

Estratto da:



Due diligence: un driver di valore per i multimanager

di Massimo Paolo Gentili e Nunzia Melaccio

II° parte

Due diligence: un driver di valore per i multimanager

Pubblichiamo la seconda parte dell'intervento dedicato al processo di due diligence. Una competenza che i gestori italiani hanno inizialmente affidato agli advisor internazionali, ma che man mano stanno portando "in casa". Nel numero scorso sono state approfondite le tecniche di analisi quantitativa e qualitativa. Ora tocca all'analisi del rischio

*di Massimo Paolo Gentili e Nunzia Melaccio**

Un altro degli aspetti di principale rilevanza nel processo di *due diligence* - che pertanto richiede opportuni approfondimenti - è quello relativo alle modalità di gestione del rischio ed in particolare la propensione al rischio del gestore o dell'eventuale team di gestione.

La storia degli hedge, non a caso, affianca a gestori impavidi, capaci di influenzare con le proprie scelte speculative la stabilità di intere economie nazionali, gestori dotati di maggiore prudenza, che affidano a sofisticate elaborazioni statistiche parte delle proprie scelte.

L'analisi della struttura di gestione del rischio deve partire dalla valutazione degli eventuali limiti che il gestore impone alla propria attività, per poi individuare gli strumenti di monitoraggio implementati e le eventuali procedure di analisi degli scostamenti.

La valutazione dell'attività di risk control ha inoltre una duplice connotazione, storica e prospettica, e pertanto deve essere supportata da informazioni circa l'esposizione passata (*since inception* e in un arco temporale ritenuto significativo) ed i livelli di rischio che il gestore sarebbe disposto a gestire in futuro soprattutto al prospettarsi di particolari eventi di mercato.

Essa deve inoltre tener conto del fatto che, a seconda della strategia di investimento implementata dal fondo hedge, lo stesso potrebbe ricorrere a operazioni con caratteristiche tali da incidere sul suo livello di rischio complessivo. Si pensi, ad esempio, alle attività di short selling, che consentono al fondo hedge di assumere posizioni corte

su titoli ottenuti in prestito da un broker con lo scopo di riacquistarle ad un prezzo più basso affinché possano poi essere restituite al broker ed il fondo possa realizzare un profitto dal delta di prezzo dei titoli. Tale operatività, molto frequente in particolari tipologie di hedge fund, comporta l'assunzione di rischi ag-giuntivi correlati all'operazione - il rischio che il prezzo di riacquisto non sia inferiore a quello di vendita ed il rischio che il broker richiami i titoli - che si riflettono sulla minore o maggiore rischiosità assunta dal fondo. L'attività di due diligence sul fondo target, esauriti gli aspetti maggiormente correlati alla sua realtà interna, non può poi disinteressarsi degli attori che entrano in relazione con esso o che ne monitorano l'attività, poiché la loro qualità può incidere sulla stabilità e la credibilità del fondo.

Sulla base di tale considerazione è dunque importante valutare l'affidabilità del Prime Broker e le modalità operative che consentono al fondo di avvalersene, nonché il sistema di costituzione delle garanzie e la loro proporzionalità rispetto alle attività prestate. Ulteriore oggetto di analisi dovrà essere il Fund Administrator, al quale sono affidate attività di primario rilievo come quella di calcolo del Nav.

A tal proposito diventano aspetti rilevanti la specializzazione del Fund Administrator rispetto al settore degli hedge fund, l'effettuazione puntuale di un'attività di riconciliazione delle operazioni nonché l'insorgere di difficoltà operative, che creano insoddisfazione per le unità amministrative, ne rallentano eventuali attività di controllo sull'o-

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.

perato del Fund Administrator e che potrebbero rappresentarsi come discordanti rispetto agli obblighi contrattuali inizialmente stabiliti.

Ultimo, ma non meno rilevante, aspetto tra quelli inizialmente citati è la presenza di una società di revisione incaricata dell'auditing sul fondo, relativamente alla quale diviene necessario valutare lo standing e l'incisività dei controlli effettuati.

I ben noti eventi che negli ultimi anni hanno visto coinvolte alcune delle più grandi società di revisione presenti sullo scenario internazionale, hanno inoltre evidenziato l'importanza di indagare sulla presenza di eventuali conflitti di interesse tra il management della società controllata ed il management della società controllante.

In tema di audit, può creare valore aggiunto per l'analisi di due diligence la valutazione dell'attività prestata dalla società di revisione per altri fondi hedge con caratteristiche similari e la longevità del rapporto da essa instaurato non solo con il fondo in esame, ma anche con altre realtà del settore.

Compreso che nulla può essere trascurato ai fini di un'efficace attività di due diligence, è lecito chiedersi quali strumenti possano essere utilizzati per acquisire le informazioni necessarie.

Il punto di partenza potrebbe essere rappresentato dall'analisi documentale dell'informativa che il gestore mette a disposizione di clienti esistenti o potenziali: rendiconti mensili, risk report e bilanci annuali, ove disponibili, consentono di raccogliere alcune prime utili informazioni in merito alla struttura, ai risultati raggiunti, ai limiti imposti all'attività di gestione, alle principali controparti che si relazionano al fondo.

Tuttavia, il canale preferenziale di informazioni rimane il fondo stesso, con cui la società di gestione di fondi di hedge dovrebbe instaurare un rapporto diretto - evitando che esso venga totalmente delegato a soggetti esterni - e continuativo, sia in occasione del primo investimento ma anche nel corso del successivo svolgimento dell'attività di monitoraggio. Tale contatto dovrebbe periodicamente portare la società a comunicare con la struttura del fondo target attraverso visite presso di essa, contatti telefonici e mail.

Riteniamo che il network informativo

che la società di gestione è in grado di costruire rispetto al mondo degli hedge fund possa essere considerato uno dei principali value driver per il suo core business. Tale fonte di valore però, rischia spesso di rimanere intangibile e di diventare know-how esclusivo dei soggetti che l'hanno condotta e non della società di gestione.

Il suddetto rischio non può essere sottovalutato e, pertanto, dovrebbe essere rimosso ricorrendo alla buona abitudine "italiana" della formalizzazione del processo descritto. Trasferire su carta le informazioni raccolte e predisporre appositi questionari di due diligence che traccino il percorso di approfondimento che si reputa opportuno condurre, non rappresenta solo la modalità per rendere tangibile la conoscenza, ma anche il mezzo affinché tale know-how possa essere diffuso all'interno della società e non lasciato ad uso esclusivo di singoli soggetti.

A tal proposito vi è sicuramente un dovere informativo, di cui sono titolari il Consiglio di Amministrazione ed il Collegio Sindacale, che non può rimanere insoddisfatto. Al Consiglio di Amministrazione, infatti, resta affidato un ruolo primario nella definizione delle linee guida a cui l'attività di gestione deve uniformarsi e che pertanto esige flussi informativi costanti tra l'area gestoria e l'organo direttivo, con l'ulteriore importante effetto di consentire agli amministratori di sovrintendere l'attività delegata ai gestori.

La necessità di formalizzazione interessa altresì l'attività del Collegio Sindacale, il quale non può trascurare gli aspetti procedurali di svolgimento dell'attività, da un lato, e deve opportunamente suggerire l'adozione di interventi, dall'altro lato, che valorizzino l'attività di gestione svolta e rappresentino un'importante testimonianza delle modalità di formulazione delle scelte di investimento. Lo sforzo che le Sgr speculative hanno effettuato e stanno tuttora portando avanti per creare realtà interamente nazionali dovrà essere obbligatoriamente accompagnato da una rapida crescita culturale degli stessi organi societari che, tra l'altro, potranno sempre meno contare sul supporto di importanti advisor internazionali ricchi di esperienza e credibilità in questo settore. ■