

Estratto da:



Due diligence: un driver di valore per i multimanager

di Massimo Paolo Gentili e Nunzia Melaccio

I° parte

Due diligence: un driver di valore per i multimanager

I fondi di fondi hedge stanno maturando al loro interno le competenze che fino a oggi hanno demandato agli advisor

di Massimo Paolo Gentili e Nunzia Melaccio

I due esperti

Massimo Paolo Gentili

socio fondatore della TMF Garlati & Gentili SpA, società che offre servizi di consulenza in materia regolamentare, fiscale, societaria ed amministrativa. Ricopre numerose cariche in organi societari di intermediari finanziari appartenenti a gruppi nazionali ed internazionali.

Nunzia Melaccio

collabora con Securities & Compliance Srl (Gruppo TMF), società dedicata allo svolgimento dei servizi inerenti il sistema di controllo interno e di internal auditing degli intermediari finanziari. Autrice su riviste specializzate di pubblicazioni in tema di fondi speculativi e coautrice del libro "Gli Hedge Fund parlano italiano". Ricopre la carica di Responsabile della Funzione di Controllo Interno presso alcune SGR Speculative.

I fondi di fondi hedge rappresentano indubbiamente un "prodotto" molto appetibile e trendy dal punto di vista commerciale, ideale per avvicinare il mondo degli investimenti alternativi, ma sono anche uno strumento difficile da "inventare" senza l'aiuto di consulenti esperti che conoscano profondamente il mercato.

I gestori hanno dovuto imparare a muoversi in un mondo molto vasto geograficamente e numericamente, ricco di player che spesso non brillano per trasparenza e spirito di collaborazione.

L'industria italiana, che ha visto solo pochi anni fa la sua nascita, si è trovata costretta, quindi, a ricorrere all'aiuto di advisor internazionali, ma ha saputo anche presto comprendere le logiche sottostanti questo mondo.

Tale processo ha beneficiato anche del supporto degli Organi di Controllo, che si sono dimostrati flessibili e lungimiranti e che hanno lasciato spazio alla crescita professionale e culturale di nuovi team di gestione.

Ora il mondo degli speculativi, passato l'entusiasmo legato alla nascita di una innovativa realtà all'interno di un Paese che sta cercando di concentrarsi sulla creazione di team nazionali specializzati, che riducano, e col tempo eliminino, la rilevanza dell'advisor. Supporto importante, ma anche costoso e "geloso" del proprio know-how.

Di questo nuovo processo di crescita sono forza trainante alcuni audaci "innovator", che hanno creato team di gestione interamente italiani e ai quali si stanno ora affiancando i "follower", che hanno compreso l'importanza di investire al proprio interno con l'obiettivo di creare "intangibles" portatori di valore per la società di gestione.

Tale riflessione ci conduce al principale compito che compete agli asset

manager e ai comitati responsabili della creazione dei portafogli dei fondi di fondi hedge: la selezione dei migliori hedge fund per gli investitori, obiettivo che il gestore cerca di raggiungere attraverso un'attenta due diligence ed una costante attività di monitoraggio e controllo dei fondi prescelti.

Il processo di due diligence è il risultato congiunto di due analisi di differente natura e che, a seconda dei casi, possono assumere prevalenza l'una sull'altra: l'analisi quantitativa e l'analisi qualitativa.

L'analisi quantitativa, rappresenta solitamente il primo passo del processo di due diligence: i numeri infatti, che possono poi essere esaminati anche tramite analisi di backtesting, selection bias, survivorship bias e stress test, esprimono con immediatezza la storia passata e presente di un fondo in termini di rendimento, beta (rendimento correlato a quello realizzato dal mercato di riferimento), alpha (extra rendimento realizzato indipendentemente dal rendimento del mercato di riferimento), correlazione e deviazione standard, ma non esauriscono la comprensione del fondo target.

Pertanto, il processo di due diligence risulterebbe incompleto in assenza di approfondimenti su aspetti di natura principalmente qualitativa e dunque non quantificabili.

L'analisi qualitativa, dall'altro lato, ha sicuramente caratteristiche peculiari - tra cui la maggiore incidenza sulla realtà del gestore del fondo target ed un elevato livello di soggettività - dovuto alla scelta delle leve di analisi, la quale viene rimandata prevalentemente alla discrezionalità della struttura di gestione del fondo di fondi hedge.

L'efficacia dell'analisi qualitativa ha, inoltre, quale presupposto essenziale, indipendente dalla capacità di indagi-

ne del gestore, il livello di disclosure del fondo target, traducibile come il suo livello di trasparenza e la sua disponibilità a fornire informazioni. La difficoltà, tuttavia, di poter ottenere dettagli in merito alle scelte di investimento o alla struttura dell'hedge fund è un problema spesso denunciato dagli operatori e dalla stampa specialistica, anche se ad oggi - a distanza di cinquant'anni dalla nascita del primo hedge - esistono importanti prospettive di miglioramento determinate anche dagli interventi regolamentari di alcune tra le principali autorità internazionali (Fsa e Sec in primis), affinché gli operatori aumentino il loro livello di trasparenza.

Tale aspetto potrebbe suggerire una delle prime leve qualitative che potrebbero essere utilizzate nell'attività di due diligence ossia quello della valutazione del livello di trasparenza offerta dal fondo che, se non ritenuto sufficiente o adeguato, potrebbe rappresentare un motivo sufficiente a "scartarne" l'investimento. Si tratta di un suggerimento, questo, che potrebbe forse suonare provocatorio ma che, sicuramente, riscontrerebbe il favore non solo dei risparmiatori, ma anche e soprattutto degli Organi di Vigilanza i quali, in fin dei conti, svolgono la propria attività di controllo proprio a salvaguardia degli investitori e del mercato.

Non a caso, la nuova bozza di Regolamento della Banca d'Italia, in via di emanazione, prevede che gli intermediari comunichino ai sottoscrittori i rischi connessi all'investimento in fondi non soggetti a vigilanza prudenziale e le modalità con cui si intende procedere al loro monitoraggio.

Adeguatamente valutato il livello di disclosure del fondo target, l'indagine qualitativa prosegue analizzando vari aspetti del fondo tra cui, in particolare, la sua struttura organizzativa, il background professionale e personale del manager, l'eventuale presenza di un team di gestione e le caratteristiche delle persone che ne fanno parte, le modalità di gestione del rischio, il Prime Broker, il Fund Administrator nonché la Società di Revisione.

Cerchiamo di fornire una chiave di lettura di ciascuno di tali aspetti, senza pretese di esaustività, ma al fine di comprenderne finalità e criticità.

L'analisi sulla struttura organizzativa,

oltre a fornire informazioni sul fondo ed i suoi principali organi, consente di individuare i soggetti che in essa rivestono un ruolo chiave per deleghe attribuite sia nell'attività gestoria che amministrativa.

Inoltre, tale esame consente di valutare l'adeguatezza e la coerenza della struttura rispetto alla strategia adottata e all'entità dei capitali in gestione.

La crescita esponenziale delle masse oltre determinati limiti in gestione, è spesso considerato un evento critico per un operatore del mondo degli hedge fund. Questa tipologia di fondi, infatti, dovrebbe avere una propensione naturale verso il contenimento della raccolta affinché essa non renda difficoltosa, e soprattutto meno redditizia, la gestione a causa del sovradimensionamento delle masse rispetto alle reali possibilità di investimento offerte dal mercato. Un ruolo sicuramente focale nell'ambito della struttura del fondo è quello rivestito dal gestore.

Le numerose pubblicazioni specialistiche a livello internazionale sul processo di due diligence, non limitano a nessuna delle caratteristiche del gestore una necessità di analisi e di approfondimento. Tutto è rilevante: il suo background scolastico, professionale ed educativo, la sua situazione familiare e le sue abitudini, elementi in grado di influenzarne la sua attività, di procurargli distrazioni o di migliorarne la capacità di selezione. Bisogna entrare "nella testa del manager" ("inside the manager's head", direbbero oltreoceano) per prevederne o valutarne le scelte, soprattutto qualora il fondo si avvalga di una struttura a ridotte dimensioni in cui la centralità del gestore diviene ancora più illimitata e, per questo, può rappresentarne una potenziale criticità. Nelle realtà più complesse l'attività di gestione potrebbero richiedere l'affidamento dell'attività di gestione non ad una sola persona ma ad un team. L'oggetto di analisi si moltiplica poiché cresce il numero delle persone chiave, e la finalità dell'attività di approfondimento diviene essenzialmente quella di comprendere il contributo e l'influenza di ciascun componente nelle dinamiche decisionali del team. (1 - La seconda parte verrà pubblicata sul prossimo numero di *Mondohedge*, n.30, marzo 2005) ■