ricerca di uno spread relativo ad una situazione di equilibrio. Una volta identificato lo spread vengono assunte posizioni long/short perfettamente bilanciate nel caso in cui quest'ultimo non sia giustificato e si preveda una futura convergenza. Questa strategia è caratterizzata da una ciclicità di apparizione, in quanto è stata la più nota negli anni '80 per poi essere abbandonata all'inizio del nuovo millennio²³. Al momento invece sta affrontando una ripresa, dovuta principalmente all'emersione di nuovi prodotti complessi e derivati che ne consentono un'applicazione più specifica. All'inizio, i manager identificano le relazioni a lungo termine che si instaurano tra prodotti caratterizzati da tassi di interesse. Queste relazioni vengono poi monitorate al fine di cogliere delle fluttuazioni che eccedano i limiti storici; le ragioni tipiche dietro questi movimenti includono eventi di mercato, shock esterni o cambiamenti nelle preferenze degli investitori. Quando la relazione effettua un movimento al di fuori del range di normalità vengono assunte posizioni nel caso si preveda un futuro ritorno allo standard storico. Questo tipo di fondi sono presenti su tre diverse tipologie di mercati:

- Il mercato dei tassi d'interesse: i manager attueranno operazioni come gli *spread trades* (prendere posizione sulla differenza di prezzo delle obbligazioni), *curve trades* (anticipazione a proposito della curva dei tassi di interesse) e spread sui livelli di volatilità.

²³ Daniel Capocci "The Complete Guide to Hedge Funds and Hedge Fund Strategies" 2013

- Mercato del credito: i manager che operano sul lato del credito possono essere divisi in valore relativo e long/short. Il primo caso include posizioni combinate tra obbligazioni e il credit default swap associati, arbitraggi inter-valutari o la ricerca di rendimenti asimmetrici nelle nuove emissioni; il secondo caso include invece una serie di posizioni long/short controbilanciate su strumenti diversi come credit default swap, obbligazioni, la struttura del capitale societario (posizioni di valore relativo tra obbligazioni e azioni) o posizioni bilanciate con diverse scadenze.
- Mercato valutario: le posizioni sono solitamente direzionali (lunghe o corte) o di valore relativo.

Nella grande maggioranza dei casi il fondo include prodotti derivati come swap o contratti forward, e i principi rimangono gli stessi delle strategie azionarie; la differenza risiede nei titoli utilizzati. L'effetto di una variazione dei tassi d'interesse risulta essere controllabile se si selezionano strumenti che reagiscono con la stessa intensità alle variazioni dei tassi d'interesse. I fund manager realizzano guadagni nel caso in cui le aspettative siano corrette e i prezzi dei titoli tornino ai livelli originali. Quando i manager combinano posizioni lunghe e corte estrapolano piccole opportunità di arbitraggio; tuttavia, il livello complessivo di rischio del portafoglio tende ad essere più basso di quanto suggerisca l'esposizione lorda. Gli spread di prezzo sono generalmente molto lievi, quindi questa strategia implica solitamente l'uso della leva finanziaria per amplificare l'impatto dei movimenti. Tuttavia, ciò non risulta sempre necessario durante i periodi volatili in cui la correlazione storica subisce oscillazioni nettamente più significative, come nel 1998 e nel 2011-2012.

Le principali sfide di questa strategia stanno nel definire la situazione di equilibrio e nell'anticipare le variazioni future rispetto a questa relazione. È difficile anticipare quale relazione può presentarsi nel prossimo futuro, e se il cambiamento identificato può essere definito temporaneo o se porterà transazioni strutturali dell'azienda sul lungo periodo.

2.1.3 Equity market neutral

Il nome della strategia *market neutral* fornisce informazioni chiare sul fine ultimo perseguito da questo tipo di fondi: investire in azioni ricercando un'esposizione nulla, o

minima, rispetto al mercato. Indipendentemente dai titoli selezionati, i gestori proteggono il portafoglio dal rischio sistemico attraverso un'esposizione neutrale frutto della combinazione di posizioni lunghe e posizioni corte. Il processo di investimento viene solitamente applicato su più mercati, settori e industrie. Un sottoinsieme della strategia equity market neutral del mercato azionario comprende gli *statistical arbitrage fund*, che utilizzano modelli quantitativi di prezzo per costruire un portafoglio diversificato e neutrale rispetto al mercato²⁴.

Ci sono vari modi per stimare l'esposizione al mercato e per definire la neutralità di un portafoglio. Un esempio consiste nel neutralizzare il *beta* del portafoglio combinando posizioni lunghe e corte con esattamente lo stesso *beta*; individuare una misura precisa per il *beta* risulta tuttavia particolarmente difficile, data la volatilità dello stesso. Il rischio di mercato non è l'unico rischio che i gestori si trovano a dover fronteggiare; esso può essere coperto anche solo parzialmente, ma è necessario tener conto di rischi di natura settoriale e valutaria. Questi ultimi sono presenti come fonti di alfa e quindi rischio intrinseco della strategia applicata. In pratica, i gestori tendono a definire la neutralità investendo lo stesso importo in posizioni lunghe e corte oppure definendo un limite di esposizione netta ex-ante che solitamente può essere identificato attorno al 10 %. In un fondo neutrale che ha come oggetto una valuta, ad esempio, l'euro, per quanto neutrale rispetto alla valuta, non sarà mai un fondo puramente neutrale rispetto al rischio del mercato; le posizioni corte sono in genere titoli a beta più elevato che sono più volatili delle posizioni lunghe. Non è quindi insolito che un manager vada ad aprire posizioni lunghe con un beta inferiore a uno e posizioni corte con un beta superiore a uno, il che va a formare una posizione netta semi-neutrale aggiustata rispetto al beta²⁵.

I principi di base della strategia *equity market neutral* sono simili alla strategia *long/short equity*. I gestori assumono posizioni lunghe e corte posizioni in azioni. Tuttavia, alcune importanti differenze vanno a definire il confine tra le due strategie. In primo luogo, mentre i gestori *equity market neutral* si affidano esclusivamente alle loro capacità di selezione dei titoli per offrire rendimenti, i gestori azionari *long/short* manterranno in media un'esposizione lunga al mercato nel tempo. Inoltre, in alcuni casi gestiranno attivamente l'esposizione per estrarre un profitto maggiore passando da posizioni neutrali

²⁴ H.Kent, "Hedge Funds: Structure, Strategies, and Performance" Oxford University Press 2017

²⁵ Neil o'hara and Roger Wohlner "The Various Strategies of Hedge Funds" 31/01/2021

o addirittura corte nette a un'esposizione lunga aggressiva: è, questa, un'altra fonte di rischio e di potenziale alfa. Infine, i fondi *long/short* tendono ad essere gestiti da *stock picker* che si concentrano fortemente sull'analisi fondamentale; essi tendono ad avere un portafoglio relativamente di 50-80 titoli, mentre i fondi *equity market neutral* tendono ad essere maggiormente diversificati.

Ci sono vari modi per costruire un portafoglio market neutral:

1. Il manager assume posizioni lunghe sui titoli che ritiene essere sottovalutati (sia qualitativamente o quantitativamente) e posizioni corte su titoli sopravvalutati, senza cercare di fare alcun collegamento tra loro.
2. Il manager assume posizioni con l'intento di bilanciare le posizioni in società che hanno legami tra loro; in questo caso il gestore stima che un titolo risulta essere troppo economico/costoso rispetto all'altro
3. Vengono creati dei sotto portafogli nel quale vi sono posizioni lunghe in determinati settori e corte in altri ricercando una esposizione complessiva rispetto al mercato neutrale.

Gli equity market neutral funds non hanno intrinsecamente nessuna esposizione, o quantomeno hanno un'esposizione rispetto ai mercati particolarmente limitata, e, dato che le posizioni long sono grandi tanto quanto quelle short, la qualità della strategia applicata è misurata non solo in termini di risultato assoluto ma soprattutto rispetto al *risk free rate*²⁶, che consiste nel tasso di interesse che un investitore può aspettarsi di guadagnare su un investimento che comporta zero rischi.

2.2 Event-driven

Gli hedge funds che focalizzano il proprio stile di investimento su strategie *event-driven* concentrano la propria attività su inefficienze di prezzo di compagnie dovute a particolari eventi aziendali. Il termine "eventi" si riferisce in maniera specifica ai momenti caratterizzanti la vita di un'impresa, come fallimenti, ristrutturazioni, cambiamenti di rating, inserimento in indici, *M&A* e, più in generale, qualsiasi situazione in cui l'insieme delle attività aziendali venga sostanzialmente modificato. Le strategie *event-driven* sono

²⁶ <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/risk-free-rate/>

anche chiamate *special situation* e sono caratterizzate da eventi catalitici in grado di guidare il prezzo in direzione di un nuovo valore: l'incertezza derivante dall'esito di queste situazioni dà vita a opportunità di investimento per gli specialisti in grado di prevederle correttamente. Tuttavia, essendo queste situazioni di difficile previsione, i fund manager possono anche solo limitarsi alla gestione delle stesse poiché, in caso l'evento catalitico non abbia luogo, le posizioni aperte rischierebbero di perdere valore andando a erodere l'intero capitale del fondo. A differenza di strategie *market neutral*, i fondi *event driven* sono soggetti a correlazione, per quanto minima, con il mercato, in quanto gli impieghi risultano superiori alle vendite allo scoperto e la debolezza dei mercati azionari può essere causa del fallimento di operazioni aziendali²⁷. L'attività centrale degli *event-driven funds* è costituita da due tipi di sub strategie: *merger arbitrage* e *distressed securities*.

2.2.1 Merger arbitrage

La strategia *merger arbitrage*, anche detta *risk arbitrage*, ha l'obiettivo di effettuare investimenti in società impegnate in fusioni o acquisizioni. Questi eventi suscitano particolare interesse poiché l'incertezza che essi portano è fonte di opportunità di arbitraggio e sono esposti al rischio che l'accordo non venga concluso, o che venga concluso in maniera differente da quanto annunciato in fase iniziale. Le posizioni vengono aperte con l'annuncio di un'offerta per una società o una fusione. Quando viene identificata un'opportunità, attraverso la pubblicazione di offerte viene effettuata una stima delle probabilità di successo della transazione e del tempo necessario. Durante questa prima fase, la valutazione del potenziale fallimento è fondamentale, dato che la maggior parte dei fallimenti tende a verificarsi all'inizio del processo. In ogni caso, i manager cercano di stimare non solo la probabilità di successo ma anche come la transazione sarebbe percepita dal mercato, per poi assumere posizioni più grandi quando la quantità di informazioni disponibili è più importante e quando la transazione diventa più certa. Quando un'azienda ha l'obiettivo di comprarne un'altra, è necessario offrire un premio rispetto al prezzo di mercato per ottenere l'interesse degli attuali azionisti. Il livello

²⁷ Nigro, Romano "Monitoraggio del rischio sistemico e tutela dell'investitore nella nuova regolamentazione sugli hedge funds nel Dodd-Frank Act e nella AifmD" 25/11/201

del premio dipende da molti fattori, tra cui le condizioni di mercato, la performance dell'azienda target, la salute finanziaria dell'acquirente e il rischio che l'acquirente si esponga a rischi.

L'offerta di un premio per una società ha generalmente un effetto positivo, poiché comporta un apprezzamento del valore delle azioni della società target²⁸. Allo stesso tempo, l'incertezza intorno alla transazione ha un impatto sul prezzo dell'acquirente, che tende a diminuire. Le posizioni di arbitraggio sulle fusioni sono costituite da una posizione lunga nella società target acquistata e da una posizione corta sull'acquirente. Tale strategia viene attuata quando l'acquirente paga la società target in azioni e, combinando sia posizioni long che short, comporta una copertura che va a limitare il rischio. Nel caso in cui l'offerta venga fatta in contanti, il manager assume di solito una posizione lunga nella società target senza *shortare* l'acquirente: in questo caso non si tratta più di una posizione di arbitraggio. L'obiettivo del manager non è quello di anticipare l'evento, bensì di trarre profitto dall'incertezza derivante dall'annuncio.

Vengono considerati tre tipi principali di situazioni:

- **Acquisizione amichevole:** in una acquisizione o fusione amichevole, l'offerta di acquisto è caratterizzata da un prezzo superiore rispetto al valore di mercato; la strategia si risolve in un arbitraggio composto da posizioni lunghe assunte sulla società che sarà acquistata e posizioni corte sulla società.
- **Acquisizioni ostili:** nel caso di un'acquisizione ostile il rischio è sostanzialmente maggiore rispetto ad una acquisizione amichevole, e il manager ha l'obiettivo di andare a stimare la probabilità con la quale gli azionisti della società target saranno costretti a cedere le proprie azioni.
- **Vendite parziali:** La terza categoria comprende la vendita parziale o totale di un'azienda che tende ad essere al di sotto del prezzo di mercato o del suo valore intrinseco, la vendita di una parte della propria attività crea opportunità di arbitraggio.

Qualunque sia il tipo di acquisizione, il ruolo centrale dell'intera strategia è ricoperto dallo *spread* di arbitraggio. Esso consiste nella differenza tra il premio offerto per le azioni della società target dalla società acquirente e il prezzo al quale le azioni continuano

²⁸ H.Kent, "Hedge Funds: Structure, Strategies, and Performance" Oxford University Press 2017

ad essere negoziate. Tale *spread* è frutto di due motivazioni principali: la prima prende in considerazione il valore temporale del denaro e quindi il tempo necessario affinché l'azione possa essere completata; la seconda è frutto invece dell'incertezza che l'acquisizione porta con sé, in quanto in caso di esito positivo lo *spread* tra il valore dei due titoli, inizialmente diversi, andrà ad azzerarsi. Allo stesso modo, nel caso in cui l'acquisizione non dovesse avere esito positivo lo *spread* andrà ad allargarsi ulteriormente, comportando quindi delle perdite. Acquistando le azioni della società target e vendendo allo scoperto le azioni della società acquirente, il fund manager mette in atto una strategia di arbitraggio nella quale, in caso di riuscita, i due titoli convergeranno allo stesso valore, venendo meno la duplicità dei valori mobiliari con l'annullamento dello *spread*.

2.2.2 Distressed securities

I titoli *distressed securities* sono azioni, obbligazioni, crediti commerciali o prestiti finanziari di società sull'orlo, nel mezzo o che stanno emergendo dalla bancarotta. In ogni caso, anche seguendo la traduzione letterale "titoli in sofferenza" è possibile comprendere come questa strategia abbia ad oggetto aziende immerse in una situazione finanziaria avversa. Possono essere identificati come titoli di debito che sono detenuti pubblicamente e scambiati con un grande sconto rispetto al loro prezzo di emissione che, se l'emittente non va in default, offrono un rendimento significativo, tipicamente il 10% in più rispetto ai Buoni del Tesoro USA con scadenza comparabile. I titoli in difficoltà, però, possono includere anche quei prestiti bancari e altri debiti collocati privatamente delle stesse o simili entità con problemi operativi piuttosto acuti. La qualità di qualsiasi obbligazione si basa sulla capacità finanziaria dell'emittente di far fronte ai pagamenti di interessi e di restituire l'intero capitale alla scadenza. I servizi di rating aiutano a valutare il credito delle obbligazioni e sono anche un buon indicatore della qualità di un emittente rispetto ad altre obbligazioni; i manager dovranno quindi ricercare attivamente la presenza di news negative che possono andare ad influenzare le azioni o chi le emette. La ricerca è focalizzata su titoli che sono stati eccessivamente affondati dal mercato, ma con buone probabilità di risalita. A seconda della situazione dell'emittente è possibile individuare quattro tipi di *distressed securities*:

- *Pre-reorganization securities*: titoli di società che stanno entrando ristrutturazione e dove è facile vendere allo scoperto i titoli della società. Il profilo di rischio è alto, ma allo stesso tempo il premio di rischio è considerevole.
- *Interim-reorganization*: titoli di società in linea con il piano di ristrutturazione. Una vasta gamma di investitori detiene i nuovi titoli di debito mentre la società fronteggia una situazione di liquidità positiva.
- *Mature distressed*: il piano di riorganizzazione è operativo e i titoli dell'azienda ristrutturata iniziano a riflettere le migliori condizioni di salute finanziaria.
- *Deeply distressed*: l'azienda insolvente viene liquidata e i titoli distressed scambiano a un prezzo inferiore rispetto al tasso di recupero dell'azienda, anche nello scenario peggiore. È possibile identificare opzioni poco costose su eventi potenzialmente positivi, come valori di recupero più elevati o un numero di azioni legali e passività inferiore al previsto.

Il manager di un hedge fund può trarre profitto da queste situazioni in due modi diversi: in primo luogo attraverso un investimento passivo, il che vuol dire che vi sarà l'acquisto dei titoli in sofferenza e la successiva vendita, evitando quindi di esercitare pressioni in grado di influenzare la società o il procedimento di fallimento. In secondo luogo, attraverso un investimento attivo: l'hedge fund mira ad acquistare un numero di titoli in grado di permettere l'esercizio di una influenza nel processo di ristrutturazione fallimentare.

2.3 Directional strategies

Le strategie directional, anche dette direzionali, sono caratterizzate dall'assunzione di determinate posizioni relative alla previsione della tendenza dei mercati. Esse contano varie similitudini con le strategie market neutral, ma non possono essere definite neutrali data la loro esposizione netta lunga. In aggiunta, un hedge fund che persegue strategie di tipo direzionale è soggetto a oscillazioni maggiori e a un coefficiente di volatilità superiore che comportano un rendimento maggiore ma non svincolato dall'andamento dei mercati. Possono essere individuate due strategie che vanno a definire il concetto di *directional*: *global macro* e *long/short equity*.

2.3.1 Global Macro

Un hedge fund che persegue una strategia di investimento global macro è caratterizzato da una concentrazione dell'universo di investimento su fattori macroeconomici²⁹. I manager adottano un approccio che prevede l'assunzione di posizioni basate su previsioni di cambiamenti nell'ambiente economico globale. Tali cambiamenti si riflettono su indicatori economici come prezzo delle azioni, delle valute, delle materie prime, dell'inflazione ed altri indicatori di politica monetaria o fiscale. Viene utilizzato un approccio top down, il che significa che in fase di costruzione delle posizioni il manager partirà scegliendo prima variabili più generali come il Paese ed il settore, e solo in seguito verranno selezionati titoli specifici. I manager di fondi macro-global hanno quindi l'obiettivo di sviluppare una visione eterogenea dei mercati globali e internazionali al fine di trarre profitto da qualsiasi discrepanza venga alla luce.

L'iter di investimento inizia attraverso l'analisi delle tendenze macroeconomiche legate alle politiche governative o monetarie; gli investimenti possono essere successivamente eseguiti in uno o più mercati con indici di correlazione differenti, il che permette di diminuire il rischio generale attraverso la diversificazione. A seconda delle opportunità, i macro-hedge funds si espongono a uno o più settori o mercati attraverso strumenti finanziari diversificati, con l'obiettivo di realizzare guadagni mediante la corretta anticipazione di movimenti macroeconomici.

Nel caso pratico, l'opportunità di investimento nasce da una tendenza macroeconomica che si fonde con un bias degli investitori dominanti in modo tale che entrambi si rafforzino a vicenda. Un chiaro esempio di ciò è l'accelerazione della crescita macroeconomica sostenuta da importanti investimenti avvenuta negli anni precedenti al 2000: il prezzo di mercato è aumentato rapidamente e significativamente fino a quando i valori dei titoli si sono discostati in maniera talmente evidente dal loro valore reale da far apparire nuove opportunità³⁰; a quel punto, il mercato non era più sostenuto da partecipanti come investitori istituzionali e questa mancanza di fiducia portò ad un'inversione di tendenza. Durante la crisi, questo punto di svolta può essere identificato da importanti cambiamenti politici che spingono i mercati in incertezza e che mirano a riportare la tendenza alla

²⁹ <https://www.hfr.com/hfr-hedge-fund-strategy-classification-system>

³⁰ Cassiani, Spigarelli "Gli hedge fund: caratteristiche, impatto sui mercati e ruolo nelle crisi finanziarie" 08/2009

normalità. Le fluttuazioni insolite di prezzo che vengono ricercate dai gestori macro sono discostamenti dai valori di mercato in grado di portare a un profitto, dato che il premio di rischio è più lontano dalla situazione di equilibrio ed è possibile investire di conseguenza. Il tempismo rimane alla base di questo stile di investimento, poiché le condizioni straordinarie che hanno portato ad una situazione specifica, una volta esaurite, possono essere seguite da controtendenze in grado di portare a perdite o, in caso di previsione, ad ulteriori profitti. Secondo la strategia di investimento macro si considerano la maggior parte delle fluttuazioni dei prezzi nei mercati finanziari come tendenti a rimanere entro una deviazione standard intorno alla media, classificando questo livello di volatilità come normale. Nel caso in cui fluttuazioni dei prezzi vadano a superare la distanza di una deviazione standard dalla media vi è l'emersione di opportunità. Le opportunità di arbitraggio eccezionali superano le due deviazioni standard ed emergono quando i movimenti sono significativi, in questo caso i profitti vengono realizzati posizionando il fondo in modo tale che si possa trarre profitto da un ritorno alla media o dall'anticipazione ulteriori movimenti³¹. Esempi di tali movimenti includono quelli nel mercato delle obbligazioni in eurodollari nel 1994, la crisi asiatica nel 1997-1998 e la crisi finanziaria succeduta al 2007.

A differenza delle strategie applicate da altri gestori di hedge fund, la strategia macro è identificata maggiormente come un approccio globale che come una strategia ben precisa e definita. Allo stesso modo molte strategie adottate dai fondi hedge necessitano di un particolare ambiente economico per essere messe in atto, mentre la strategia macro si differenzia permettendo un'applicazione in qualunque ambiente economico non appena se ne presenti l'opportunità. I manager adottano l'analisi fondamentale e/o tecnica per ottenere una visione globale di un Paese, e in molti casi useranno l'analisi tecnica al fine di determinare se le tendenze a lungo termine possono essere verificate o meno a breve termine.

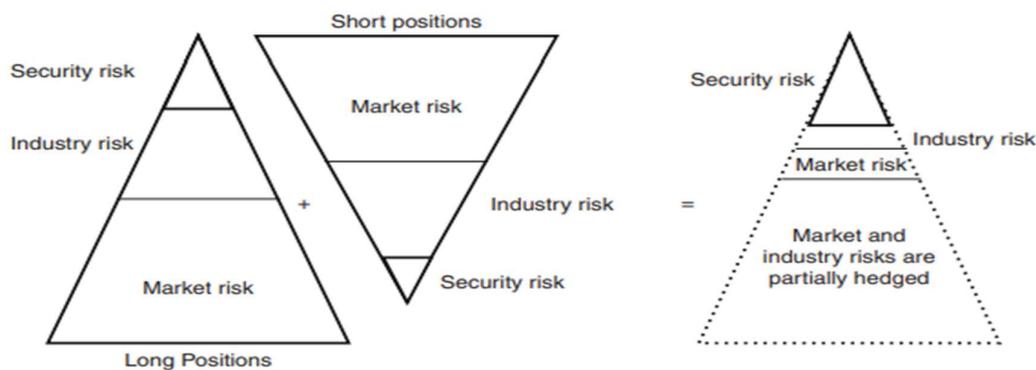
2.3.2 Long short equity

Chiamata anche "equity hedge", il nome long/short deriva dalle origini pratiche dello stile di investimento, in quanto i manager assumono sia posizioni lunghe che corte in azioni.

³¹ Degregori and partners "Investire in Hedge Funds" 24/04/2016

Questa strategia è la più vicina a quella implementata da Alfred W. Jones, il padre dell'industria degli hedge fund, quando per la prima volta venne resa nota la possibilità di ridurre il rischio del mercato attraverso l'uso di posizioni contrastanti nello stesso portafoglio. I rendimenti hanno due fonti, e queste dipendono in misura maggiore dall'abilità del gestore di selezionare i titoli giusti da comprare e vendere mantenendo una certa esposizione al mercato. Al fine di applicare questa strategia vengono analizzate una vasta gamma di società per poter valutare la situazione attuale e i movimenti futuri; la valutazione procede con un confronto dei prezzi rispetto ai valori storici e alla situazione generale mostrata dal mercato.

Figura2-“Strategia long/short”



Fonte: *“The Complete Guide to Hedge Funds and Hedge Fund Strategies”*-Daniel Capocci (2013)

La figura riportata permette di comprendere la strutturazione di un portafoglio long/short attraverso tre triangoli. I primi due corrispondono rispettivamente al portafoglio costituito con posizioni lunghe e il portafoglio formato da posizioni corte. È possibile notare come entrambi, seppure con proporzioni diverse, siano esposti al rischio di mercato, industriale e specifico del titolo. La loro somma è rappresentata dall'ultimo triangolo, in cui viene mostrato come avvenga un bilanciamento per il rischio settoriale e il rischio di mercato, mentre il rischio specifico del titolo risulta essere il più influente dei tre. Lo schema di investimento di questi fondi è comune per tutti, poiché investono in titoli sottovalutati e vendono allo scoperto titoli sopravvalutati, anticipando la direzione del mercato nel suo complesso e mantenendo una certa esposizione. Tuttavia, con l'evoluzione degli stili si è assistito all'adozione di ulteriori sub-strategie caratterizzate dalla specializzazione dei

portafogli stessi, ad esempio fondi orientati alla crescita o al valore e fondi specifici per regione o Paese. Alcuni gestori implementano posizioni di *pair trading*; ciò si basa sull'idea di assumere posizioni long/short in società che non sono indipendenti ma che possono vantare un legame, ad esempio societario o settoriale. In ulteriori casi lo short viene usato esclusivamente allo scopo di copertura e non di generazione di un alfa: esplicitivi sono i casi in cui le posizioni lunghe su titoli vengono controbilanciate con posizioni corte in future su indici o facendo uso di opzioni. In condizioni di mercato rialzista, i gestori long/short generalmente hanno più del 75% del loro portafoglio in posizioni lunghe e il 25% in posizioni corte, ma in condizioni di mercato più difficili la tendenza è opposta: le posizioni lunghe tendono a diminuire, fino al 50%, e gli short aumentano, raggiungendo la stessa percentuale³². Importante notare come la strategia azionaria long/short sia particolarmente simile alla strategia equity market neutral in quanto entrambe combinano posizioni lunghe e corte in azioni. La differenza principale deriva dal fatto che i fondi azionari long/short tendono ad avere una predominanza di posizioni lunghe e ad avere un'esposizione al mercato azionario nel tempo, mentre i fondi equity market neutral rimarranno sempre neutrali. I fondi azionari long/short mirano a offrire un'esposizione lunga durante i rally di mercato e ad avere una copertura contro il rischio di mercato in condizioni di mercato volatile. I fondi market neutral effettuano una focalizzazione sulla relazione tra i titoli piuttosto che sulla loro evoluzione rispetto ai movimenti del mercato.

2.4 Multistrategy e funds of funds

I fondi multi-strategia, a differenza dei funds of funds, sono gestiti internamente e non da gestori esterni al fondo stesso. Essendo prodotti offerti da un singolo gestore, essi possono essere identificati come fondi diversificati non raggruppabili in una macro-strategia, bensì come prodotti in grado di trascendere le categorizzazioni precedentemente riportate. All'interno dei multistrategy funds vengono tipicamente combinate un numero di strategie compreso tra due e cinque in grado di offrire un prodotto diversificato con esposizioni differenti. A seconda del caso particolare, possono essere offerti fondi

³² Daniel Capocci "The Complete Guide to Hedge Funds and Hedge Fund Strategies" 2013

individuali, un fondo multi-strategia o proporre un portafoglio diversificato. La gestione di ogni strategia è eseguita in maniera indipendente dalle varie divisioni del fondo; è tuttavia possibile trovare raggruppamenti dovuti a similarità operative e funzionali come nei casi di arbitraggi. Come per i fondi di fondi, il capitale è allocato tra i vari gestori al fine di limitare l'esposizione al rischio del gestore e della strategia. A differenza di questi ultimi, si assisterà a una diminuzione del coefficiente di diversificazione dovuto alla difficoltà operativa di inserire all'interno dello stesso fondo gestito internamente un numero elevato di strategie.

I fondi multistrategia possono essere di due tipi: nel primo caso il gestore alloca patrimonio tra vari fondi o conti gestiti da squadre indipendenti che implementeranno varie strategie di investimento; seguendo questo iter il sotto portafoglio sarà caratterizzato da una sola strategia. Nel secondo caso è presente un unico team formato da diversi specialisti che hanno in carico una parte specifica del patrimonio.

La prima fonte di attrazione che caratterizza i fondi multistrategia, come anche i fondi di fondi, è la garanzia di una esposizione diversificata³³. Essi consentono, con un tasso di rischio generalmente contenuto, di avere, a differenza delle strategie sottostanti, un portafogli liquidabile con più facilità. Come i fondi di fondi, anche i fondi multi-strategia offrono una diversificazione del rischio della singola strategia. Un vantaggio specifico di questa strategia rispetto ai fondi di fondi, però, è che i gestori multi-strategia non devono eseguire una due diligence sul gestore sottostante; ciò permette di sostenere una struttura dei costi particolarmente più contenuta rispetto ai fondi di fondi, che impiegano capitale nella ricerca di gestori competenti e quindi anche nella struttura delle fees. Infine, i fondi multi-strategia subiscono aggiornamenti su base mensile, trimestrale o in modo coerente con le opportunità presentate dai mercati sui quali si è esposti. In quest'ultimo caso c'è un chiaro vantaggio per i fondi multi-strategici rispetto ai fondi di fondi, poiché questi possono solo riequilibrare mensilmente o trimestralmente con un periodo di preavviso e talvolta soggetto a lockup. Tuttavia, nei fondi multistrategy è possibile delineare una mancanza di libertà nell'individuazione dei gestori di ogni sotto portafogli poiché i fondi sottostanti sono chiusi a nuovi investimenti, mentre i fondi di fondi sono caratterizzati da una maggiore propensione alla ricerca di nuove attività.

³³ <https://www.hfr.com/hfr-hedge-fund-strategy-definitions-fund-of-funds>

Capitolo 3

“Hedge fund e crisi”

3.1 Influenze nelle crisi

Le crisi finanziarie sono definite come gravi perturbazioni dei mercati, in particolar modo caratterizzate da importanti cali dei prezzi delle attività finanziarie e dal fallimento di molte istituzioni come le banche³⁴.

È particolarmente difficile che una crisi finanziaria che vada a riversare pesanti effetti a livello internazionale e mondiale sia frutto del fallimento di una sola istituzione; tuttavia, essa può diventare il primo anello di una catena di eventi capaci di piegare l'intero sistema. La critica rivolta agli hedge fund in relazione alle crisi finanziarie è che i fondi con un alto grado di leva finanziaria potrebbero avere un forte impatto sui prezzi, effettuando attacchi speculativi su, per esempio, certe società, settori o valute. Questo impatto sui prezzi può essere rafforzato quando si genera un *herd behavoiour*³⁵, il cosiddetto “comportamento gregge” degli investitori. Tuttavia, soggetti come i fondi speculativi hanno la peculiarità di poter influire sui mercati in maniera sia positiva che negativa. Nel dettaglio, due sono i maggiori vantaggi apportati dai fondi speculativi:

- fungono da arbitraggisti;
- riforniscono di liquidità il sistema finanziario.

In primo luogo, ricoprendo il ruolo di arbitraggisti, gli hedge funds vanno a correggere i *mispricings* che si possono creare all'interno dei mercati. Questo può riguardare, per esempio, un derivato che è mal valutato rispetto all'attività sottostante o un'azione che non corrisponde al valore fondamentale della società. Vendendo attività sopravvalutate e comprando attività sottovalutate i prezzi subiscono un ritorno al proprio valore fondamentale, il che rende il mercato più efficiente. In secondo luogo, un altro effetto positivo risulta essere l'aumento complessivo della liquidità nel sistema finanziario. Una maggiore liquidità è causa di un *pricing* più efficiente, essendo gli hedge fund degli

³⁴ Beccalli, Mishkin, Eakins “Istituzioni e mercati finanziari” nona edizione 2019

³⁵ Ackert, Deaves “BEHAVIORAL FINANCE Psychology, Decision-Making, and Markets” 2010

investitori particolarmente attivi e, partecipando anche in più mercati, essi sono capaci di rifornire il sistema finanziario di liquidità.

D'altra parte, gli hedge funds sono anche portatori di rischi, direttamente collegati alla grande libertà di movimento e alla flessibilità che caratterizza i fondi stessi.

Il rischio più tangibile risulta essere la leva finanziaria. Questo strumento, già analizzato nei capitoli precedenti, può essere la maggiore causa dei profitti ma, allo stesso tempo, esso aumenta anche il rischio che un fondo crolli a causa di investimenti sbagliati. L'alto grado di *leverage* comporta rischi per le controparti degli hedge fund (per esempio i prestatori) e il fallimento di un fondo può avere effetti di contagio nel sistema finanziario. Anche l'uso di derivati, che possono essere usati con fini speculativi o di protezione dai rischi, comporta delle complicazioni; i derivati, infatti, permettono di adottare grandi posizioni sul mercato per un piccolo contributo di capitale, il che dà al gestore un'ulteriore leva finanziaria.

3.1.1 Il rischio sistemico.

Come analizzato nel primo, capitolo il rischio sistemico risulta essere la porzione di rischio che non è possibile eliminare attraverso la diversificazione; esso è individuato come il rischio del mercato nel suo complesso³⁶. Gli hedge fund possono contribuire al rischio sistemico attraverso due canali principali:

- Il canale del credito: il rischio sistemico sorge attraverso questo canale quando le perdite degli hedge si riversano sulle controparti, traducendosi in inadempienze dei creditori e delle istituzioni finanziarie con le quali vengono intrapresi rapporti finanziari. Tali perdite derivano dal fatto che i fondi creano esposizioni per istituzioni finanziarie in diversi modi. In primo luogo, i fondi prendono in prestito, effettuano quindi transazioni su titoli e sono spesso controparti in operazioni su derivati. Ciò comporta che nel caso le perdite di un singolo grande fondo o di un insieme di piccoli fondi fossero sufficientemente grandi, esse potrebbero essere in grado di destabilizzare un creditore o una controparte fondamentale a livello sistemico, come una banca

³⁶ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/rischio-sistematico.html>

di investimento o un prime broker. Per esempio, un tale risultato potrebbe verificarsi nel caso in cui un hedge fund debba fronteggiare una erosione totale del fondo con la presenza di creditori che non possiedono garanzie o margini di protezione in caso di insolvenza.

- Il canale del mercato: attraverso questo canale il rischio sistemico si presenta quando gli hedge fund risultano essere la base dell'aumento insostenibile dei prezzi delle attività durante i boom finanziari o dei cali di prezzo che superano l'equilibrio di mercato di lungo periodo nelle crisi finanziarie. Quanto detto accade poiché gli hedge fund risultano essere investitori significativi e trader attivi in più mercati. Di conseguenza, grandi fondi (o azioni comuni di un gruppo di fondi) possono indurre aumenti di prezzo che non riflettono i fondamentali del mercato. Secondo lo stesso ragionamento, la vendita forzata da parte degli hedge fund può divenire la base di repentini cali di prezzo che si riflettono sul resto degli attori operanti nel sistema.

3.1.2 Spillover effect.

Individuare quali istituzioni finanziarie sono considerate di importanza sistemica potrebbe dipendere dall'identificazione del grado con cui la sofferenza di un'istituzione si riversa su altre parti del sistema finanziario. Lo *spillover effect*³⁷ può essere tradotto letteralmente come “effetto ricaduta” o “effetto cascata”: va quindi a identificare quanto una istituzione finanziaria sia capace di riversare i propri effetti, siano essi positivi o negativi, sulle altre. Individuare chiaramente lo spillover effect risulta difficile per tre motivi principali:

- La dimensione: le ricadute tra le istituzioni finanziarie non hanno sempre la stessa entità in quanto possono essere tanto piccole in periodi di stabilità quanto grandi in periodi di stress finanziario.

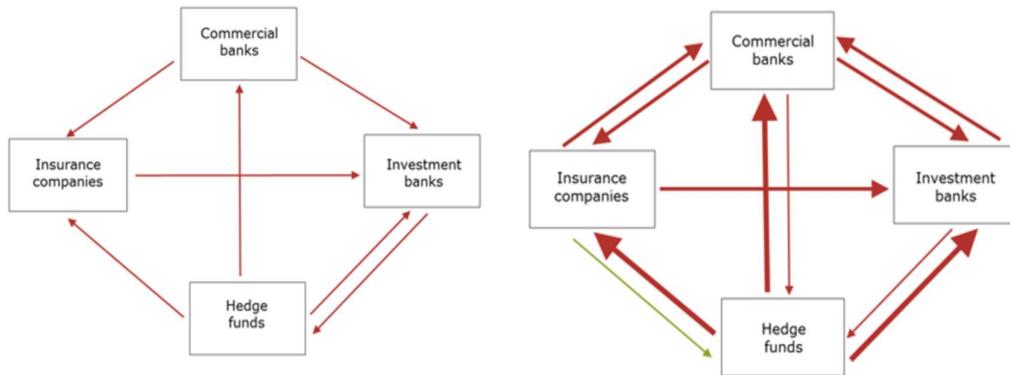
³⁷ Adams , Füss , Gropp Spillover “Effects among Financial Institutions: A StateDependent Sensitivity Value-at-Risk (SDSVaR) Approach” September 2012

- Il tempo: il fattore temporale risulta di difficile identificazione, in quanto gli attori finanziari possono essere colpiti con portate differenti in periodi diversi.
- La correlazione: l'effetto spillover viene misurato attraverso la correlazione dei diversi rendimenti delle attività; tuttavia, non viene identificata la direzione della correlazione. Nel caso pratico non è quindi possibile individuare se uno shock avverso è iniziato nell'istituzione A e si è diffuso nell'istituzione B, o viceversa.

Secondo uno studio sviluppato da Adams, Füss e Gropp (2013), riportato in un articolo della Federal Reserve Bank of San Francisco nel 2014, gli hedge fund possono essere identificati “i più importanti trasmettitori di shock durante le crisi, ancor più importanti delle banche commerciali o delle banche d'investimento”. Il modello usato dagli studiosi sopra riportati viene usato per stimare il rischio in diversi tipi di istituzioni; vengono eliminate le componenti comuni che colpiscono simultaneamente tutti gli insiemi di istituzioni per un focus sullo stress che fluisce da un insieme all'altro. Il modello identifica la direzione con i quali gli effetti spillover si muovono tra le varie istituzioni prese in considerazione, che sono banche commerciali, banche di investimento, hedge funds e assicurazioni. I risultati dello studio dimostrano che gli effetti di spillover appaiono piccoli durante i periodi normali; durante condizioni di mercato volatili, invece, come la crisi dei mutui subprime, alcuni effetti aumentano drammaticamente di importanza³⁸. Durante le crisi, le ricadute diventano molto grandi, rendendo gli hedge fund più importanti trasmettitori di shock rispetto alle banche commerciali o alle banche d'investimento.

³⁸ Gropp “How Important Are Hedge Funds in a Crisis?” FRBSF Economic Letter 2014

Figura 3-“Spillover effect in periodi di stabilità e di stress finanziario”



Fonte: *Gropp “How Important Are Hedge Funds in a Crisis?” FRBSF Economic Letter 2014*

Le figure riassumono i risultati del modello riguardo ai flussi di shock tra diversi tipi di istituzioni finanziarie. Nelle figure, le frecce rosse corrispondono agli effetti di spillover ed è possibile notare come le assicurazioni in periodi di crisi abbiano un effetto positivo sui fondi di investimento .

Lo spessore delle frecce corrisponde alla intensità degli effetti: una freccia sottile rappresenta uno spillover statisticamente significativo ma economicamente piccolo, mentre una freccia in grassetto indica che lo spillover è sia significativo che economicamente importante. È quindi possibile estrapolare che in periodi di stabilità finanziaria i rischi derivanti dai fondi di investimento speculativi sono perfettamente paragonabili a quelli derivanti dal resto delle istituzioni finanziarie. Tuttavia, la situazione subisce un importante cambiamento in periodi di stress finanziario in quanto gli effetti spillover derivati dagli hedge fund subiscono un incremento non indifferente nei confronti degli altri attori. La spiegazione di questo incremento rispetto al resto delle istituzioni risiede nell’opacità dei fondi e nell’alto uso della leva finanziaria³⁹. Contestualizzando, un hedge fund che adopera un alto grado di leva finanziaria, se costretto a liquidare le proprie attività a prezzi inferiori a quanto prefissato, subirà delle perdite importanti. Queste ultime possono essere causa di insolvenze e di minacce nei confronti di istituzioni importanti sistematicamente sia come controparti che come creditori. Quanto detto in precedenza può sfociare nella cosiddetta “spirale delle perdite”: in questo scenario il

³⁹ Lloyd Dixon, Noreen Clancy, Krishna B. Kumar “Hedge Funds and Systemic Risk” 2012

fondo si trova costretto a liquidare le proprie attività con l'obiettivo di soddisfare le *margin calls*⁴⁰. La vendita di queste attività ha come conseguenza l'aumento dell'offerta dei titoli sul mercato, il che fa scendere i prezzi, in particolar modo nei periodi in cui il mercato non vanta un alto grado di liquidità. Questo a sua volta comporta la creazione di ulteriori *margin calls* su altre istituzioni finanziarie, creando una spirale al ribasso.

Gli shock finanziari hanno la particolarità di poter presentare i propri effetti sulle varie istituzioni in tempi diversi. Durante i periodi nei quali il mercato presenta una situazione stabile, gli effetti cascata sono così piccoli che non possono essere definiti come osservabili. Tuttavia, nei momenti in cui il mercato risulta essere più volatile, gli effetti degli shock, in particolare nel settore degli hedge fund, sono particolarmente intensi. Condizioni avverse negli hedge fund aumentano il rischio in tutti gli altri tipi di istituzioni finanziarie; l'impatto maggiore sembra essere sulle banche d'investimento, che sperimentano una risposta allo spillover effect paragonabile ai tre quarti della dimensione dello shock iniziale al settore degli hedge fund. Gli effetti risultano essere maggiori dopo un periodo di 15 giorni, per poi subire una attenuazione nei tre mesi successivi al contagio⁴¹. Nei paragrafi successivi verranno analizzati tre casi specifici di perturbazioni e crisi finanziarie, nei quale è possibile analizzare i comportamenti da parte degli hedge funds.

3.2 Il mercoledì nero

Dopo la Seconda guerra mondiale gli stati europei hanno assistito alla necessità di integrare e avvicinare maggiormente le economie di ciascun paese. Questo desiderio è culminato con la nascita dell'unione Europea e con l'adozione dell'euro nel 1999. Tuttavia, esso rappresenta solo l'apice di un procedimento durato decenni; una fase fondamentale per la creazione dell'UE è stata l'adozione dell' European Exchange Rate mechanism (ERM) nell'1979, il cui scopo era quello di ridurre la variabilità dei tassi di cambio e raggiungere la stabilità monetaria in Europa in preparazione all'Unione economica e monetaria e all'introduzione di una moneta unica. I governi avevano quindi la possibilità di gestire e controllare le proprie valute vendendo riserve di valuta estera e

⁴⁰ Bianchi, Drew "HEDGE FUND REGULATION AND SYSTEMIC RISK" Griffith law review (2010) Vol19

⁴¹ Gropp "How Important Are Hedge Funds in a Crisis?" FRBSF Economic Letter 2014

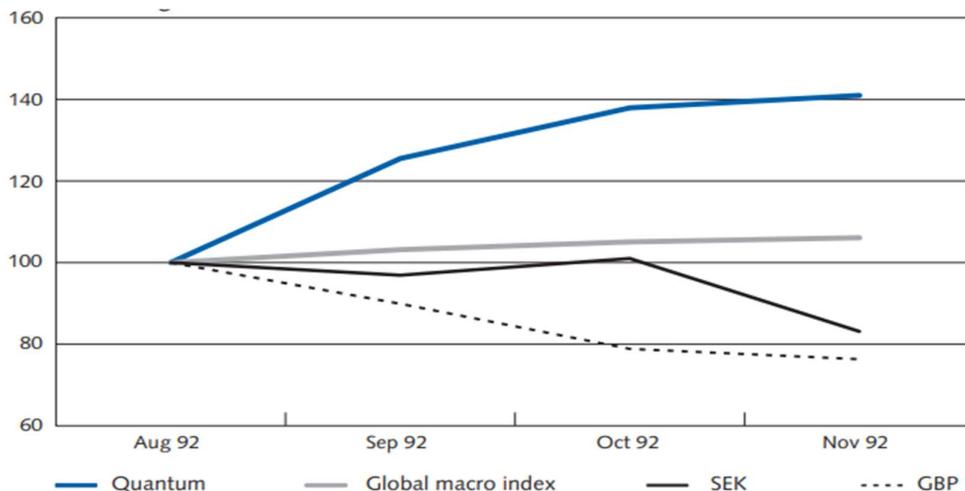
acquistando valuta nazionale sul mercato aperto, con il fine di provocare un apprezzamento: il procedimento contrario avrebbe infatti portato ad un deprezzamento della propria valuta sul mercato aperto. Tra il 1987 e il 1991 ci furono importanti flussi di capitali all'interno della Comunità europea tra paesi con tassi d'interesse più bassi e più alti, e molti hedge fund nei mercati internazionali colsero questa opportunità. La strategia di base consisteva nel prendere in prestito la valuta dei paesi che pagavano bassi tassi d'interesse, come la Germania, e investire questo denaro nei paesi che pagavano un tasso d'interesse più alto, come l'Italia, la Spagna e la Grecia. Il rischio valutario era limitato dal sistema ERM: le valute erano legate l'una all'altra e non potevano muoversi in nessuna direzione per un valore superiore al 2,25%. Nell'ottobre 1990, la Gran Bretagna entrò all'interno dell'ERM ad un tasso di cambio di 2,95 marchi tedeschi (DM) per ogni sterlina britannica (GBP). Il governo britannico aveva quindi l'obbligo di mantenere il tasso di cambio in un range compreso tra i 2,78 e i 3,13 marchi tedeschi. All'interno di questa cornice macroeconomica va ad inserirsi quello che è largamente riconosciuto come un chiaro esempio di speculazione da parte di un hedge fund ai danni di economie statali. Il Quantum Fund, guidato da George Soros, era un fondo globale che all'inizio degli anni 90 speculò fortemente contro i tassi di cambio fissi europei. La ragione per cui i tassi di cambio venivano contestati era la loro erronea valutazione, in particolar modo i *mispricings* presenti rispetto al marco tedesco. Nell'autunno del 1992, il fondo Quantum ha venduto grandi volumi di sterline inglesi, corone svedesi e lire italiane, tra altre valute, contro il tasso a termine del dollaro USA, aprendo quindi delle posizioni corte⁴². Quando una valuta subisce un attacco, le banche centrali sono solite ricoprire il ruolo di cuscinetto, acquistando valuta ed evitando il deprezzamento; tuttavia, in questa occasione i tentativi divennero rapidamente troppo costosi e furono abbandonati. Come conseguenza, ci fu un repentino declino del valore delle valute e il Quantum Fund fu in grado di guadagnare miliardi. Secondo Fung e Hsieh (2000), “il Quantum Fund ha realizzato un profitto di oltre un miliardo di sterline sulle sue posizioni corte nella sola sterlina britannica”⁴³. Soros fu pesantemente criticato per le sue azioni che portarono ad un arricchimento ai danni di interi stati. La risposta alle accuse mosse nei suoi confronti fu che le valute erano

⁴² Priceconomics “The Trade of the Century: When George Soros Broke the British Pound” Rhoin Dhar 2014

⁴³ Mallaby ‘Go for the Jugular’- The Atlantic 4/06/2010

ovviamente valutate in modo errato e quindi un aggiustamento dei prezzi sarebbe stato comunque necessario prima o poi.

Figura 4-“La crisi e l’andamento dei fondi”



Fonte: *Maria Strömqvist “Hedge funds and financial crises” Economic review 2009*

La figura mostra l'andamento relativo delle due valute europee e degli hedge fund nel periodo agosto-novembre 1992. È possibile notare come l'autunno del '92 risulta essere il periodo nel quale i valori rappresentativi dei fondi e delle valute subiscono i maggiori movimenti. Ciò è dovuto al fatto che già nella primavera del '92 era chiara la presenza di un mispricing, per l'Inghilterra il tasso di cambio fisso era un problema e la sterlina era valutata erroneamente rispetto al marco tedesco. Dall'agosto del 1992 Soros costruì una posizione di un miliardo e mezzo di dollari a favore della caduta della sterlina e il 16 settembre 1992 (Mercoledì Nero) la Banca d'Inghilterra fu costretta ad abbandonare la propria difesa⁴⁴. Le posizioni short assunte non solo contro la sterlina ma anche contro la lira italiana e la corona svedese portarono vari stati ad abbandonare quello che era il sistema monetario europeo. In questo mese, il fondo Quantum ebbe un rendimento del 25% che continuò ad essere positivo anche nel periodo successivo. La Riksbank prese la decisione di permettere alla corona di fluttuare il 19 novembre e di conseguenza la corona perse il 20% rispetto al dollaro.

⁴⁴ Maria Strömqvist “Hedge funds and financial crises” Economic review 2009

Nell'opinione comune alcuni fondi macro hanno giocato un ruolo importante nella crisi del 1992. Questi fondi avrebbero svolto il ruolo di leader in quanto il loro posizionamento è stato percepito come un segnale che ha portato gli altri investitori ad assumere e le stesse posizioni in vista di un profitto. In questo caso, è indubbio che gli attacchi speculativi di un singolo hedge fund sulle valute hanno influenzato significativamente i prezzi. D'altra parte, il Quantum Fund non può essere accusato di aver manipolato i prezzi o di aver contribuito allo sviluppo della bolla finanziaria, in quanto la situazione economica era il risultato di una politica economica sbagliata e un aggiustamento dei prezzi sarebbe stato inevitabile. Tuttavia, la critica che può essere mossa risiede nelle tempistiche, in quanto, a causa della speculazione del Quantum Fund, questo aggiustamento dei prezzi è avvenuto più rapidamente e drammaticamente di quanto, con ogni probabilità, sarebbe avvenuto in assenza di tale fondo. Un aggiustamento dei prezzi più ordinato avrebbe potuto essere condotto ad un costo economico inferiore ma, d'altra parte, avrebbe potuto ritardare la necessaria trasformazione strutturale imposta dalla crisi. Il fatto che l'indice dei fondi macro nella figura sia stabile durante il periodo indica che le speculazioni valutarie erano relativamente limitate al Quantum Fund e forse a pochi altri fondi. In altre parole, c'è poca evidenza di un comportamento da gregge tra gli hedge fund.

3.3 Collasso del fondo Long-Term-Capital-Management (LTMC).

Long-Term-Capital-management è stato un fondo creato nel 1994 da Jhon Meriwether, ex vicepresidente e responsabile del trading obbligazionario di Salomon Brothers. Meriwether raccolse nella fase di creazione una somma pari a 150 milioni di dollari; tra i vari investitori erano presenti anche due figure di spicco del panorama finanziario mondiale, che nel 1997 sarebbero diventati premi Nobel: Merton Miller, professore americano, creatore della Continuous Time Finance, e Myron Scholes, uno dei fondatori della teoria delle opzioni. Un altro partecipante fu David Mullins, ex vicepresidente della Federal Reserve. Il fondo era di difficile accesso e offriva poca liquidità; inoltre, vantava commissioni alte anche per il mondo degli hedge fund: le commissioni di gestione erano al 2% e le commissioni di performance al 25% dei profitti. Per essere investitori veniva imposta una somma minima di entrata pari a 3 milioni di dollari, caratterizzata da un

periodo di *lockup* di ben 3 anni⁴⁵. Ltmc può essere definito come il perfetto esempio di fondo che persegue una strategia di *Fixed-income arbitrage* in più mercati, settori e paesi. Lo stile di investimento aveva come fine ultimo la ricerca del profitto attraverso lo sfruttamento degli spread e delle discrepanze presenti tra i prezzi di attività simili; le posizioni tipiche includevano arbitraggi nei paesi europei o posizioni di copertura dinamica, negoziazione di obbligazioni classiche, obbligazioni convertibili, obbligazioni ipotecarie, obbligazioni ad alto rendimento e azioni. Dal punto di vista della diversificazione, il fondo vantava un'ampia eterogeneità geografica; tuttavia, in termini di rischio non poteva essere definito come un portafogli particolarmente diversificato. Il fondo era infatti ampiamente posizionato per approfittare di un restringimento dello spread di liquidità e dello spread di credito al fine di trarre profitto da movimenti di volatilità. In condizioni di mercato normali, anche se una o più posizioni non avessero preso la direzione desiderate, la presenza di una diversificazione geografica e di mercato aiutava a mitigare qualsiasi esposizione e potenziali perdite.

Alla fine del 1996, 3 anni dopo la creazione, il fondo aveva registrato un incremento del 41%. Questa performance poteva essere spiegata principalmente dalle posizioni assunte nel mercato delle obbligazioni convertibili giapponesi, in obbligazioni altamente speculative, in swap su tassi d'interesse e, ancora, in obbligazioni italiane. Tuttavia, diveniva sempre più onerosa e complicata l'identificazione di opportunità di diversificazione del portafogli. Al fine di registrare profitti, il fondo era costretto ad aprire posizioni caratterizzate da un alto grado di leva, in quanto le opportunità di arbitraggio, se presenti, risultavano essere particolarmente piccole e di conseguenza incapaci di giustificare un investimento se non con un alto grado di leva. Alla fine del 1997, il fondo era in rialzo del 17%. Il portafoglio di investimenti della LTCM era investito in vari mercati, tra cui azioni, futures e derivati over the counter, contando però l'80% del proprio portafogli in titoli di stato del G7 (Stati Uniti, Canada, Francia, Italia, Giappone, Germania e Regno Unito). Assumeva quindi posizioni lunghe e corte in titoli di stato, mercati obbligazionari, ipotecari, mercati di strumenti derivati con la presenza di svariate istituzioni ricoprenti la posizione di controparte.

⁴⁵ Pacelli M. "Quando I premi nobel all'economia falliscono : il caso del fondo Long term capital management." Startingfinance.com 2017

3.3.1 Il declino

All'inizio del 1998 il fondo era investito per un valore di 140 miliardi di dollari, quasi 30 volte il suo patrimonio netto di poco meno di 5 miliardi di dollari⁴⁶. La prima volta che Ltmc ha subito delle perdite è stato nella primavera del 1998; causa di questi risultati negativi erano la lenta ripresa asiatica e l'inizio della crisi russa, che comportavano uno spread tra i vari tassi di interesse molto basso. Nel maggio del 1998 la sofferenza del mercato delle obbligazioni ipotecarie portò ad una perdita del 20,14% con un conseguente decremento di capitale pari a 461 milioni di dollari. Proseguendo nell'agosto del 1998 la Russia annunciò un default: ciò portò un allargamento degli spread obbligazionari e ad un aumento della volatilità. Il fondo cercava di trarre profitto da una stretta dei tassi d'interesse nell'Europa, ma gli spread si erano allargati e gli spread di liquidità erano aumentati rapidamente. La dimensione delle posizioni e l'alto leverage del fondo hanno reso il portafoglio vulnerabile alle eccezionali condizioni di mercato che hanno prevalso in quei pochi mesi.

Mentre è stato stimato che fino ad allora il fondo non aveva mai perso più di 35 milioni di dollari del suo patrimonio in un solo giorno, venerdì 21 agosto perse più di 553 milioni di dollari con un aumento della leva finanziaria da 28 a 51⁴⁷.

Alla fine di agosto 1998, il fondo era impegnato in contratti a termine per un importo di oltre 500 miliardi di dollari, in swap per oltre 750 miliardi di dollari e in opzioni e altri prodotti derivati over-the-counter per più di 15 miliardi di dollari. Alla fine di agosto, il fondo aveva perso 1,85 miliardi di dollari di capitale. Come risultato di queste perdite, LTCM è stata portata a liquidare un cospicuo numero di posizioni in situazioni sfavorevoli e negative, subendo così ulteriori perdite che hanno ristretto il capitale del fondo alla somma di 1.9mld, il 45% del patrimonio iniziale. Il fondo è stato caratterizzato da un altissimo grado di leva finanziaria; ciò è stato giustificato dal grande numero di controparti collegate con il fondo stesso: solo il team di trading dei titoli di stato lavorava con 75 controparti. Il 21 settembre è il giorno in cui Bear Stearns, uno dei broker principali di LTCM, chiese al fondo di assicurare le sue esposizioni e ridusse la liquidità

⁴⁶ Journal of Economic Perspectives "Hedge Funds and the Collapse of LongTerm Capital Management" Franklin R. Edwards- 1999

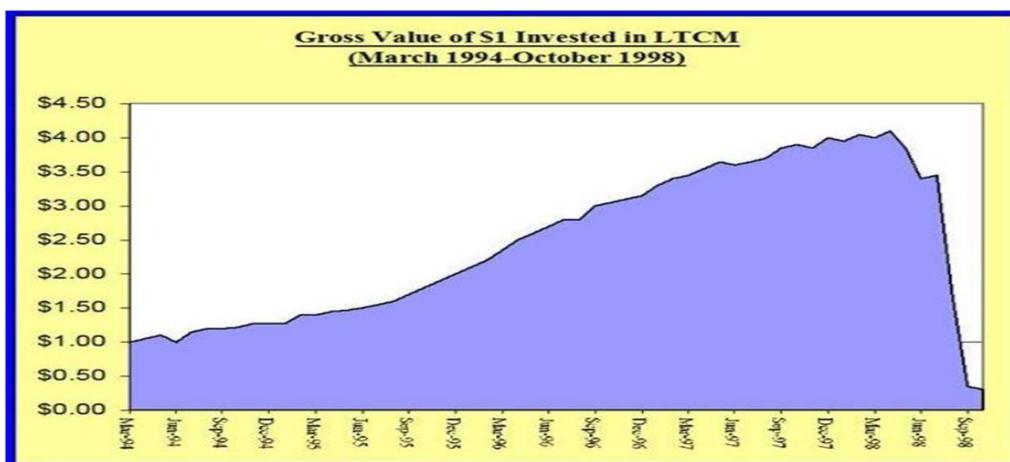
⁴⁷Cassiani, Spigarelli "Gli hedge fund: caratteristiche, impatto sui mercati e ruolo nelle crisi finanziarie" 08/2009

che aveva fornito. Fu seguito da ulteriori controparti, e quanto detto portò a una perdita giornaliera superiore al mezzo miliardo di dollari. A quel punto la leva finanziaria era salita a oltre 100: ciò si traduceva nell'alta probabilità, per ogni minimo movimento, di essere causa di bancarotta.

3.3.2 Il bailout

LTCM era così importante nelle esposizioni nazionali che un default avrebbe probabilmente portato ad una cascata di fallimenti. Al fine di evitare un collasso generale e per limitare i danni potenziali dovuti a una liquidazione caotica del fondo, la Federal Reserve di New York ha facilitato un'infusione di 3,6 miliardi di dollari a LTCM da parte di un gruppo di banche private (che includeva quasi tutte le principali banche commerciali e di investimento)⁴⁸. L'idea era che le principali controparti del fondo lo ricapitalizzassero. In cambio, le banche partecipanti avrebbero ottenuto una quota del 90 per cento e la conseguente istituzione di un consiglio di sorveglianza. Il 23 settembre, l'attivo netto di LTCM era ridotto a 600 milioni di dollari con una leva totale di oltre 160, e gli investitori persero il 92% dei loro investimenti. Dei 4,4 miliardi di dollari persi, 1,9 miliardi provenivano dai partner, 700 milioni di dollari dalle banche svizzere e 1,8 miliardi di dollari da altri investitori.

Figura 5 “Ascesa e declino del fondo LTMC



Fonte: Pacelli "Quando i premi nobel all'economia falliscono: Il fondo LTCM" Starting Finance 2017

⁴⁸ Economic Review "Hedge funds and financial crises" y Maria Strömquist 2009

Il consorzio creato il 23 settembre venne chiamato Oversight Partners, LLC, e assunse il controllo operativo⁴⁹. Se il fondo fosse diventato insolvente, questo avrebbe portato ad una crisi: le controparti avrebbero dovuto chiudere le posizioni e realizzare grandi perdite dovute anche alla liquidazione dei collaterali. Questo avrebbe portato a movimenti di prezzo imprevedibili e potenzialmente importanti. In uno studio condotto da Lowenstein (2000) è stato accertato che: “In caso di bancarotta del fondo, ben 17 delle principali controparti avrebbero perso una somma pari a mezzo miliardo ciascuna”. L’intervento della Federal Reserve è stato giustificato dalla necessità di evitare il fallimento delle controparti, che avrebbe dato inizio ad un effetto cascata in grado di piegare l’intero sistema finanziario.

3.4 Crisi dei mutui subprime

Alla base della crisi dei mutui subprime è possibile identificare la pesante riduzione dei tassi di interesse da parte della Federal Reserve che, tra il 2001 e il 2004, per sostenere l'economia americana, aveva mostrato segni di debolezza dopo gli attacchi dell'11 settembre 2001. Questi tassi bassi hanno permesso a molti cittadini e nuclei familiari americani di comprare una casa o un appartamento, poiché il costo del finanziamento era basso, portando a un aumento della domanda e un conseguente aumento dei prezzi degli immobili. Il problema che ne derivava era che molti mutuatari, comprese le famiglie a basso reddito, erano in grado di negoziare nuovi mutui sulla rivalutazione del loro patrimonio immobiliare con istituti di credito non esigenti dal punto di vista delle garanzie. I mutui alle famiglie a basso reddito vengono chiamati subprime; nel 2006, essi rappresentavano il 24% delle nuove ipoteche concesse negli Stati Uniti. Alla fine di quell'anno rappresentavano quasi il 13% del totale dei mutui esistenti negli Stati Uniti, con 10.200 miliardi di dollari in valore, mentre nel 2001 erano all'8,5%. Ciò significa che le basi della crisi erano già presenti nel 2006, quando la Federal Reserve aumentò il suo tasso d'interesse, il che ha portato a una crescente pressione sui creditori che avevano mutui con tassi d'interesse variabili. Inoltre, le vendite di beni immobili hanno subito dei rallentamenti che si sono rivelati in grado di mettere sotto pressione i prezzi, causando

⁴⁹ Monica Billio, Mila Getmansky, Lorian Pelizzon “Crises and Hedge Fund Risk” 2008

conseguentemente una diminuzione dell'effetto ricchezza delle famiglie. La combinazione di questi fattori ha portato ad un aumento del tasso di insolvenza.

C'è tuttavia una grande differenza tra il mercato immobiliare americano e altri, come il mercato europeo: i veicoli di cartolarizzazione. Quest'ultima è una tecnica finanziaria che consiste nell'aggregare il rischio derivante da varie attività con il fine ultimo di trasferirlo a terzi. Questo processo può trasformare attività illiquide in titoli finanziari negoziabili sui mercati finanziari. L'idea è raggruppare un insieme di titoli come i mutui e creare un prodotto che raggruppa questi titoli; tale prodotto, che ha come garanzia (quindi come collaterale) altri debiti, sarà diviso in tranche, ognuna avente un diverso livello di rischio associato. I mutui subprime rappresentano le attività con il più alto livello di rischio in questo caso. Le *collateralized debt obligation* (CDO) sono obbligazioni garantite da altro debito, come i titoli garantiti da ipoteca residenziale (RMBS) o titoli garantiti da ipoteca commerciale (CMBS). A metà degli anni 2000 oltre l'85% dei CDO ha ricevuto un rating di AAA o AA anche quando il collaterale in quasi tutti i casi non poteva avere un rating superiore a BB o BBB. Il modello subprime si esprime attraverso la vendita dei mutui sul mercato del debito, e si è risolto in un abuso da parte dei creatori dei mutui, data la mancanza dell'incentivo a selezionare soggetti meritevoli dal punto di vista del credito, poiché il rischio ipotecario sarebbe stato trasferito a terzi.

Il mercato americano si è orientato verso i mutui subprime tra il 2004 e il 2006, ed è stato stimato che alla fine del 2006 esso rappresentava il 20% del mercato dei mutui USA. In totale, più di 1200 miliardi di dollari di credito subprime sono stati emessi tra il 2005 e il 2006⁵⁰. A livello globale, la crisi iniziata nell'estate del 2007 è stata una crisi di fiducia nel sistema finanziario: ha portato ad un aumento della volatilità nei mercati e a un alto livello di avversione al rischio verso qualsiasi forma di rischio di credito. L'intero mercato del credito è stato pesantemente colpito dal timore di un'insolvenza, e il mercato interbancario si è congelato completamente, in gran parte a causa dei timori di insolvenza tra le banche. C'era una mancanza di liquidità nei mercati e le banche centrali sono dovute intervenire per iniettare liquidità nel sistema a livello globale; le perdite sono state da circa 220 miliardi di dollari a 480 miliardi di dollari, a seconda della fonte.

⁵⁰ Itzhak Ben-Davi "Hedge Fund Stock Trading in the Financial Crisis of 2007-2008" 2010

3.4.1 Un ruolo per gli hedge funds

La crisi dei mutui subprime ha portato l'opinione pubblica a cercare dei colpevoli, e non è mancata la presenza di figure che hanno additato i fondi speculativi come i responsabili del crollo finanziario. Il presidente francese Nicolas Sarkozy si è distinto nel 2007 incolpando gli hedge fund, e gli speculatori in generale, per l'emergente crisi dei subprime. Pur essendo questa una risposta facile ad un problema complesso, egli non era certo l'unico a credere che il ruolo degli hedge fund fosse predominante: la stessa idea è stata condivisa nel 2007 da Markman, il quale riteneva che un cospicuo numero delle cartolarizzazioni fosse stato creato con il fine ultimo di offrire titoli *high yield* ai fondi speculativi⁵¹. Entrando nel merito, è possibile notare che non tanto i fondi stessi ma più gli strumenti di lavoro sono stati accusati di essere la causa di turbolenze: l'essere grandi utilizzatori di tecniche come lo short selling, e quindi poter generare profitti anche in mercati discendenti, risulta essere una questione aspramente discussa, in particolar modo in periodi di turbolenza finanziaria. L'essere descritti come *bear raiders* porta gli hedge fund ad essere visti come attori in grado di destabilizzare l'intero sistema finanziario attraverso massicci volumi di vendite allo scoperto in ristretti lassi di tempo, seguiti da *panic contagion* e quindi da correnti ribassiste. Tuttavia, i dati raccolti nel periodo successivo non sono rappresentativi di un ruolo degli hedge fund all'interno della crisi: al contrario, da carnefici essi sembrano diventare vittime. In merito al fatto che i fondi avevano iniziato ad assumere posizioni ribassiste nei confronti di Bearn Stearns e Lehman Brothers nei mesi precedenti alla fuoriuscita dei problemi che le caratterizzavano, secondo Lazzarino e Zola nel 2009 risultano essere "campanelli d'allarme, nel senso che hanno individuato due società sopravvalutate e hanno svolto un ruolo fondamentale nella price discovery". Inoltre, stando a delle analisi pubblicate da credi Suisse nel 2008, solo una percentuale di posizioni corte pari allo 0,7% è stata rappresentativa di *dedicated shorts*, mentre più del 99% risultavano essere posizioni assunte con fini di copertura di altrettante posizioni lunghe⁵². È necessario riportare che nello stesso periodo la SEC ha

⁵¹ Daniel Capocci "The Complete Guide to Hedge Funds and Hedge Fund Strategies" 2013

⁵² Nigro- Romano "Monitoraggio del rischio sistemico e tutela dell'investitore nella nuova regolamentazione sugli hedge funds nel Dodd-Frank Act e nella AifmD"-Report generale- 25/11/2011

imposto un divieto dell'assunzione di posizioni corte: ciò è stato seguito da evidenze empiriche secondo le quali le posizioni degli hedge fund non erano basate principalmente su previsioni ribassiste. A subire i principali danni di questa decisione è stata l'industria stessa: il divieto di assunzione di posizioni corte non si è abbattuto esclusivamente sui directional manager ma su tutti i fondi che utilizzano lo short selling con finalità di copertura e contro bilanciamento. Proseguendo, gli hedge fund sono risultati essenziali nella mitigazione della crisi, e la capacità di assorbire shock e di immettere liquidità è stata fondamentale nei periodi successivi. Il fatto che le banche siano state alla base della crisi risulta essere infine un'ulteriore difesa da parte degli hedge fund che hanno visto una costrizione del proprio credito, in particolar modo nei casi in cui i prime broker risultavano essere le banche che sono fallite.

È quindi possibile identificare gli hedge fund come attori marginali nella crisi del 2007 che, a differenza dalle altre, trova la propria genesi nel settore bancario.

Capitolo 4

“Covid-19 ed hedge funds”

4.1 Selloff di marzo (UST)

Gli hedge funds hanno la capacità di performare meglio rispetto ad investimenti *directional* nel mezzo di fasi di turbolenza; tuttavia, in situazioni di difficile prevedibilità in cui i cali vanno ad abbattersi sull'intero sistema economico, le conseguenze possono variare. Partendo dal periodo successivo alla crisi dei mutui subprime è possibile dire che, come l'intero sistema economico, il settore degli hedge fund ha fatto registrare risultati talmente negativi da mettere in discussione un'eventuale sopravvivenza degli stessi nel periodo futuro⁵³. Pochi mesi dopo l'inizio della pandemia è possibile esplicitare quelli che sono gli effetti sull'industria degli hedge funds. Anche se le conseguenze non sono visibili come lo è stato per aziende e commercianti, spesso forzati a chiusure o reindirizzamenti, gli hedge fund hanno subito vari tipi di trasformazioni.

Rispetto a episodi di crisi passati, lo shock di marzo 2020 è stato senza precedenti, in particolare nella velocità e nella scala con cui si sono verificati movimenti estremi e nel suo impatto sul resto di mercati sicuri e liquidi, come il mercato UST (US treasury). Le esposizioni sul tesoro americano (UST) sono raddoppiate dall'inizio del 2018 a febbraio 2020, raggiungendo \$ 1,4 trilioni di esposizione long e \$ 0,9 trilioni di esposizione short, dovute principalmente agli *arbitrage funds*, che detenevano quasi \$ 600 miliardi di esposizione lunga UST nel febbraio 2020⁵⁴. Le posizioni lunghe sui titoli UST sono finanziate principalmente tramite operazioni di vendita con patto di riacquisto (repo borrowing), mentre le posizioni corte sui titoli UST provengono principalmente da prestiti pronti contro termine (repo lending/reverse repo). Dal 2018 si è registrato un aumento significativo dei prestiti pronti contro termine, indicando un marcato aumento delle partecipazioni in titoli UST. A marzo 2020, mentre gli investitori di tutto il mondo si impegnavano in una ricerca di liquidità per essere protetti dall'improvviso arresto economico dovuto all'inizio della pandemia, è stata registrata una forte divergenza negli

⁵³ Yahoofinance “How COVID-19 has impacted the hedge fund industry” 2/06/2020

⁵⁴ “Hedge Fund Treasury Trading and Funding Fragility: Evidence from the COVID-19Crisis”- Mathias S. Krutli, Phillip J. Monin, Lubomir Petrusek, Sumudu W. Watugala 01/04 /2021

spread UST. In precedenza, tali divergenze venivano spinte ad una situazione di convergenza dalle strategie di arbitraggio dei fondi hedge, che tuttavia nel mese di marzo hanno subito una perdita media del 7% in titoli UST. Quanto detto ha portato i fondi a ridurre le esposizioni e le attività di arbitraggio nei mercati, diminuendo le posizioni, sia long che short, di un ammontare pari circa al 20%.

Anche con significativi rendimenti negativi che vanno a corrodere il patrimonio azionario, gli hedge fund hanno mantenuto coefficienti di leva finanziaria in gran parte invariati, indicando che le loro esposizioni sono state ridimensionate proporzionalmente al calo delle valutazioni delle attività. Alla fine di marzo, i fondi avevano aumentato la propria liquidità del 20% e diminuito le proprie dimensioni: non è quindi possibile affermare che gli hedge fund abbiano avuto un apporto benefico di aumento liquidità nel mezzo della dislocazione dei mercati. Tuttavia, l'aumento della liquidità da un punto di vista precauzionale e la riduzione di attività nei mercati UST sono stati meno pronunciati per i fondi aventi un *redemption risk* inferiore a causa di azioni lunghe e di periodi di preavviso di riscatto, capaci di allentare il ritmo e la volatilità dei rimborsi in periodi di stress. Come esposto nei capitoli precedenti, alcune caratteristiche distintive degli hedge fund, ad esempio i deboli vincoli normativi in materia di liquidità e leva, possono aumentarne la fragilità finanziaria. Questi rischi strutturali possono essere gestiti imponendo delle restrizioni sulle quote degli investitori, detenzione di maggiore liquidità precauzionale o aumento della scadenza del finanziamento. Restrizioni di vendita con lungo periodo sono state particolarmente utili durante il sell-off di marzo 2020, poiché hanno consentito di evitare grandi quantità di vendite (fire sales) e di mantenere un'alta quota di *convergence trading*, rafforzando così stabilità dei fondi e del mercato.

4.2 Performance delle strategie 2020

Il primo quarto del 2020 ha fatto osservare un record negativo per l'industria in termini di lanci e liquidazioni. La fine della crisi dei mutui subprime aveva fatto registrare un record negativo per il settore, che però è stato eguagliato con un numero di nuovi hedge fund pari a 84, a fronte di una liquidazione di ben 304 fondi che corrisponde ad un incremento del 50% rispetto alla fine del 2019. Altro dato importante che riflette il grande impatto riversato dalla pandemia sull'industria è il decremento delle commissioni imposte dai manager. L'industria, ben nota per il proprio sistema di commissioni 2-20%, ad inizio

pandemia è stata portata ad una diminuzione delle commissioni rispettivamente ad una media di 1,38% e 16,40%. Tale riduzione per un valore considerevolmente alto è simbolica della sofferenza dell'intera industria, in particolar modo tenendo conto che valori ad un livello talmente basso non erano stati registrati nemmeno nel post subprime.

Da un punto di vista strutturale è stato avvertito anche un cambio nelle rotazioni delle strategie. In periodi di alta volatilità assumere posizioni short e long su titoli senza coperture in grado di diversificare il rischio può comportare una perdita generale in linea con il calo del mercato.

Figura 6-“Indice S&P500”



Fonte: *Il sole 24 ore*

Prendendo in considerazione l'indice più significativo del mercato S&P500, un indice azionario che racchiude le 500 aziende statunitensi a maggiore capitalizzazione, è possibile notare come la pandemia, nel mese di marzo, abbia avuto un impatto ben visibile. Il sell-off ha portato ad una perdita dell'indice del 19%; essendo questo un calo generalizzato dei prezzi, la maggior parte delle strategie utilizzate dagli hedge funds hanno riportato risultati in linea con il mercato. È necessario notare come in tale situazione la rotazione delle strategie verta in favore di stili meno correlati con l'andamento del mercato. Nei primi mesi del 2020 sono state infatti registrati *outflow* da strategie altamente correlate con il mercato: eloquente è il dato relativo ai risultati degli stili *long/short* directional, che nel primo trimestre dell'anno hanno avuto un risultato in negativo superiore al 15% per poi approfittare della ripresa generale attraversata dal mercato. Gli *outflows* sono compensati da *inflows* per fondi caratterizzati da strategie

poco correlate che, come riporta Eureka hedge, risultano essere le strategie CTA e le strategie macro. I due stili precedentemente menzionati sono risultati gli unici, secondo i database di Eureka hedge, a riportare dei risultati positivi (seppur minimi) nei primi 5 mesi della pandemia, un incremento rispettivamente dello 0,95% e dello 0,12%.

Figura 7-“Afflussi e deflussi per strategie”



Fonte: *Valuwalk*

Osservando la media dei flussi in entrata e uscita, a seconda del tipo di strategia si può evidenziare la presenza di mesi del 2020 in cui i flussi di entrata sono stati particolarmente alti e corrispondono a tre momenti cruciali del primo anno della pandemia.

- Marzo 2020: il mese che corrisponde all’inizio della pandemia è stato lo stesso nel quale si è registrato il livello di afflussi di capitale maggiore con entrate pari a 6,1 miliardi.
- Aprile 2020: il mese di aprile ha fatto registrare un numero di afflussi pari a 2 miliardi, la maggior parte dovuti all’ottimismo portato dai primi segnali di calo di contagi e quindi della riuscita delle misure di contenimento applicate a livello mondiale.
- Novembre 2020: il rilascio dei vaccini e la previsione di una fine vicina dell’intera pandemia ha assunto la forma di flussi di entrata netti pari a 4 miliardi nel mese di novembre.

Dal grafico è inoltre possibile evidenziare come il volume maggiore di flussi in entrata e uscita appartenga alle strategie *equity* e *multistrategy*, che però sono state caratterizzate da un risultato netto positivo esclusivamente nel primo quadrimestre, per poi riportare una quota maggiore di flussi in uscita nei successivi tre quadrimestri⁵⁵.

I primi mesi del 2020 sono stati contraddistinti quindi da un'alta volatilità e una grande perdita per il mercato, che non può tuttavia essere definito uno specchio dell'andamento totale del 2020, data la complessiva ripresa che ha portato a considerevoli risultati.

Figura 8-“Volatilità e trade volumes”



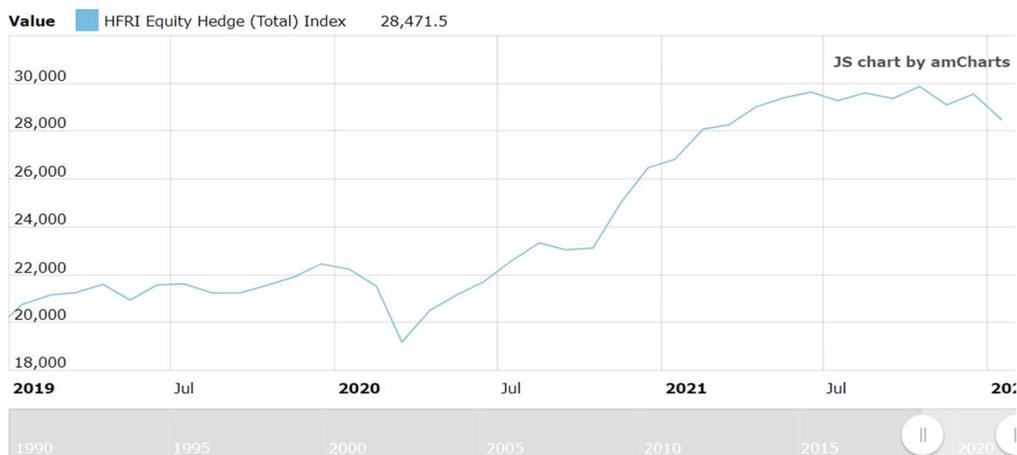
Fonte: *Valuwalk*

Infatti, tutti gli indici HFM nel 2020 hanno sovraperformato le performance del 2019; ciò è giustificato dagli interventi fiscali governativi in corso e dal sostegno delle banche centrali che hanno sostenuto il rally del mercato e assecondato i rendimenti delle coperture azionarie. Fondamentale nella contrazione dei risultati della prima parte dell'anno è stato il fatto che in paesi come l'Italia sono stati imposti dei vincoli sugli investimenti, alcuni dei quali proibivano le strategie short, deleterie per il sistema economico generale, come è stato osservato nella crisi dei mutui subprime. Nonostante ciò, gli asset rischiosi hanno registrato un forte rally verso la fine di marzo, trainati da uno stimolo economico, bassi tassi di interesse e alcune riaperture economiche. Tuttavia,

⁵⁵ Valuwalk “2020 hedge fund, a year in review” 04/03/2021

osservando il rush finale del 2020, è possibile affermare che l'anno della pandemia è stato l'anno nel quale gli hedge funds hanno registrato la performance migliore degli ultimi 11 anni, inferiore solamente al +19,98% registrato nel 2009. A dicembre, gli hedge fund hanno beneficiato del forte rally degli asset rischiosi sulla scia della distribuzione del vaccino. A conferma di quanto detto in precedenza è il risultato degli indici rappresentativi dell'intera industria, prendendo in considerazione sia il database Eurekhedge che HFR è possibile notare come l'anno sia stato chiuso in positivo registrando un +11,80% per l'intera industria. Approfondendo le diverse strategie, viene evidenziato come i risultati siano stati ben diversi a seconda dei vari stili.

Figura 9-“Indice equity hedge HFR”



Fonte: HFR

La strategia che ha portato la miglior performance è la strategia equity, con un complessivo +17,49%. Analizzando le sub strategie degli equity funds è possibile evidenziare particolari categorie che si sono distinte: gli hedge fund focalizzati sulla tecnologia hanno guadagnato il 28%, mentre i fondi sanitari hanno guadagnato quasi il 26%⁵⁶. Ma i migliori risultati nel 2020 sono stati gli hedge fund che investono nel settore dell'energia e dei materiali di base. Secondo HFR, questa strategia ha guadagnato il 33% nel 2020. Il successo degli hedge fund azionari focalizzati su settori come l'energia, la sanità o la tecnologia nel 2020 è stato accompagnato da un'ondata di nuovi equity hedge

⁵⁶ Institutional investor “These Were the Best-Performing Hedge Fund Strategies in 2020” 11/01/2021

funds. Secondo un rapporto di dicembre della società di ricerca PivotalPath⁵⁷, gli hedge fund del settore azionario hanno costituito il 45% dei fondi introdotti durante i primi 11 mesi del 2020. Queste strategie hanno rappresentato il 32% dei lanci di fondi nello stesso periodo dell'anno scorso. Al di fuori delle azioni, le strategie a più alto rendimento nel 2020 sono state quelle attuate dai fondi *event-driven*, che hanno guadagnato il 9,3% per l'anno, secondo HFR. I punti salienti all'interno di queste altre categorie includevano i fondi multistrategia ed *event-driven*, che sono aumentati del 14,55% per l'anno, e i fondi *fixed convertible arbitrage*, che hanno guadagnato il 12,05%. Come detto in precedenza, la strategia macro è stata una delle poche a non scendere a picco nel primo quarto della pandemia proprio per la poca correlazione con il mercato, e ciò lascerebbe prevedere una performance superiore rispetto al resto delle strategie per il resto dell'anno. Tuttavia, al contrario di quanto si possa prevedere, la strategia macro ha chiuso il 2020 in positivo ma con un +5,38% che risulta essere uno dei risultati peggiori dell'intera industria, in particolar modo se messo a confronto con le strategie *equity* ed *event-driven* che nel primo quadrimestre hanno registrato risultati particolarmente negativi per poi invertire totalmente il senso di marcia nei mesi successivi. L'indice azionario Standard & Poor's 500, in confronto, ha guadagnato il 18,4% con i dividendi reinvestiti.

4.3 Performance delle strategie 2021

Il 2021 è il secondo anno in cui l'economia mondiale si è trovata a convivere con la pandemia del Coronavirus. Questi 12 mesi sono stati caratterizzati da un continuo della tendenza positiva generale, in particolar modo per la prima metà dell'anno. Gli hedge fund hanno segnato la loro migliore performance nel primo semestre dal 2009 a giugno con un rendimento dell'8,8%. Da un punto di vista strutturale il 2021 è stato uno degli anni migliori per afflussi di investitori, segnando una significativa inversione di tendenza rispetto ai deflussi registrati nel 2020 e nel 2019. Infatti, l'intera industria ha registrato oltre 70 miliardi di afflussi fino a novembre, nonostante gli 11 miliardi di dollari di deflussi di quel mese. I fondamentali che hanno guidato la forte performance degli hedge fund, non solo nel 2021 ma dall'inizio della pandemia, sono la riapertura di posizioni di trade, in particolar modo nel settore tecnologico, e l'attività dinamica di IPO e M&A.

⁵⁷www.pivotalpath.com

Dividendo per strategia, i futures gestiti e gli hedge fund *multistrategy* hanno accumulato il maggior numero di afflussi nel 2021 rispettivamente a 19,2 miliardi e 22,2 miliardi⁵⁸. I fondi macro e i fondi *fixed income* hanno registrato deflussi rispettivamente di 4,2 miliardi di dollari e 5,5 miliardi di dollari. Inoltre, dato il pessimo mese di novembre, le strategie azionarie hanno registrato una perdita di 7 miliardi di dollari, portando i loro afflussi per la prima volta da inizio anno in negativo di ben 13,1 miliardi. È inoltre possibile osservare una distinzione dal punto di vista dimensionale, in quanto il 2021 è stato un anno positivo per gli hedge fund più piccoli, che hanno battuto significativamente i loro omologhi più grandi. A novembre, tutti sono stati colpiti dall'aumento delle correlazioni e della volatilità, rendendo così superflua una distinzione dimensionale; tuttavia, secondo Pivotalpath, i fondi con meno di \$ 250 milioni di attivo hanno restituito quasi l'11,5% fino a ottobre. Allo stesso tempo, i fondi con un capitale compreso tra \$ 250 e \$ 500 milioni hanno restituito circa l'8%, ben tre punti percentuali in meno. Risultato ulteriormente inferiore, pari al 5,99%, è stato generato dagli hedge fund di dimensioni superiori, che contano un totale di asset under management maggiore di 5 miliardi di dollari.

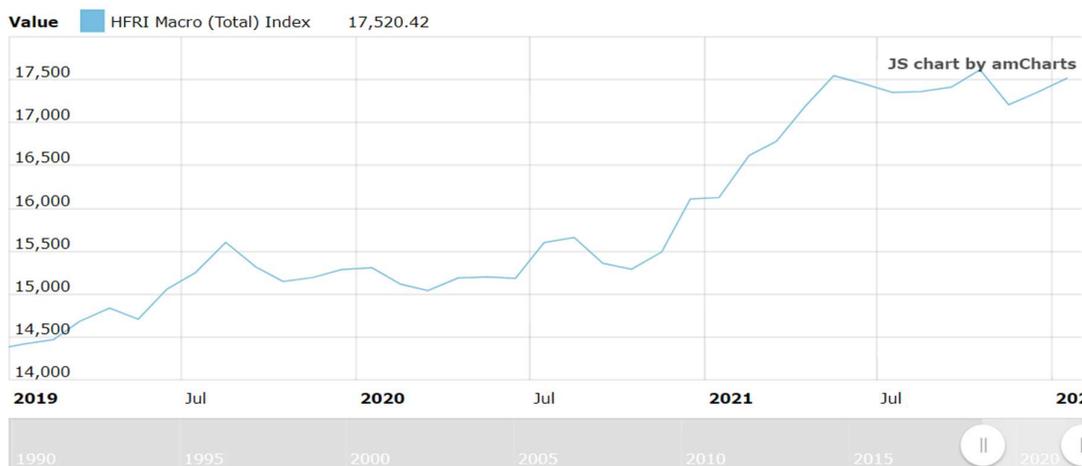
La pandemia ha riversato in maniera minore le proprie conseguenze durante il 2021 proseguendo le tendenze positive di fine 2020, che però hanno subito una importante battuta d'arresto nel mese di novembre 2021. A 18 mesi di distanza dal marzo 2020 che ha dato inizio alla pandemia, gli hedge funds hanno subito una battuta di arresto dovuta alle preoccupazioni per il nuovo ceppo emergente di Omicron, che ha alimentato un forte sell-off del mercato in cui azioni e macro-hedge fund hanno subito il più grande colpo⁵⁹. Dai dati forniti da HFR è possibile notare come vi sia stata un'inversione di marcia tra novembre e ottobre: l'undicesimo mese dell'anno ha fatto riportare una perdita generale del 2,17%, che contrasta con i guadagni dell'1,85% del mese precedente. Le perdite misurate dal Fund Weighted Composite Index di HFR, un benchmark mensile che replica i rendimenti medi di 1400 hedge fund a gestore singolo, mostrano che i rendimenti da inizio anno a novembre 2021 si attestano all'8,73%, inferiori rispetto al rendimento dell'11,83% dell'intero 2020.

⁵⁸ Forbes "State Of The Hedge Fund Industry At Year-End 2021" 26/01/2021

⁵⁹ Hedgeweek "Hedge funds hammered after Omicron variant spooks market" 08/12/2021

I macro-hedge fund che negoziano le tendenze macroeconomiche e geopolitiche utilizzando azioni, obbligazioni, valute e materie prime, tra le altre attività, hanno perso il 2,36% solamente nel mese di novembre, contando però una variazione positiva da inizio anno pari al 6,77%.

Figura 10-“Indice Macro Hedge Hund”

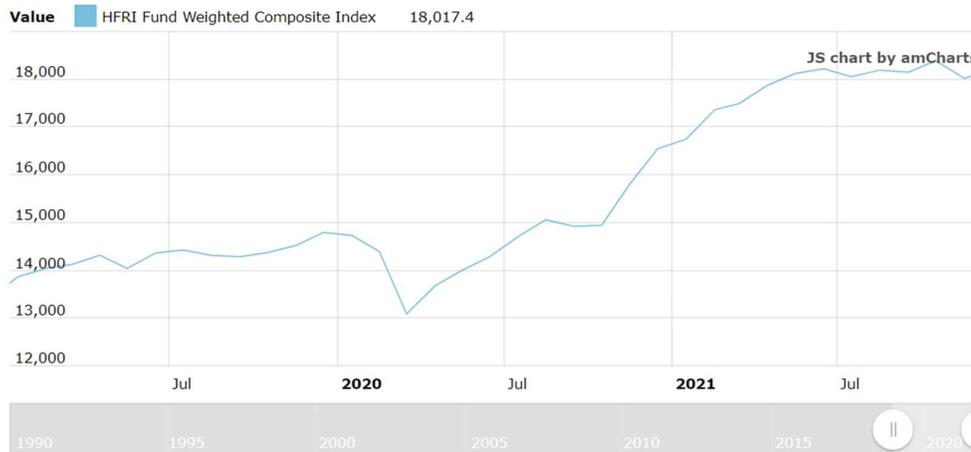


Fonte:HFR

Complessivamente, il 2021 è stato caratterizzato da incertezza e alta volatilità, con i manager dei fondi che hanno dovuto navigare l’aumento dei tassi di interesse e l’inflazione insieme all’impatto delle restrizioni imposte dalla pandemia e dalle varianti. Il rendimento generale dell’industria è stato tuttavia positivo, registrando una performance pari a +10,3%. Nonostante il rendimento del 2021 sia stato un punto percentuale inferiore a quello del 2020, esso risulta comunque essere il terzo rendimento più alto registrato dal 2009, quando HFRI Fund Weighted Composite ha reso il 19,98%, secondo i dati storici dell’indice HFR. Analizzando i rendimenti delle strategie è possibile notare che gli equity hedge fund e gli event driven hedge fund sono stati trainanti con una performance nel mese di dicembre pari a +1,28%, navigando l’alta volatilità portata dalla variante Omicron e dalla dislocazione dei mercati: le due strategie precedentemente nominate sono infatti anche le due che hanno meglio performato nel 2021, riportando rispettivamente delle performance positive pari a 13,06% e 11,06%. La peggior strategia dell’anno è, come nei 12 mesi precedenti, la strategia macro, la quale ha chiuso con un

positivo 7%, migliorato rispetto all'anno precedente ma pur sempre esplicativo della poca correlazione con il mercato.

Figura 11-“Andamento generali dei fondi”



Fonte:HFR

I dati forniti da LHC investments mostrano che l'industria degli hedge funds ha guadagnato più di 176 miliardi di dollari nel 2021⁶⁰. Responsabili di un terzo di questi guadagni sono stati i 20 hedge funds con le migliori prestazioni annuali, raggiungendo la somma di 65,4 miliardi di dollari, mentre i mercati azionari hanno marciato al rialzo nonostante l'aumento dei prezzi e dei casi di coronavirus. Tra questi figurano nomi come Citadel hedge fund ed LCH investemnt che, gestendo il 20% dei 3,6 trilioni complessivi dal settore, hanno avuto una media di profitti pari al 10,6%. Nonostante i risultati largamente positivi di molti fondi, è possibile notare una non sottile discrepanza rispetto al mercato. Prendendo come punto di riferimento l'indice S&P 500 che ha chiuso il 2021 con un rialzo del 27%, è possibile notare che gli hedge fund *stock oriented* non sono stati capaci di catturare interamente i rendimenti disponibili: la bassa esposizione netta e un contesto difficile per le vendite allo scoperto hanno limitato i loro rendimenti.

⁶⁰ Reuters "Top hedge funds earn record \$65.4 bln for clients in 2021 - LCH data" - Svea Herbst-Bayliss 17/01/2022

4.4 Il 2022

Nel 2022 Il capitale totale del settore degli hedge fund è salito fino a superare i \$ 4 trilioni; tale risultato è una pietra miliare nel settore raggiunta agli inizi del nuovo anno.⁶¹ I managers si sono trovati a fronteggiare gli ultimi mesi del 2021, contraddistinti da un alto livello di volatilità guidato dalle aspettative di aumento dei tassi di interesse e dal diffondersi delle nuove varianti COVID. Per superare la soglia dei 4 milioni nell'ultimo anno si è contato un incremento di capitale pari a 400 miliardi. Guardando all'inizio della pandemia, quindi al primo quarto del 2020, è possibile evidenziare che l'industria di questi fondi era scesa sotto il valore dei 3 trilioni, per poi raggiungere il suo picco con 7 quadrimestri che hanno permesso non solo un recupero ma un miglioramento, nonostante il continuato periodo di incertezza dovuto al protrarsi della pandemia. Il settore non è stato però contraddistinto da rendimenti uniformi: vengono riportati in seguito esempi di fondi che, comprendendo l'entità della crisi con largo anticipo, hanno saputo sfruttare i ribassi a proprio favore, mentre altri hanno dovuto chiudere per sempre le attività di investimento date le perdite.

Valiant è un hedge fund gestito da Chris Hansen; è stato tra i primi hedge funds ad avvertire il Coronavirus come una seria minaccia per l'economia mondiale che avrebbe avuto una grande varietà di effetti, e che avrebbe generato di conseguenza varie opportunità di rendimento seppur rischiose. A inizio pandemia Valiant è stato uno dei pochi hedge funds in grado di riportare un profitto pari al 36%⁶². All'atto pratico, già da gennaio 2020 il fondo aveva aperto posizioni ribassiste su indici azionari e soprattutto con l'apertura di posizioni short su aziende inserite in settori destinati a subire maggiormente gli effetti della pandemia come turismo e compagnie aeree. Secondo un articolo di "Il sole 24ore" pubblicato nel 2/04/2022 "Il vantaggio è arrivato anche da investimenti decisi a febbraio in strumenti di protezione del credito su indici obbligazionari legati a bond di alta qualità e anche ad alto rischio. Queste puntate si sono rivelate a loro volta redditizie a mano a mano che si sono aggravate le prospettive di

⁶¹ HFR REPORT "GLOBAL HEDGE FUND CAPITAL SURPASSES HISTORIC MILESTONE TO BEGIN 2022" 20/01/2022

⁶² IL SOLE 24 ORE "Valiant, l'hedge che ha vinto la scommessa sul Covid-19" 2/04/2020

default su obbligazioni da parte di imprese sempre più sotto pressione per la paralisi del business”.

Allo stesso modo, Bill Ackman, CEO di Pershing Square Capital Management, ha guadagnato \$ 3,85 miliardi su \$ 204 milioni di investimento in ogni risvolto della pandemia. Secondo quanto riportato dal “Wall street Journal”, agli albori di marzo 2020 Ackman, cogliendo la gravità della situazione pandemica, avrebbe acquistato 27 milioni di dollari in titoli che avrebbero guadagnato valore in caso di crollo delle obbligazioni societarie⁶³. Le posizioni azionarie di Pershing Square stavano cadendo in sincronia con il mercato generale in quel momento, e Ackman ha affermato di aver aperto questa posizione per compensare le perdite dovute al crollo del mercato generale. Diverse settimane dopo aver comprato i titoli, Ackman li ha venduti per \$ 2,6 miliardi, un profitto di quasi 100 volte il suo investimento. Il guadagno è stato dovuto ai timori del mercato in merito alla capacità delle aziende di rimborsare i propri debiti nonostante il colpo della pandemia. Ackman è stato capace di sfruttare non solo il crollo, ma anche la ripresa. avendo investito 177 milioni di dollari per opzioni collegate ai buoni del Tesoro che sarebbero aumentate di valore nel caso i tassi di interesse fossero saliti nei primi 18 mesi dalla fine del 2020. Egli prevedeva che la spesa dei consumatori sarebbe esplosa, portando a una forte inflazione che avrebbe spinto la Federal Reserve a inasprire la politica monetaria. La giusta previsione ha portato ad un profitto di 1,25 miliardi di dollari, la maggior parte reinvestiti nel titolo Netflix dato un crollo del 20% nel mese di gennaio e caratteristiche fondamentali dell’azienda che indicano una netta solidità.

Al contrario dei due esempi riportati in precedenza, nel mese di aprile 2021 il macro-hedge fund IPM ha comunicato la totale chiusura delle attività di investimento. Il fondo gestito da Anders Lindell e Jonas Rinnè aveva raggiunto notorietà durante un altro periodo di crisi, il 2008. Durante gli anni dei mutui subprime il fondo è stato capace di guadagnare più del 31% utilizzando modelli computerizzati indirizzati alla negoziazione di titoli di stato, valute e futures. Le strategie di investimento che impiegano algoritmi basati su computer hanno faticato a far fronte all’impatto dirompente della pandemia di Coronavirus sui mercati finanziari nell’ultimo anno. I dati di mercato e i modelli di

⁶³ Thestreet “Hedge Funder Ackman Makes \$3.8 Billion on Covid Trades”-Dan Weil 01/02/2022

tendenza usati per il posizionamento di portafogli AI sono stati resi inconsistenti dall'incertezza economica e dagli alti e bassi dell'economia. Le strategie macro hanno guadagnato in media il 2,64% nel 2020, ben al di sotto del settore complessivo dei macro-hedge fund che è aumentato del 5,22%, così come il più ampio settore degli hedge fund, che è aumentato di quasi il 12% nel 2020, secondo i dati di Hedge Fund Research. Importante notare come in periodi di incertezza macroeconomica particolarmente rapidi gli algoritmi e le intelligenze artificiali non siano capaci di sovraperformare il manager.

CONCLUSIONI

Il sistema finanziario rimane un sistema particolarmente dinamico: risulta quindi complicato prevedere le sfide che esso si troverà ad affrontare in futuro. Il settore degli hedge funds, come il resto degli attori del sistema finanziario, si è trovato a far fronte alla pandemia Covid19 che, nel febbraio 2020, ha dato inizio a una crisi in grado di riversare le ben note conseguenze in ogni parte del globo. Gli hedge fund, essendo una classe di operatori circondata da un alone di mistero, fin dalla loro nascita si trovano ad essere oggetto di accuse inerenti al ruolo ricoperto in situazioni di instabilità.

Quanto descritto nei capitoli precedenti permette di analizzare come gli hedge fund abbiano potenzialmente svolto un ruolo significativo nell'avvio o nello sviluppo delle crisi. Mentre in alcuni casi ci sono elementi maggiormente a supporto di un ruolo attivo tramite i gestori di fondi, in altri casi il loro intervento sembra essere stato più di matrice opportunistica piuttosto che rivolto ad un'attività di catalizzazione. È quindi possibile dedurre che, a differenza di crisi passate come LTMC o la crisi innescata da George Soros, nella pandemia odierna il ruolo degli hedge fund è stato più marginale. Con ciò si intende dire che il periodo di instabilità portato dalla pandemia del Coronavirus non è stato frutto di circostanze intrinseche al sistema oppure di una instabilità macroeconomica precedente fuoriuscita in seguito: la crisi è infatti scaturita dalle conseguenze macroeconomiche mondiali di una pandemia inaspettata. Come osservato, l'industria di fondi hedge non ha avuto modo di imporre particolari orientamenti finanziari, bensì è stata travolta per intero dai cali di febbraio, per poi rimanerne ancorata anche durante la successiva ripresa. Gli hedge fund hanno quindi ricoperto un ruolo maggiormente passivo, trovandosi costretti a una restrizione delle commissioni imposte ai propri investitori, che sono diminuiti per tutto il 2020 per poi risalire nel 2021, e a sistemi di rotazioni delle strategie adottate. Prendendo in considerazione la presenza di svariati hedge fund che hanno registrato ingenti profitti ma anche una cospicua parte costretta alla liquidazione, si nota come non sia possibile assegnare a questi un ruolo centrale, ma solamente di attori secondari intenti a cogliere opportunità favorevoli in un mercato denso di movimenti.

In merito alle strategie è stato evidenziato come, con l'aiuto dei dati forniti dai database a dagli indici di Hedge Fund Research, l'industria hedge fund non sia un corpo unico caratterizzato da movimenti sincroni, in particolar modo nel breve periodo. È infatti stato

espressamente riportato come le strategie vincenti nel complessivo da inizio pandemia siano strategie event-driven e strategie equity. Quanto detto indica che, a differenza di crisi passate, l'alta correlazione con il mercato ha permesso agli hedge fund con tali strategie di essere trainati in un periodo positivo che vanta come precedente solo il post crisi dei mutui subprime. Tuttavia, è anche possibile notare come nel corso della pandemia la strategia macro, caratterizzata da una lieve correlazione con il mercato sia stata la scelta giusta nel periodo di maggior crisi (marzo 2020) seppur non capace di portare alti profitti quando il mercato verte in favore degli investimenti *directional*. In conclusione, è possibile affermare che il settore degli hedge funds non è stato capace di influenzare i movimenti economici durante la pandemia: i fondi sono rimasti ancorati all'andamento del mercato senza però sovraperformarlo in ambo gli anni. L'industria si affaccia al 2022 superando il capitale dei 4 trilioni di euro e con premesse future in grado di contrastare eventuali scompensi macroeconomici come, ad esempio, il complicato evolversi della situazione in Ucraina. Le strategie applicate, per quanto diversificate, sono state capaci di portare un risultato positivo durante la pandemia senza esclusioni e con ciò anche nuovi afflussi di capitale, data la soddisfazione generale degli investitori.

Bibliografia e sitografia

HEDGEFUNDRESEARCH.

EUREKAHEDGE

Ackert, Deaves “BEHAVIORAL FINANCE Psychology, Decision-Making, and Markets” 2010

Beccalli, Mishkin, Eakins “Istituzioni e mercati finanziari” nona edizione 2019

Bianchi, Drew “HEDGE FUND REGULATION AND SYSTEMIC RISK” Griffith law review (2010) Vol19

Cassiani, Spigarelli “Gli hedge fund: caratteristiche, impatto sui mercati e ruolo nelle crisi finanziarie” 08/2009

Daniel Capocci “The Complete Guide to Hedge Funds and Hedge Fund Strategies” 2013

Degregori and partners “Investire in Hedge Funds” 24/04/2016

Economic Review “Hedge funds and financial crises” Maria Strömqvist 2009

Filippo Stefanini “Investment Strategies of Hedge Funds” 2006

Gropp “How Important Are Hedge Funds in a Crisis?” FRBSF Economic Letter 2014

H.Kent, “Hedge Funds: Structure, Strategies, and Performance” Oxford University Press 2017

“Hedge Fund Treasury Trading and Funding Fragility: Evidence from the COVID-19Crisis”- Mathias S. Kruttli, Phillip J. Monin, Lubomir Petrasek, Sumudu W. Watugala 01/04 /2021

Itzhak Ben-Davi “Hedge Fund Stock Trading in the Financial Crisis of 2007-2008” 2010

Journal of Economic Perspectives “Hedge Funds and the Collapse of LongTerm Capital Management” Franklin R. Edwards- 1999ù

Lloyd Dixon, Noreen Clancy, Krishna B. Kumar “Hedge Funds and Systemic Risk” 2012

Monica Billio, Mila Getmansky, Lorian Pelizzon “Crises and Hedge Fund Risk” 2008

Mallaby 'Go for the Jugular'- The Atlantic 4/06/2010

Nigro, Romano“Monitoraggio del rischio sistemico e tutela dell’investitore nella nuova regolamentazione sugli hedge funds nel Dodd-Frank Act e nella AifmD” 25/11/2011

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

Priceconomics "The Trade of the Century: When George Soros Broke the British Pound" Rhoin Dhar 2014

Valuewalk "2020 hedge fund, a year in review" 04/03/2021

Institutional investor "These Were the Best-Performing Hedge Fund Strategies in 2020" 11/01/2021

Forbes "State Of The Hedge Fund Industry At Year-End 2021" 26/01/2021

Reuters "Top hedge funds earn record \$65.4 bln for clients in 2021 - LCH data" - Svea Herbst-Bayliss 17/01/2022

Hedgeweek "How Covid-19 sank quant macro hedge fund pioneer IPM" 26/04/2021

Yahoofinance "How COVID-19 has impacted the hedge fund industry" 2/06/2020

IL SOLE 24 ORE "Valiant, l'hedge che ha vinto la scommessa sul Covid-19" 2/04/2020

HFR REPORT "GLOBAL HEDGE FUND CAPITAL SURPASSES HISTORIC MILESTONE TO BEGIN 2022" 20/01/2022

Milanofinanza.it "Il Covid-19 ha cambiato gli hedge fund. Consigli per gli acquisti" - Marco Vignali 20/05/2021

Thestreet "Hedge Funder Ackman Makes \$3.8 Billion on Covid Trades" - Dan Weil 01/02/2022

Hedgeweek "Hedge funds hammered after Omicron variant spooks market" 08/12/2021

