



Odette Cesari

Head of Investment Solutions

Portable Alpha:
il giusto ingrediente per una gestione
ottimale del budget di rischio

AXA Investment Managers

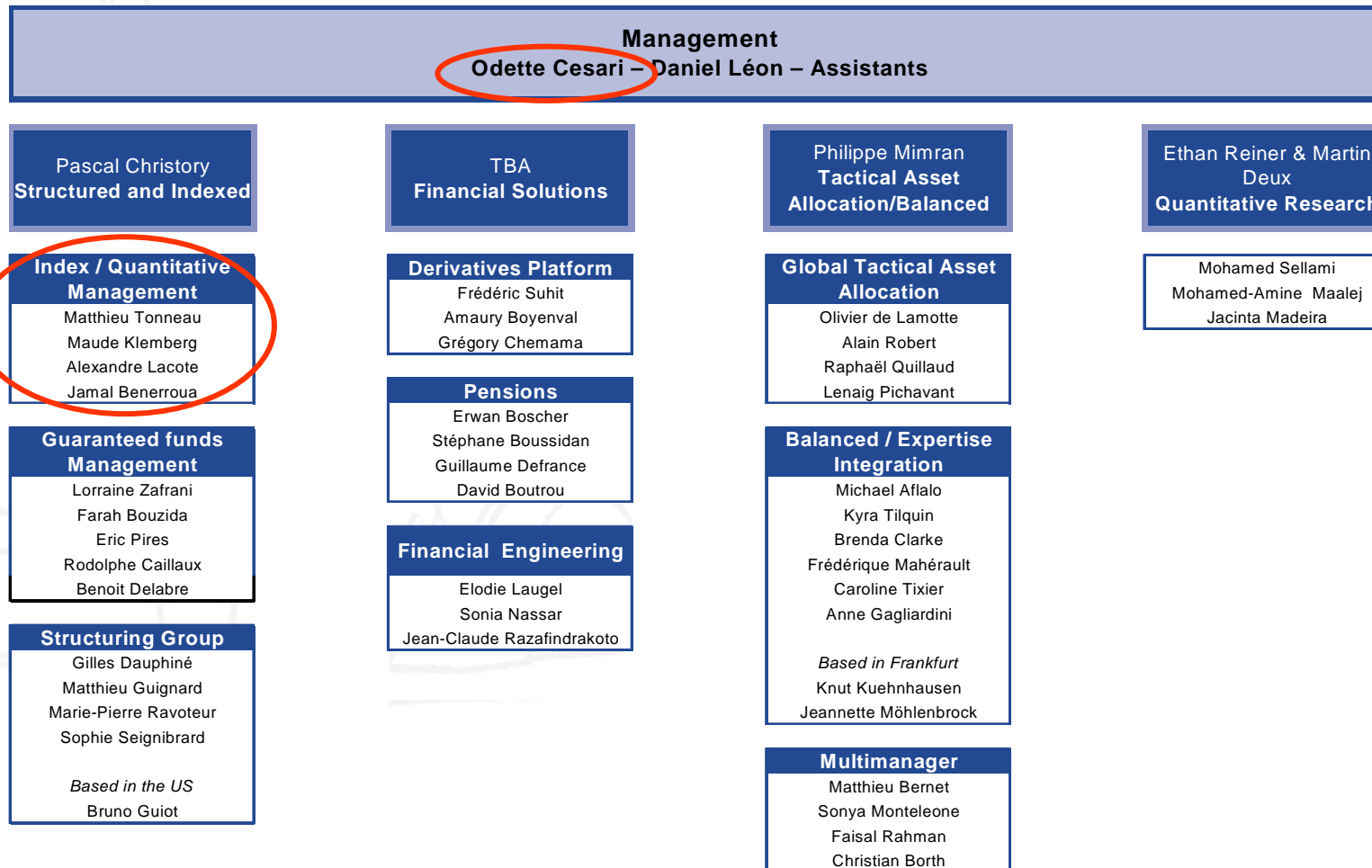
Le expertise Investment Solutions & Portable Alpha

FIXED INCOME	EQUITY	ALTERNATIVES	INVESTMENT SOLUTIONS
<ul style="list-style-type: none"> ■ Global ■ Euro ■ Sterling ■ Asia ex-Japan ■ Japan ■ US ■ Global emerging markets ■ Currency management ■ Money market 	<p>Quantitative</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ AXA Rosenberg <p>Judgemental</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ AXA Framlington ■ Equity Conviction ■ Talents 	<p>Structured Finance</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Infrastructure finance ■ Leveraged loans ■ CDO & ABS <p>AXA Private Equity</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ LBO, expansion venture, co-investment, mezzanine and funds of funds (primary, early secondary, secondary) <p>AXA REIM</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Fund management ■ Segregate accounts ■ Corporate outsourcing solutions <p>Hedge Funds</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Hedge funds ■ Funds of hedge funds 	<p>Structured Products</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Index management ■ Exchange Traded Funds (ETF) ■ Guaranteed/protected products ■ Portable Alpha <p>Asset Liability Management</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Liability Driven Investment (LDI) <p>Balanced</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Tactical asset allocation <p>INSURANCE INVESTMENT</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Balance sheet management ■ Accounting monitoring ■ Long term equity, fixed income and balanced

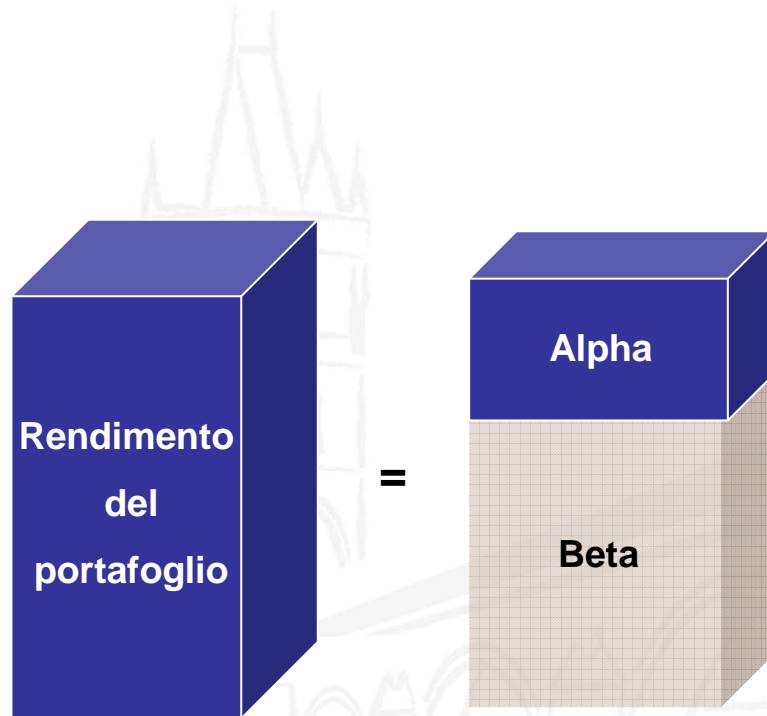


AXA Investment Managers

Organizzazione del team Investment Solutions



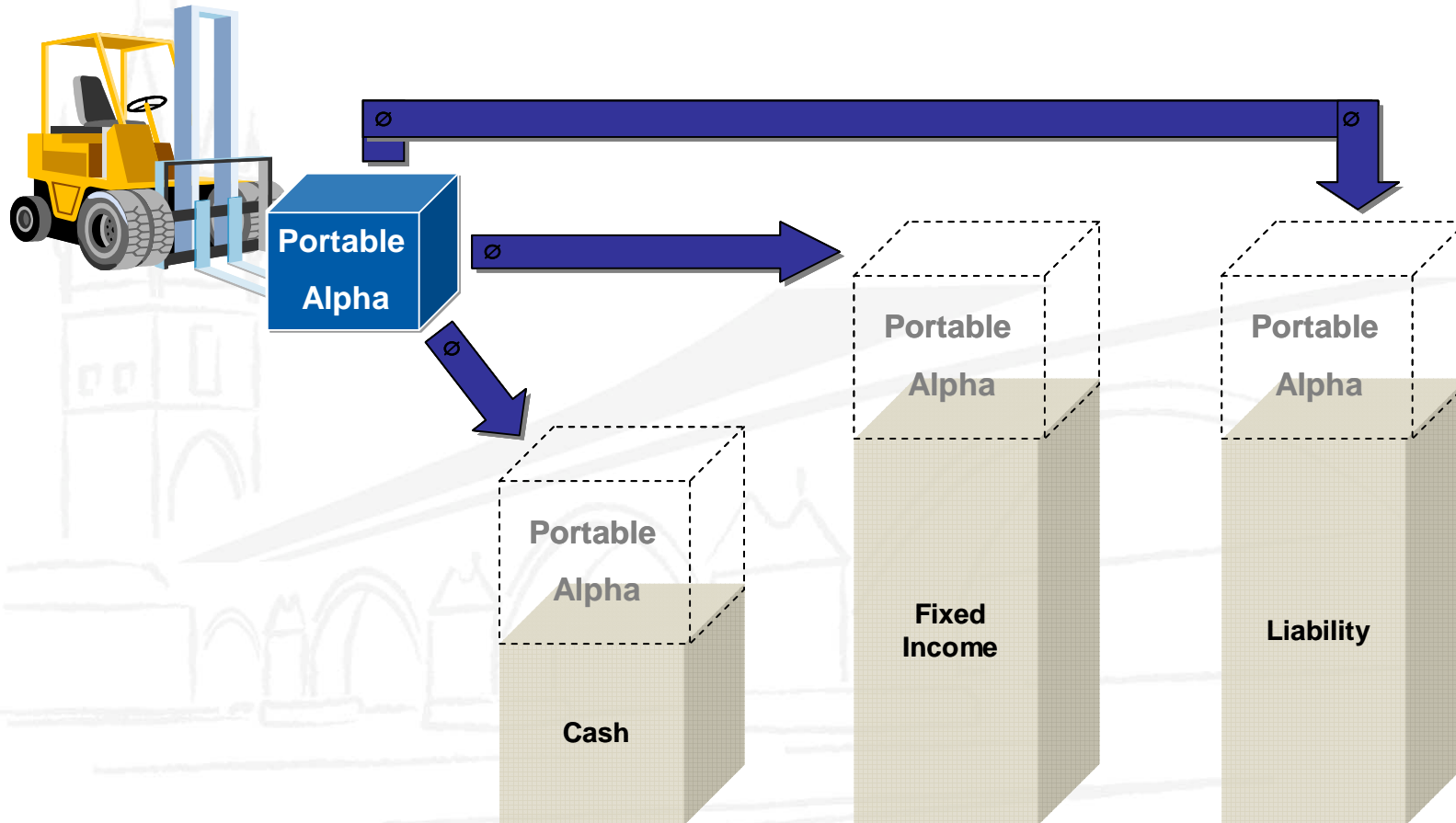
Cosa si intende per Alpha?



- **Alpha:**
 - Extra-rendimento aggiustato per il rischio rispetto all'indice di mercato;
 - Gestione attiva;
 - Competenze distintive del gestore;
 - Risultato di un particolare stile d'investimento.
- **Beta:**
 - Rendimento derivante dal rischio di mercato;
 - Componente passiva.

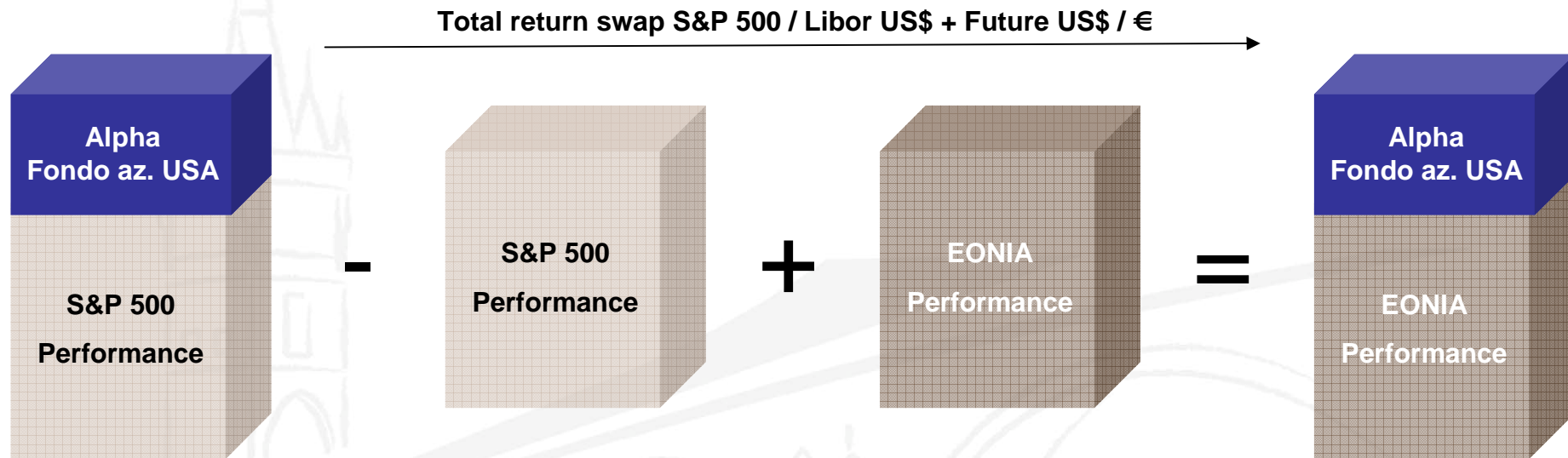
Alpha e Beta possono essere separati

Cosa si intende per Portable Alpha?



**Con una strategia Portable Alpha,
l'Alpha può essere aggiunto ad un qualsiasi Beta**

Un esempio: fondo azionario USA



	Fondo Azionario USA	S&P500	Alpha	EONIA	EONIA + Alpha
2002	-15.63%	-22.10%	+6.47%	3.43%	9.90%
2005	+9.29%	+4.91%	+4.38%	2.13%	6.51%

Performance non correlate alle classi di attivo tradizionali

I punti di forza della strategia Portable Alpha

1: ampliamento delle fonti di Alpha

- La strategia Portable Alpha consente di incrementare il numero delle fonti di Alpha: l'asset allocation strategica di un fondo tende a restringere la ricerca dei motori di Alpha da parte del gestore attivo.
- La strategia Portable Alpha consente agli investitori di accedere all'Alpha generato da altri gestori mantenendo invariata la loro allocazione del portafoglio.
- A titolo esemplificativo, un fondo pensione con fondi non sufficienti a far fronte alle passività potrebbe:
 - coprire passivamente le proprie passività, in modo da eliminare rischi non desiderati;
 - investire in un portafoglio Portable Alpha per colmare il divario.

**La ricerca dell'Alpha non impatta sull'asset allocation
o sull'esposizione al mercato**

I punti di forza della strategia Portable Alpha

2: diversificazione delle fonti di Alpha

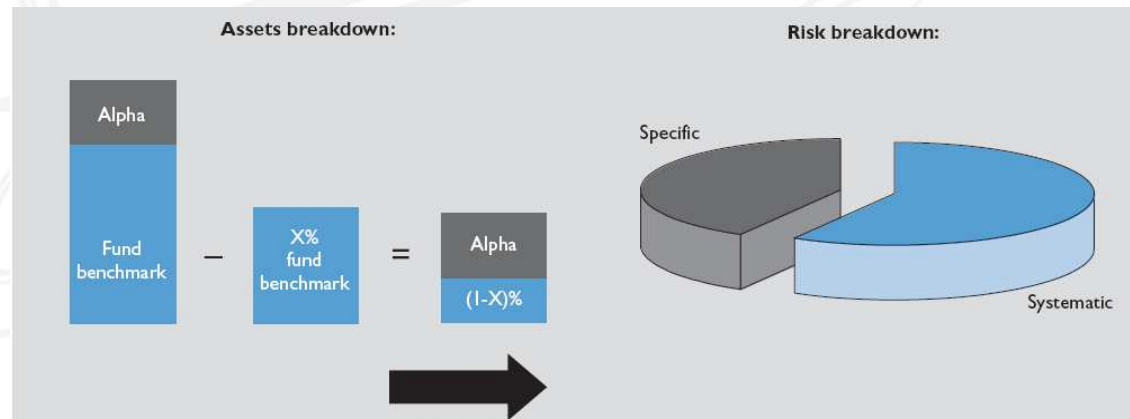
- La capacità di diversificazione, disponibile mediante investimenti che si limitano al solo Beta, è contenuta (non ci sono molte classi di attivo tra loro indipendenti), mentre ci sono molte più fonti non correlate di Alpha.
- Ricerche accademiche hanno dimostrato che, nel lungo termine, lo Sharpe-ratio della maggior parte dei mercati è pari a circa il 30% e può arrivare al 35% su un orizzonte più ampio (nel caso di classi di attivo azionarie).
- Quindi gli investimenti “Beta-only” offrono ridotti vantaggi in termini di diversificazione visto che concentrano il rischio su un numero limitato di fonti.

Migliore diversificazione delle fonti di rendimento

I punti di forza della strategia Portable Alpha

3: allocazione del rischio tra α e β

- Normalmente in un fondo “long-only”, il Beta rappresenta circa il 90% del budget di rischio, lasciando il 10% all’Alpha.
- Con una scomposizione del rischio di questo tipo, i rendimenti dei portafogli dipendono dall’esposizione al mercato, mentre l’allocazione del rischio alla gestione attiva risulta marginale.
- I portafogli risulterebbero meglio bilanciati, in termini di gestione del rischio, se l’Alpha ed il Beta fossero efficientemente allocati.



La strategia Portable Alpha consente un migliore bilanciamento tra Alpha e Beta

Il nostro approccio alla strategia

Portable Alpha

- La strategia Portable Alpha viene comunemente interpretata come assemblaggio di Fondi Hedge e Beta.
- Gli investitori dovrebbero prestare attenzione ai Beta nascosti, il puro rischio Alpha dovrebbe essere non correlato al rischio Beta.
- Principali criticità nell'implementazione della strategia Portable Alpha:
 - Come selezionare gli Alpha?
 - Come effettuare l'allocazione tra gli Alpha selezionati?
 - Come estrarre gli Alpha?
- Sulla base di questi presupposti, AXA Investment Managers ha sviluppato un approccio distintivo:
 - L'Alpha viene estratto da fondi tradizionali long-only gestiti attivamente;
 - L'esposizione al mercato viene neutralizzata tramite l'utilizzo di derivati.

Un approccio originale alla strategia Portable Alpha

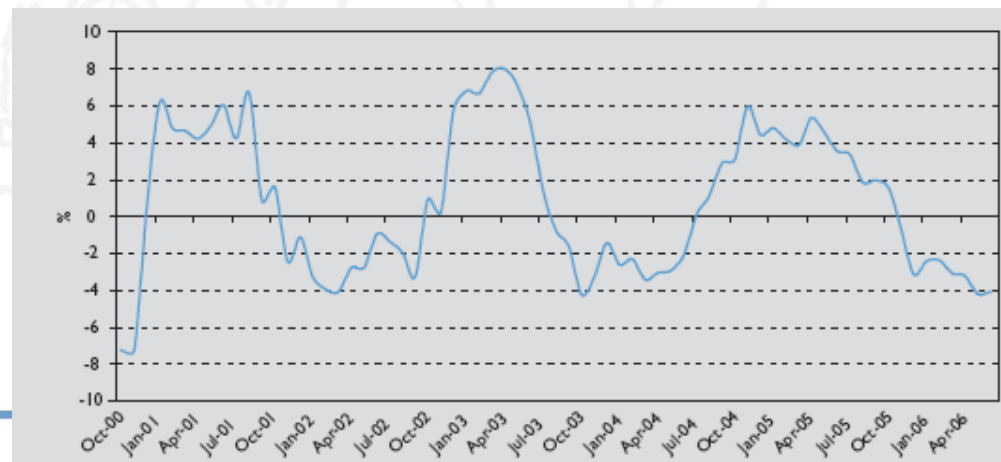
Come selezionare gli Alpha?

- Per selezionare buoni Alpha, è necessario prendere in considerazione molteplici indicatori:
 - Sharpe-ratio del fondo;
 - Persistenza dei rendimenti;
 - Deviazione standard dei rendimenti;
 - Alpha del fondo;
 - Beta del fondo;
 - Abilità nel coprire l'esposizione al mercato (Beta).
- Tra i criteri appena citati, la persistenza dell'Alpha è uno dei più importanti:
 - Misuriamo la regolarità dell'Alpha per stabilire se l'Alpha può essere riprodotto.

Il primo passo per implementare la strategia Portable Alpha è quello di identificare Alpha buoni e persistenti

Identificare il percorso tracciato dall'Alpha

- L'Alpha è il rendimento del fondo in eccesso rispetto al benchmark di riferimento.
- La strategia Portable Alpha cattura la performance generata dalla gestione attiva: "stock-picking" puro con l'aggiunta di sovra/sotto-esposizione al mercato.
- Laddove per Alpha si intenda il rendimento in eccesso rispetto al benchmark risultato da una gestione attiva, presupposto chiave della soluzione Portable Alpha, sviluppata da AXA IM, è che l'Alpha abbia andamento ciclico.
- La performance del fondo è quindi condizionata da tale ciclicità:



Nel grafico a lato, l'Alpha del fondo AXA Rosenberg Japan Equity rispetto all'indice Topix.

Disegno di un modello quantitativo di allocazione

- La ciclicità dell'Alpha esiste → questo principio ha influenzato lo sviluppo del nostro modello quantitativo.
- Se gli Alpha hanno andamento ciclico – o, analogamente, sono caratterizzati da persistenza positiva – ciò favorisce strategie "trend-following":
 - Persistenza positiva → Alpha positivi si succedono ad Alpha di segno uguale
- Al contrario se l'Alpha è caratterizzato da persistenza inversa, ciò favorirà una strategia opposta:
 - Persistenza inversa → Alpha positivi tendono ad alternarsi ad Alpha negativi
- La nostra ricerca interna ha determinato che:
 - I nostri Alpha presentano percorsi di persistenza positiva;
 - La frequenza di Alpha positivi è superiore a quella di Alpha negativi.

Selezioniamo Alpha contraddistinti da persistenza positiva

Come effettuare l'allocazione tra gli Alpha selezionati?

- Modello quantitativo, sviluppato internamente, per effettuare un'allocazione efficiente ed ottimizzata tra i fondi che fanno parte dell'universo di riferimento.
- Ottimizzazione del portafoglio:
 - Rischio e rendimento attesi in relazione al comportamento ex-post dei fondi selezionati;
 - La volatilità a posteriori è una combinazione della volatilità ex-ante e della deviazione ex-post dai rendimenti medi;
 - Stima dei rendimenti attesi fondata sulle osservazioni passate e rivista sulla base delle informazioni disponibili al momento dell'ottimizzazione.
- Una volta effettuate le previsioni, gli Alpha sono allocati in modo da massimizzare il rendimento del portafoglio corretto per il rischio.
- L'allocazione dinamica tra i fondi selezionati consente di ottenere il miglior profilo di rendimento atteso corretto per il rischio.

Ottimizzazione del portafoglio con il modello quantitativo su base mensile

Estrazione degli Alpha → come coprire il rischio Beta?

- Copertura dell'esposizione al mercato.
- Gli strumenti sono principalmente future, swap o exchange traded funds (ETF).
- Le esposizioni dovranno essere monitorate al fine di giustificare l'utilizzo di uno degli strumenti indicati rispetto ad un altro.
- Nel caso nessuno strumento fornisca l'esposizione richiesta, sarà necessario utilizzare una struttura elaborata ad hoc (proxy) in modo che il tracking-error rispetto al benchmark non solo sia minimo, ma anche accettabile se confrontato con l'Alpha atteso.

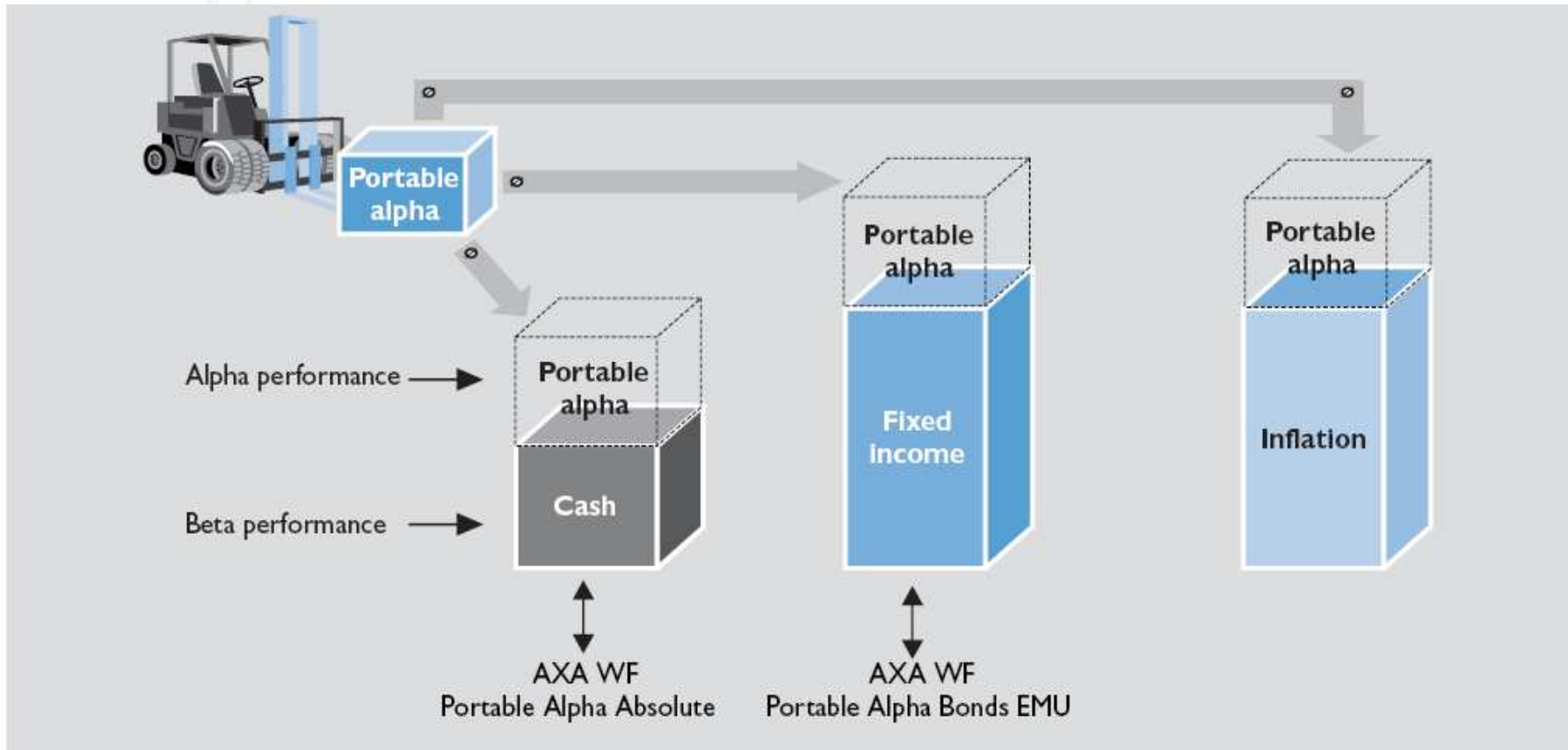
Eliminazione dell'esposizione al mercato (Beta) dall'investimento

Un approccio complesso che richiede la competenza di un gestore di comprovata esperienza

- Per gestire una strategia così sofisticata, il gestore deve:
 - Realizzare l'esposizione desiderata al mercato nella maniera più efficiente ed economica possibile;
 - Scegliere il giusto Alpha;
 - Combinare le fonti di Alpha in maniera ottimale attingendo alle proprie capacità di assemblaggio del portafoglio;
 - Monitorare il livello complessivo di rischio e rendimento;
 - Controllare il peso di ciascun fondo rispetto al benchmark di riferimento;
 - Ricalcolare continuamente i ritorni attesi ed il livello di rischio delle differenti fonti di Alpha;
 - Provvedere alla copertura dei fondi long-only mediante l'utilizzo di future e swap;
 - Gestire dinamicamente investimenti e riscatti;
 - Essere in grado di gestire il rischio e di predisporre la reportistica adeguata.

Portable Alpha pronto ad essere consegnato!

Possibili applicazioni



AXA WF Portable Alpha Absolute in sintesi

Performance obiettivo	Budget di rischio	Orizzonte d'investimento
<ul style="list-style-type: none"> EONIA + 2,5% (al netto delle commissioni). 	<ul style="list-style-type: none"> Volatilità ex-ante massima: 3%. 	<ul style="list-style-type: none"> 3 anni.
Esposizione al mercato (β)	Struttura legale	Commissioni (classe I)
<ul style="list-style-type: none"> EONIA. LIBOR GBP. Obbligazioni EMU. Altri β (su richiesta). 	<ul style="list-style-type: none"> Comparto di una SICAV di diritto lussemburghese. Fondo armonizzato (UCITS III compliant). 	<ul style="list-style-type: none"> Nessuna commissione oltre a quella dei fondi sottostanti (classi Istituzionali). Commissione di over-performance pari al 30% (sopra EONIA + 250 bps).

Fondo absolute return non correlato ai movimenti di mercato

Portable Alpha: benefici e sfide

- La strategia portable alpha consente di aggiungere l'Alpha ad un qualsiasi Beta (liquidità, inflazione, reddito fisso, passività...).
- Con una strategia Portable Alpha, l'estrazione di un'Alpha non impatta sull'asset allocation o sull'esposizione al mercato.
- La strategia Portable Alpha permette un'allocazione del rischio più bilanciata tra Alpha e Beta.
- La strategia Portable Alpha consente di creare prodotti con performance non correlate alle asset class tradizionali.
- L'implementazione della strategia Portable Alpha è complessa e richiede la competenza di un gestore di comprovata esperienza.