

# Cosa può insegnare agli alternativi la teoria di Darwin

*L'evoluzione della specie può forse aiutare a comprendere che la selezione è naturale e aiuta a divenire più forti ed evoluti*

di Massimo Paolo Gentili e Nunzia Melaccio\*

## La società

**Garlati Gentili & Partners, (associato al Gruppo Tmf), presta consulenza in materia regolamentare a intermediari finanziari nazionali e internazionali attraverso un team specializzato di dottori commercialisti e avvocati. Massimo Paolo Gentili vanta una specifica esperienza sulle principali piazze finanziarie dove ricopre numerose cariche societarie in intermediari finanziari e segue l'avvio di nuovi player e joint venture soprattutto nell'ambito di progetti cross border. Nunzia Melaccio si occupa di distribuzione di strumenti finanziari, prestazione dei servizi di investimento e di gestione collettiva, con particolare focus sugli investimenti alternativi. Ha a lungo collaborato con Securities & Compliance, società leader nella consulenza in materia di controlli interni, dopo una quinquennale esperienza presso una primaria Sgr speculativa.**

**N**ell'osservare l'evoluzione che sta interessando il settore dei fondi hedge si ha la tentazione di individuare una chiave di lettura, seppur provocatoria, nella teoria dell'evoluzione della specie. E' infatti possibile rintracciare una pluralità di affinità tra quanto sta avvenendo in questo settore, nel quale operano alcuni tra i migliori talenti del settore del risparmio gestito, e i principi della teoria formulata da Darwin.

**1. Riproduzione:** *"tutti gli organismi viventi si riproducono: questi sono in numero nettamente maggiore a quelli che servirebbero per essere in equilibrio con il cibo e con lo spazio ambientale messo loro a disposizione".*

Dal 1949, anno di nascita del primo hedge fund questi fondi hanno proliferato senza sosta divenendo protagonisti importanti del mercato finanziario grazie alle sensazionali performance e all'attivismo di alcuni gestori. Sul finire degli anni '90 si apre una nuova era. Il mercato del risparmio gestito tradizionale, infatti, non riesce a mantenere il passo con le attese degli investitori che, grazie anche a canali internet di *trading on line* e alle positive (e troppo facili) performance realizzate con la *new economy*, si sentono motivati a ricercare prodotti innovativi. A partire dal 2000 si affermano anche in Italia i primi fondi speculativi e da quel momento, e per molti anni, l'industria registra una crescita incessante a doppie cifre. Appare tuttavia presto evidente che la proliferazione dell'industria non è linearmente accompagnata da una disponibilità di risorse professionali adeguata. Molte strutture decidono di adottare strutture organizzative snelle, ma efficienti, con un ampio ricorso a funzioni esternalizzate e consulenti esterni con ampia competenza in tema di ricerca ed analisi di investimenti target. Così l'indu-

stria, nata essenzialmente su iniziativa di strutture indipendenti, diventa presto attrattiva per gli operatori bancari che, grazie ai fondi speculativi, possono mirare ad un profilo commissionale assolutamente interessante, a fronte di strutture essenziali che, per la gestione di fondi di hedge, non implicano l'impiego di strumenti di analisi sofisticati e possono essere ben gestiti con il supporto di consulenti esteri esperti nel settore mantenendo *in house* la scelta ed il monitoraggio degli investimenti. Nel giro di meno di un decennio, i fondi speculativi si riproducono in numero nettamente maggiore alle esigenze di mercato che, nel frattempo, subisce forti oscillazioni fino a restringersi in maniera sostanziale già alla fine dello scorso anno.

**2. Mutazioni:** *"all'interno della stessa specie ci sono esseri diversi tra loro; ve ne sono di più lenti e di più veloci, di più chiari e di più scuri, e così via".*

Non tutti i gestori di fondi speculativi sono uguali. Alcuni di essi, in particolare, hanno fin da subito investito tempo e risorse nell'apprendimento e nella crescita di professionalità interne. Per queste strutture lo sviluppo di uffici interni di ricerca ha rappresentato sin dalla nascita un obiettivo primario per essere poi rafforzato con il crescere delle risorse economiche a disposizione. Questo approccio ha portato all'affermarsi, anche nell'ambito delle realtà indipendenti, di strutture trasparenti, professionali, a buona redditività e sostenibili, anche in periodi di mercati finanziari turbolenti. All'opposto di queste realtà, vi sono quelle che hanno cercato di "cogliere l'attimo", ossia di implementare prodotti a ridotto valore aggiunto al mero fine di integrare la propria offerta tradizionale e di realizzare margini di redditività, senza guardare al futuro, senza investire in conoscenza e

professionalità. Nel mezzo si posizionano quelle strutture che hanno dapprima osservato lo sviluppo del settore, decidendo a priori di essere “*second follower*”, e poi hanno avuto accesso al mercato nel suo picco massimo di sviluppo scontando, tuttavia, l'assenza di un track record significativo. La categoria dei fondi speculativi ha finito così per accogliere in sé realtà eterogenee con obiettivi e potenzialità disparati. Operatori “più lenti e più veloci, più chiari e più scuri, e così via”, come direbbe Darwin.

**3. Selezione:** *“esiste una lotta continua per la sopravvivenza all'interno della stessa specie e anche all'esterno. Nella lotta sopravvivono gli individui più favoriti, cioè quelli meglio strutturati per giungere alle risorse naturali messe loro a disposizione, ottenendo un vantaggio riproduttivo sugli individui più deboli”.*

Nel 2007 la riproduzione dei fondi speculativi conosce una prima battuta di arresto, pur senza registrare flessioni in termini di raccolta netta. L'offerta dei fondi di hedge sembra oramai divenuta matura e l'interesse degli investitori comincia a spostarsi verso altri prodotti specializzati (private equity e immobiliari). La riduzione della domanda comincia a farsi sentire anche sulla capacità di successo delle iniziative meno mature che stanno scontando ancora la fase di start up. Le strutture lungimiranti, che tra l'altro possono finalmente beneficiare di un riconoscimento di mercato forte data la “lunga” storia e i buoni risultati raggiunti, cominciano a puntare su meccanismi che aumentino la liquidabilità dell'investimento e ad ampliare l'offerta con fondi speculativi di natura ibrida, per evitare che il disinteresse degli investitori si tramuti in una minaccia. Le Autorità di vigilanza avviano la verifica di ciascun operatore concentrandosi in un primo momento soprattutto su quelli con quote di mercato più rilevanti, e un processo di definizione di *best practice* di settore soprattutto in materia di organizzazione e di processi di investimento.

Nel 2008, sembra configurarsi una nuova epoca per i fondi speculativi proprio grazie ad un intervento della Banca d'Italia che anticipa la possibilità di ridurre l'importo minimo di sottoscrizione passando addirittura da 500 a 25 mila euro per i fondi di fondi più diversi-

ficati. Nel frattempo, a livello mondiale, il clima dei mercati finanziari non è favorevole e sono già evidenti, anche in Italia, alcuni sentori dell'imminente crisi. Nel secondo e terzo trimestre 2008, il settore dei soli fondi speculativi registra una raccolta netta negativa di circa 1.500 milioni di euro e nel quarto trimestre di circa 5.750 milioni di euro<sup>1</sup>. Nel 2009, la situazione non cambia, anzi peggiora. È il momento della selezione: nel 2008 la quasi totalità dei fondi speculativi registra risultati negativi, anche a doppia cifra, e da quel momento viene messa alla gogna la loro “presunzione” di battere il mercato in qualunque condizione attraverso una gestione attiva. Il settore si confronta con la crisi di liquidità, il rischio reputazionale, investitori insoddisfatti, una maggiore avversione al rischio e Autorità di vigilanza focalizzate sui problemi di trasparenza e di scelta di fondi target. Tutto ciò accompagnato dalla restrizione dei margini di redditività, dovuta al venire meno delle commissioni di performance e agli ingenti flussi di rimborso. Il numero degli operatori e dei prodotti offerti si ridimensiona. E ciò anche grazie a novità regolamentari che favoriscono operazioni di fusione, sia tra fondi che tra Sgr, per realizzare economie di scala. I fondi hedge, ovviamente, non sono la causa della crisi dei mercati finanziari, e ciò è evidente se si pensa alla loro dimensione rispetto ad altre asset class, ma questa non risparmia nessuno. Tuttavia gli operatori più strutturati e con professionalità proprie hanno potuto affrontarla e con gli opportuni adattamenti in materia di *due diligence* e di servizi di custodia stanno oggi guardando al futuro per poter beneficiare della ripresa e di una confermata credibilità. L'obiettivo di salvaguardia rischia tuttavia di tradursi troppo facilmente nella mera introduzione di regole, limiti e requisiti, sottovalutando il rischio di snaturare un settore e minacciarne la sua efficienza (es. *outsourcing* e sistemi di controllo sproporzionati). Forse la teoria di Darwin può aiutare a comprendere che la selezione è naturale e che una specie, soprattutto se giovane, muta per poter divenire più forte ed evoluta, senza per questo essere essa stessa l'unica causa dei propri mutamenti. ■

**\*Dottore commercialista, partner e  
Dottore commercialista, associate di  
Garlati Gentili & Partners**

<sup>1</sup> (Fonte: Assogestioni “Mappa trimestrale del risparmio gestito”).