

Hedge fund, la replica come soluzione all'enigma delle commisioni

"La replica dei fattori degli hedge fund copia il modo in cui vengono investiti i principali hedge fund, in modo semplice ed economico". Il commento di Andrew Beer



"Il grande dibattito sulle **commissioni degli hedge fund** rappresenta il nodo gordiano della gestione patrimoniale, ovvero un problema che in superficie sembra irrisolvibile, ma che potrebbe avere una soluzione relativamente semplice per gli investitori e le istituzioni". Il commento di **Andrew Beer**, managing member di Dynamic Beta Investments (**iM Global Partner**).



Qualche anno fa, le commissioni degli hedge fund erano una questione scottante, che divideva in varie fazioni il mercato.

Gli investitori istituzionali hanno proposto di creare strutture completamente nuove per le commissioni, scagliandosi contro la proposta di una struttura di commissioni 2/20, un retaggio dei piccoli inizi degli hedge fund.

Nel frattempo, i nuovi fondi proponevano classi di azioni "fondatrici" scontate per attirare gli investitori riluttanti. Nel mondo delle strategie quantistiche, come i premi al rischio alternativi e i futures gestiti, sono arrivati nuovi operatori a rompere lo schema delle commissioni con prodotti sub-100 bps.

Ma andiamo avanti fino al 2021, dove nonostante il cambiamento delle commissioni, regna la confusione. Alcuni dei fondi più costosi hanno sovraperformato e persino aumentato le commissioni, come nel caso dei fondi multi-strategy. Altri, come il credito strutturato, hanno performato male. Nel frattempo, alcuni dei prodotti meno costosi hanno sottoperformato malamente, come per esempio i premi al rischio alternativi, mentre i prodotti long-only a basso costo hanno battuto i loro simili long/short che hanno una commissione maggiore. Nel mezzo ci sono un centinaio di esempi.

Con un tale livello di complessità, le domande per gli investitori oggi sono: dovrebbero ancora preoccuparsi delle commissioni e, se sì, ci sono soluzioni valide?

Le risposte sono sì e ancora sì. Se facciamo un passo indietro, prenderemo atto di come ci siano due motivi principali per insistere sull'abbassamento delle commissioni. Il primo, ovvio motivo, è quello di migliorare la performance. Gli hedge fund non hanno tanto un problema di generazione di alfa, quanto il fatto che una parte troppa grande di esso finisce nelle mani sbagliate. Abbiamo scritto nel 2016 che l'80% dei rendimenti veniva pagato in commissioni, mentre più di recente abbiamo riportato come la percentuale sia salita al 100% e oltre. Anche nel 2020, abbiamo assistito a grandi risultati per il mondo degli hedge fund, dato che ha generato quasi 300 punti base di alfa, sei dollari di alfa su dieci sono stati pagati in commissioni. In tutto il settore, i clienti si prendono tutto il rischio di ribasso, ma cedono troppo nelle fasi di rialzo.

Le altre ragioni non sono di matrice economica, come l'ascesa degli ETF e la pressione normativa sul "value for money", che rendono i prodotti a basso costo più sicuri per i gestori patrimoniali e i fondi pensione, i quali non digeriscono bene il fatto che i gestori miliardari con scarso rendimento si arricchiscano sempre di più sulle spalle dei pensionati in difficoltà.

La ricerca di valore

La domanda interessante è perché, dopo quasi un decennio di dibattito, il progresso è stato così discontinuo. Il punto di partenza consiste nel fatto che c'è disaccordo su come calcolare in maniera equa le commissioni in anticipo. Chiaramente, qualsiasi investitore razionale sarebbe entusiasta di un fondo che genera puntualmente 500 bps all'anno, anche se il gestore si porta a casa 500 bps di commissioni.

Il problema è che quel fondo semplicemente non esiste. Invece, gli investitori tendono a scegliere fondi che, grazie alla fortuna o alla bravura, forniscono rendimenti sufficienti. Nonostante le commissioni elevate, quando la performance ritorna alla normalità, quelle commissioni diventano onerose. In un esempio, sfortunatamente non isolato, i clienti di un hedge fund che si è comportato bene all'inizio del decennio non hanno guadagnato praticamente nulla in sette anni, dopo aver pagato 2 miliardi di dollari di commissioni. Invece contro le commissioni a fatto avvenuto è come lamentarsi di aver costruito una casa costosa in una zona a rischio di inondazione.

Quanto avvenuto nel 2020 non aiuterà. I vincitori assoluti, i fondi in crescita del 50% o più, sosterranno che solo la performance netta, non le tasse, dovrebbe essere importante. Le stelle del 2020 troveranno investitori concordi, il che solleva un'altra questione: la leva di negoziazione. Per molti investitori, entrare in quel club supera semplicemente le preoccupazioni sulla persistenza.

Al contrario, i fondi che hanno sofferto nel 2020 potrebbero essere disposti a offrire sconti, ma pochi correranno il rischio. Stranamente, chi ha giocato su una leva negoziale, come le banche globali, spesso intascano da soli i risparmi sulle commissioni, l'equivalente economico di Walmart che compra all'ingrosso ma fa pagare lo stesso del vecchio negozio all'angolo e quindi gravitano sui fondi più costosi. Per questo motivo, è probabile che la separazione delle commissioni del settore persista.

I fondi hedge in strutture UCITS avrebbero potuto essere la soluzione, ma non lo sono stati. Questi fondi, in media, fanno pagare un terzo (a volte la metà) in meno degli hedge fund.

Inoltre, offrono qualcosa di prezioso, la liquidità giornaliera. Sfortunatamente, le commissioni più basse non si sono tradotte in rendimenti migliori. Perché? I vincoli all'interno dei fondi UCITS possono smorzare la performance pre-commissioni: immaginate un fondo hedge di credito long/short le cui obbligazioni non negoziate a più alto rendimento sono proibite.

Il calcolo è questo: quando la resistenza alla performance supera i risparmi sulle commissioni, i rendimenti netti sono inferiori. Questo ha rafforzato il punto di vista di alcuni investitori secondo cui se si vuole un'esposizione agli hedge fund, si deve ingoiare il rospo e investire solo in fondi offshore non liquidi e ad alto costo.

Replica: la più grande forma di compromesso

Il che ci porta a una potenziale soluzione. La replica dei fattori degli hedge fund copia il modo in cui vengono investiti i principali hedge fund, in modo semplice ed economico. (Nota: i premi al rischio alternativi sono molto diversi e non sono mai stati una vera strategia di replica). A differenza della maggior parte dei prodotti di fondi hedge UCITS, il risparmio sulle commissioni è pari o superiore a qualsiasi performance persa. Nel nostro caso, facciamo un ulteriore passo avanti: se riusciamo a replicare il 90% o più dei rendimenti pre-commissione e a mantenere basse le spese, possiamo potenzialmente fornire alfa attraverso la "disintermediazione delle commissioni".

Nonostante le stridenti critiche di un decennio fa da parte degli investitori che vedevano il prodotto come una minaccia esistenziale, praticamente ogni strategia di replica del periodo pre-GFC ha materialmente sovraperformato gli hedge fund UCITS, sovraperformato i fondi di fondi hedge ed ha performato in conformità con gli indici di hedge fund. Consideriamo queste strategie come soluzioni "index-like" perché si comportano più come portafogli diversificati (e più sicuri) degli hedge fund rispetto alle allocazioni di un singolo gestore. Naturalmente, ogni strategia ha i suoi limiti, infatti alcune strategie, altamente illiquide e market neutral e i singoli fondi non possono essere replicati.

Per gli investitori, questo dovrebbe essere un fattore di trasformazione. I costi sono chiaramente importanti, ma lo è anche la prevedibilità. Questo è stato fondamentale per l'adozione di prodotti indicizzati nello spazio tradizionale. Quasi vent'anni dopo che le società di fondi hanno iniziato a esplorare modi per creare soluzioni di hedge fund "simili all'indice", la replica si distingue per la sua combinazione di performance, commissioni interessanti e alta correlazione.

Le strategie di replica investono tipicamente in portafogli semplici di futures liquidi ed ETF, e quindi possono essere gestiti facilmente all'interno dei vincoli di un ETF. Di conseguenza, gli investitori hanno ora uno strumento per combinare hedge fund ad alto costo e illiquidi con un complemento a basso costo e liquido, per abbassare le commissioni medie e migliorare le caratteristiche di liquidità senza sacrificare i rendimenti. I gestori patrimoniali che abbracciano questi prodotti "simili agli indici" possono essere in grado di dimostrare una migliore performance rispetto alle commissioni, una pietra miliare del "value for money" sotto MiFID e RDR. I consulenti possono confrontare gli hedge fund attuali con un'alternativa a basso costo e investibile, allo stesso modo in cui un selezionatore di azioni long-only può essere valutato rispetto al relativo indice azionario. Date le difficoltà nel ridurre direttamente le commissioni degli hedge fund, la soluzione migliore potrebbe essere rappresentata dalla replica come valido compromesso.

<https://www.investiremag.it/investire/2021/04/23/news/hedge-fund-la-replica-come-soluzione-allenigma-delle-commissioni-52966/>