

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA  
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI  
“M.FANNO”

Corso di laurea *Triennale* in Economia



BRIDGEWATER HEDGE FUND: ANALISI  
DELL'INVESTIMENTO SHORT SUI PRINCIPALI TITOLI  
ITALIANI ED EUROPEI

*Relatore:* Prof. ALBERTO LANZAVECCHIA

*Laureando:* PAOLO PICCOLI  
matricola N. 1113110

Anno Accademico 2017/2018

## Indice

|   |                |
|---|----------------|
| Premessa generale.....  | pag. 2         |
| <b>La vendita allo scoperto sui titoli italiani ed europei.....</b> | <b>pag. 4</b>  |
| Premessa.....   | pag. 4         |
| Le posizioni ribassiste di Bridgewater Associates.....              | pag. 5         |
| La vendita allo scoperto - Storia e funzionamento.....              | pag. 18        |
| Le vendite allo scoperto oggi.....                                  | pag. 22        |
| Le finalità della vendita allo scoperto.....                        | pag. 24        |
| Effetti positivi della vendita allo scoperto.....                   | pag. 25        |
| Effetti negativi della vendita allo scoperto.....                   | pag. 26        |
| <b>L'industria hedge fund e Bridgewater Associates.....</b>         | <b>pag. 27</b> |
| Gli hedge fund.....   | pag. 27        |
| Contesto e Definizione degli Hedge Fund.....                        | pag. 27        |
| La Storia degli HF.....   | pag. 30        |
| Le strategie d'investimento più comuni negli HF.....                | pag. 35        |
| La misurazione delle performance degli HF.....                      | pag. 36        |
| Bridgewater Associates – Storia e presente.....                     | pag. 38        |
| La cultura .....  | pag. 40        |
| <b>Analisi dell'investimento e conclusioni.....</b>                 | <b>pag. 43</b> |
| Le motivazioni dello short.....                                     | pag. 43        |
| I risultati e probabili futuri investimenti.....                    | pag. 45        |
| Conclusioni.....  | pag. 47        |
| Bibliografia.....   | pag. 48        |
| Sitografia.....   | pag. 51        |

## **Premessa generale**

Il 14 ottobre 2017 il quotidiano finanziario italiano a più larga diffusione, *il Sole 24 Ore*, titolava così un fatto piuttosto eclatante per gli addetti ai lavori dei mercati finanziari europei e ancor di più italiani: *Maxi puntata di Bridgewater sul ribasso di Piazza Affari*. Il titolo, concisamente, fornisce un immediato impatto con l'accaduto: un fondo d'investimento americano, Bridgewater Associates, il più grande Hedge Fund al mondo per patrimonio amministrato (circa 160 miliardi di dollari secondo quanto riportato dalla stessa società), ha "scommesso" somme considerevoli in previsione della perdita di valore del mercato finanziario (specchio naturale dell'andamento reale dell'economia) italiano.

Qualche precisazione diventa immediatamente necessaria. Anzitutto dal punto di vista quantitativo la "puntata" del fondo amministrato dal miliardario Ray Dalio ammontava, al tempo di pubblicazione dell'articolo, a poco più di 940 milioni di euro. In secondo luogo, dal punto di vista tecnico non si tratta di una scommessa comunemente intesa, perpetuata cioè con una controparte fisica ma piuttosto dell'attivazione di posizioni nette ribassiste (cioè al netto delle opposte, rialziste) attraverso la vendita allo scoperto di titoli. Infine da un punto di vista formale, non si tratta di un investimento che considera tutti gli strumenti scambiati sul mercato milanese, come si potrebbe immaginare, ma include solo determinati titoli: in maggioranza i cd *blue chip*, cioè ad elevata capitalizzazione e con alti livelli di liquidità, nonché titoli considerati tra i più rappresentativi dell'andamento generale del mercato se osservati nel loro andamento complessivo.

Il 15 febbraio inoltre, viene pubblicato da Bloomberg, forse l'agenzia di stampa finanziaria più autorevole al mondo, un articolo dal quale si evince come l'investimento del fondo americano da focalizzato alla sola Italia, abbia assunto una dimensione europea. Bridgewater infatti aveva "alzato la posta" scommettendo su diverse società europee, le tedesche Allianz e Siemens e la francese Total tra le altre, arrivando ad attivare una posizione ribassista per poco meno di 22 miliardi di euro.

È evidente, già da una prima riassuntiva descrizione, la portata di un fatto come questo: se Bridgewater riuscisse nell'intento di lucrare lauti profitti da una tale operazione significherebbe che gli equilibri economici d'Italia in primis e dell'Europa di conseguenza sono sull'orlo di una nuova caduta e che la congiuntura positiva che stiamo attraversando è vicina ad un nuovo periodo negativo (tema che per altro lo stesso Dalio ha confermato in numerose interviste degli ultimi mesi).

Partendo dall'evento esposto, obiettivo della tesi è la trattazione dello stesso nel tentativo di chiarirne le dinamiche fondamentali e le peculiarità che l'hanno contraddistinta nel panorama finanziario. Si partirà dunque approfondendo lo svolgimento dell'investimento di Bridgewater a livello europeo con focus sui titoli italiani; si volgerà in seguito l'attenzione sulle caratteristiche proprie della forma d'investimento utilizzata, la vendita allo scoperto, poco conosciuta e compresa al di fuori del contesto finanziario, dando rilievo alle normative europee e americane che ne regolano l'attuazione; verrà poi dato risalto al mondo dei fondi d'investimento considerando il modello Hedge Fund con le sue peculiarità e osservando come Bridgewater si configuri in tale ecosistema. Infine, alla luce degli elementi trattati verrà data un'interpretazione sui possibili sviluppi dell'investimento, sulle probabili reali intenzioni strategiche perseguite e sui risultati che potrebbero scaturirne.

## Capitolo 1

# La vendita allo scoperto sui titoli italiani ed europei

### Premessa

Per procedere all'analisi degli investimenti perpetuati dall' *hedge fund* Bridgewater Associates è innanzitutto necessario comprendere la natura dei dati utilizzati e darne contestualmente una prima interpretazione.

Come si vedrà nel secondo capitolo a proposito della struttura e funzionamento degli *hedge fund*, essi in quanto veicolo d'investimento privato, nati proprio per mantenere maggiore autonomia rispetto alle normative in favore della tutela degli investitori più vulnerabili (piccoli e non professionali), non sottostanno ad alcun obbligo informativo circa le posizioni assunte, né hanno interesse a rivelarne i dettagli al pubblico per proteggere le proprie strategie. Il problema più rilevante perciò, non solo in questa sede ma evidentemente per chiunque si trovi ad elaborare considerazioni sui movimenti degli *hedge fund*, ha riguardato il reperimento di banche dati facilmente accessibili e sufficientemente dettagliate.

I dati su cui si basa questa trattazione sono stati reperiti dalle banche dati stabilite dal regolamento europeo 236/2012 in materia di *short selling* e *Credit Default Swap* (CDS), recepito in Italia col decreto Sviluppo (d.l. 179/2012) e attuato per mezzo del *Protocollo d'intesa* tra MEF, Banca d'Italia e Consob, sottoscritto nell'aprile 2013. Il regolamento prevede la pubblicazione di posizioni nette corte (PNC) per vendite allo scoperto superiori allo 0.5% della capitalizzazione del titolo soggetto all'investimento e l'ulteriore comunicazione di variazioni superiori al 0.2% della capitalizzazione di detto titolo. Inoltre, secondo quanto riportato nel portale della Consob ove sono disponibili giornalmente le pubblicazioni ([www.consob.it/web/area-pubblica/pnc](http://www.consob.it/web/area-pubblica/pnc)), l'ultimo dato disponibile rispetto alla diminuzione della vendita allo scoperto al di sotto della soglia dello 0.5% viene segnalata con l'annotazione di 0.49%. Nonostante la semplificazione evidente che ne deriva, ai fini della semplicità di analisi si è deciso di considerare disinvestita totalmente ogni posizione al di sotto dello 0.49%.

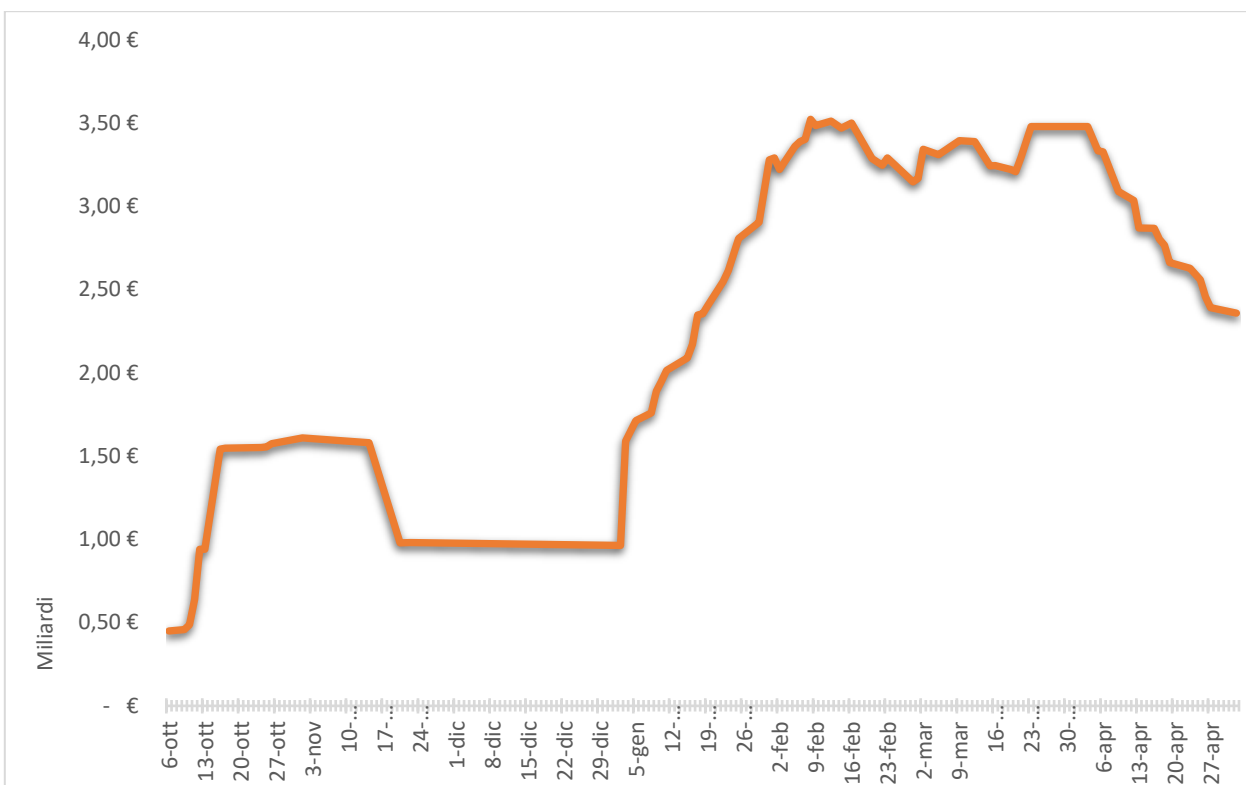
Com'è dunque chiaro da tale premessa, i dati riportati non sono da intendersi "precisi alla virgola" ma fungenti come riferimenti, con un certo grado, inevitabile, di approssimazione, dell'andamento

del caso analizzato. Tenendo in considerazione ciò, è ora possibile osservare gli accadimenti susseguirsi.

### **Le posizioni ribassiste di Bridgewater Associates**

Il 6 ottobre 2017 il fondo d'investimento americano Bridgewater Associates ha comunicato alla Consob posizioni nette corte per un controvalore di 450 milioni di euro ripartite sui titoli dei tre maggiori esponenti (in termini di capitalizzazione e utenti serviti nel Paese) del comparto bancario italiano: Intesa San Paolo per poco più di 230 mln, Unicredit per un totale vicino ai 195 mln e Banco BPM per quasi 25 mln di euro. Da quel momento, mossi dall'ammontare "in gioco", gli operatori e la stampa finanziari hanno cominciato a seguire assiduamente gli sviluppi delle operazioni del fondo guidato da Ray Dalio. Nel tempo le posizioni nette corte di Bridgewater sono variate notevolmente sia in termini complessivi assoluti sia a livello di singoli titoli. Il grafico sotto riportato descrive l'andamento dal 6 ottobre 2017 al 2 maggio 2018 del totale investito in posizioni ribassiste. Nella compilazione del grafico sono stati presi in considerazione le quotazioni periodiche dei singoli titoli e la percentuale pubblicata dalla Consob sulla capitalizzazione di Borsa di ciascuno. È da tener presente, nell'interpretazione delle scelte strategiche adottate dal fondo, che i dati riferiti alle PNC pubblicati non considerano eventuali posizioni su strumenti derivati che potrebbero dunque modificare il reale obiettivo d'investimento: da proattivo ribassista a mero strumento di riduzione del rischio.

Come suggerisce il grafico, dopo una prima fase crescente e coincidente con i giorni iniziali di investimento che hanno portato vicino alla quota di 1.5 miliardi di euro il valore complessivo dello *short* sui titoli italiani, Bridgewater ha ridotto la propria esposizione con la fine di novembre 2017 e l'ha mantenuta sostanzialmente invariata (le uniche reali variazioni sono infatti state determinate dalle oscillazioni delle quotazioni che a Dicembre 2017 non hanno pressoché influito sul computo del valore totale impiegato) fino alla fine dell'anno alla quota di circa 1 miliardo di euro. Con l'apertura del nuovo anno si registra poi un forte trend al rialzo che si stabilizza sul range compreso tra complessivi 3 e 3,5 miliardi di euro dall'inizio di febbraio ai primi giorni di aprile 2018 a seguito dei quali si nota un calo generale delle operazioni e il disinvestimento, come si vedrà, di posizioni su diversi titoli.



Fonte: elaborazione personale dei dati Consob sulle PNC

Interessante, per un'analisi più dettagliata dell'investimento, è certamente comprendere quali in particolare siano stati i titoli oggetto di compravendita e quali le principali reazioni del mondo finanziario.

Per assolvere alla prima questione verranno presi a riferimento diagrammi circolari descrittivi la composizione di questi seguiti dalle relative tabelle con indicazione della quota investita per titolo ad ogni giornata di rilevazione.

Come si identifica nella composizione al 16 ottobre 2017, a 10 giorni circa dalla prima pubblicazione Consob, resta primario l'attacco al comparto bancario italiano, venduto allo scoperto per oltre 700 milioni di euro e una frazione del 44% sul totale della posizione. Si nota però un ulteriore interessamento di Bridgewater sulle blue chip italiane ma rivolto alle cd *utility company*: ENEL spa in primis con circa 260 milioni di euro al ribasso e ENI spa con quasi il 21% sul ribasso totale e un complessivo controvalore di 300 milioni di euro.

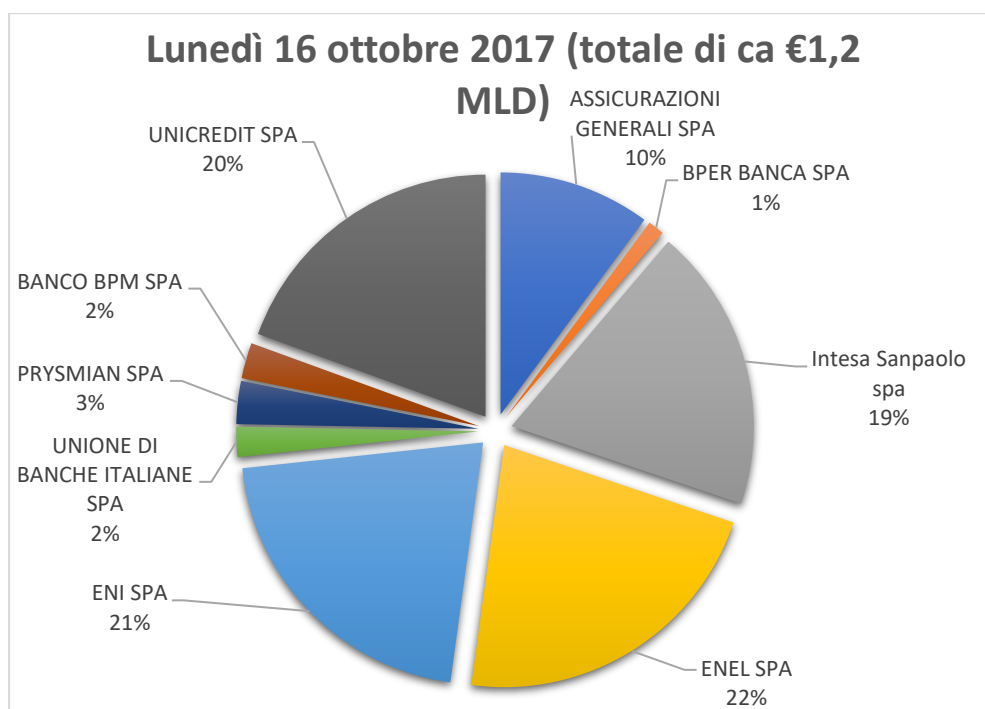
La stampa finanziaria, gli analisti e gli operatori del mercato dal canto loro furono sorpresi dallo *short* messo in atto e si divisero sostanzialmente in due categorie discriminate dalla prospettiva di riuscita positiva o meno dell'operazione.

Sul primo fronte, di coloro cioè che vedevano una possibilità di concreto successo per il fondo, si schierarono (indirettamente) ulteriori hedge funds, AQR Capital Management, Marshall Wace e

Elliott Management tra gli altri, i quali, come riportato da *Il Sole 24 Ore* in un articolo pubblicato il 26 ottobre e firmato da Andrea Franceschi, totalizzavano insieme posizioni ribassiste per quasi 8 miliardi di euro contro Piazza Affari. Oltre a questi, diversi analisti finanziari individuaronο un discreto vantaggio per il fondo rispetto ai suoi movimenti: Nishant Kamur, analista presso *Bloomberg*, in un articolo del 13 Ottobre, spiegava come, nonostante la relativa limitatezza dell'operazione rispetto al patrimonio complessivo gestito dal fondo (Bridgewater amministra circa 160 miliardi di dollari in totale), il momento critico in cui versava il comparto bancario italiano, affossato dai *non-performing loans* (NPL) e pressato dalle normative della BCE volte alla riduzione degli NPL, poteva essere propizio per operazioni di questa sorta. Per altri ancora, come sottolineato da Kevin Muir in *The Macro Tourist*, blog economico considerato tra i maggiori dagli osservatori finanziari, le ragioni del finale successo della scommessa sarebbero da riscontrarsi in fattori macroeconomici quali il rallentamento della crescita della Cina, strettamente legata ai mercati europei e dunque a quello italiano e alle vicine elezioni politiche (del 4 marzo 2018) portatrici di incertezza, almeno nell'immediato.

Sul versante degli scettici si schierarono per primi, certamente animati anche da interessi di parte, gli amministratori delegati di Intesa San Paolo Carlo Messina e di ENI Claudio Descalzi che guardarono alle intenzioni del fondo statunitense come speculative nel breve termine e senza basi rilevanti per un profitto nel lungo: concetti ben riassumibili nell'affermazione di Messina a *Bloomberg* del 13 Ottobre secondo cui "Perderanno significative opportunità di guadagnare con queste buone azioni italiane" e di Descalzi alla stessa *Bloomberg* (il 18 Ottobre) secondo cui lo *short* "non rappresenta un grosso problema". Ad accompagnare le dichiarazioni dei manager una folta schiera di analisti tra cui Nicolas Roth (manager alla *Alternative Assets Fund manager - Private Markets & Hedge Funds*) il quale in un'intervista alla stessa *Bloomberg* del 13 ottobre si domanda ironicamente come sia stato possibile per Bridgewater scommettere con tanta certezza contro il comparto bancario italiano a fronte delle operazioni, proprio dei mesi appena precedenti ad ottobre, di drastica diminuzione dei crediti deteriorati che facevano ben sperare nella ripresa del settore.

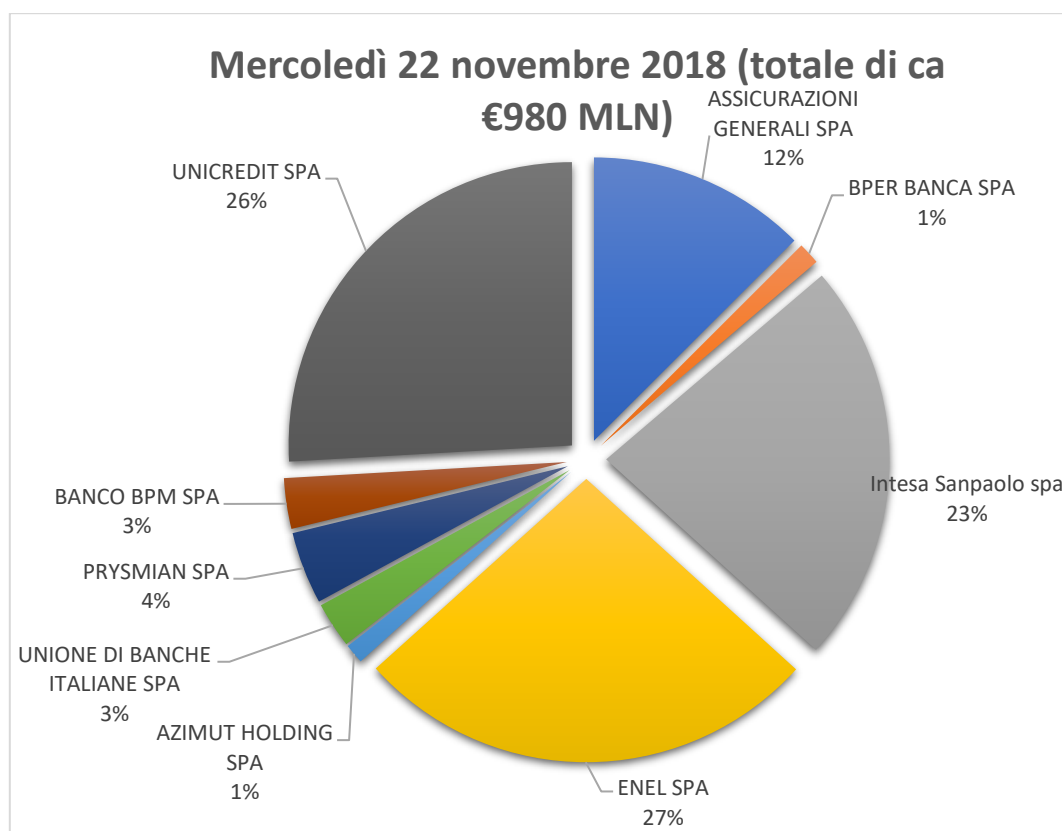




Fonte: elaborazione personale dei dati Consob sulle PNC

|                               |                  |                            |                  |
|-------------------------------|------------------|----------------------------|------------------|
| BANCO BPM SPA                 | 28.430.268,98 €  | ASSICURAZIONI GENERALI SPA | 120.908.996,25 € |
| UNICREDIT SPA                 | 232.221.640,48 € | BPER BANCA SPA             | 12.972.213,22 €  |
| ENI SPA                       | 252.394.148,25 € | Intesa Sanpaolo spa        | 226.636.356,23 € |
| PRYSMIAN SPA                  | 34.240.772,29 €  | ENEL SPA                   | 262.554.511,00 € |
| UNIONE DI BANCHE ITALIANE SPA | 24.043.716,42 €  |                            |                  |

A fine novembre dello stesso anno, oltre al disinvestimento delle posizioni su Eni spa nel rispetto della regola riguardante la soglia dello 0.49% citata in premessa, che verranno peraltro recuperate nel prosieguo delle movimentazioni adottate da Bridgewater, non vengono registrate significativi mutamenti del quadro di riferimento. A testimonianza di ciò il grafico di seguito riferisce di una situazione nella quale la maggioranza dei fondi investiti hanno ancora come target il settore bancario, si nota in particolare un significativo aumento percentuale della quota di *short* contro Unicredit, passata dal 20% al 26% con un aumento assoluto di 14 milioni di euro, e come affermato, l'azzeramento sulla posizione Eni.



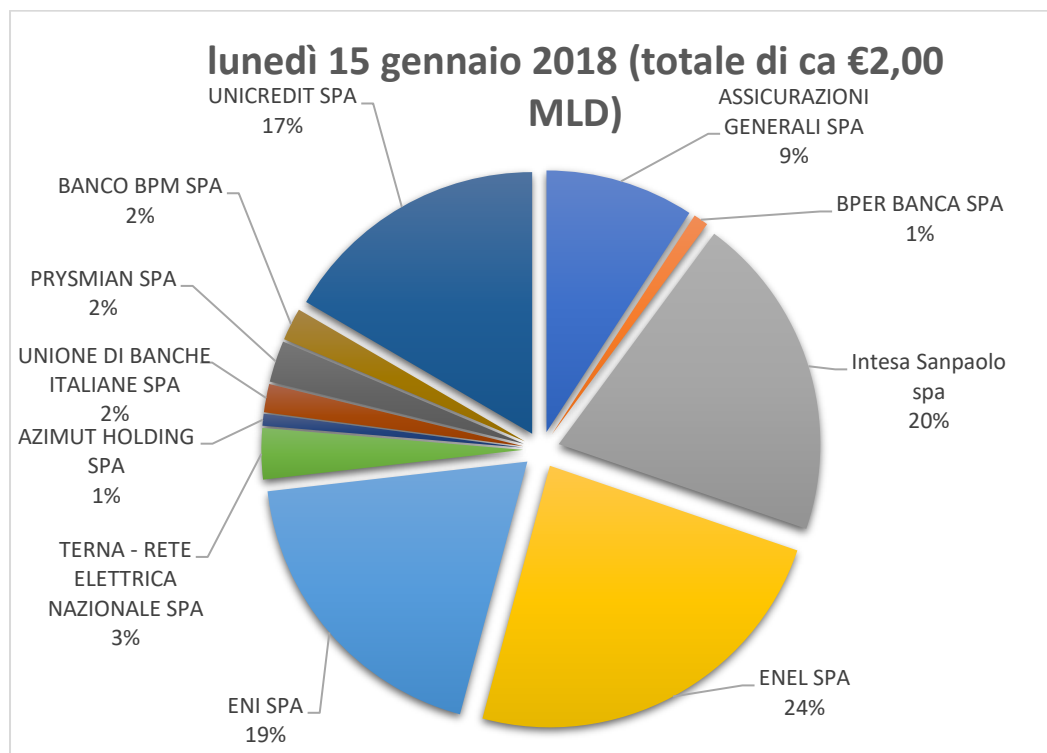
Fonte: elaborazione personale dei dati Consob sulle PNC

|                               |                  |                    |                  |
|-------------------------------|------------------|--------------------|------------------|
| ASSICURAZIONI GENERALI SPA    | 119.030.798,25 € | AZIMUT HOLDING SPA | 10.734.738,49 €  |
| BPER BANCA SPA                | 11.926.812,24 €  | UNICREDIT SPA      | 246.501.463,81 € |
| Intesa Sanpaolo spa           | 218.528.833,12 € | PRYSMIAN SPA       | 39.302.672,83 €  |
| ENEL SPA                      | 253.068.998,56 € | BANCO BPM SPA      | 27.470.249,66 €  |
| UNIONE DI BANCHE ITALIANE SPA | 24.853.870,20 €  |                    |                  |

Un successivo e cruciale movimento, ritornando al grafico generale dell'investimento perseguito da Bridgewater, si riscontra a partire dall'inizio del 2018 quando è evidente l'interessamento anche per settori ulteriori rispetto a quelli già citati. Se si analizza infatti la composizione delle PNC al 15 gennaio dal grafico sottostante si riscontrano tre principali novità:

- Anzitutto il valore totale della “puntata” è sostanzialmente raddoppiato rispetto alla quota vicina al miliardo di fine 2017.
- In secondo luogo il settore bancario appare perdere importanza relativa, se non per il continuo focus sul titolo Intesa San Paolo che mantiene costante la quota relativa e aumenta di quasi il 50% unitario (circa 100 milioni di euro) rispetto alla rilevazione di novembre.

- Ritorna centrale la scommessa sulla perdita di valore delle *utility company* assieme all'introduzione di Terna, società gestore della rete elettrica in Italia, quale novità tra i titoli oggetto dello scoperto. Appare insomma evidente l'aspettativa di Bridgewater, sempre tenendo presente i possibili differenti obiettivi rispetto a quanto le PNC Consob rendono noto, di svalutazione generale dell'economia nel Bel Paese e non più solo rivolta al mercato del credito.



Fonte: elaborazione personale dei dati Consob sulle PNC

|                            |                  |                    |                  |
|----------------------------|------------------|--------------------|------------------|
| ASSICURAZIONI GENERALI SPA | 147.250.723,20 € | AZIMUT HOLDING SPA | 11.800.548,25 €  |
| BPER BANCA SPA             | 14.804.071,46 €  | UBI SPA            | 28.012.096,80 €  |
| Intesa Sanpaolo spa        | 322.048.834,82 € | PRYSMIAN SPA       | 41.026.474,27 €  |
| ENEL SPA                   | 382.572.168,40 € | BANCO BPM SPA      | 32.179.435,32 €  |
| ENI SPA                    | 304.617.386,70 € | UNICREDIT SPA      | 265.703.287,78 € |
| TERNA SPA                  | 50.450.799,20 €  |                    |                  |

Il *Sole 24 Ore*, il 23 gennaio, nel tentativo di analizzare i risultati dopo il primo periodo delle movimentazioni effettuate dal fondo americano, pubblica un articolo firmato da Alessandro Graziani dal titolo "La scommessa persa (per ora) da Bridgewater". Graziani si schiera dalla parte degli scettici rispetto ad un finale positivo dello short sottolineando come in definitiva i maggiori titoli allo scoperto, Intesa San Paolo, Unicredit e le due *utility* avessero, per quanto poco,

guadagnato terreno dal momento dell'attivazione dei ribassi. Egli concludeva comunque l'analisi spiegando come sarebbero state sufficienti poche giornate di scambio negative per riportare in parità le perdite o addirittura a profitto il fondo *hedge* oltre ad introdurre l'incognita elezioni che di lì a qualche mese avrebbe senza dubbio mosso i mercati.

Interessante a questo punto è notare come gradualmente la stampa italiana e quella estera conversero all'idea che il fondo stesse lentamente preparando il campo in vista delle elezioni politiche del 4 marzo che hanno mantenuto nei sondaggi un profilo di incertezza circa la reale possibilità che qualche partito potesse spuntarla sugli altri in modo netto. La stessa scelta di "diversificare" il portafoglio rispetto a titoli non appartenenti al mondo bancario-finanziario ma inerenti invece a *utilities* e servizi pubblici come Terna e, si vedrà a breve, Atlantia (accompagnate a onor del vero anche da altri titoli di aziende private come Moncler Spa) viene percepita come segno dello studio macroeconomico effettuato da Bridgewater, inteso come individuazione di prestazioni di categorie di titoli, cercando di prevederne andamenti in linea con l'andamento generale del mercato, piuttosto che dei singoli. Da ciò l'idea, più volte rimarcata dal blog finanziario *Barron's* (ne è esempio l'articolo pubblicato il 24 febbraio e firmato da Victor Reklaitis), che da un confuso risultato delle elezioni avrebbe potuto rimetterci il sistema come complesso e non solo titoli, quelli bancari, particolarmente sensibili alle dinamiche di variazione dei tassi d'interesse sui titoli di stato causati dalla fiducia o meno nel nuovo Governo.

Oltre a quanto appena visto, cruciale nei movimenti della società fondata e guidata da Ray Dalio è stata nello stesso periodo la dimensione europea che ha assunto progressivamente la scommessa. La prima a parlarne è stata *Bloomberg* che il 15 febbraio 2018 pubblica un articolo nel quale annuncia lo straordinario aumento dello short su altre società europee per complessivi 22 miliardi di dollari (soglia in realtà raggiunta nel giro di qualche settimana) puntati sui titoli a maggior capitalizzazione dello *Stoxx50 Index*, l'indice pesato sui 50 maggiori titoli europei. Nello scritto viene asserita una tabella, sotto riportata, indicante i vari titoli considerati dallo short. Come si evince dalla tabella, i titoli più *shortati* risultano essere le tedesche Siemens ed Allianz per rispettivi 1020 e 893 milioni di dollari, la francese Total per poco più di un miliardo mentre appare "solo" al 5° posto la puntata contro Intesa San Paolo per complessivi 797 milioni di dollari (poco meno di 700 milioni di euro) che, a ben ricordare, corrisponde all'ammontare totale scommesso contro il comparto bancario italiano dopo i primi giorni di *short*.

## Short Stoxx

Bridgewater's latest wagers have been against Europe's blue-chips

| Company         | Country | Market Value | Stoxx 50 Rank |
|-----------------|---------|--------------|---------------|
| Siemens         | Germany | \$1,020M     | 2             |
| Total           | France  | 1,010        | 1             |
| Allianz         | Germany | 893.4        | 4             |
| BASF            | Germany | 823.2        | 7             |
| Intesa Sanpaolo | Italy   | 797.4        | 20            |
| Banco Santander | Spain   | 754.1        | 3             |
| Enel SpA        | Italy   | 698.3        | 26            |
| Eni SpA         | Italy   | 661.6        | 31            |
| BNP Paribas     | France  | 633.8        | 8             |
| Sanofi          | France  | 628.4        | 9             |

Fonte: [www.Bloomberg.com](http://www.Bloomberg.com)

La reazione in questo caso è pressoché unanime da parte degli operatori del mercato che, sebbene in diverse sfumature confidenti del positivo trend generale, restano scettici rispetto alla buona riuscita dell'operazione. Il commento più rappresentativo è della stessa agenzia di stampa con sede a New York la quale il 16 febbraio pubblica un articolo con cui cerca di identificare le decisioni strategiche di Bridgewater e le possibili sorgenti d'errore nelle scelte perseguite, o insomma una possibile chiave di lettura delle stesse. L'idea di base, come riportata nell'articolo, deriva dal principio più volte esposto in recenti interviste al fondatore, Ray Dalio, secondo cui i segnali di un probabile periodo recessivo del mercato sono i tipici elementi di un'economia al suo apice: un'economia forte e apparentemente pronta ad eventuali momentanee incertezze, con il livello di disoccupazione al minimo naturale e crescenti tassi d'interesse. L'articolo a questo punto riporta la differenza tra le economie europea ed americana, rappresentate dall'andamento dei profitti dei rispettivi indici Euro Stoxx 50 Index e S&P 500 Index. Dal grafico (riprodotto sotto) si evidenzia come sia quantomeno improbabile considerare l'Europa un mercato maturo e all'apice delle sue possibilità. Da tali considerazioni l'articolo si conclude con una duplice riflessione:

1. Se l'investimento di Bridgewater avesse ad oggetto unico il mercato Europeo, rappresentato evidentemente dallo short sull'Euro Stoxx 50 Index come sopra citato, il principio indicato come

cruciale da Dalio sarebbe stato mal interpretato dal fondo che non avrebbe riconosciuto le reali potenzialità del mercato del vecchio mondo ancora in grado di migliorare (stando almeno al benchmark indicato dal cugino S&P500).

2. D'altro canto, è possibile che la riflessione sottostante lo *short* non parta affatto dal futuro del mercato europeo ma, piuttosto, dalle quotazioni statunitensi. Il listino americano infatti ha conosciuto un periodo florido nettamente migliore nel periodo post-crisi e sembrerebbe aver raggiunto il suo apice: almeno guardando al livello di disoccupazione naturale e ai tassi d'interesse in salita, dei quali la FED paventa da mesi l'aumento. Ora, se Bridgewater avesse previsto con buona probabilità un periodo recessivo in USA è facile comprendere come logica conseguenza, difficoltà per il mercato d'oltre oceano ad esso strettamente legato.

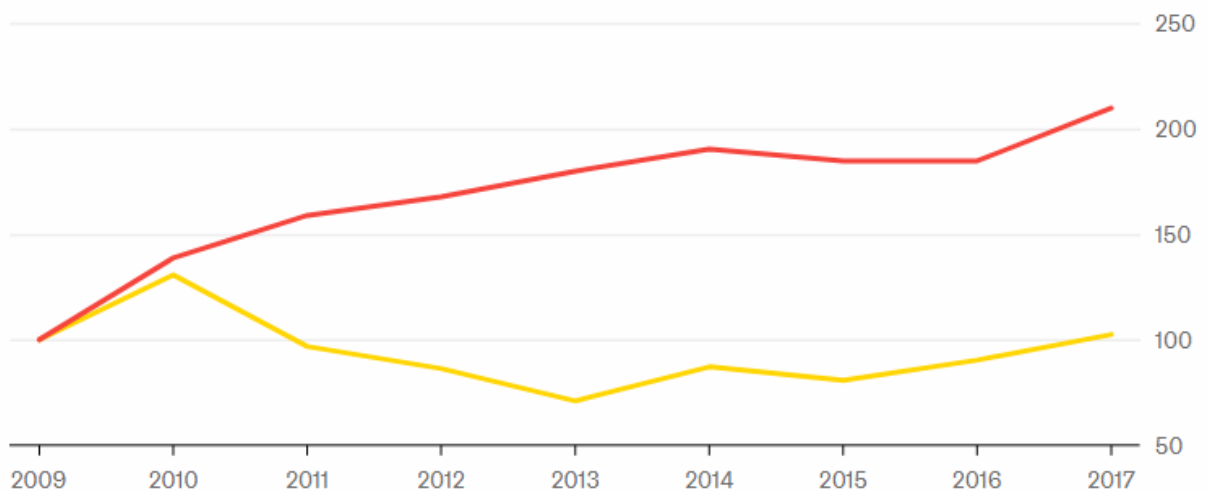
L'incertezza, come sottolineato a margine nell'articolo, non può che rimanere data l'impossibilità di accertare eventuali posizioni ribassiste del fondo nelle borse americane o di delinearne le strategie intraprese. Dunque ad osservare l'operazione così come risulta agli investitori, cioè come appartenente alla prima riflessione, appare evidente il rischio di mancato guadagno finale o, nel peggiore dei casi, di importanti perdite sul medio periodo.

Bisogna, in ogni caso, restare cauti con le interpretazioni per via della citata mancanza di informazioni dettagliate. Lo stesso Dalio più volte ha messo in guardia i mercati perché non si traessero conclusioni affrettate basate unicamente sulle risorse informative disponibili.

## Lean Years

European companies have struggled to grow earnings in recent years

● Earnings per share for Euro Stoxx 50 Index ● S&P 500 Index

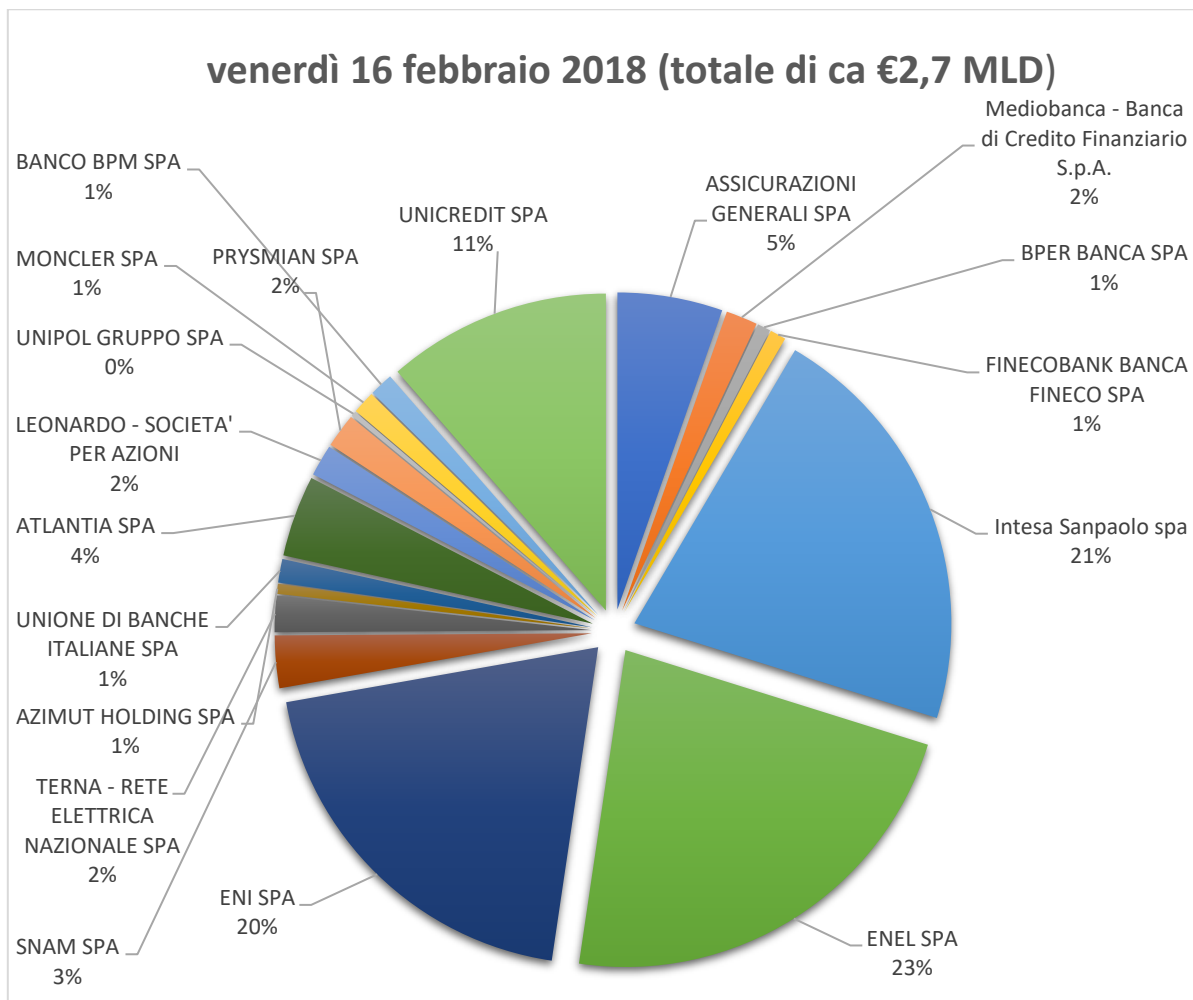


Source: Bloomberg

Note: Indexed to 100.

Fonte: www.Bloomberg.com

Tornando all'analisi del solo contesto italiano, al 16 febbraio la composizione della totale posizione ribassista sembra confermare quanto affermato in merito alle elezioni politiche quali motivo di incertezza per i mercati finanziari. Come mostra il grafico sottostante infatti, non solo l'ammontare totale dello short ha subito un'importante aumento rispetto alla precedente misurazione (dai quasi 2 miliardi si passa ora ai 2,7 miliardi di euro con un incremento di poco superiore al 35%) ma la misurazione evidenzia anche un netto aumento delle posizioni non inerenti al comparto bancario che, tralasciando Eni ed Enel, occupano il 15 % complessivo.



Fonte: elaborazione personale dei dati Consob sulle PNC

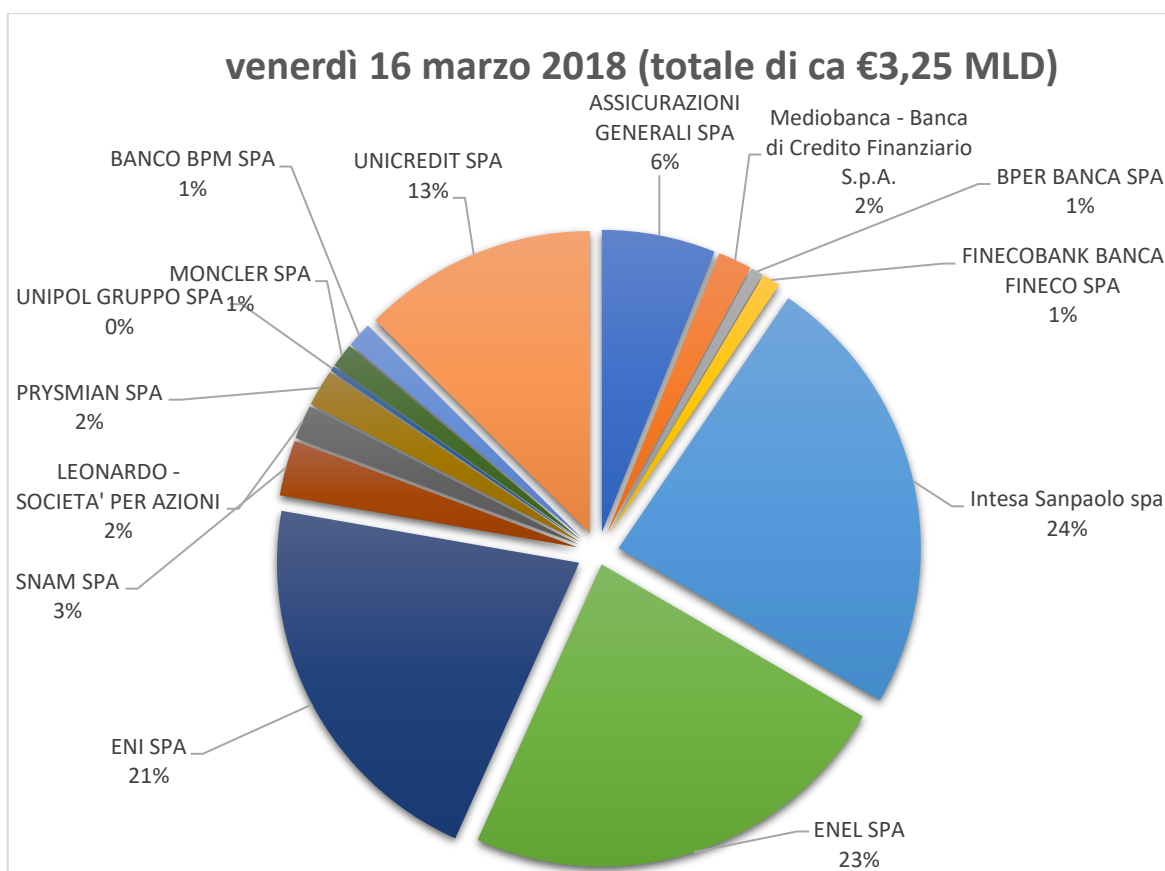
|  |                  |                                      |                 |
|--|------------------|--------------------------------------|-----------------|
| ASSICURAZIONI GENERALI SPA                       | 145.654.254,90 € | TERNA - RETE ELETTRICA NAZIONALE SPA | 50.350.299,60 € |
| Mediobanca - Banca di Credito Finanziario S.p.A. | 43.789.760,73 €  | AZIMUT HOLDING SPA                   | 13.891.626,89 € |
| BPER BANCA SPA                                   | 18.266.408,69 €  | UNIONE DI BANCHE ITALIANE SPA        | 32.680.779,60 € |

|                                |                     |               |                  |
|--------------------------------|---------------------|---------------|------------------|
| FINECOBANK BANCA<br>FINECO SPA | 22.145.905,60<br>€  | ATLANTIA SPA  | 112.471.780,80 € |
| Intesa Sanpaolo spa            | 580.189.071,95<br>€ | LEONARDO SPA  | 43.650.325,00 €  |
| ENEL SPA                       | 611.485.135,28<br>€ | PRYSMIAN SPA  | 47.244.405,04 €  |
| ENI SPA                        | 539.734.619,46<br>€ | SNAM SPA      | 72.606.986,27 €  |
| UNIPOL GRUPPO SPA              | 6.984.609,39 €      | BANCO BPM SPA | 32.858.236,85 €  |
| MONCLER SPA                    | 31.540.669,80<br>€  | UNICREDIT SPA | 310.155.175,74 € |

Interessante a questo punto è comparare il grafico appena presentato del pre-elezioni politiche, del 16 febbraio, con gli effetti del risultato delle stesse.

Come ben noto, i risultati hanno bene o male rispettato le aspettative dei *bookmakers* lasciando di fatto incerto il partito, o la coalizione, che sarebbe salita al governo e dando spazio alle consultazioni e alla decisione finale del Presidente della Repubblica. Ciò fu immediato riscontro favorevole per Bridgewater che, grazie all'incertezza prodotta poteva lucrare, almeno nel breve termine, sulle posizioni assunte. Tale idea è confermata da un articolo pubblicato su Yahoo! Finance già il 5 marzo il quale riporta l'attenzione mediatica finanziaria sullo short e ne dà un primo parere favorevole in controtendenza con lo scetticismo del periodo pre-elezioni. Oltre all'incertezza prodotta di per sé dalla mancanza di un vero vincitore poi, i partiti protagonisti, Lega e Movimento 5 stelle, entrambi ad estrazione populista e portatori in primis di valori *anti-establishment*, hanno dimostrato da subito un tendenziale disinteresse rispetto alle dinamiche che regolano i mercati finanziari causando una generale sfiducia tra gli investitori. Ciò, a sua volta, ha portato indubbi benefici all'operazione netta corta di Bridgewater in quanto rivolta anzitutto sui titoli bancari, particolarmente sensibili ad aumenti d'interessi e prezzi delle obbligazioni del Tesoro. Quanto detto è immediatamente visibile dal grafico seguente, il quale ancora una volta evidenzia un aumento consistente (di circa 500 milioni di euro rispetto alla precedente rilevazione) delle posizioni ribassiste totali, segno evidente di aspettative di incertezza sull'andamento del mercato italiano, e del focus mantenuto sui titoli bancari con quasi il 50% dei fondi investiti.





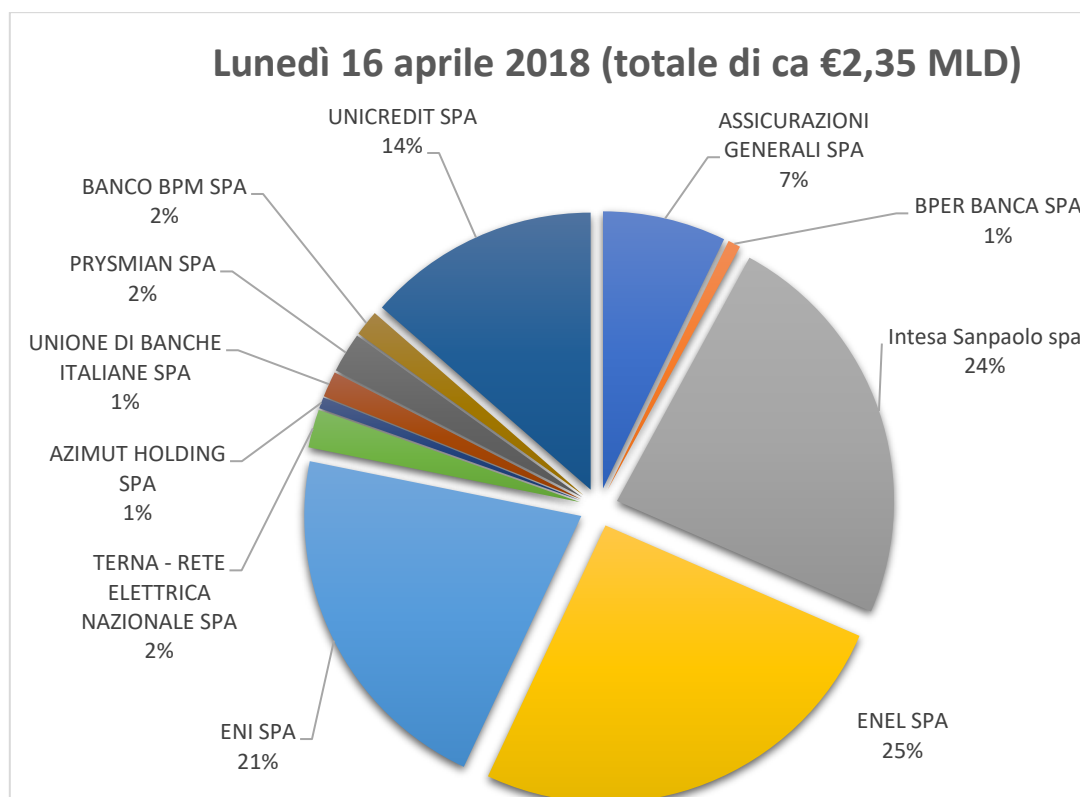
Fonte: elaborazione personale dei dati Consob sulle PNC

|                    |                  |  |                  |
|--------------------|------------------|--|------------------|
| AZIMUT HOLDING SPA | 13.760.979,24 €  | ASSICURAZIONI GENERALI SPA                       | 147.720.272,70 € |
| UBI SPA            | 32.136.099,94 €  | Mediobanca - Banca di Credito Finanziario S.p.A. | 43.692.272,90 €  |
| LEONARDO SPA       | 44.055.030,00 €  | BPER BANCA SPA                                   | 15.750.804,30 €  |
| PRYSMIAN SPA       | 47.821.360,44 €  | FINECOBANK BANCA FINECO SPA                      | 23.560.444,90 €  |
| UNIPOL GRUPPO SPA  | 7.052.769,42 €   | Intesa Sanpaolo spa                              | 580.726.718,73 € |
| MONCLER SPA        | 31.553.449,65 €  | ENEL SPA   | 567.382.077,44 € |
| BANCO BPM SPA      | 32.964.299,59 €  | ENI SPA  | 510.937.337,52 € |
| UNICREDIT SPA      | 304.941.021,92 € | SNAM SPA   | 72.398.843,93 €  |
|                    |                  | TERNA - RETE ELETTRICA NAZIONALE SPA             | 50.300.049,80 €  |

Al termine della vicenda elettorale, che a onor del vero ha mantenuto in bilico le certezze dei mercati fino all'ufficialità del nuovo Governo e che ha visto i punti più delicati in coincidenza con la presentazione del cd "contratto di governo" stipulato dai partiti maggiormente votati e con

l'esperto interesse dei due partiti a Paolo Savona quale ministro dell'economia, i movimenti del hedge fund più grande al mondo non hanno stravolto l'assetto precostituito.

Com'è possibile verificare dal grafico del 16 aprile qui proposto, la quota totale dello *short* è andata calando anche se è rimasta sostanzialmente invariata la composizione dei titoli facenti parte di questo.



Fonte: elaborazione personale dei dati Consob sulle PNC

|                                       |                  |                    |                  |
|---------------------------------------|------------------|--------------------|------------------|
| ASSICURAZIONI GENERALI SPA            | 151.852.308,30 € | AZIMUT HOLDING SPA | 13.973.281,67 €  |
| BPER BANCA SPA                        | 15.461.730,72 €  | UBI SPA            | 31.669.231,66 €  |
| Intesa Sanpaolo spa                   | 497.524.690,15 € | PRYSMIAN SPA       | 49.453.320,00 €  |
| ENEL SPA                              | 536.526.203,64 € | BANCO BPM SPA      | 31.840.034,55 €  |
| ENI SPA                               | 446.932.071,30 € | UNICREDIT SPA      | 286.327.964,68 € |
| TERNNA - RETE ELETTRICA NAZIONALE SPA | 47.048.485,74 €  |                    |                  |

Come avverte Affari Italiani, quotidiano digitale finanziario italiano, per mezzo di un articolo del 10 aprile, se è vero che il fondo è riuscito nella strategia di forti profitti nel periodo immediatamente successivo alle elezioni, resta pur evidente la perdita che le posizioni ribassiste (nel caso non abbiano alcun bilanciamento in strumenti derivati, ad esempio) hanno provocato già solo notando il rialzo delle quotazioni proprio di quasi tutti i titoli nel paniere della "scommessa".

Di lì, in seguito, come già presentato dal grafico dell'andamento generale introdotto a inizio capitolo, Bridgewater ha gradualmente diminuito le posizioni nette corte sia sui titoli italiani che europei. A testimonianza di ciò, il 9 maggio Bloomberg ripercorre la scommessa da 22 miliardi sullo Stoxx 50 Index prima citato e annuncia il disinvestimento per l'80% di essa: un decremento di quasi 17,5 miliardi di dollari in pochi giorni. Si può affermare a tal proposito che seguendo i dati relativi alle *mandatory disclosure* europee, il target del fondo da aprile in avanti siano rimasti i soli titoli italiani le cui quote, peraltro, sono state comunque significativamente ridotte.

### **La vendita allo scoperto - Storia e funzionamento**

Per comprendere al meglio l'investimento che Bridgewater Associates ha compiuto nei confronti dei principali titoli italiani ed europei, è innanzitutto cruciale analizzare il contesto finanziario nel quale il fondo americano opera a livello globale. In questo senso, è necessario collocare e definire la vendita allo scoperto, esplicitandone obiettivi, rischi e potenzialità, tra le diverse strategie finanziarie adottabili dai *player* di mercato. Nello specifico si ripercorreranno le tappe storiche principali che hanno portato alla nascita della vendita allo scoperto così come oggi intesa, arrivando alle odierne normative in USA ed Europa. In questo modo sarà possibile comprendere, da un lato, le motivazioni economiche che hanno spinto e spingono a investimenti di questa tipologia e, dall'altro, l'impatto e le conseguenze sui mercati finanziari -e dunque sull'andamento stesso dei prezzi dei titoli e, di riflesso, sulle scelte degli investitori- hanno avuto ed hanno questo tipo di investimenti alla luce delle normative vigenti.

Storicamente, l'avvento di luoghi dedicati alla negoziazione e scambio di partecipazioni azionarie è fatto risalire agli inizi del 1600, quando Gran Bretagna, Olanda e Francia cominciarono la corsa alle *Indie Orientali* nel tentativo di accaparrarsi le ricchezze delle Americhe e dell'estremo oriente. I tre stati videro in quel mercato l'iniziarsi di una pratica fino ad allora poco utilizzata che consisteva nel diversificare il rischio delle spedizioni commerciali vendendo quote delle società, oggi conosciuti come titoli, a diversi investitori che ne acquisivano così parte della proprietà. Fu proprio in questo contesto che un mercante olandese di nome Isaac Le Maire, possidente di una consistente partecipazione nella VOC (la compagnia delle Indie Orientali olandese), "inventò" la vendita allo scoperto. Agli inizi del 1600 il titolo azionario della VOC affrontava un periodo con tendenza al rialzo di prezzo supportata dal generale entusiasmo fra gli investitori nel mercato di

Amsterdam. Le Maire al contrario, scettico circa l'effettivo valore della sua partecipazione, decise di venderne i titoli e costituire congiuntamente col ricavato una compagnia concorrente. Egli era infatti preoccupato dalla fragilità che la VOC spesso dimostrava, ostacolata com'era dalla Gran Bretagna e con conseguenti forti difficoltà a pagare dividendi negli anni. Le Maire però non si limitò a questo: certo dei suoi scetticismi, decise di speculare sul titolo vendendone quote superiori rispetto a quanto realmente disponeva diffondendo *rumors* negativi sul futuro valore della Società. Non è storicamente chiara la modalità con cui venne assunta la posizione corta sul titolo ma è certo che, almeno dal punto di vista concettuale, si trattò del primo caso di *short selling* dei mercati finanziari.

Abbandonando momentaneamente l'evoluzione storica che ha connotato la vendita allo scoperto dal XVII secolo ad oggi, è a questo punto necessario definire e comprendere le modalità pratiche di attuazione dell'investimento allo scoperto.

Il termine *vendita allo scoperto*, ribattezzata *short selling* nella terminologia anglosassone con riferimento al tempo d'investimento ridotto se comparato ai tempi medi d'investimento usuali, si riferisce alla pratica con cui un operatore di mercato vende uno strumento finanziario del quale non dispone la proprietà con la speranza di poterlo riacquistare in seguito ad un prezzo ribassato per lucrarne la differenza. Il venditore dunque assume una posizione ribassista sullo strumento finanziario trattato nella misura in cui si attende una riduzione della quotazione del titolo. La particolarità, è evidente, risiede in due elementi che la differenziano profondamente dalla *long position*, l'investimento, comunemente concepito, in titoli finanziari nella speranza che si incrementi il valore degli stessi: la possibilità di vendere un prodotto finanziario non posseduto e l'intento di lucrare sull'andamento negativo del prezzo del sottostante.

Dal punto di vista dell'attuazione pratica si distinguono due tipologie di vendita allo scoperto: *covered* e *naked* short selling.

Nel primo caso il venditore prende a prestito lo strumento da "shortare" obbligandosi a restituirlo all'interno di un certo lasso temporale pattuito, con l'aggiunta di un certo ammontare come pagamento per la disponibilità del titolo e offrendo talvolta *collateral* ulteriori come garanzia.

Effettua di seguito l'operazione di investimento e disinvestimento del titolo, nella speranza di un profitto tra i differenti prezzi concordati e restituisce infine il titolo al prestatore estinguendo l'obbligazione con lo stesso. Nel caso di *naked short selling*, al contrario, il venditore non ha, nel momento della vendita del titolo, né il diritto a ricevere lo strumento in oggetto, né il possesso reale del titolo. In questo senso l'operatore di mercato avvia la transazione di vendita del sottostante sperando di riuscire ad ottenerlo in prestito (o acquistandolo) entro la data di liquidazione effettiva della vendita, tipicamente considerata di tre giorni. Se il venditore non dovesse riuscire nel reperimento dello strumento venduto entro la data di liquidazione della vendita incorrerebbe nel cd *failure to deliver* (il fallimento nella consegna del titolo) con tutte le conseguenze che ne possono scaturire: sanzioni contrattuali, perdite su ulteriori posizioni aperte, ecc.



Dal funzionamento della vendita allo scoperto appena riassunto, si evincono in particolare due qualità connesse al posizionamento short.

La prima, di carattere strettamente economico, nota una profonda differenza rispetto alla *long position*: mentre con quest'ultima i guadagni sono potenzialmente infiniti e, per quanto consistenti, limitate le perdite alla totalità del capitale investito in un titolo, la vendita allo scoperto permette guadagni limitati e perdite potenzialmente illimitate (da qui la necessità di un investimento relativamente più breve nel tempo).

Secondariamente si palesa come tale pratica si distacchi dalle logiche comunemente approvate di investimento in attività, col fine di uno sviluppo economico e, di ritorno, diffusione di maggior benessere tra gli *stakeholders* (la società nel suo complesso). Risulta evidente quindi, come essa possa essere considerata immorale, opaca, a prima vista contraria al fine primordiale dei mercati finanziari quali, si ricorda, veicoli di finanziamento per le aziende e quindi, in definitiva, per lo sviluppo economico degli ecosistemi sociali attorno ad esse. Al contrario lo short selling sembrerebbe utile a sostenere strategie speculative fini a sé stesse permettendo agli operatori di lucrare, peraltro, proprio sul declino finanziario di chi, investendoci, scommette su un positivo futuro.

Tale considerazione, ritornando alla trattazione storica, trova immediato riscontro tra gli effetti successivi all'operazione compiuta da Le Maire che generò un tale malcontento tra gli "addetti ai lavori" da portare le autorità olandesi a bandire la pratica nelle transazioni finanziarie. Al netto di interpretazioni storiche relativamente discordanti, dal punto di vista economico il fatto rivelò una caratteristica peculiare della vendita allo scoperto: la sua dinamica "autorealizzativa". Il fatto stesso, infatti, di "scommettere" sul futuro deprezzamento di un titolo è fonte, quando evidentemente l'operazione presenta livelli di quantità e credibilità ragionevoli, già di per sé di *rumors* negativi sul conto del titolo stesso. Non è neppure necessario, a ben vedere, diffondere nel mercato mistificazioni e falsità, azioni evidentemente punibili legalmente, per speculare sul conseguente crollo della quotazione: è di per sé sufficiente la notizia dell'investimento short. In quest'ottica il caso Le Maire ben si avvicina ai movimenti operati da Bridgewater, il quale, date le sue dimensioni internazionali ha scatenato, se non altre, incertezze e domande nel mondo finanziario.

Misure restrittive per gli *short sellers* vennero applicate, spostandosi di qualche secolo, anche negli USA del 1917 quando, pronta per entrare nel conflitto mondiale, la potenza americana necessitava di pieno supporto dalle sue istituzioni finanziarie. Il New York Stock Exchange impose una particolare regolamentazione atta al controllo delle transazioni, che prevedeva per tutti i *broker* la consegna giornaliera di una lista in cui comparissero i nomi degli speculatori, minacciando gravi ripercussioni in caso di andamento anomalo delle quotazioni dei titoli. Oltre al pericolo di oscillazioni svantaggiose per il mercato bellico le autorità statunitensi temevano attacchi ribassisti con la conseguente perdita di ingenti capitali. Il fatto racconta di una seconda peculiarità delle vendite allo scoperto. Esse, per quanto possano legittimamente individuare situazioni di sovrastima del valore di un titolo azionario, allontanandosi perciò dalla speculazione fine a sé stessa e proponendosi invece come uno strumento di riequilibrio nell'assetto finanziario dei mercati, hanno

tuttavia il problema di suscitare incertezza sugli investitori. Questa, se non debitamente controllata dalle autorità o dal mercato stesso, rischia inevitabilmente di trasformarsi in panico generalizzato generando, anche laddove non sussistessero reali motivazioni, un indebolimento dell'economia reale.

La svolta, dal punto di vista normativo, arrivò con la celeberrima *Grande Depressione* dell'ottobre del 1929 quando, come di consueto nei periodi di recessione economica, parte della colpa venne attribuita alle posizioni ribassiste. Caso emblematico nel '29 furono le strategie speculative di Jessie Livermore il quale riuscì, prevedendo l'andamento negativo di Wall Street, a raggiungere un profitto record di 100 milioni di dollari andando corto sui titoli delle maggiori banche e società dell'epoca.

A seguito di approfondite indagini, messe in atto tra le altre per verificare il grado di responsabilità che le vendite allo scoperto ebbero sullo scoppio e peggioramento della crisi, il Congresso americano nel 1934 approvò il *Security and Exchange Act* il quale conferiva alla neonata SEC il potere regolatorio sullo *short selling* al fine di tutelare gli investitori e garantire l'efficienza e l'integrità dei mercati.

Nel 1938, poi, a seguito di diversi studi circa le reali conseguenze dello *short selling* commissionate dalla SEC, la commissione adottò la *Rule 10a-1* destinata a regolare i rapporti finanziari in tema di short selling fino al 2007, anno in cui venne sostituita dalla *Rule 201 Regulation SHO*. Peculiarità della *Rule 10a-1* fu il campo di restrizione nell'utilizzo dello short selling definito dalla cosiddetta *Uptick rule*: da quel momento era proibito agli operatori di mercato vendere titoli se non ad un prezzo superiore a quello dell'ultima transazione venuta in essere, o pari allo stesso purché questo fosse superiore al prezzo pattuito in precedenza.

Dal *crash* di Wall Street del '29 ad oggi il Congresso americano e la SEC hanno condotto diverse sperimentazioni, anche con risultati opposti le une dalle altre, per determinare l'effettivo impatto dello short selling sui titoli azionari e sulle macro-caratteristiche quali liquidità dei mercati, efficienza, facilità di *price discovery*, ecc. e dunque determinare la migliore soluzione regolativa da adottare al fine di evitare collapsi inaspettati e permettere al contempo ai mercati di esprimere pieno potenziale.

### **Le vendite allo scoperto oggi**

Oggi le restrizioni in tema di short selling sono il frutto di implementazioni successive al crash dei mercati finanziari del 2008. Nella fase appena precedente il crollo, date le durature condizioni favorevoli dei mercati, erano state allentate le misure restrittive: una su tutte, come già accennato,

venne eliminata l'*Uptick rule* proprio agli inizi dell'estate 2007. Durante la crisi economica le autorità regolanti i mercati, americano ed europei in primis, emanarono di tutta fretta regolamenti che proibivano la vendita allo scoperto in modo da favorire lo stabilizzarsi delle quotazioni.

In seguito alla gestione del periodo di crisi, negli Stati Uniti si accese il dibattito per il reinserimento dell'*Uptick rule* che tanto aveva consentito solidità finanziaria dalla sua prima emanazione. Il risultato della discussione fu l'approvazione, il 24 febbraio del 2010, della *Rule 201*, ad oggi in vigore, che contiene una variante dell'*Uptick rule* così come venne formulata nel '38. Come si legge nel portale della SEC stessa, l'*Alternative Uptick rule* venne introdotta al fine di tener conto dei diversi studi compiuti negli anni, riscontranti effetti positivi circa l'impatto delle vendite allo scoperto sui mercati finanziari in termini di efficienza e *price discovery*. Nello specifico, essa proibisce agli operatori di vendere strumenti finanziari che abbiano superato il 10% di deprezzamento nel singolo giorno, se non ad un prezzo maggiore della corrente quotazione nazionale migliore, e si considera applicabile per la rimanente parte di giornata e l'intera giornata successiva di contrattazioni.

Anche l'Unione Europea, superata la delicata fase di risposta alle primarie esigenze economiche e finanziarie imposte dallo shock dei mercati, cominciò, seguendo l'esempio di Stati Uniti e Giappone, ad elaborare un regolamento comune agli stati membri, fino ad allora inesistente. La direttiva 236/2012 in questione, entrò in vigore l'1 novembre 2012 con la precisa consegna per l'ESMA, *European Security and Markets Authority*, di applicare le nuove misure previste per i venditori allo scoperto. La SSR, *Short Selling Regulation*, così venne chiamato il regolamento redatto dall'ESMA, differisce significativamente rispetto all'omologo americano sopra riportato. Esso chiarisce innanzitutto che gli operatori di mercato devono rispettare, per attivare la *short position*, la cd *Locate rule*: essi devono aver preso effettivamente a prestito lo strumento da negoziare allo scoperto oppure aver stretto un accordo vincolante ("*binding agreement*") per prendere a prestito il titolo oppure ancora avere un accordo con terza parte dalla quale potersi ragionevolmente attendere la corresponsione del titolo desiderato. La *locate rule*, dunque, evidenzia il distacco del regolatore europeo dalla pratica più rischiosa, anche negli effetti per i mercati finanziari, di *naked short selling*. Oltre a ciò il regolamento predispone una serie precisa di adempimenti obbligatori per gli *short sellers*: essi devono comunicare all'autorità regolante il mercato di riferimento qualsiasi posizione netta corta (PNC, definita come <<un indicatore sintetico che riassume le posizioni corte al netto delle posizioni lunghe>> dalla CONSOB) superiore allo 0,2% del capitale sociale della società quotata considerata e informarne qualsiasi modifica superiore allo 0,1% rispetto alla quota ribassista netta precedentemente detenuta. La



posizione verrà poi resa pubblica solo per posizioni ribassiste oltre lo 0.5% del capitale sociale della società in esame rispettando le variazioni dello 0,1%. Infine, elemento piuttosto restrittivo dal punto di vista operativo per i veicoli d'investimento, la *disclosure* deve essere depositata il giorno stesso entro le 15.30. Proprio da questa è possibile considerare la maxi-scommessa di Bridgewater sull'Europa.

Chiarite le ragioni storiche determinanti nella nascita e sviluppo dell'attività di short selling e le motivazioni economico-finanziarie che hanno portato i regolatori dei mercati a limitarne, in varie forme, gli effetti negativi sulla società, è ora possibile analizzarne più approfonditamente le finalità d'utilizzo per gli investitori e gli aspetti positivi e negativi che le vendite allo scoperto producono sui mercati.

### **Le finalità della vendita allo scoperto**

Tipicamente si possono riscontrare tre finalità che spingono gli investitori ad “andare corto” (CONSOB 2009):

- Finalità speculative. La motivazione principale che spinge gli short sellers a scommettere sul deprezzamento di un titolo è certamente l'opportunità di guadagnare un profitto sul deprezzamento del titolo oggetto di transazione. In quest'ottica la vendita allo scoperto si configura come una vera e propria scommessa sul futuro trend negativo di un titolo considerato sopravvalutato.
- Finalità di arbitraggio. Mediante l'acquisto e vendita simultanei di strumenti finanziari, come ad esempio azioni o derivati, è possibile ottenere un profitto sfruttando il disallineamento dei prezzi relativi su diversi mercati.
- Finalità di *hedging*. Come richiama il significato inglese del termine (letteralmente traducibile con “copertura, riparo”) la vendita allo scoperto consente agli operatori finanziari di ridurre il rischio mitigando posizioni long precedentemente assunte. Così, riprendendo il caso dell'hedge fund americano, è possibile che le posizioni assunte inizialmente, oppure parte degli short effettuati oppure ancora posizioni ribassiste di cui non è nota la presenza al pubblico (il dubbio circa le diverse possibilità nasce proprio dalla direttiva Europea sopra analizzata che non obbliga alla pubblicità di soglie inferiori al 0.5% della quotazione totale della società e dal contemporaneo silenzio stampa di Bridgewater in merito alle strategie adottate) siano state assunte col preciso scopo di mitigare il rischio su ulteriori posizioni long.

## **Effetti positivi della vendita allo scoperto**

Nonostante la diffusa condanna storica alla pratica di short selling, vista sempre come opaca e disonesta forse più per le implicazioni sociali che economiche, ne sono associati gli effetti positivi sui mercati, confermati peraltro dai presupposti alla formulazione dell'*Alternative Uptick rule* e seguiti da quelli per la direttiva Europea. Nello specifico, si ritiene che l'attività di vendita allo scoperto apporti sostanziali benefici ai mercati migliorando l'efficienza informativa dei prezzi ed incrementando il livello di liquidità, elementi questi positivamente correlati al grado generale di efficienza nelle transazioni.

- I. Efficienza informativa sui prezzi. Così come un investitore pronò ad acquistare un determinato titolo, con l'intuizione e speranza di rivenderlo in futuro ad un prezzo maggiore, sarà disposto ad acquistarlo ad un prezzo lievemente maggiore rispetto all'ultima transazione, così è necessario che il prezzo del titolo incorpori anche le "intuizioni" di coloro i quali si aspettano un futuro deprezzamento dello stesso. L'importanza di integrare aspettative ribassiste, spesso più "scomode" per chi investe in ottica di lungo periodo, sono cruciali nel processo cosiddetto di *price discovery*: il processo grazie a cui si formano i prezzi degli strumenti finanziari per effetto della negoziazione tra acquirenti e venditori. Un efficiente processo di *price discovery* è cruciale per la tutela degli investitori e la stabilità dei mercati. Se infatti i titoli non incorporassero le *bad news* per effetto di limitazioni legislative, gli strumenti finanziari raggiungerebbero inevitabilmente livelli di prezzo troppo alti con conseguente formazione di bolle finanziarie e dei rischi, potenzialmente dirompenti, ad esse connessi. La possibilità poi di un profitto derivante dalla caduta di prezzi è incentivo per gli operatori a mantenere il controllo sugli andamenti e perciò garanzia di corrispondenza al valor reale delle quotazioni.
- II. Liquidità. In senso astratto e generale si può definire "liquidità" di un bene mobile o immobile la sua <<attitudine ad essere convertito in moneta legale. Quanto più rapidamente e a costi contenuti questo avviene, tanto più il bene può essere considerato liquido e viceversa.>> (dal portale di Borsa Italiana <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/liquidita.htm>). In questo senso la vendita allo scoperto aumenta l'offerta di titoli e perciò le transazioni degli stessi. Un volume maggiore di titoli scambiati, diminuisce il cosiddetto *bid-ask spread*, un costo di transazione richiesto dall'intermediario per la disponibilità del titolo alla transazione, consentendo un maggior interscambio titolo-moneta di ricavo.

## **Effetti negativi della vendita allo scoperto**

Come si è reso indiscutibile osservando le principali tappe storiche che hanno contraddistinto la storia della vendita allo scoperto, la pratica presenta indubbi effetti negativi se utilizzata all'interno di schemi fraudolenti o in particolari contesti di instabilità o tensione. Riassumendo, sono evidenziabili tre tipologie di conseguenze negative che la vendita allo scoperto può provocare:

- I. Instabilità dei mercati. Per effetto della dinamica “autorealizzativa” spiegata in merito al caso La Meire, la vendita allo scoperto gioca un ruolo chiave nel modificare, anche repentinamente le aspettative e gli “umori” dei mercati. Finché infatti, circolano *rumors* negativi riguardo un determinato titolo o fatti strettamente connessi con la sua quotazione, è probabile che gli investitori saldamente fiduciosi in un futuro apprezzamento dello strumento non vengano influenzati. Quando però dalle *bad news* qualche investitore decide di “passare dalle parole ai fatti”, per quanto possa essere inverosimile la notizia, questa può assumere concretezza già solo per il fatto stesso di un investimento corto. Se poi questo riesce ad influenzare anche pochi altri investitori, rischia di innescarsi un circolo ribassista dagli effetti imprevedibili. Se si considera inoltre la velocità di esecuzione dello *short* (denominato così proprio per la relativa rapidità d'investimento e disinvestimento rispetto a long positions) risulta evidente il rischio reale di modificare l'assetto del mercato facendolo piombare in una situazione di aumento della volatilità media e, in definitiva, dell'instabilità. L'effetto è chiaramente amplificato in mercati che già sperimentano forme di tensione.
- II. Abuso di mercato. Si tratta dell'attività dei ribassisti, una volta venduto allo scoperto, di manipolazione artificiosa delle informazioni in circolo nei mercati per ottenere l'atteso deprezzamento dei titoli. Il rischio è maggiore per vendite di ammontare elevato e che avvengono in tempi brevi, elemento questo che pone l'attenzione ancora una volta sulle vendite naked relativamente più rapide da portare a termine.
- III. Rischio di regolamento. Tale rischio, definito *settlement risk* nella terminologia anglosassone, riferisce in generale, alla possibilità di inadempienza di una delle parti coinvolte nella transazione. Nel caso della vendita allo scoperto, della quale si considera chiaramente solo la forma naked, il rischio di regolamento è determinato dall'incapacità dello short seller di consegnare il titolo entro i termini concordati da contratto. Ora, con l'intensificarsi delle vendite allo scoperto aumenta la difficoltà per gli operatori di reperire lo strumento in tempo utile, aumentando contestualmente la possibilità di *fail* nel processo di liquidazione e facendo conseguentemente lievitare i costi di transazione su futuri scambi analoghi. Maggiori costi di transazione, in turno, si traducono in minor efficienza di mercato e minori volumi di scambio.

## Capitolo 2

# L'industria *hedge fund* e Bridgewater Associates

### **Gli Hedge Fund**

Approcciandosi all'analisi dell'investimento compiuto da Bridgewater Associates, è cruciale dare spazio alla comprensione delle dinamiche interne ed esterne al fondo hedge per chiarire i fattori che a vario titolo hanno concorso all'operazione oggetto d'indagine. Tralasciando per il momento le prime, concernenti Bridgewater nei suoi specifici attributi e che verranno considerate in seguito nella trattazione, si pone qui l'attenzione sugli hedge funds (HF) come veicoli d'investimento nel mondo finanziario. In particolare si partirà dando una collocazione agli HF nel più ampio sistema dei fondi comuni d'investimento; si passerà poi a inquadrarne l'exkursus storico; le strategie d'investimento più comuni ed affermatesi negli anni e si concluderà con l'analisi delle performance.

Se non per chiarirne la posizione nel contesto finanziario attuale, si farà riferimento all'Hedge Fund così come comunemente inteso dagli investitori d'oltreoceano. Questo perché, come si vedrà, l'Hedge Fund odierno con sede in USA, nasce da specifiche restrizioni normative ai fondi comuni d'investimento emanate dalla SEC nello scorso secolo e mai esportate integralmente in Europa. Dunque, data la possibilità di differenze, per quanto minime, rispetto alla configurazione europea/italiana, è naturale escludere dalla trattazione quest'ultima.

### **Contesto e Definizione degli Hedge Fund**

In generale, per "Fondo comune d'investimento" si intende un veicolo d'investimento gestito da *investment advisors* (manager specializzati nella gestione finanziaria), o società di questi, che riuniscono le somme di diversi investitori, gestendole come un unico patrimonio. Il chiaro vantaggio per il piccolo investitore, ma non solo, risiede nell'opportunità di ridurre il rischio dell'operazione mantenendone al contempo accettabile il rendimento attraverso strategie, come la diversificazione di portafoglio, che richiedono dimensioni di "spesa" a lui precluse.

Esiste oggi una grande varietà di fondi in cui è possibile partecipare e diverse sono anche le modalità di classificazione. Seguendo le distinzioni operate dalla CONSOB, la prima classificazione risiede nelle modalità di accesso e ritiro dal fondo. Essi sono considerati:

- Aperti (o *open-end*) quando consentono di sottoscrivere quote, o chiederne il rimborso, in qualsiasi momento. Questi fondi investono normalmente in attività finanziarie quotate.
- Chiusi (o *close-end*) quando richiedono di mantenere in essere l'investimento fino ad una data di scadenza, momento in cui diventa possibile sottoscrivere o liquidare le quote di partecipazione. Tale caratteristica trova riscontro nel fatto che questi fondi investono solitamente in attività poco liquide di lungo periodo (immobili, crediti, società non quotate).

In seguito viene data una classificazione in base al mercato di riferimento: azionario, obbligazionario, bilanciate (contengono sia quote obbligazionarie che azionarie) oppure monetari, fondi cioè che guardano al mercato monetario e sostengono posizioni a breve termine (solitamente non più di sei mesi). Interessante è inoltre la divisione tra fondi a gestione passiva, nei quali unico scopo per i manager è la gestione del portafoglio in modo che rifletta fedelmente l'andamento di un determinato indice di mercato, e fondi amministrati attivamente, dove i gestori hanno come obiettivo quello di battere un certo indice pre-concordato con posizioni alternative e studiate.

Si potrebbe allungare la lista degli elementi di differenziazione di fondi comuni contemplandone le strategie di negoziazione adottate, il volume di titoli gestito, ecc. ma piuttosto significativo in questo caso è la presenza o meno di selezione dei sottoscrittori al fondo.

La diversità principale, infatti, tra gli Hedge Funds e le altre tipologie di fondi d'investimento risiede proprio nella definizione di standard minimi che gli investitori devono incontrare per avere accesso alle quote di partecipazione. In questo senso sono permessi solo investitori privati, ben informati sulle dinamiche finanziarie e con disponibilità finanziarie rilevanti: per non essere ricompresi all'interno della fattispecie delineata dall'*Investment Company Act* del 1940 e modificata nel 1996, la quale regola i *mutual funds* nella tutela degli investitori minori, i sottoscrittori agli HF devono essere in numero minore a 100 (clausola 3(C)1) oppure "*qualified purchaser*" con un minimo di 5 milioni di dollari di patrimonio se persone fisiche o 25 milioni se investitori istituzionali (clausola 7(c)1). Oltre a ciò è bene ricordare che gli HF si configurano come società private, spesso nella forma americana di *limited partnership* o *limited liability company* per sfuggire al regime di doppia tassazione degli utili delle *Corporations*, i cui manager hanno potere di accettare o meno nuovi sottoscrittori a propria discrezione.

Simmetricamente alla varietà di fondi comuni d'investimento a disposizione degli investitori, anche nel più ristretto segmento degli HF sono molte le combinazioni possibili (in base ad elementi quali strategie, volumi gestiti, UAM o *asset under management*, ecc. simili a quelli citati per i fondi

comuni) tanto da risultare complessa la scelta di una definizione unitaria, che li ricomprenda tutti in egual modo.

Per ovviare al problema Connor e Woo (2004), della London School of Economics, forniscono due possibili definizioni. La prima, sulla scia di quanto detto per i fondi comuni, delinea gli HF come veicoli d'investimento raggruppanti le disponibilità di più investitori selezionati, gestiti attivamente e i cui risultati vengono misurati in termini assoluti, piuttosto che relativamente alle quote investite. Aggiungono inoltre che la nomenclatura stessa di "Hedge" (barriera, schermo) identifica la peculiarità del fondo, ovvero di abbassare il rischio generale di un'operazione investendo al contempo in strumenti che contrastino la sorgente di rischio. Ad esemplificazione di ciò, il rischio connesso ad una posizione lunga in un titolo azionario del settore automobilistico può essere "smorzato" vendendo allo scoperto *futures* sul titolo stesso o sull'intero segmento di mercato (e dunque limitando le perdite in caso di andamento negativo della quotazione).

Dall'altro lato, un HF può essere teoricamente definito come la componente "puramente attiva" di un tradizionale portafoglio *actively-managed* (gestito attivamente) la cui performance è misurata rispetto ad un riferimento (*benchmark*) di mercato. Come esempio, si consideri  $W$  un portafoglio tradizionale *actively-managed* composto da un insieme di titoli e  $B$  il benchmark di riferimento per l'indice di mercato usato per stimare l'andamento del fondo tradizionale (solitamente i fondi d'investimento considerano un certo indice di mercato come il loro obiettivo primario di rendimento, spesso lo S&P500 visto come rappresentativo dell'andamento complessivo delle quotazioni). In questa situazione la differenza tra  $W$  e  $B$  rappresenta proprio un portafoglio potenzialmente gestito da un HF. La spiegazione a ciò risiede nell'osservazione del fatto che sia  $B$  (per natura della maggioranza dei benchmark finanziari) che  $W$  (per limitazioni normative o scelta dei gestori del fondo) non hanno pesi negativi, non presentano cioè posizioni *short* nei loro panieri di titoli, mentre il portafoglio  $H$  elimina tale componente passiva lasciando intatta solo la quota "puramente attiva" e dunque liberata dalla quota di rischio connesso al mercato e non all'investimento.

Per sintetizzare, sono equivalenti le seguenti strategie:

- a. Mantenere un tradizionale portafoglio  $W$ .
- b. Mantenere contemporaneamente una posizione passiva sull'indice  $B$  e investire nel fondo  $H$ .

Perciò in quest'ottica, HF possono essere utilizzati per (teoricamente) separare la componente "puramente attiva" di un portafoglio dal suo andamento "puramente passivo" e legato all'indice di riferimento.

Nonostante la complessità nella ricerca di una definizione universale, gli HF possiedono un preciso connotato, che è poi una tra le motivazioni che ne hanno spinto la creazione: la struttura conformata nell'intento di sfruttare pienamente i vuoti legislativi che la SEC ha lasciato nelle regolamentazioni introdotte a seguito del crack finanziario del '29 per proteggere gli investitori più piccoli e dunque esposti. Si fa riferimento in particolare all'*Investment Company Act* (1940), al *Securities Act* (1933) -il quale limita l'offerta di sottoscrizioni ad un massimo di 35 investitori fuori dai criteri minimi sopra riportati ma che permette, per contro, di evitare pratiche di registrazione e pubblicità delle operazioni in atto, elementi considerati costosi ed anticoncorrenziali per manager che non vogliono lasciar traccia delle proprie decisioni strategiche- e all'*Investment Advisers Act* (1940) che imporrebbe la registrazione ai manager in specifici albi ed è talvolta contemplato per dare maggior sicurezza ai sottoscrittori del fondo (Lhabitant, 2002). Questa è la ragione per cui gli HF sono comunemente considerati relativamente opachi, segreti e strategicamente aggressivi e possono godere di maggiore libertà nella configurazione degli incentivi ai manager (tipicamente attorno al 20% del profitto), nell'approccio speculativo ai mercati e nell'utilizzo di importanti leve finanziarie per amplificare gli effetti decisionali (Liang, 1999 stimava che almeno l'83% degli HF utilizzasse leve significative).

### **La Storia degli HF**

Si può affermare che la storia degli HF abbia inizio nel crollo americano del '29 e nella successiva fase fortemente improntata all'analisi e regolamentazione degli elementi che avevano portato all'esposizione, e dunque alla bancarotta, di migliaia di piccoli investitori meno tutelati in contesti di puro mercato libero. Così, dopo la creazione della SEC e la conseguente ondata di normative, nel 1949 Alfred Winslow Jones cominciò una partnership d'investimento strutturandola proprio in misura tale da evitare le incagiate restrizioni della SEC e garantirsi la possibilità di strategie finanziarie quali, tra le altre, lo *short selling*, l'utilizzo della leva e la concentrazione di capitali (in contrapposizione alla diversificazione): era nato il primo hedge fund. Jones, per allineare il suo interesse con quello del fondo e poterlo provare, raccolse 60.000 dollari e ne investì 40.000 dal suo patrimonio e basò la sua remunerazione da manager al 20% dei profitti. È interessante notare come negli anni questi due elementi non abbiano subito sostanziali modifiche.

La principale strategia finanziaria attuata da Jones, la cd *long-short strategy* (meglio definita in seguito), astutamente combinata con l'utilizzo della leva finanziaria (tecnica che da sola aumenta il rischio totale dell'investimento), ridusse significativamente il rischio correlato ai movimenti inaspettati del mercato e legato a fattori esterni al contesto d'investimento voluto, conseguendo un

notevole successo al fondo. Ciò, combinato con la persistenza di risultati positivi negli anni, ebbe come principale effetto la proliferazione del modello HF tanto che un report, sottoscritto dalla SEC nel 1968 annotava 140 HF operanti (President's Working Group, 1999). In seguito, durante il boom di mercato di fine anni '60 molti dei neonati fondi, preoccupati dalla perdita di potenziali profitti che la *long-short strategy* stava causando, decisero di puntare sulla crescita del mercato abbandonando la strategia di Jones e aumentando conseguentemente il rischio sistematico dei propri portafogli. La strategia ebbe frutti più che positivi fino al periodo di declino che i mercati conobbero tra il '72 e il '74 quando, giusto per darne dimensione, lo S&P500 si deprezzò per circa un terzo del suo valore. In questa fase, i fondi che cavalcarono il boom precedente si ritrovarono in balia dell'andamento generale e finirono per chiudere mentre gli altri, ancora sufficientemente *hedged* rispetto ad oscillazioni generali sopravvissero alla recessione. Il crollo portò gli HF all'impopolarità tra gli addetti ai lavori tanto che una rassegna pubblicata da Tremont Partners nel 1984 contava appena 68 fondi operativi: meno della metà delle rilevazioni del '68 (Lhabitant, 2002).

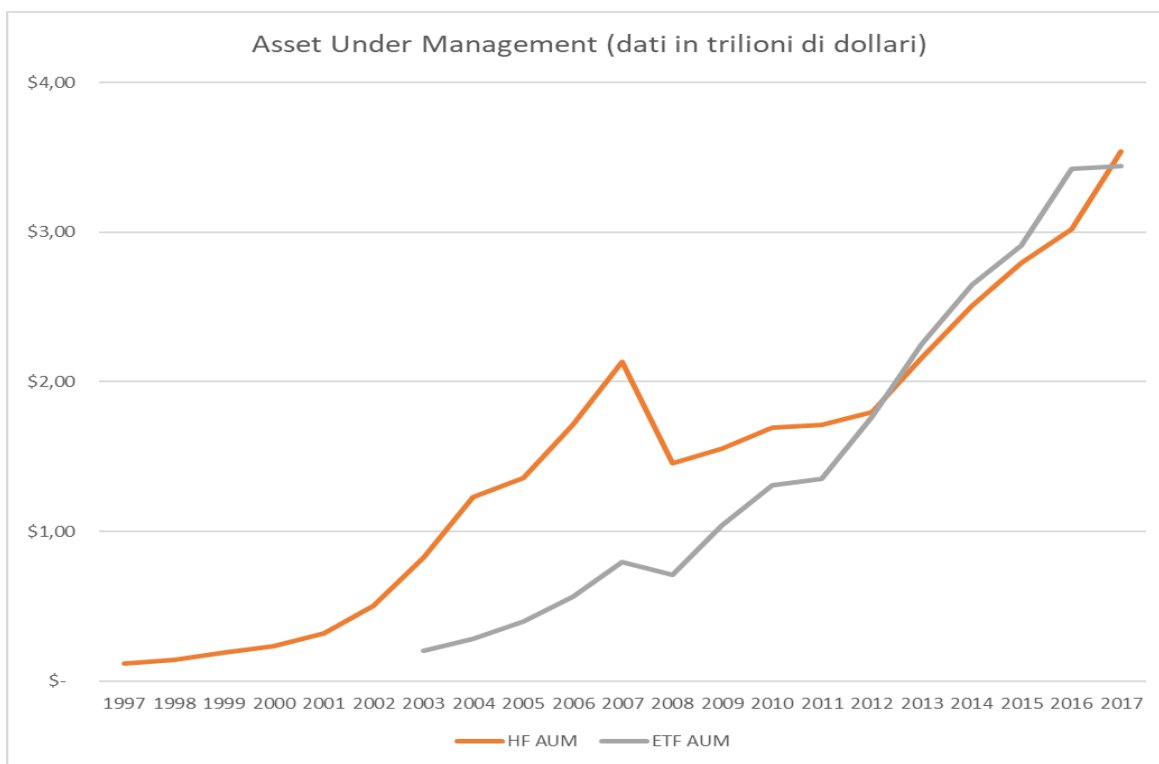
Gli anni '90 si caratterizzarono per la forte aggressività delle strategie degli HF che se da un lato portò a incredibili profitti in pochi mesi, dall'altro fu talvolta oggetto di pesanti perdite e della diffusione della sensazione che gli HF contribuissero in modo preponderante alla destabilizzazione dei mercati. Spiccano i casi del Quantum Fund di George Soros che, operando su trend macroeconomici indovinò prima una vendita allo scoperto sul *pound* britannico (1992) in relazione all'ERM europeo lucrando circa un miliardo di dollari e azzeccò poi la perdita di valore del Baht thailandese durante la crisi asiatica ('97-'98) per il 23% nel 1997 guadagnando circa l'11,4% in un mese (Fung e Hsieh, 2000). In seguito il fondo di Soros verrà accusato di aver contribuito in modo determinante allo scoppio della stessa crisi asiatica (come raccontato da Business Insider nel 2016). Non furono comunque solo notizie positive per il mondo HF: lo stesso Quantum Fund perse circa 3 miliardi di dollari scommettendo contro titoli tech proprio in concomitanza del cd *DotCom boom* e ancora arrivò a bruciare circa 2 miliardi di dollari durante la crisi del debito russa (Deutschmann, 2001).

Celebre inoltre, al chiudersi del decennio, fu la debacle di uno dei più grossi HF del momento, l'LTCM o *Long Term Capital Management*, il quale, dopo il biennio 95-97 con un ritorno medio del 33,7% dopo le imposte, si presentava al 1998 con sottoscrizioni per 4.8 miliardi di dollari e un AUM di circa 120 miliardi di dollari: il fondo stava utilizzando perciò un *leverage ratio* di poco maggiore a 25, il livello più alto registrato in quegli anni.



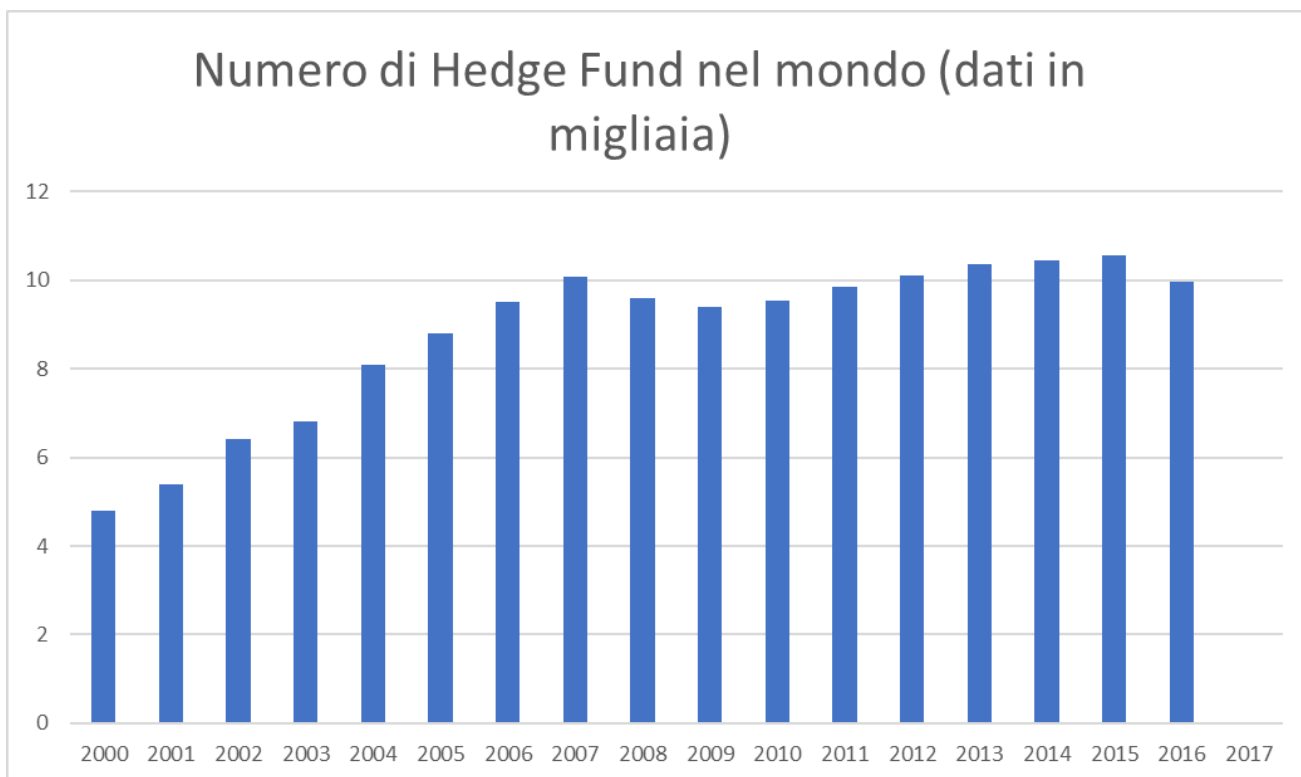
Il fatto fu tanto eclatante che riportò in auge domande circa la necessità di normare un settore finanziario sostanzialmente privo di restrizioni ma non sembrò comunque influenzare il tendenziale appeal nei confronti dell'universo HF. Rimase invece come monito ai *fund managers* che da quell'anno ridussero drasticamente il *leverage ratio* medio del settore.

Nonostante le difficoltà intrinseche nella ricerca di informazioni -come detto gli HF managers non hanno alcun obbligo di legge nella pubblicità d'informazioni e ciò comporta problematiche di incompletezza e/o inesattezza nelle informazioni raccolte - è facile constatare come il mondo degli HF abbia conosciuto un notevole sviluppo dall'inizio del nuovo millennio ad oggi. Un primo riscontro di quanto detto deriva dall'analisi delle stime dei livelli di valore dell'intero segmento espresso in termini di Asset Under Management (si ravvisa a tal proposito che il grafico riportato più in basso e pubblicato da *barclayhedge*, uno tra i più accreditati *hedge funds research provider* al mondo, esprime stime tra le più elevate se comparate alla media del settore). Preventivamente alla sua consultazione è però necessario comprendere una peculiarità delle ricerche in questo campo: come termine di confronto di quanto espresso nel grafico, *winton.com* riferisce per il 2017 una forchetta che va dagli 800 miliardi ai 3,6 trilioni di dollari in base alla definizione più o meno ampia di HF e alla misurazione statistica adottate. È stato scelto in questa sede il grafico di *barclayhedge* in quanto sostanzialmente confermato dai dati ufficiali diffusi dalla SEC.



Fonte: [www.barclayhedge.com](http://www.barclayhedge.com)

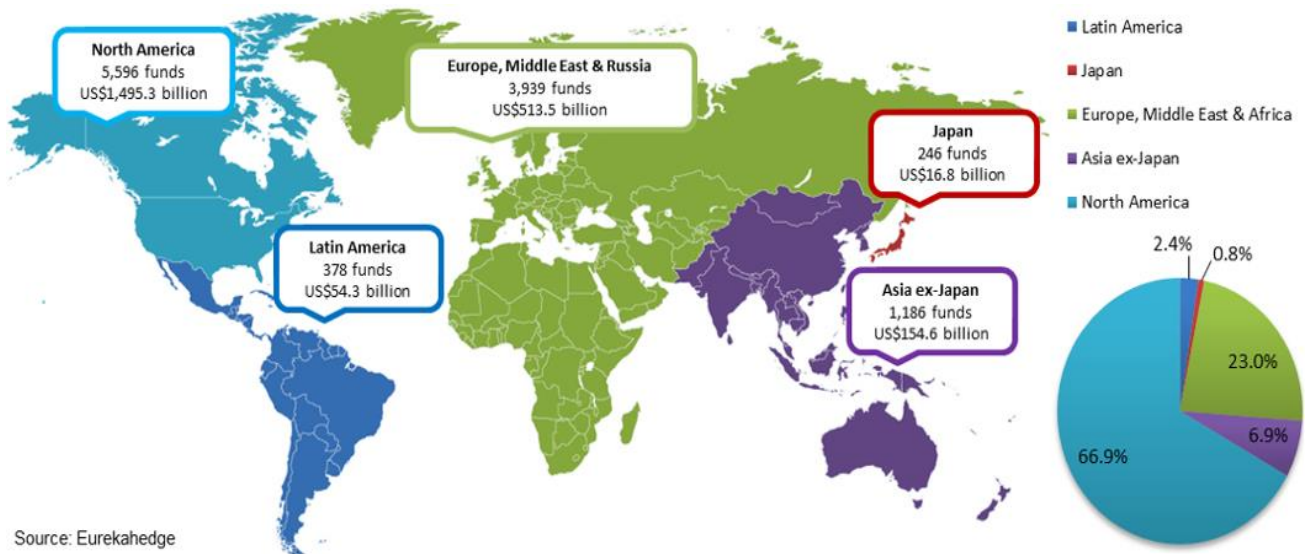
Come si evince dal grafico, nel quale è riportato in arancio l'andamento degli AUM globali gestiti da HF e in grigio il paragone degli Exchange Traded Funds, la quota patrimoniale gestita dai manager ha segnato dal 2000 un aumento maggiore del 600% toccando al termine del 2017 i 3,6 trilioni di dollari.



Fonte: [www.eurekahedge.com](http://www.eurekahedge.com)

In contemporanea è cresciuto pure il numero complessivo di fondi hedge che dopo la prima impennata nel periodo compreso tra il 2000 e il 2007 si è stabilizzato su cifre attorno alle 10.000 unità (dati EurekaHedge 2017).

È interessante inoltre, dare uno sguardo alla conformazione geografica dell'industria Hedge Fund odierna: come evidenzia la mappa, poco meno del 67% delle ricchezze possedute e amministrato dagli HF a livello globale è posseduta da fondi localizzati nel Nord-America, dove si contano però circa la metà delle sedi totali, con netta prevalenza di HF negli USA.



Source: Eurekahedge

Fonte: [www.eurekaedge.com](http://www.eurekaedge.com)

Infine, per completare la panoramica dell'attuale condizione degli HF nel mondo, è certmante

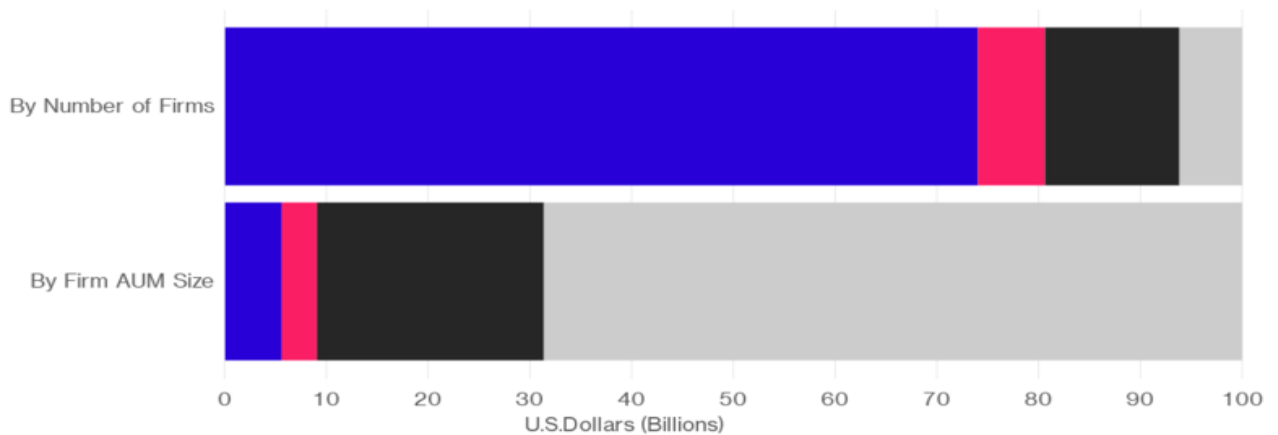
Fonte: [www.Bloomberg.com](http://www.Bloomberg.com)

interessante guardare a chi effettivamente gioca un ruolo di spicco. In merito a ciò si evince dall'analisi di Bloomberg del 2016 che circa il 6% degli HF ha un controllo complessivo su circa

### The Big Boys Club

Six percent of hedge fund firms manage nearly 70 percent of industry assets

■ <\$500 Million ■ \$500 Million to \$1 Billion ■ \$1 Billion to \$5 Billion ■ >\$5 Billion



Source: HFR  
Data as of end of September 2016

Bloomberg

il 70% degli *assets* amministrati globalmente. Beidgewater Associates, stando alla classifica redatta

da Institutional Investor e pubblicata a Giugno 2017, risultava essere l'HF con la maggior quota di AUM amministrato con circa 122 miliardi di dollari.

## Le strategie d'investimento più comuni negli HF

Caratteristica determinante e fattore chiave nella comparazione e valutazione delle performance, del rischio e di altri connotati dei fondi hedge è la propria strategia d'investimento. Questa è adottata in forme assai differenti tra un fondo e l'altro: alcuni propendono per una configurazione *market-neutral*, ovvero avente bassa correlazione con l'andamento generale del mercato, mentre altri sono più predisposti a strategie *directional*, cercano cioè di anticipare un determinato movimento del mercato di riferimento; le decisioni poi possono essere intraprese seguendo protocolli sistematici (basati talvolta su modelli computerizzati) oppure in modo discrezionale, lasciando quindi l'ultima istanza alla percezione della persona incaricata della scelta; qualche fondo peraltro, adotta una molteplicità di strategie allocando le proprie risorse proporzionatamente tra di esse, quasi a ricercare una sorta di "diversificazione delle strategie".

Dato comunque il panorama articolato delle forme strategiche adottabili dagli HF (elemento che combinato alla segretezza spesso mantenuta dai manager circa i movimenti del fondo aumenta la complessità d'analisi dei risultati ottenuti), è possibile individuare quattro principali linee strategiche utilizzate dai gestori: la *long-short strategy*, la strategia del valore relativo (*relative value*), la *event-driven strategy* e infine il gruppo delle cd *tactical trading strategy*.

La *long-short strategy*, introdotta dallo stesso Jones come visto, si focalizza sulla selezione degli strumenti finanziari da scambiare con l'obiettivo di realizzare ampi ritorni in termini assoluti, contenendo al contempo l'esposizione al rischio di mercato attraverso la compensazione reciproca di posizioni rialziste e ribassiste.

Rispetto ad un portafoglio di titoli unicamente rialzista, questa strategia permette di ridurre la correlazione del portafoglio stesso col mercato, di utilizzare conseguentemente livelli di leva elevati e quindi di individuare titoli sopravvalutati e sottovalutati per lucrarne la differenza. È chiaro come il momento cruciale lasciato alla discrezione dell'investitore in questo caso sia la scelta dei titoli su cui posizionarsi

La strategia del valore relativo sfrutta il vantaggio di anomalie di prezzo di alcuni strumenti relativamente all'andamento di strumenti ad essi legati. Lo sfruttamento di tale arbitraggio avviene in un contesto neutrale al mercato (viene gestito il rischio di mercato similmente alla *long-short strategy*) e i guadagni dalle singole operazioni sono spesso percentualmente limitati, il che giustifica l'utilizzo maggiore della leva per incrementare il valore assoluto del ritorno.

Spesso, per sfruttare differenze di prezzo i fondi investono in asset illiquidi con il conseguente rischio maggiore di liquidità (rischio di trovarsi nell'impossibilità di smobilizzare gli asset acquisiti).

Per *event-driven strategy* si intende lo sfruttamento dell'andamento delle quotazioni anticipando la loro fluttuazione in prossimità di eventi significativi quali bancarotte o fusioni aziendali.

Nel caso di fusioni aziendali l'obiettivo è quello di giocare sull'incertezza del mercato circa gli effetti della fusione lucrando sulle differenze di prezzo che l'insicurezza determina. Il rischio, evidentemente, di tale manovra consiste nella possibilità che la fusione fallisca.

Nel secondo caso, di bancarotta o di titoli riferiti a realtà in temporanea difficoltà finanziaria, l'opportunità per gli HF, oltre chiaramente all'evento in sé, può riferirsi all'impossibilità per altri fondi d'investimento, regolati più strettamente dalle autorità di vigilanza (per il maggior rischio che l'acquisto di titoli in "sofferenza" riversa sugli investitori tuteati), di investire a loro volta in tali opportunità lasciando, di fatto, ampio margine di manovra ai fondi Hedge. È normale, in questi casi, il relativo aumento del rischio nell'investimento principalmente connesso all'illiquidità dei titoli.

Infine, la *tactical-trading strategy* che si riferisce a strategia *directional* applicate a diversi settori del mercato: spiccano, tra le altre, le sottocategorie delle commodity e dei trend macroeconomici.

Il primo sottogruppo è costituito dalle cd CTAs (*Commodities trading advisers*), ovvero HF specializzati nella speculazione nel mercato dei futures. Le negoziazioni includono lo scambio di metalli preziosi, valute e le tipiche commodity scambiate nei mercati internazionali. Essi utilizzano spesso modelli computerizzati per lucrare sulle differenze, anche minime, tra i contratti stipulati da altri investitori e sugli strumenti derivati sottostanti.

Al secondo gruppo, invece, tendono ad appartenere i maggiori HF a livello internazionale come il Quantum fund di Soros e Bridgewater stessa. Questi sperano di raggiungere profitti consistenti attraverso valutazioni delle condizioni nel contesto macroeconomico globale: andamento dei tassi d'interesse, della disoccupazione nelle nazioni, tassi di scambio delle valute, inflazione, stabilità politica e produzione industriale per citarne alcuni. Questi fondi sono i più seguiti dall'attenzione generale non solo per le dimensioni degli investimenti e dei ritorni/perdite ma anche per le accuse che spesso ricevono circa la loro responsabilità nel minacciare la stabilità globale per i loro interessi. Solitamente la strategia prevede un mix tra short selling, utilizzo di leva finanziaria e derivati per massimizzare i profitti. Alcuni di questi si sono peraltro focalizzati nel tempo sulle opportunità offerte dai mercati emergenti nei quali aumenta per contro il rischio liquidità degli strumenti.

### **La misurazione delle performance degli HF**

Con il progressivo affermarsi dell'industria degli HF gli investitori ricercano con sempre maggiore interesse strumenti in grado di comparare le performance dei fondi con altri HF e con altri veicoli

e forme d'investimento. Ad oggi esistono diverse terze parti (gli *hedge fund index providers*) che cercano di colmare la domanda per tali strumenti fornendo il mercato di indici sull'andamento dei fondi hedge.

I *providers* generalmente forniscono più indici separati per permettere l'analisi dei diversi fondi sulla base delle diverse strategie finanziarie attuate (*long-short, event-driven,...*). In questo modo vengono raggruppati fondi di somili dimensioni e correlazione agli andamenti del mercato garantendo una certa affidabilità nel confronto dei risultati di un singolo fondo in comparazione con il benchmark del sottogruppo di fondi di riferimento.

Per quanto utile e spesso affidabile, la formazione del benchmark di riferimento presenta inevitabili limiti dovuti principalmente alla natura stessa, opaca e segreta nel senso di non facilmente accessibile ai più, del fondo HF.

Innanzitutto non esiste una netta e diffusa suddivisione delle varie strategie d'investimento, fattore dovuto in parte alla continua evoluzione dell'approccio al mercato dei manager, con l'inevitabile conseguenza che indici formalmente appartenenti alla medesima categoria sono poi realmente differenti in base al provider dell'indice.

Secondariamente, i manager che promulgando le proprie informazioni partecipano alla costituzione dei database, da cui vengono ricavati gli indici, non sono spesso incentivati alla verità avendo la possibilità di comunicare informazioni per attrarre investitori con particolari caratteristiche. Da ciò si evince come l'indice potrebbe risentirne a rialzo data la mancanza di informazioni "negative" sull'andamento dei fondi.

Oltre a ciò gli indici soffrono di errori dovuti alla "sopravvivenza" nel tempo dei fondi o alla loro creazione. In particolare, quando un database viene costituito esso non incorpora i dati storici dei fondi che hanno chiuso negli anni precedenti ma la cui "esperienza" dovrebbe essere contenuta per fornire un quadro generale agli investitori. In aggiunta diversi provider non inseriscono, se troppo giovani o troppo piccoli, le specifiche relative a taluni fondi, fatto che generalmente porta ad un miglioramento (distorto) delle performance di un segmento.

Goetzmann e Ibboston (1999), prendendo in considerazione solo HF al di fuori degli USA, rilevano una distorsione di quasi il 3% annuo negli indici, dovuto proprio all'esclusione di fondi defunti o troppo piccoli.

Infine, un problema di confronto per gli investitori è costituito dai fondi che decidono, per evitare ingenti costi nelle negoziazioni o anche per mantenere elevato il profitto per i presenti sottoscrittori, di chiudere a nuove sottoscrizioni. In questo caso, se il fondo, non più interessato ad integrare le proprie info nei database dei provider, avesse rendimenti superiori alla media del settore,

l'informazione contenuta negli indici e dunque disponibile al pubblico non incorporerebbe tali migliori performance.

### **Bridgewater Associates – Storia e presente**

Bridgewater Associates è un fondo d'investimento americano appartenente alla categoria degli *hedge fund*. Fondato nel 1975 da Ray Dalio, è oggi considerato il più grande hedge fund al mondo con un patrimonio gestito di quasi 160 miliardi di dollari e poco meno di 1700 dipendenti, secondo quanto riportato nel portale online della società.

Bridgewater nacque a New York, nell'ufficio "domestico" di Dalio nel quartiere di Manhattan, come società di consulenze finanziarie per imprese commerciali e volta alla gestione, in favore delle stesse, di fluttuazioni delle valute nei mercati monetari e del rischio nelle operazioni finanziarie. Qualche anno dopo cambiò l'attività core focalizzandosi sulla sola vendita di consulenze finanziarie alle amministrazioni pubbliche statunitensi e ad aziende del calibro di Nabisco e McDonald's. Tra le varie iniziative lanciate in quegli anni, il *Daily Observations*, la pubblicazione periodica a pagamento di ricerche con l'obiettivo di valutare i principali elementi del contesto economico del periodo, portò grande fortuna a Bridgewater che aprì notevolmente tra il '79 e il 1980 il numero di clienti serviti tanto da essere costretta nel 1981 a spostare la sede nella più ampia base nel vicino Connecticut. Per dare un'idea di quanto venne apprezzato il contributo del *Daily Observations*, in un articolo pubblicato nel 2009 da CNN Money, Jim Tisch e John Lane, rispettivamente CEO di Loews Corp. e direttore dell'Eastman Kodack, un portafoglio ad AUM di circa 7,5 miliardi alla data dell'articolo, ricordavano quanto quella lettura periodica fosse diventata un *must* tra gli investitori e come si stesse diffondendo l'idea che fosse necessario consultare Bridgewater prima di qualsiasi investimento.

Durante i primi anni '80 Bridgewater crebbe notevolmente e modificò progressivamente la sua attività (passando dalla consulenza all'amministrazione di fondi per conto di clienti) arrivando nel 1987 ad aprire il primo significativo conto di gestione di 5 milioni di dollari per la Banca Mondiale. Negli anni '90 la società cominciò ad acquisire nomea affermata nel mondo finanziario per diverse intuizioni che lo stesso Ray Dalio sfruttò per rivoluzionare l'attività di *portfolio management*. Tra queste, che verranno riprese successivamente, di grande importanza fu la divisione degli investimenti in Alfa e Beta a significare come un portafoglio possa essere gestito in totale assenza di correlazione con la volatilità, il rischio, del mercato o un *benchmark* di riferimento (il beta per l'appunto) attraverso strumenti quali la vendita allo scoperto, opzioni o altri strumenti derivati. Nel

1991, come logica conseguenza alla concettuale divisione tra investimenti Alfa, senza correlazione con l'andamento di mercato, e Beta, connessi in qualche forma al mercato, Bridgewater inaugurò il suo primo fondo, *Pure Alpha* e cominciò a proporre ai suoi clienti strategie di *portable Alpha* nell'amministrazione dei fondi. Nel 1992 fu inaugurato il programma di vendita delle obbligazioni della società a livello internazionale, la cd *global bond program*, e nel 1995 i dirigenti della società arrivarono persino a presenziare alle discussioni del dipartimento del Tesoro americano consigliando il governo federale in materia di sviluppo degli *inflation-indexed bonds*, obbligazioni sovrane collegate all'andamento inflazionistico.

Nel 1996 venne lanciato l'hedge fund *All Weather* in conseguenza all'introduzione, della stessa Bridgewater, di un nuovo approccio alla gestione di portafogli: il *risk parity approach*, un sistema di analisi degli investimenti atto all'ottimizzazione nell'allocazione del rischio a parità di ritorno sull'investimento. Diversamente dalle allora comuni pratiche di gestione degli investimenti e confrontando il ritorno di diversi investimenti *adjusted* allo stesso livello di rischio, il portafoglio *risk parity* assicurava, allo stesso livello di rischio in considerazione, il ritorno maggiore. Secondo l'articolo sopra citato di CNN Money, furono questi, *Pure Alfa* e *All Weather*, a portare l'azienda non solo a comparire nel giugno del 2000 sulla rivista specializzata *Pensions & Investments* come il miglior fund manager dell'anno ma permise anche un profitto di circa 33 miliardi di dollari in soli 8 anni, dal 1995 al 2003 (un ritorno di quasi il 750% sull'ammontare di 5 miliardi del 1995). Nei primi anni del nuovo millennio le performance registrate dal fondo sono tanto vantaggiose che, a detta di CNN Money, nel 2005 Bridgewater ferma la possibilità di nuove iscrizioni a ulteriori investitori per evitare un sovraccarico di gestione e decide di focalizzare le risorse sui conti già aperti con l'obiettivo di perfezionare le pratiche di gestione.

Nel 2006 inizia poi ad eliminare totalmente le tradizionali pratiche di amministrazione del portafoglio in entrambi *Pure Alpha* e *All Weather* e riceve numerosi riconoscimenti prestigiosi nel mondo finanziario: il *Lifetime Achievement Award* dal magazine *PlanSponsor* e il *Currency Manager of the Year award* dalla rivista *the Global Pensions magazine*.

Nel 2007 la compagine guidata da Ray Dalio raggiunge quota 50 miliardi di dollari amministrati e, accortasi di anomalie nelle quotazioni degli assets inizia un periodo di ricerca e avvertimento dei rischi da sovraindebitamento nel mercato americano verso i maggiori player economici, innanzitutto istituzionali. Stando alle dichiarazioni della rivista finanziaria *Barron's* "nessuno era meglio preparato per il crollo del mercato globale dei loro clienti e dei lettori del *Daily Observations*". Dalle ricerche condotte sulle posizioni finanziarie delle maggiori istituzioni finanziarie del mondo, la società concluse allora con una stima complessiva di future perdite per le



stesse istituzioni per un ammontare di circa 839 miliardi di dollari dovuti a debiti pressochè inesigibili. Nel dicembre dello stesso anno le conclusioni furono trasmesse al dipartimento del Tesoro americano e lo stesso Ray Dalio incontrò lo staff della segreteria del Tesoro ed altri consulenti in materia economica alla Casa Bianca. Come sottolineato durante un *TEDx talk* del 6 settembre 2017 a Vancouver dal medesimo fondatore, nell'anno del *crash* mondiale la compagnia del Connecticut totalizzò un ritorno del 14% lordo quando il 75% degli *hedge funds* andarono in forte perdita.

Nel 2010 a seguito degli scarsi risultati del PIL americano rispetto alle attese, l'*hedge fund* concluse forti profitti e riuscì ad inaugurare un nuovo fondo d'investimento, il *Pure Alpha Major Markets* con una base di gestione di circa 10 miliardi di dollari. Al termine dello stesso anno Bridgewater registrava un patrimonio amministrato di poco più di 100 miliardi di dollari.

Ad oggi il fondo non detiene conti da gestire di investitori privati mentre basa il suo business sull'amministrazione di patrimoni appartenenti a fondi pensione, fondazioni, organizzazioni no profit, banche centrali, governi sovrani e altri investitori istituzionali.

Tra le svariate peculiarità dell'*hedge fund* numero 1 al mondo, due permettono in particolare di evincerne funzionamento e "personalità": le innovazioni perpetuate nel campo della gestione di portafoglio e la cultura "unica al mondo" come descritta in un'intervista a Ray Dalio pubblicata da *Bloomberg Markets and Finance* il 17 settembre 2017.

## **La cultura**

Oltre alle innovazioni in senso tecnico apportate al mondo finanziario e che hanno portato grande successo negli anni, Bridgewater è una realtà finanziaria molto rinomata anche nel campo del *corporate management* per la cultura unica che il suo fondatore ha implementato e sviluppato dagli anni '90.

Secondo Dalio infatti per "battere il mercato" è necessario ragionare in modo indipendente e trovare delle modalità affidabili per scommettere contro il pensiero generale circa l'aspettativa di una determinata quotazione. In altri termini, come lo stesso riferisce durante l'intervista a *Bloomberg Markets and Finance* nel settembre 2017, per ottenere un profitto è necessario indovinare per primi come si muoverà il mercato disallineandosi dal consenso costruito all'interno del prezzo, riflesso dal prezzo del strumento trattato. Da questa iniziale considerazione egli arriva logicamente alla conclusione che se invece di ragionare singolarmente, un "pensatore

indipendente” (*an independent thinker*) potesse confrontarsi liberamente con ulteriori pensatori indipendenti allora la comune rielaborazione, se supportata da analisi quantitative appropriate, ha certamente maggior probabilità di successo rispetto a forme alternative. A questo punto però, cruciale diventa il tema rispetto alla modalità di scelta finale della strategia da adottare dato un gruppo di lavoro composto da individualità indipendenti nelle proprie considerazioni. A tal proposito egli individua tre maggiori categorie di modalità di scelta perseguibili: la via autocratica secondo cui un individuo superpartes dispone dell’”ultima parola”, la via democratica per cui ogni individuo ha lo stesso peso nella scelta di tutti gli altri coinvolti e la via, ideata e implementata da lui stesso, della *idea meritocracy* (la meritocrazia delle idee) secondo cui è necessario pesare l’importanza che collettivamente viene data a ciascuna opinione, quindi all’esponente che l’abbia esposta, e prendere la decisione finale tenendo presente che diversi individui hanno idee con valore diverso in base appunto al differente consenso che hanno ricevuto dal collettivo. In altri termini per ogni decisione la collettività di pensatori indipendenti (attraverso l’aiuto di algoritmi a supporto) individua coloro che più degli altri sembrano adottare ragionamenti logici e funzionali e pesa la decisione finale in considerazione che esistono individui più accreditati di altri (secondo a collettività stessa) nel prendere quella decisione. Due elementi sono comunque essenziali per l’implementazione dell’*idea meritocracy*, oltre chiaramente alla presenza di *independent thinkers*: la disponibilità di un apparato algoritmico che aiuti l’individuazione oggettiva dei pesi nelle decisioni e una cultura fortemente orientata alla trasparenza.

Per quanto concerne il primo, nel suo discorso al *TEDx talks* di Vancouver del settembre 2017, Ray Dalio descrive in forma esemplificativa il funzionamento del Dot Collector, il sistema informatizzato che permette di collezionare, durante un meeting, le impressioni per ogni intervento e pesare le varie riflessioni proposte. In ogni caso non sono reperibili fonti attendibili circa il funzionamento complessivo degli algoritmi in uso da Bridgewater per attuare la *idea meritocracy* anche per la convinzioni della dirigenza della società che proprio la modalità decisionale implementata rappresenti il vero vantaggio competitivo. Importante è invece sottolineare come il risultato attuale di forte utilizzo di tecnologie informatiche deriva la principio cardine secondo cui ogni riflessione, pensiero e ragionamento logico possa essere espresso sottoforma di algoritmo se appropriatamente espresso.

Il secondo elemento riguarda invece un approccio alle interazioni, estese in Bridgewater a tutte le interrelazioni lavorative anche al di fuori dei singoli meeting di decisione, fortemente improntato alla verità e alla trasparenza. Per entrare maggiormente nel significato di quanto appena esposto si riportano le parole integrali espresse da Ray Dalio in numerose interviste e punto focale del saggio

*Principles – work and life* pubblicato nel 2017: *the most important goal is to achieve meaningful work and meaningful relationships through an approach of radical truthfulness and radical transparency helped by an algorithm decision making* (l'obiettivo principale è il raggiungimento di un lavoro e di relazioni pieni di significato, valevoli, attraverso un approccio di trasparenza e verità radicali e aiutati da un algoritmo nella formulazione delle scelte). Per perseguire i principi di *radical truthfulness e radical transparency* sono stati adottati sistemi quali la registrazione di tutto ciò che accade, in modo da consentire il reperimento di quanto effettivamente avvenuto e arrivare più rapidamente alla verità. “Non è certo per tutti” ha precisato Dalio in numerose occasioni asserendo che in media il 30% dei nuovi assunti non riesce a superare i 18 mesi di ambientamento al sistema, ma per quanto differente rispetto alla tradizionale via di amministrazione delle società e modalità decisionale, è considerato il principale contributore al vantaggio competitivo dimostrato negli anni dall' hedge fund più grande al mondo.

## Capitolo 3

### **Analisi dell'investimento e conclusioni**

Alla luce di quanto visto fino ad ora in merito alle movimentazioni messe in atto da Bridgewater a partire dall'ottobre del 2017 e alle reazioni manifestate dal mondo dei mercati finanziari, ci si propone nel capitolo conclusivo di analizzare il caso provando a darne un'interpretazione più approfondita e una previsione probabile del suo futuro epilogo. Più nello specifico si cercherà, mediante l'osservazione dei principali editori finanziari, di individuare gli scenari macroeconomici futuri che il fondo ha plausibilmente perseguito nelle sue politiche e le performance ottenute ad oggi negli investimenti visti.

#### **Le motivazioni dello short**

Come già esplicitato in altre sezioni, premessa basilare, per discutere delle motivazioni che hanno spinto il fondo americano a posizioni ribassiste di tale portata e in controtendenza rispetto alle comuni aspettative degli operatori dei mercati, è la relativa scarsità di informazioni certe e complete.

Per comprendere gli scenari da cui presumibilmente partono le considerazioni di Bridgewater negli investimenti short a medio-lungo termine nel mercato europeo e italiano è necessario considerare la visione dell'andamento "classico" dell'economia che il CEO Ray Dalio espone in un video didattico pubblicato sulla piattaforma *You Tube* il 22 settembre 2013 dal titolo *How the economic machine works*. Nonostante le semplificazioni evidenti adottate nell'esposizione -il video nasce con l'obiettivo di trasmettere i fondamentali economici del pensiero di Dalio- resta funzionale ai fini della trattazione la suddivisione dell'andamento economico generale in tre componenti: la crescita progressiva e lineare della produttività, il ciclo del debito-credito a lungo termine (di lunghezza pari a circa 75-100 anni) e il ciclo del debito-credito di breve periodo (con lunghezza compresa tra i 7 e i 10 anni). Ponendo l'attenzione sulla terza componente, Dalio espone come ciclicamente si verificano ricadute (recessioni) dovute alla struttura intrinseca del rapporto debitorio, riassumibile nel concetto generale secondo cui ciò che viene speso oggi in più rispetto alle reali possibilità (perciò a debito) verrà decurtato dalla spesa di domani. E dunque se nel presente la crescita è florida per la diffusa disponibilità liquida, nel futuro (al termine del ciclo) si incorrerà inevitabilmente in un rallentamento.

In un post pubblicato sulla piattaforma LinkedIn il 12 febbraio 2018 inoltre, lo stesso fondatore riprende il concetto di *short-term debt cycle* approfondendone la dinamica di funzionamento e dandone una propria interpretazione circa la fase raggiunta dall'economia in quei giorni. Per quanto concerne il funzionamento Dalio parte descrivendo il momento cruciale del ciclo, quello che chiama *late cycle*, nonché il punto caratterizzato da una domanda generale del mercato crescente ad un ritmo più elevato rispetto alla crescita della capacità produttiva in risposta e dalla capacità generale al limite delle sue piene potenzialità con il conseguente incremento del valore (del prezzo) dei mezzi di produzione limitati (tra cui inserisce i lavoratori e altri beni di capitale limitati).

In un tempo così caratterizzato, prosegue, si alzano i profitti per i possidenti dei mezzi produttivi limitati e nel complesso si innesca la dinamica inflattiva dei prezzi. Ciò, conseguentemente, provoca un innalzamento dei tassi d'interesse (il denaro, come ogni altro bene aumenta di valore e dunque di "prezzo") insieme all'inevitabile "stretta" delle banche centrali attraverso politiche monetarie volte a contenere l'inflazione. In turno, i titoli azionari calano di prezzo in quanto i tassi d'interesse, usati per scontare al presente il valore dei flussi di cassa futuri (dividendi), aumentano. Questa condizione, di abbassamento delle quotazioni azionarie e aumento dei tassi, continua Dalio, si ferma solo nel momento in cui la domanda (che dato l'aumento dei tassi comincia a fermarsi e calare) è scesa significativamente sotto il livello della capacità generale e quindi i tassi d'interesse ricominciano a calare, ad alzarsi il prezzo delle azioni e, dato il controllo sull'inflazione, ad attenuarsi la stretta monetaria della banca centrale.

Proseguendo con la riflessione Dalio individua l'attuale (parlando di febbraio) andamento economico come vicino al punto di massima espansiva del ciclo: la FED e la BCE stanno rallentando le proprie politiche monetarie espansive (vedasi il recente annuncio di Mario Draghi presidente BCE riguardo la fine del *Quantitative easing*) e introducendo nuove restrizioni (come il rialzo dei tassi d'interesse della FED). Proprio questi episodi, continua il fondatore di Bridgewater, rappresenterebbero le prime avvisaglie di un sistema economico che si dirige verso una nuova fase recessiva entro il termine di 18-24 mesi. Inoltre, seguendo le conclusioni riportate sul post LinkedIn, il nuovo ribasso arriverebbe, nel 2019-2020, in un momento in cui le maggiori autorità dispongono di strumenti più deboli per contrastarla rispetto alle "armi" utilizzate per la crisi del 2008 (i tassi d'interessi sono, comparati al pre-tracollo del 2008, molto bassi e il QE non avrebbe lo stesso effetto sortito fin qui) oltre al fatto che il divario tra ricchi e poveri si è in questi anni fortemente ingrandito, elemento che porterà a forti tensioni totali.

Alla luce di ciò si chiarifica il motivo che ha spinto il fondo con sede in Connecticut a scommettere sul rallentamento del sistema economico sul medio-lungo periodo: essi, presumibilmente, scommettono sul rallentamento economico complessivo.

Anche il Financial Times, con un articolo pubblicato il 21 febbraio 2018, prova ad analizzare le cause alla base dello *short* da 22 miliardi messo in atto qualche giorno prima dal fondo. Tra i vari punti trattati dal quotidiano finanziario, maggiore importanza viene rivolta alla dinamica realizzativa della scommessa: differentemente dai consueti investimenti, in questo caso il fondo ha focalizzato l'attenzione su titoli azionari singoli. Oltre a ciò si aggiunga la natura di tali titoli. Se da un lato, infatti, se ne può rilevare la grandezza (in termini di fatturato e capitalizzazione di mercato) e quindi l'"impronta europea" che la scommessa assume in conseguenza, è altrettanto riscontrabile la natura internazionale dei titoli oggetto della vendita allo scoperto. Per esemplificare quanto detto, il Times sottolinea come Moncler, noto produttore di abbigliamento sciistico detenga solo il 14% delle vendite in Europa, mentre la fetta maggiore di ricavi sono prodotti in Asia col 40%. Come Moncler anche altri titoli presentano respiro internazionale, elemento questo che interroga rispetto all'ampiezza della scommessa: Bridgewater intravede un declino economico nel prossimo futuro anche del mercato asiatico? Oppure lo *short* su Moncler e altri titoli è dovuto a considerazioni sui singoli, in contrasto con le strategie macro fin qui adottate?

Il dubbio, secondo Jonathan Stubbs citato nell'articolo, *equity strategist* dell'azienda finanziaria Citigroup, non può che rimanere. Non solo per l'insufficienza di informazioni a disposizione del mercato ma anche per la constatazione che oggi l'indice europeo di riferimento è più "diluito" rispetto al passato negli effetti legati all'andamento dell'Europa – se il titolo in considerazione ha diffusione internazionale nelle proprie attività è chiaro che risente in misura minore di shock europei. Resta comunque valida, nell'ottica di Stubbs, la possibilità che Bridgewater abbia aumentato la posta "in gioco" in quello specifico periodo (febbraio 2018) in prospettiva delle elezioni politiche italiane e dell'impatto di queste sulla stabilità dei mercati del vecchio mondo.

## **I risultati e probabili futuri investimenti**

Nonostante, come accennato all'inizio della trattazione, la "puntata" del fondo si sia notevolmente ridotta a partire da aprile 2018, essa non è evidentemente completamente terminata tanto che taluni analisti sostengono che tale fatto sia naturale e che anzi si vedrà progressivamente un aumento delle esposizioni ribassiste adottate. Ciò è dovuto alla durata, considerata medio-lunga, delle

posizioni assunte e, soprattutto, alle aspettative dei manager di Bridgewater delineate in apertura del capitolo. Assunto ciò, e dunque constatato come la “partita” non possa considerarsi chiusa, è interessante verificare l’impatto che lo short ha avuto sulle recenti performance.

Adottando come riferimento un articolo pubblicato da Bloomberg il 9 maggio 2018 e firmato da Nishant Kumar, risulta evidente la positività nei risultati raggiunti. Secondo infatti i dati riportati, se in media il settore degli *hedge fund* ha guadagnato lo 0,3% (dato reperito da EurekaHedge.com) sulle proprie movimentazioni, Bridgewater da sola è riuscita a totalizzare un profitto di quasi il 4% nonostante la negativa performance di aprile quando il fondo ha perso circa l’1%. Naturalmente un profitto tanto consistente non è frutto unicamente delle politiche ribassiste adottate contro il mercato europeo, fatto intuibile anche solo considerando i 160 miliardi totali amministrati, ma è piuttosto evidente come, al netto delle perdite rilevate ad aprile (mese nel quale lo short è stato “smentito” nella grande maggioranza dei titoli coinvolti), la scommessa contro i maggiori titoli in Italia ed Europa sia stato un *deal* favorevole per la società d’investimento.

È probabile infatti che proprio tale successo sullo short di titoli, insieme al materializzarsi graduale di aspettative rispetto a politiche monetarie più stringenti, abbia più di recente condotto Bridgewater a posizioni ribassiste su quasi tutte le classi di asset finanziari trattati nel mercato statunitense. Come descritto nell’articolo del 6 giugno pubblica dalla CNBC, il fondo americano, discutendo la condizione finanziaria dei mercati in USA nel consueto *Daily Observations*, ha delineato un panorama che lascia presagire l’avvicinarsi del termine del ciclo del debito-credito come previsto pochi giorni dopo la pubblicazione della scommessa da 22 miliardi di dollari contro l’Europa. Le dichiarazioni, firmate dal CO-CIO Greg Jensen, confermano perciò la tesi generale secondo cui obiettivo principale per l’*hedge fund* sarebbe in questo periodo di anticipare una nuova fase recessiva per le economie americana ed europea, in seguito, ricordando come il 2019 in particolare potrebbe rivelarsi l’anno cruciale in quanto ci si aspetta il picco delle contromisure all’inflazione volute dalla FED e la contemporanea cessazione del pacchetto di stimolo fiscale promosso dalla Casa Bianca.

## **Conclusioni**

Nonostante evidenti problematiche interpretative dei fatti analizzati durante la trattazione e dovuti essenzialmente alle caratteristiche che l'industria degli *hedge fund* presenta, è possibile giungere a due significative conclusioni.

Anzitutto, da un punto di vista più analitico-formale che sostanziale, risulta evidente, oltre che sorprendente, l'effetto dirompente che le strategie e decisioni del più grande hedge fund al mondo provoca attraverso le proprie movimentazioni. Come si è avuto modo di osservare infatti, le reazioni dei mercati finanziari, positive o in controtendenza che fossero, hanno sempre avuto primaria attenzione per le dichiarazioni dei manager del fondo. Tale fatto ha importanza essenziale nella regolazione dei rapporti di forza tra i vari operatori del mercato e sottolinea la necessità di considerare, nella formulazione di strategie di compravendita da parte di qualsiasi investitore, l'effettivo impatto che le dichiarazioni e/o operazioni di determinati soggetti (diversi evidentemente dalle autorità regolative) hanno sul resto del panorama finanziario distaccandosi da visioni "accademiche" delle dinamiche dei mercati. A titolo esemplificativo si ricorda l'effetto delle prime giornate di short sui titoli italiani ad opera di Bridgewater che hanno portato in breve tempo a vendite allo scoperto totali sugli stessi strumenti italiani per un controvalore di circa 8 miliardi di euro.

In secondo luogo, risulta chiaro come, al netto di interpretazioni più o meno plausibili in riferimento ai risultati effettivamente ottenuti da Bridgewater, vi sia la tendenziale certezza tra gli "addetti ai lavori" che le economie americana, in primis, ed europea si stiano avvicinando al termine della fase espansiva del *short-term debt cycle*, come coniato da Ray Dalio.

Conteggio Parole: 14770

## **Bibliografia**



- A, B., 2008. *Short Selling Activity in Financial Stocks and the SEC July 15th*. s.l.:s.n. acts, L., 2012. REGULATION (EU) No 236/2012 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL. *Official Journal of the European Union*, 86(1), p. 24.
- Aitken M., Frino A., McCorry M. (1998). *Short sales are almost instantaneously bad news: evidence from the Australian Stock Exchange*, *The Journal of Finance*, Vol. 3, No. 6, 2205-2223
- Ackermann, Carl, Richard McEnally, and David Ravenscraft, 1999 *The Performance of Hedge Funds: Risk, Return, and Incentives*, *Journal of Finance*, vol. 54, numero 3, 833-874.
- Axiom SL, 2017. *ESMA short selling and how to report it accurately*. [Online]  
Available at: <https://www.axiomsl.com/resource-center/inside-view/2017/11/27/esma-short-selling-and-how-to-report-it-accurately/>  
[Consultato il giorno 12 06 2018].
- Beattie, A., 2018. *The Birth of Stock Exchanges*. [Online]  
Available at: <https://www.investopedia.com/articles/07/stock-exchange-history.asp>  
[Consultato il giorno 10 06 2018].
- Bris A., G. W. a. Z. N., 2007. Efficiency and the bear: Short sales and markets around the world. *Journal of Finance*, 62(3), pp. 1029-1079.
- Business Insider, 2016. *How to disable an ad blocker on Business Insider*. [Online]  
Available at: <http://www.businessinsider.com/how-to-disable-an-ad-blocker-on-business-insider-2016-8?IR=T>  
[Consultato il giorno 30 5 2018].
- Carlson M. (2006), A brief history of the 1987 stock market crash (with a Discussion of the Federal Reserve Response), Finance and Economics Discussion Series.
- Christopher, S., 2009. The Panic Effect: Possible Unintended Consequences of the Temporary Bans on Short Selling Enacted During the 2008 Financial Crisis. *Entrepreneurial Business Law Journal*, 4(1), pp. 267-293.
- Commission, S. a. E., 2015. *Short Sale Restrictions*. [Online]  
Available at: <https://www.sec.gov/answers/shortrestrict.htm>  
[Consultato il giorno 28 05 2018].
- Connor, Gregory and Woo, Mason (2004) *An Introduction to hedge funds*. Discussion paper, 477. Financial Markets Group, London School of Economics and Political Science, London, UK
- CONSOB, 2008. *i fondi comuni*. [Online]  
Available at: <http://www.consob.it/web/investor-education/i-fondi-comuni>  
[Consultato il giorno 13 06 2018].
- Consob, 2009. *POSITION PAPER CONSOB IN TEMA DI SHORT SELLING*. [Online]  
Available at:  
[http://www.consob.it/documents/11973/219974/consultazione\\_mercati\\_20090529.pdf/e717196e-20dd-4ab4-8f95-73a34e9d2b49](http://www.consob.it/documents/11973/219974/consultazione_mercati_20090529.pdf/e717196e-20dd-4ab4-8f95-73a34e9d2b49)  
[Consultato il giorno 14 06 2018].
- Dalio, R., 2018. *It's All Classic: The Main Questions are About Timing and What the Next Downturn Will be Like*. [Online]

Available at: <https://www.linkedin.com/pulse/its-all-classic-main-questions-timing-what-next-downturn-ray-dalio/?articleId=6368812744665284608#comments-6368812744665284608&trk=prof-post>  
[Consultato il giorno 25 04 2018].

Deutsche Bank, 2002. *A guide to currency overlay*. [Online]  
Available at: <https://www.slideshare.net/MichaelCollins17/a-guide-to-currency-overlay-management>  
[Consultato il giorno 20 06 2018].

Durden, T., 2018. *World's Biggest Hedge Fund: "We Are Bearish On Almost All Financial Assets"*. [Online]  
Available at: <https://www.zerohedge.com/news/2018-06-05/bridgewater-we-are-bearish-almost-all-financial-assets>  
[Consultato il giorno 13 06 2018].

Financial Times, 2018. *Market divided on Bridgewater's \$22bn European 'big short'*. [Online]  
Available at: <https://www.ft.com/content/547693ce-165a-11e8-9376-4a6390addb44>  
[Consultato il giorno 20 06 2018].

Fung, William and David A. Hsieh 1997, *Empirical Characteristics of Dynamic Trading Strategies: The Case of Hedge Funds*, The Review of Financial Studies, vol. 10, numero 2, 275-302

Fung, William and David A. Hsieh, 2000, *A Primer on Hedge Funds*, Journal of Empirical Finance, vol. 7, 1-36

Hungerford, N., 2018. *Washington is firing up the US economy, and 'people should be spooked'*. [Online]  
Available at: <https://www.cnn.com/2018/02/13/goldilocks-economy-will-us-fiscal-stimulus-lead-to-overheating-risk.html>  
[Consultato il giorno 31 05 2018].

institutional investor, 2017. *The 2017 Hedge Fund 100*. [Online]  
Available at: <https://www.institutionalinvestor.com/article/b18bk2qtgyj29/the-2017-hedge-fund-100>  
[Consultato il giorno 03 06 2018].

investopedia, 2007. *emerging market debt*. [Online]  
Available at: <https://www.investopedia.com/articles/bonds/07/emerging-market-debt.asp>  
[Consultato il giorno 19 06 2018].

investopedia, 2018. *Currency Overlay*. [Online]  
Available at: <https://www.investopedia.com/terms/c/currencyoverlay.asp>  
[Consultato il giorno 15 06 2018].

investopedia, 2018. *Failure To Deliver*. [Online]  
Available at: <https://www.investopedia.com/terms/f/failuretodeliiver.asp>  
[Consultato il giorno 05 06 2018].

Jain C., Jain P.k., McInish T. H. (2011), Evolution of short selling and trading practices (97-113), in Gregoriou G. N. (a cura di), Handbook of short selling, Elsevier Inc

Jones, C. M., 2010. *SHORTING RESTRICTIONS: REVISITING THE 1930'S*. [Online]  
Available at:  
<https://www0.gsb.columbia.edu/mygsb/faculty/research/pubfiles/5209/shorting%20restrictions.pdf>  
[Consultato il giorno 08 06 2018].

- Kim, T., 2018. *Ray Dalio: 'Risks of a recession' are rising*. [Online]  
Available at: <https://www.cnn.com/2018/02/12/ray-dalio-risks-of-a-recession-are-rising.html>  
[Consultato il giorno 21 06 2018].
- Kumar, N., 2018. *Bridgewater Hedge Fund Beats Peers, Cuts Europe Shorts*. [Online]  
Available at: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-05-09/bridgewater-hedge-fund-said-to-beat-peers-cuts-europe-shorts> [Consultato il giorno 15 06 2018].
- Kaissar, N., 2018. *Ray Dalio's Short-Bet Puzzle Is Missing Some Pieces*. [Online]  
Available at: <https://www.bloomberg.com/gadfly/articles/2018-02-16/ray-dalio-s-short-puzzle-for-bridgewater-is-missing-some-pieces> [Consultato il giorno 10 06 2018].
- Kochkodin B. e S. Waite, 2018. *Bridgewater Takes Short Bet Against Europe to \$14 Billion*. [Online]  
Available at: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-02-12/bridgewater-takes-short-bet-against-europe-stocks-to-14-billion>  
[Consultato il giorno 15 06 2018].
- Krämer, W., 2013. *An Introduction to Inflation-Linked Bonds*. [Online]  
Available at: [http://www.lazardnet.com/lam/global/pdfs/Literature/AnIntroductionToInflation-LinkedBonds\\_LazardResearch.pdf](http://www.lazardnet.com/lam/global/pdfs/Literature/AnIntroductionToInflation-LinkedBonds_LazardResearch.pdf)  
[Consultato il giorno 30 05 2018].
- Lhabitant, François-Serge, 2001 *Assessing Market Risk for Hedge Funds and Hedge Funds Portfolios*, The Journal of Risk Finance
- Lhabitant, François-Serge, 1999 *Hedge Funds: Myths and Limits*, John Wiley & Sons, 2002. Liang, Bing, *On the Performance of Hedge Funds*, Financial Analysts Journal, vol. 55, numero 4, 72-85.
- Liang, Bing, 2001, "Hedge Fund Performance 1990-1999," Financial Analysts Journal, vol. 57, numero 1, 11-18.
- Mattioli, L., 2013. *La regolamentazione dello short selling*. [Online]  
Available at: [https://morethesis.unimore.it/theses/available/etd-06182013-114538/unrestricted/La\\_regolamentazione\\_dello\\_short\\_selling\\_effetti\\_sui\\_mercati\\_azionari.pdf](https://morethesis.unimore.it/theses/available/etd-06182013-114538/unrestricted/La_regolamentazione_dello_short_selling_effetti_sui_mercati_azionari.pdf)  
[Consultato il giorno 2 06 2018].
- Macey J., Mitchell M. e Netter J. (1989), *Restriction on short sales: an analysis of the uptick rule and its role in view of the October 1987 stock market crash*, Faculty Scholarship series. Paper 1752.
- O'Keefe, B., 2009. *The world's biggest hedge fund*. [Online]  
Available at:  
[http://money.cnn.com/2009/03/18/news/economy/okeefe\\_bridgewater.fortune/index3.htm](http://money.cnn.com/2009/03/18/news/economy/okeefe_bridgewater.fortune/index3.htm)  
[Consultato il giorno 15 06 2018].
- Philips, C., 2014. *Global bonds— A strategy for rising rates, or any time*. [Online]  
Available at: <https://www.vanguardcanada.ca/advisors/articles/research-commentary/investing/global-bonds-strategy.htm>  
[Consultato il giorno 21 06 2018].
- President's Working Group on Financial Markets, 1999 *Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management*, <http://www.ustreas.gov/press/releases/reports/hedgfund.pdf>
- Prince, B., 2018. *All Weather* [Intervista] (15 02 2018).

Ray, D., 2017. *How The Economic Machine Works by Ray Dalio*. s.l.:Principles.

Reid, D., 2018. *The world's biggest hedge fund is reportedly 'bearish on financial assets'*. [Online]  
Available at: <https://www.cnn.com/2018/06/06/ray-dalios-bridgewater-associates-hedge-fund-said-to-be-bearish-on-financial-assets.html>  
[Consultato il giorno 15 06 2018].

Reklaitis, V., 2018. *What's Behind Bridgewater's \$22 Billion Short*. [Online]  
Available at: <https://www.barrons.com/articles/whats-behind-bridgewaters-22-billion-short-1519437476> [Consultato il giorno 05 06 2018].

Russolillo S. (2012), Short selling bans don't work. Period., The Wall Street Journal

Securities and Exchange Commission, 2010. *SEC Approves Short Selling Restrictions*. Washington, s.n.

Security and exchange Commission, 2006. *Economic Analysis of the Short Sale Price Restrictions*. [Online]  
Available at: [https://www.sec.gov/about/economic/shopilot091506/draft\\_reg\\_sho\\_pilot\\_report.pdf](https://www.sec.gov/about/economic/shopilot091506/draft_reg_sho_pilot_report.pdf)  
[Consultato il giorno 04 06 2018].

Yuille, B., 2016. *Short Selling: Making The Ban*. [Online]  
Available at: <https://www.investopedia.com/articles/stocks/09/short-selling-ban.asp>  
[Consultato il giorno 15 06 2018].

## **Sitografia**

[www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com)

[www.wikipedia.com](http://www.wikipedia.com)

[www.barrons.com](http://www.barrons.com)

[www.eurekahedge.com](http://www.eurekahedge.com)

[www.ft.com](http://www.ft.com)

[www.consob.com](http://www.consob.com)

[www.cnn.com](http://www.cnn.com)

[www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)

[www.zerohedge.com](http://www.zerohedge.com)

[www.businessinsider.com](http://www.businessinsider.com)

[www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)