

GLI HEDGE FUND: MODELLI DI BUSINESS E VALUTAZIONE DELLE SGR SPECULATIVE

MASSIMO PAOLO GENTILI e ROBERTO MORO VISCONTI

SOMMARIO

1. GLI HEDGE FUND: ASPETTI INTRODUTTIVI
2. GLI HEDGE FUND NEL MERCATO ITALIANO: LE SOCIETÀ DI GESTIONE DEL RISPARMIO SPECULATIVE
3. LA COSTITUZIONE DI UN HEDGE FUND: STRUTTURA ORGANIZZATIVA TIPICA
4. BUSINESS MODEL DI UN HEDGE FUND
5. LE STRATEGIE DI INVESTIMENTO DEGLI HEDGE FUND
6. GLI SCHEMI DI BILANCIO DEGLI HEDGE FUND
7. LA VALUTAZIONE DI UN HEDGE FUND: IL METODO PATRIMONIALE COMPLESSO EMPIRICO CON STIMA AUTONOMA DEI VALUE DRIVERS E IL MOLTIPLICATORE DEL MARGINE DI INTERMEDIAZIONE

1. GLI HEDGE FUND: ASPETTI INTRODUTTIVI

La prima difficoltà che si incontra nella trattazione degli *hedge fund* è il tentativo di trovarne una definizione, non esistendo una definizione accademica che possa racchiuderne tutte le caratteristiche¹.

Gli hedge fund vengono infatti indicati come strumenti di investimento alternativi, fondi speculativi, fondi di fondi, in ogni caso in contrapposizione con le forme di gestione dei risparmi di tipo tradizionale, regolate da leggi e regolamenti specifici che ne limitano l'operatività e il rischio.

Il termine anglosassone "hedge" significa letteralmente copertura, protezione e, in effetti, questi fondi nascono proprio con l'intento di gestire il patrimonio eliminando in gran parte il rischio di mercato. Sicuramente gli hedge fund sono fondi d'investimento, la cui filosofia è quella di ottenere risultati di gestione positivi indipendentemente dall'andamento dei mercati finanziari in cui operano. Il gestore, utilizzando anche il proprio capitale, non si propone di superare un indice di borsa o un paniere finanziario (preso come *benchmark*), ma fissa un valore assoluto (obiettivo di gestione) da raggiungere ogni anno, mantenendo al tempo stesso entro una soglia massima il livello di volatilità della quota. Le caratteristiche peculiari degli hedge fund sono le seguenti:

– operatività a copertura del rischio²;

MASSIMO PAOLO GENTILI: *dottore commercialista e revisore contabile in Milano, Partner TMF Garlati & Gentili.*
 ROBERTO MORO VISCONTI: *docente di Finanza Aziendale nell'Università Cattolica del Sacro Cuore; dottore commercialista e revisore contabile in Milano.*

Pur essendo il presente studio frutto di un comune lavoro, i paragrafi 1, 2, 3 e 4 sono da attribuire prevalentemente a M.P. Gentili e i paragrafi 5, 6 e 7 a R. Moro Visconti. Gli autori ringraziano Laura Agudio per gli utili suggerimenti.

1. Per approfondimenti, si veda la banca dati americana di working papers (<http://papers.ssrn.com>) e, in italiano: Nicholas (2000); Ghiringhelli (2004); Nichele, Stefanini (2002); Pia (2002); Gervasoni, Kohn (2002).

2. Gli hedge fund sono stati concepiti per essere fondamentalmente degli strumenti di garanzia. Obiettivo principale degli investitori in fondi alternativi è quello di avere a disposizione un portafoglio differenziato comprendente strumenti di conservazione del capitale, indipendenti dai risultati raggiunti dagli strumenti finanziari di tipo tradizionale. Un fondo alternativo, infatti, per contro-

- possibilità di vendere allo scoperto (*short selling*);
- utilizzo della leva finanziaria;
- impiego delle commissioni di performance per retribuire il gestore³;
- diretta partecipazione del gestore al fondo;
- limitata dimensione del patrimonio;
- qualificazione dei partecipanti al fondo.

In realtà, sebbene non tutte queste caratteristiche siano sempre rispettate, gli obiettivi degli hedge fund sono sempre almeno due: realizzare una performance assoluta⁴ e contenere il rischio di portafoglio, ottimizzando il trade-off rischio-rendimento. L'obiettivo di perseguire una performance assoluta, in particolare, assume un rilievo di importanza maggiore in un momento, come quello attuale, caratterizzato da mercati azionari volatili e da un mercato obbligazionario che potrebbe scontare un rialzo dei tassi: la vera forza dei fondi hedge risiede infatti nel loro potere di diversificazione e nella debole correlazione con i mercati finanziari.

Convenzionalmente si fa risalire la nascita dei fondi hedge negli Stati Uniti d'America a opera di un gestore, Alfred Winslow Jones, che, nel lontano 1° gennaio 1949, costituì una società d'investimento⁵ con la finalità di proteggere il capitale dal rischio di mercato.

L'intuizione di Jones fu quella di staccarsi dalla logica dei fondi di investimento comune, caratterizzati per il legame del rendimento dell'investimento all'andamento del mercato. Jones cercò di annullare il rischio di mercato assumendo soltanto

bilanciare l'andamento negativo del mercato e compensare le perdite realizzate dagli investimenti tradizionali utilizzando delle strategie di copertura (*hedging*). In particolare, la strategia di copertura consiste nel prevedere la contemporanea assunzione di una posizione lunga e di una posizione corta su un titolo con caratteristiche simili, al fine di compensare l'effetto negativo delle eventuali variazioni delle variabili e di perseguire, in via costante, dei rendimenti positivi.

3. Per approfondimenti, si veda Ackermann, McEnally, Ravenscraft (1999, pp. 833-874); Liang (1999, pp. 72-85).

4. Il rendimento assoluto non è da intendere nella sola accezione di risultato migliore rispetto a quello raggiunto dal fondo di tipo tradizionale, ma è soprattutto il risultato comunque positivo ottenuto in presenza di andamento negativo del mercato.

5. La A.W. Jones & Co., con 100.000 Us\$ di capitale, nella forma di società di persone. Nel 1966 la società registrava un patrimonio di circa 70 milioni di Us\$.

un rischio specifico, e ciò grazie alla propria abilità nella selezione dei titoli. La portata innovativa stava soprattutto nella tecnica di gestione adottata: Jones comperava i titoli azionari che riteneva sottovalutati e, contemporaneamente, vendeva altri titoli azionari ritenuti sopravvalutati; la vendita allo scoperto veniva fatta non con un intento semplicemente speculativo, ma al fine di contenere il rischio di una caduta del mercato⁶. In questo modo, anche se il mercato subiva dei ribassi, il fondo si garantiva comunque un guadagno: il profitto, infatti, sulla base della formula da cui si ottiene l'esposizione del capitale al rischio di mercato, si realizzava sulla differenza di valore tra i titoli comperati e i titoli venduti, ossia sull'attività di *stock selection*:

esposizione lunga (tramite acquisto di titoli)
– esposizione corta (tramite vendita di titoli)

capitale investito

Per sfruttare al meglio le proprie capacità di investimento, Jones utilizzò anche l'effetto della leva finanziaria, cioè risorse finanziarie prese a prestito, avendo così la possibilità di investire capitali superiori a quelli detenuti in portafoglio.

Un ulteriore elemento di rottura con la tradizione della gestione dei fondi comuni di investimento, introdotto da Jones, fu il riconoscimento di una commissione di incentivo riconosciuta ai manager gestori e legata ai profitti realizzati anziché all'incremento della massa gestita.

Per mitigare l'avidità dei gestori, attratti dalle commissioni di incentivo sui risultati, Jones introdusse, infine, la partecipazione diretta al capitale dei gestori nel fondo, allineandone gli obiettivi con quelli dei clienti e riducendo quindi i conflitti di interesse.

Il successo di performance così raggiunto portò, ben presto, alla nascita di nuovi fondi basati sul prototipo ideato da Jones. Il concetto di fondo hedge come strumento fortemente speculativo e aggressivo deriva, invece, dalla fama conseguita dal più celebre gestore di hedge fund, George Soros, che nel 1992, con il suo Quantum Fund, riu-

6. Investendo € 100 in azioni della società, ritenuta sottovalutata, e contestualmente vendendo allo scoperto € 100 di azioni della società B dello stesso settore, ritenuta sopravvalutata, si ottiene un investimento lordo di € 200 e una posizione netta tendente a zero.

scì a speculare con successo sui corsi valutari, con la conseguenza che la sterlina inglese uscì dallo SME. Il Quantum Fund riuscì infatti a generare una performance del 25% nel solo mese di settembre del 1992, guadagnò in meno di due mesi circa 2 miliardi di dollari, finendo l'anno con una performance complessiva nel 1992 di circa il 66%⁷.

Gli hedge fund, fenomeno inizialmente di esclusiva nordamericana, hanno progressivamente conquistato il mondo finanziario europeo e mondiale, e attualmente si contano oltre 7000 fondi hedge.

2. GLI HEDGE FUND NEL MERCATO ITALIANO: LE SOCIETÀ DI GESTIONE DEL RISPARMIO SPECULATIVE

In Italia i "fondi speculativi" hanno preso il via solo nel 2001, con l'autorizzazione, da parte di Banca d'Italia a Citco Kairòs, a lanciare sul mercato italiano i primi quattro fondi hedge di diritto italiano, con caratteristiche di rischio e di rendimento non correlate⁸.

Con un ritardo di cinquant'anni rispetto alla loro creazione, infatti, il decreto ministeriale 24 maggio 1999, n. 228 ha finalmente formalizzato, per il territorio italiano, la nascita di questi fondi alternativi, espressamente definiti "fondi speculativi", dettando all'articolo 16⁹ le norme a cui gli stessi

devono sottostare. In particolare, questi fondi, che, ai sensi del Provvedimento Banca d'Italia 20 settembre 1999, Capitolo II, Sezione I, articolo 1, possono essere istituiti sia in forma aperta sia in forma chiusa, concedono un maggior grado di libertà in fase di gestione e hanno la possibilità di derogare ai divieti e ai limiti di contenimento e di frazionamento del rischio.

La discrezionalità delle strategie di gestione si esplicita nella gamma di soluzioni che il gestore dei fondi speculativi può adottare nell'intento di perseguire i migliori rendimenti per i sottoscrittori, più ampia rispetto a quelle adottabili da un gestore di fondi tradizionali, costretto a operare con discrezionalità solo nei limiti della localizzazione degli investimenti e pur sempre con l'obbligo di indicare nel regolamento il benchmark di riferimento.

I gestori di fondi speculativi possono infatti scegliere quali attività acquistare, quando intervenire nel mercato e per quanto tempo restare. D'altro canto, a una maggiore discrezionalità di gestione si accompagna un più elevato rischio operativo per i sottoscrittori del fondo.

La normativa italiana ha posto in ogni caso dei vincoli all'operatività dei fondi speculativi:

1. non possono avere più di 200 partecipanti¹⁰;
2. devono prevedere una sottoscrizione minima iniziale non inferiore a € 500.000¹¹;
3. devono menzionare nel regolamento la rischiosità dell'investimento e la circostanza che esso avviene in deroga ai divieti e alle norme prudenziali

7. Machan (1992).

8. Melaccio, Manuli E., Manuli A. (2003).

9. L'art 16 (Fondi speculativi) del d.m. 24 maggio 1998, nella sua formulazione originale, testualmente recitava:

1. *Le società di gestione del risparmio possono istituire fondi speculativi il cui patrimonio è investito in beni, anche diversi da quelli individuati nell'art. 4, comma 2, in deroga alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia, ai sensi dell'art. 6, comma 1, lettera c) del Testo Unico.*

2. *Il numero dei soggetti che partecipano a ciascun fondo speculativo non può superare le cento unità.*

3. *L'ammontare minimo di ciascuna sottoscrizione di fondi speculativi non può essere inferiore a un milione di euro.*

4. *Le quote di fondi speculativi non possono essere oggetto di sollecitazione all'investimento.*

5. *Il regolamento del fondo deve menzionare la rischiosità dell'investimento e la circostanza che esso avviene in deroga ai divieti e alle norme prudenziali di contenimento e di frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia.*

6. *Nel regolamento del fondo sono indicati i beni oggetto dell'investimento e le modalità di partecipazione con riferimento all'adesione dei partecipanti e al rimborso delle quote.*

7. *La Banca d'Italia indica i casi in cui i fondi disciplinati dal presente articolo, in considerazione dei potenziali effetti sulla stabilità delle società, possono essere istituiti o gestiti solo da società di gestione del risparmio che abbiano come oggetto esclusivo l'istituzione o la gestione di tali fondi.*

10. Il d.m. n. 47 del 31 gennaio 2003 e il Provvedimento della Banca d'Italia 27 agosto 2003 hanno innalzato il numero massimo di sottoscrittori, dagli originari 100 agli attuali 200, e ciò al fine di consentire una maggiore diffusione dei fondi speculativi.

11. Quanto alla partecipazione minima iniziale richiesta per la sottoscrizione delle quote, ridotta da 1 milione di euro a € 500.000, viene precisato che le quote possono essere cedute per un controvalore inferiore a € 500.000 solamente se l'acquirente detenga comunque la partecipazione minima richiesta e non è possibile procedere a riscatti parziali a seguito dei quali residui una quota inferiore a detta soglia. Un gestore di patrimoni individuali ha anche il divieto di acquisire una quota del fondo al fine di frazionarla nei portafogli dei propri clienti per ammontare inferiore a € 500.000.

di contenimento e frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia¹²;

4. non possono essere oggetto di sollecitazione all'investimento¹³.

L'abbassamento della soglia minima di investimento a € 500.000 ha portato a un rapido incremento delle sottoscrizioni di fondi speculativi: a gennaio 2003 il patrimonio investito in hedge fund italiani toccava i 2,2 miliardi di euro, al 30 gennaio 2005 si attestava intorno ai 12,2 miliardi di euro, di cui 320 milioni di euro in fondi puri e 11,9 miliardi di euro in fondi di fondi¹⁴.

Tuttavia lo sviluppo dei fondi speculativi italiani può essere considerato ancora in fase embrionale, se confrontato con la diffusione raggiunta nell'industria del risparmio gestito statunitense: in Italia l'incidenza del patrimonio investito in fondi alternativi è circa il 2,20% del patrimonio totale investito in fondi comuni di investimento. La scarsa diffusione dei fondi speculativi è da ricondursi non solo alla loro recente costituzione, ma anche al divieto di sollecitazione del pubblico risparmio imposto dalla normativa vigente e alle limitazioni strutturali imposte alla figura del gestore.

Di fatto sono state innalzate barriere all'ingresso degli operatori nel mercato dei fondi speculativi, obbligando gli *investment manager* interessati a ottenere apposita autorizzazione dalla Banca d'Italia all'esercizio dell'attività, ma al tempo stesso sono anche stati posti i potenziali sottoscrittori nelle condizioni di percepire, a livello di soggetto erogante, la differenza tra i veicoli tradizionali e quelli speculativi.

Sebbene di recentissima regolamentazione, le SGR speculative hanno subito una crescita esponenzia-

le, arrivando a contare, a inizio febbraio 2005, ben 28 SGR speculative autorizzate da Banca d'Italia, e gestendo oltre 6 miliardi di euro di capitali investiti. Si consideri, inoltre, che altre SGR speculative sono in lista d'attesa per l'ottenimento dell'autorizzazione a operare.

Un ulteriore fattore che in Italia, oltre al ritardo a livello normativo e ai limiti strutturali imposti, ha contribuito alla non facile diffusione dei fondi speculativi, è la carenza di figure professionali esperte nella gestione di questi nuovi strumenti di investimento.

Stante la scarsa familiarità con i prodotti alternativi e la mancanza di infrastrutture operative e organizzative idonee alle proprie caratteristiche, le SGR speculative si sono, quindi, inizialmente specializzate nella gestione di fondi di fondi hedge (*fund of funds*), considerati alla stregua di strumenti di investimento di secondo livello, in quanto i capitali sono investiti in hedge fund puri, costituiti in Usa o in paesi off-shore. Il fondo di fondi sottopone così i gestori del fondo hedge puro al controllo professionale di un gestore di secondo livello, facendo sopportare al sottoscrittore un rischio inferiore.

Dal punto di vista operativo e finanziario, il fondo di fondi è poi di più semplice gestione rispetto a un fondo hedge puro, che necessita di molta esperienza in ambito di strategie finanziarie. Nel settore dei fondi di fondi, l'intermediario che si frappone tra investitore e gestore di un fondo hedge, non svolge solo le attività tipiche del settore tradizionale, quali il *fund allocation*, il *fund picking* e la diversificazione, ma migliora anche il grado di divisibilità delle opportunità di investimento, altrimenti carente a causa dell'elevato valore della quota minima di ingresso richiesta dai singoli hedge fund puri, e apre una via privilegiata di accesso a opportunità di investimento altrimenti non disponibili, in quanto gli hedge fund puri in genere sono restii, in quanto vicini alla *full capacity*, ad accettare nuovi investitori.

In Italia la maggior parte dei fondi di fondi hedge sono stati concepiti come fondi a strategia multipla, in quanto incorporano nel loro portafoglio di investimento quote di hedge fund puri eterogenei tra loro. In tal modo, viene diversificato sia il rischio finanziario, connesso alla strategia di investimento perseguita dal singolo hedge fund, sia il rischio gestore, ossia la possibilità di errore dovuta a carenze strutturali e operative del gestore del fondo hedge.

12. L'obbligo, per il regolamento del fondo, di indicare la rischiosità dell'investimento e di esplicitare che il fondo agisce in deroga ai principi prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio, è stato inserito a beneficio dei sottoscrittori, i quali devono essere ben consapevoli di scegliere uno strumento con minori forme di tutela rispetto alle forme di investimento di tipo tradizionale.

13. Contrariamente agli altri paesi, l'Italia ha infatti posto dei vincoli strutturali e organizzativi alla figura del gestore: stabiliscono infatti il d.m. 288/1999 e il Regolamento della Banca d'Italia 20 settembre 1999 che "in considerazione dei potenziali effetti che i fondi comuni di investimento speculativi possono avere sulla stabilità della SGR, i fondi della specie possono essere istituiti o gestiti da SGR che abbiano come oggetto esclusivo l'istituzione o la gestione di fondi speculativi".

14. Fonte: *MondoHedge*.

TABELLA 1 – INVESTIMENTI – I PRIMI CINQUE VEICOLI SPECULATIVI ITALIANI PER PATRIMONIO IN GESTIONE AL 1° FEBBRAIO 2005 (DATI IN MILIONI DI EURO)

Società	Fondi di fondi	Fondi puri	Fondi di fondi esteri	Totale	Quota di mercato
Pioneer A.I.M. SGR	1.289,1	/	279,9	1.569,0	13,0%
Duemme Hedge SGR	1.496,7	/	12,0	1.508,7	12,5%
Kairos A.I. SGR	895,3	37,4	318,4	1.251,1	10,3%
Ersel Hedge SGR	1.035,9	102,2	/	1.138,1	9,4%
Alletti Gestielle Altern. SGR	995,9	/	/	995,9	8,2%
Totale	5.712,9	139,6	610,3	6.462,8	53,4%

Fonte: elaborazione dati MondoHedge.

Nelle tabella 1 si riporta la composizione del portafoglio delle cinque SGR speculative italiane con maggiore patrimonio investito (solo il 2,16% del patrimonio risulta essere investito in hedge fund puri). La partecipazione ai fondi speculativi italiani comporta maggiori costi rispetto all'acquisto di quote di fondi tradizionali.

L'investimento in un fondo speculativo si realizza mediante la sottoscrizione di quote, a fronte del versamento dell'importo corrispondente al valore delle quote stesse, che dal giorno del versamento effettivo al giorno di sottoscrizione, ossia la data da cui decorre la partecipazione ai rendimenti del fondo da parte dell'investitore, rimane accreditato su un conto infruttifero della SGR speculativa. L'investitore sopporta così, come ulteriore onere di ingresso al fondo, il costo opportunità dato dai mancati interessi sulla somma versata.

Anche il valore della quota di sottoscrizione può rappresentare un costo aggiuntivo per l'investitore: il calcolo del Net Asset Value (NAV) del giorno di sottoscrizione può infatti essere calcolato dalla SGR speculativa solo dopo aver conosciuto i NAV definitivi di tutti i fondi puri presenti in portafoglio.

I regolamenti delle SGR speculative prevedono, inoltre, la possibilità, a discrezione della SGR speculativa stessa, di applicare una commissione di ingresso. I sottoscrittori dei fondi di fondi subiscono poi una doppia applicazione di commissioni¹⁵ riconosciute ai gestori: le provvigioni riconosciute al gestore del fondo di fondi sottoscritto e, in via indiretta, le commissioni di gestione e performance dei fondi hedge puri che costituiscono il portafoglio del fondo di fondi.

Gli oneri in capo al sottoscrittore di fondi speculativi italiani possono essere delineati nei seguenti:

- compenso dovuto alla Banca depositaria;

- spese di revisione e certificazione dei rendiconti del fondo;
- spese legali sostenute nell'interesse del fondo e di consulenza;
- costi di intermediazione inerenti la compravendita degli strumenti finanziari;
- oneri fiscali;
- contributo di vigilanza alla Consob.

3. LA COSTITUZIONE DI UN HEDGE FUND: STRUTTURA ORGANIZZATIVA TIPICA

Si è già visto come nel nostro Paese la gestione di fondi speculativi possa essere affidata esclusivamente a SGR aventi come oggetto sociale esclusivo la costituzione e la gestione degli stessi.

Affinché la SGR, inclusa quella speculativa, possa ottenere da parte di Banca d'Italia, previo parere Consob, l'autorizzazione allo svolgimento dei servizi di gestione del risparmio ed essere iscritta all'albo di cui all'articolo 35, comma 1, del d.lgs. n. 58/1998, deve rispettare dei requisiti di base.

La SGR speculativa deve essere costituita nella forma di Società per Azioni, contenente nella propria denominazione sociale le parole "società di gestione del risparmio", con sede legale e direzione generale in Italia e con capitale sociale minimo pari a un milione di euro, interamente depositato in una banca operante in Italia.

La Banca d'Italia ha poi indicato, in generale, le disposizioni in materia di struttura organizzativa interna delle SGR, applicabili anche alle società di gestione del risparmio speculative¹⁶.

16. Le disposizioni in materia organizzativa attengono a quattro profili:

– *Organi amministrativi e struttura delle deleghe operative interne.*

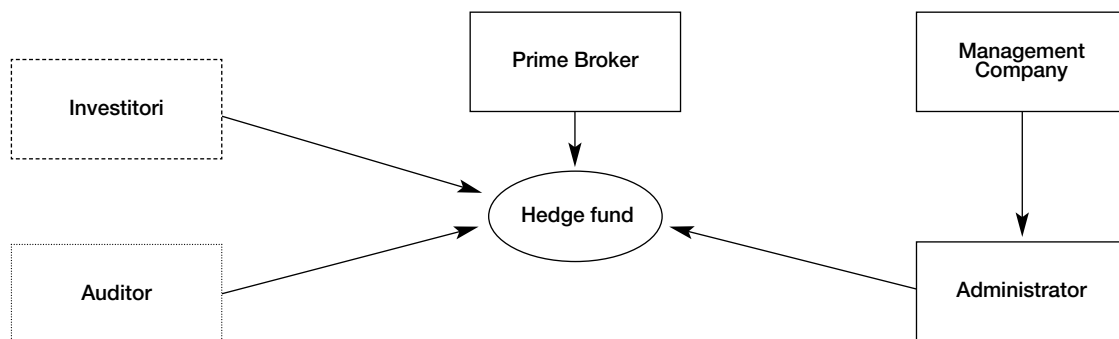
Il sistema delle deleghe interne deve risultare strutturato

15. Si veda Brown, Goetzmann, Liang (2002).

A differenza di quanto avviene nelle SGR di tipo tradizionale, la struttura della SGR speculativa si configura come un'organizzazione non dedita al presidio dell'intera catena del valore propria di un'attività di *asset management*: per motivi normativi, essendo vietata la sollecitazione all'investimento pubblico, la fase commerciale (*marketing oriented*) è completamente trascurata, mentre la maggior parte delle funzioni amministrative sono oggetto di prestazioni esterne. Normalmente gli hedge fund si avvalgono infatti di soggetti

esterni per la gestione delle funzioni operative, quali l'esecuzione delle transazioni sul mercato, la tenuta della contabilità, la conduzione dei rapporti con i potenziali sottoscrittori, con i sottoscrittori del fondo e con le autorità di vigilanza¹⁷. Nei sistemi finanziari dell'investimento alternativo si sono consolidati dei modelli di organizzazione per l'efficace funzionamento degli hedge fund. La figura 2 sintetizza il modello più diffuso di struttura organizzativa di un hedge fund, che vede come protagonisti: la *Management Company*¹⁸, il

FIGURA 2 – STRUTTURA ORGANIZZATIVA DI UN HEDGE FUND ESTERO



in modo tale da garantire, in ogni caso, agli organi amministrativi e all'alta direzione, che è responsabile e competente circa la definizione delle scelte strategiche aziendali, una tempestiva e adeguata informativa in ordine all'andamento dell'operatività aziendale.

– *Sistemi informativo-contabili.*

Le SGR speculative devono dotarsi di sistemi informativi e contabili adeguati (anche a livello di sicurezza) alla complessità del contesto operativo in cui agiscono, alla varietà e alla natura dei servizi da svolgere, nonché alla dimensione e alla articolazione territoriale dell'impresa e, quindi, idonei a fornire una rappresentazione fedele della situazione economico-patrimoniale, finanziaria e di rischio dell'attività nel suo complesso.

– *Controlli interni.*

Le SGR speculative devono dotarsi di strutture di controllo autonome, anche gerarchicamente, rispetto a quelle operative; i compiti a esse attribuiti devono essere definiti in modo puntuale e approvati dal Consiglio di amministrazione della società.

– *Decentramento delle funzioni aziendali (diverse da quelle di gestione).*

Le SGR speculative possono avvalersi delle prestazioni fornite da soggetti esterni per lo svolgimento di determinate funzioni aziendali di tipo accessorio o strumentale.

Al fine di perseguire una sana e prudente gestione è richiesto di mantenere adeguate capacità di controllo sulle attività cedute in *outsourcing* per intervenire in tempo qualora l'offerta di servizi da parte dell'incaricato esterno risulti carente.

17. L'esternalizzazione di parti rilevanti della gestione operativa a soggetti terzi è volta al perseguimento dei seguenti obiettivi:

- contenere le dimensioni della struttura organizzativa del fondo;
- abbattere i costi fissi;
- adottare una gestione focalizzata al perseguimento di alte performance finanziarie;
- risolvere le problematiche di scarsa trasparenza del fondo.

Esternalizzare alcune funzioni della gestione operativa a soggetti spesso di maggiore dimensione e reputazione può assumere rilievo anche in quanto si segnala agli investitori che la gestione finanziaria è soggetta a un controllo continuo e affidabile svolto da professionisti capaci e attenti.

18. La *Management Company* è il soggetto che assume le decisioni strategiche del fondo e gestisce i processi di investimento. Alla *Management Company* compete anche la scelta del grado di rischio cui sono soggetti i sottoscrittori del fondo.

*Prime Broker*¹⁹, l'*Administrator*²⁰, l'*Auditor*²¹ e gli *Investitori*²².

In forza della loro posizione informativa privilegiata nei confronti del fondo, taluni di questi soggetti possono addirittura diventare promotori del fondo stesso, favorendo le sottoscrizioni da parte degli investitori.

Rispetto al modello organizzativo sopra delineato, il modello adottato dai fondi speculativi italiani si discosta parzialmente: accanto al *Prime Broker*, all'*Auditor* e agli *Investitori*, rilevano infatti la SGR speculativa e la Banca Depositaria e l'*Advisor* (figura 3).

Manca innanzitutto la figura dell'*Administrator*: le funzioni amministrative sono svolte direttamente dalla SGRS, mentre la certificazione dell'attività del fondo spetta alla Banca Depositaria.

La SGR speculativa, come la *Management Company*, assume le decisioni relative ai processi di investimento e stabilisce le strategie degli investimenti e il loro grado di rischio. Inoltre, la SGR speculativa svolge le funzioni amministrative del fondo, quali la tenuta del *back office* e la registrazio-

ne della contabilità del fondo, la gestione delle sottoscrizioni e dei riscatti. Le funzioni strettamente amministrative della SGR speculativa possono essere affidate in *outsourcing* a società esterne, ma, contrariamente a quanto accade nei paesi esteri, gli oneri relativi all'amministrazione dei fondi speculativi vengono addebitati alla SGR speculativa e non al fondo stesso. La normativa italiana prevede, inoltre, che le funzioni di calcolo del NAV del fondo siano assegnate alla SGR speculativa gestore, che ne rimane comunque direttamente responsabile, anche in caso di cessione del servizio in *outsourcing*.

La Banca Depositaria ha il compito di controllare la procedura di valorizzazione della quota degli *hedge fund*, di verificare la coerenza degli investimenti del fondo con il regolamento dello stesso, di regolare le operazioni con le controparti e di occuparsi della gestione amministrativa dei certificati. In seguito alla modifica apportata all'art. 38, lettera c) del d.lgs. 58/1998 dall'art. 11 d.lgs. 274/2003, la Banca Depositaria può, su incarico della SGR, provvedere al calcolo del valore delle quote.

19. Il *Prime Broker* ricopre il ruolo più importante nella realizzazione dell'operatività di un *hedge fund*, fornendo un insieme eterogeneo di servizi finanziari attraverso i quali si concretizzano le scelte maturate dai gestori sui mercati. Il *Prime Broker* è un intermediario finanziario su scala internazionale, in genere proveniente da importanti istituzioni finanziarie, che dispone di un'adeguata capitalizzazione e di una struttura operativa globale. Il *Prime Broker* opera come agente nel processo di *settlement*, effettuando le transazioni finanziarie disposte dal gestore con la massima riservatezza. Il *Prime Broker*, inoltre, svolge un ruolo di finanziatore del gestore, concedendo linee di credito e prestando i titoli necessari per dar luogo a vendite allo scoperto e acquisendo direttamente idonee garanzie a fronte del credito erogato al fondo. Contemporaneamente il *Prime Broker* opera uno stringente controllo sulle esposizioni di rischio dell'*hedge fund*, al fine di assicurare condizioni di stabilità finanziaria.

Tra i servizi svolti dal *Prime Broker* vi sono altresì quelli di detenzione e deposito delle disponibilità liquide e dei valori mobiliari del fondo, la cura del processo di compensazione e liquidazione nonché la registrazione di tutte le operazioni di mercato. Il *Prime Broker*, infine, proprio per la conoscenza approfondita del fondo, si propone quale intermediario nella promozione del fondo e facilita l'approccio all'investimento a una cerchia più ampia di potenziali investitori.

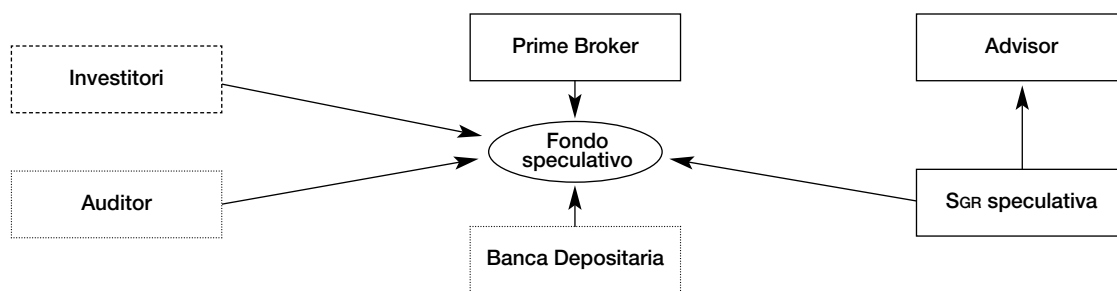
20. L'*Administrator* è un soggetto esterno al quale vengono affidate due fondamentali attività: la funzione amministrativa dell'*hedge fund*, sia sui mercati finanziari sia nei confronti degli investitori e delle autorità di vigilanza, e la funzione di certificazione dell'attività del fondo. Con

l'affidamento in *outsourcing* delle funzioni amministrative tipiche del fondo, il gestore evita così di sottrarre energie e tempo all'attività della gestione finanziaria e di sopportare eccessivi investimenti in infrastrutture informatiche e nello sviluppo di professionalità diverse dal suo *core business*. Il supporto prestato dall'*Administrator* interessa generalmente le attività di *back office*, la tenuta della contabilità del fondo, la registrazione e il controllo delle transazioni di acquisto e vendita di quote del fondo e l'attività di *compliance* verso gli organi di vigilanza. Per quanto concerne l'attività di certificatore, l'*Administrator* assiste la gestione finanziaria del fondo sui mercati, produce rapporti dettagliati per l'*hedge fund manager* sul patrimonio del fondo ed evidenzia la liquidità disponibile per investimenti, i titoli disponibili da offrire a pegno e le transazioni realizzate dal manager. Valuta inoltre le posizioni del fondo in conformità con il regolamento del fondo stesso, determina la corretta applicazione dei principi contabili, provvede al calcolo del NAV del fondo e liquida le commissioni al gestore. Un ulteriore compito dell'*Administrator* è quello di realizzare sistemi di equalizzazione per il calcolo delle commissioni di performance. Gli oneri connessi alle attività svolte dall'*Administrator* sono di competenza diretta del fondo e non della *Management Company*.

21. L'*Auditor* ha il compito di certificare che il NAV del fondo, calcolato dall'*Administrator*, sia corretto e calcolato secondo i criteri stabiliti dalle normative vigenti.

22. Gli *Investitori* sono soggetti caratterizzati da una visione di lungo termine, esperti nel mondo della finanza, con una notevole disponibilità di investimento e consapevoli dei rischi connessi all'investimento in titoli.

FIGURA 3 – STRUTTURA ORGANIZZATIVA DI UN FONDO SPECULATIVO ITALIANO



Infine, l'Advisor supporta le decisioni di investimento, agevolando l'accesso ai database di analisi delle attività sottostanti e suggerendo scelte di investimento che rispondano agli obiettivi di rendimento e di rischio del fondo.

4. BUSINESS MODEL DI UN HEDGE FUND

Il portafoglio di un fondo speculativo è il risultato di un processo dinamico e continuo di investimento basato su numerose attività di selezione, *due diligence*²³, analisi dei rendimenti e delle strategie. Nella figura 4 sono state individuate e rappresentate in forma schematizzata una serie di attività distinte componenti l'intero processo di investimento²⁴.

Il primo step del processo di composizione del portafoglio di un fondo hedge è la raccolta dei dati e delle informazioni che, rispetto al settore degli investimenti tradizionali, presenta maggiori difficoltà. Le fonti possono essere i gestori stessi di fondi, le banche depositarie, gli intermediari, le riviste specializzate e le banche dati finanziarie. In questa fase non è escluso un contatto diretto con i gestori, sia con quelli di provato talento già presenti sul mercato sia con potenziali nuovi gestori. Mediante un'approfondita attività di screening si verificano le performance realizzate e i rischi assunti nel passato dai vari gestori e si inizia il processo di selezione e diversificazione, in base alle caratteristiche individuate.

Si procede con l'analisi delle strategie attuate dai

gestori in particolari condizioni di mercato o in determinati periodi temporali, e dello stile di investimento tipico di ognuno di essi, derivante dall'utilizzo di determinati strumenti finanziari, della leva finanziaria, di posizioni diversificate e di fattori critici particolari.

L'analisi quantitativa si fonda sul calcolo statistico degli indici finanziari più rappresentativi relativamente ai risultati raggiunti nel passato dai gestori, stabilendo i *track record* (i rendimenti migliori per gestore).

L'analisi qualitativa è una vera e propria analisi comparata dei gestori finalizzata a stabilire l'apporto al risultato ottenuto conferito dalla capacità del gestore e dalla strategia risultata vincente.

Superata l'analisi del gestore, l'attenzione si sposta sul cliente al fine di verificarne le effettive esigenze di investimento e individuarne la capacità di sopportazione del rischio, ovvero il suo profilo rischio/rendimento.

Vengono, quindi, stabiliti le modalità e i termini di investimento in base a obiettivi di rendimento, volatilità e diversificazione prefissati.

Infine, il processo di investimento prevede il costante e continuo monitoraggio delle attività poste in essere dai gestori per assicurare la conformità degli stili di gestione e delle strategie adottate agli obiettivi fissati.

Le SGR speculative nella maggioranza dei casi affidano in outsourcing a un servizio di *advisory* esterno l'oneroso processo di screening e di analisi quantitativa.

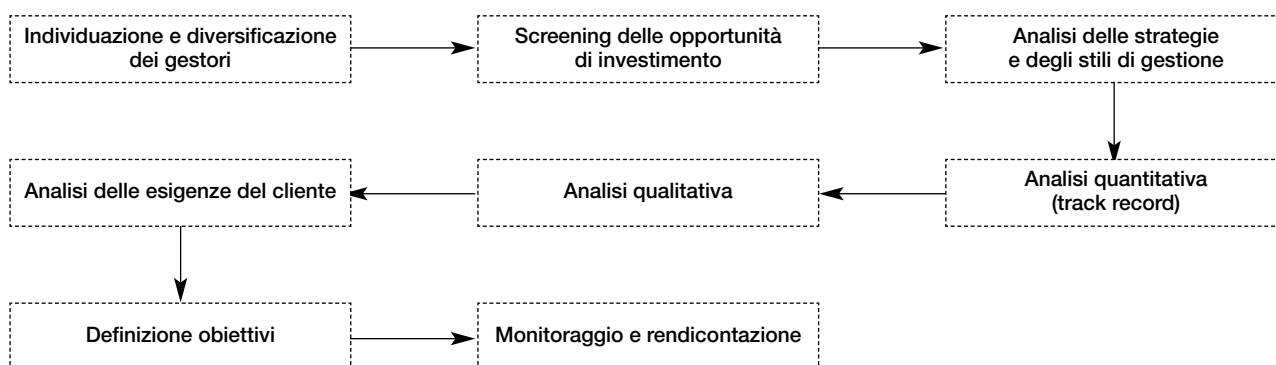
5. LE STRATEGIE DI INVESTIMENTO DEGLI HEDGE FUND

Al fine di soddisfare le diverse esigenze di investi-

23. Gentili, Melaccio (2005).

24. Tali attività possono essere svolte anche in una successione temporale diversa da quella proposta.

FIGURA 4 – PROCESSO DI INVESTIMENTO DELL'HEDGE FUND



mento degli investitori e non avendo limiti dal punto di vista operativo, i fondi hedge possono attuare una vasta gamma di strategie di investimento.

Le diverse strategie, per comodità di classificazione, sono riconducibili a tre macroclassi: *Relative Value*, *Event Driver* e *Opportunistic*, di cui solo la strategia *Opportunistic* è di tipo direzionale, ossia scommette sulla direzione assunta dai prezzi dei titoli. All'interno delle macroclassi, si distinguono delle sub-strategie in base al particolare strumento di investimento o evento del mercato utilizzato per trarre il profitto.

5.1. STRATEGIA RELATIVE VALUE O MARKET NEUTRAL

Con l'attuazione della strategia *Relative Value*, il gestore cerca di sfruttare unicamente la propria abilità di selezione dei titoli da inserire nel portafoglio. I risultati ottenuti sono quindi indipendenti dall'andamento del mercato. Lo schema adottato per l'investimento tipo prevede la contemporanea assunzione di una posizione lunga e di una posizione corta su attività diverse ma con legami di correlazione e di uguale valore, in modo da creare una copertura del grado di rischio del mercato.

La caratteristica principale dello stile d'investimento *Market Neutral*, secondo il *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, è di avere un β 0, nelle strategie legate al reddito fisso, una *duration* tendenzialmente pari a zero²⁵.

Una seconda caratteristica attribuibile a questa

strategia è il ricorso al *leverage*, quale strumento per incrementare i profitti. Con i profitti realizzati dalla possibilità del fondo di vendere allo scoperto si assumono nuove posizioni a lungo termine; in questo modo il fondo acquista posizioni per un controvalore superiore al proprio patrimonio. Per le caratteristiche di flessibilità, neutralità di mercato e utilizzo della leva finanziaria, le strategie *Relative Value* sono appetibili da quegli investitori che ricercano rendimenti elevati e stabili nel tempo. Queste stesse caratteristiche hanno contribuito alla notorietà dei fondi hedge, in quanto evidenziano i potenziali guadagni che possono essere realizzati.

All'interno della strategia *Relative Value* si differenziano diverse sub-categorie. Vi sono infatti i fondi che effettuano operazioni di arbitraggio sui titoli convertibili, quelli che eseguono operazioni di arbitraggio sui titoli a reddito fisso e le strategie che investono nel mercato azionario cercando di mantenere un'esposizione nulla nei confronti del mercato (tabella 5):

– *Equity Market Neutral*. L'attenzione è focalizzata sull'abilità del gestore nella selezione dei titoli di portafoglio, nel prevederne l'andamento e nell'individuare le eventuali inefficienze presenti sui mercati finanziari. Per analizzare i titoli che possano rispondere ai requisiti richiesti dai gestori vengono impiegate formule, analisi statistiche e fondamentali. L'obiettivo è quello di individuare lo scostamento del prezzo dei titoli e dei derivati a essi correlati.

– *Convertible Arbitrage*. Il profitto viene perseguito operando sul rapporto esistente tra il prezzo dell'obbligazione convertibile e il prezzo del titolo

25. Il $\beta = 0$ solo per titoli privi di rischio e $duration = 0$ solo nella liquidità (che ha scadenza immediata).

TABELLA 5 – CARATTERISTICHE DELLE STRATEGIE RELATIVE VALUE

	Convertible Arbitrage	Fixed Income Arbitrage	Equity Market Neutral
Rendimenti	medio	basso	medio
Volatilità	basso	basso	basso
Downside Risk	basso	medio	basso
Indice di Sharpe	medio	basso	alto
Correlazione con le azioni	medio	basso	basso
Esposizione al mercato	basso	basso	basso
Grado di leva	medio	alto	medio
Orizzonte temporale	medio	medio	medio

Fonte: Rivista Hedge (2003).

lo azionario sottostante. Il gestore acquista i titoli convertibili e vende allo scoperto le azioni corrispondenti. L'abilità del gestore sta nell'individuare i titoli convertibili per i quali sia conveniente esercitare l'arbitraggio.

– *Fixed Income Arbitrage*. Consiste nell'arbitraggio in titoli a reddito fisso, ossia nell'assunzione di posizioni lunghe e corte di titoli collegati a un tasso fisso ma con prezzo diverso tra loro.

5.2. STRATEGIA EVENT DRIVEN O RISK ARBITRAGE

Il gestore focalizza la sua attenzione sugli eventi societari straordinari o comunque di rilievo. Le società che interessano i gestori sono, quindi, quelle che stanno attraversando cambiamenti strutturali, come fusioni, acquisizioni, o che sono in fase di ristrutturazione (*turnaround*) o di ricapitalizzazione o, ancora, che presentano condizioni di instabilità economico-patrimoniale e che sono soggette a procedure concorsuali. Rientrano nella categoria degli eventi specifici anche le scissioni o gli scorpori, le acquisizioni o cessioni di partecipazioni, le dispute legali di una certa rilevanza. Il *risk arbitrage*, infatti, può essere definito come una scommessa su un evento specifico di una realtà aziendale. Il gestore acquista i titoli di un'azienda interessata da un evento particolare, scommettendo sull'esito dell'evento stesso. Se la scommessa ha esito positivo, l'operazione produce un profitto per il fondo, indipendentemente dall'andamento del mercato. Per attuare questa strategia occorre analizzare approfonditamente le condizioni del mercato e le aziende interessate da eventi particolari. La capacità del gestore sta nella previsione di come l'evento influirà sulla società, anche in base alle normative del paese in cui avviene e ai fattori correlati. Le normative di corporate governance e/o fallimentari possono, infatti, influen-

zare in modo rilevante l'esito degli eventi, nonché imporre agli investitori delle specifiche restrizioni che possono risultare molto pericolose se non rispettate²⁶.

Nel momento in cui queste regole sono applicate o meno in un particolare affare od operazione, possono determinare incertezza e un abbassamento del prezzo dei titoli coinvolti, ma allo stesso tempo l'incertezza genera opportunità.

Le strategie Event Driven si manifestano, tipicamente, mediante due sub-strategie (tabella 6):

– *Merger Arbitrage*. Il profitto viene ricavato da operazioni di arbitraggio su titoli di società che sono soggette a proposte di acquisto e/o di fusione (M&A). Queste strategie si attivano soltanto in seguito all'annuncio di una operazione straordinaria, non agiscono in via preventiva. Il realizzo è dato dalla capacità del gestore di prevedere un esito positivo o negativo del processo di acquisizione e/o fusione avviato.

– *Distressed Securities*. I gestori sono interessati ai possibili profitti derivanti da operazioni compiute su titoli di società soggette a procedure concorsuali o in condizioni di insolvenza. Gli hedge fund possono, in questi casi, acquistare a prezzi molto vantaggiosi le azioni delle società in temporanea insolvenza per poi rivenderle sul mercato, in tempi di ripresa, realizzando dei profitti. Oppure i fondi possono acquistare le obbligazioni emesse dalla società, a prezzi ridotti, e aspettare il rimborso del nominale a scadenza. In questo caso il gestore agisce in senso contrario rispetto all'investitore tradizionale, spinto dall'emotività a ritirarsi subito dall'investimento e a svendere i propri titoli in caso di dissesto.

26. Si rammenta, infatti, che nella maggioranza dei paesi industrializzati le operazioni sulle società sono regolate da normative antitrust, sono soggette a regolamenti specifici nonché a regole sulle condizioni finanziarie.

TABELLA 6 – CARATTERISTICHE DELLE STRATEGIE EVENT DRIVEN

	Merger Arbitrage	Distressed Securities
Rendimenti	alto	medio
Volatilità	medio	medio
Downside Risk	medio	medio
Indice di Sharpe	alto	medio
Correlazione con le azioni	medio	medio
Esposizione al mercato	medio	medio
Grado di leva	medio	basso
Orizzonte temporale	medio	lungo

Fonte: Rivista Hedge (2003).

5.3. STRATEGIA OPPORTUNISTIC

La strategia Opportunistic è una sorta di classe residuale rispetto alle altre, che raccoglie un ampio ventaglio di strategie molto differenti tra loro.

In generale i gestori inseguono il profitto cercando il modo e il momento opportuno per la realizzazione dell'investimento, utilizzando la diversificazione del portafoglio come elemento di contenimento del rischio. Queste strategie sono riunite nella stessa classe perché presentano un alto livello di volatilità e una notevole esposizione ai rischi del mercato (tabella 7).

– *Macro*. I gestori scommettono sulla direzione che i mercati assumeranno al realizzarsi delle previsioni di sviluppo di alcune variabili macroeconomiche. Il rendimento è dato dalla capacità e dal tempismo con cui i capitali vengono spostati sul mercato al variare delle condizioni.

– *Emerging Markets*. È senza dubbio una delle strategie che presenta un fattore di rischio maggiore, in quanto orientata a investire in titoli dei mercati emergenti, dove la volatilità è maggiore e gli strumenti di investimento sono limitati.

– *Short Sellers*. Sono strategie utilizzate da quei fondi che fanno leva sulle vendite allo scoperto. In particolare, il profitto viene creato dalla diffe-

renza (negativa) fra il prezzo al quale i titoli vengono riacquistati e quello a cui erano stati precedentemente venduti dal gestore che li aveva presi in prestito.

– *Long/Short Equity*. Il gestore compone il portafoglio scegliendo posizioni a lungo e posizioni a breve, in base alle proprie esigenze e idee di investimento. Il rischio mercato è coperto solo in parte, in quanto le posizioni non sono controbilanciate esattamente, ma seguono le indicazioni dell'andamento del mercato.

5.4. FUND OF FUNDS

I fund of funds sono fondi caratterizzati dal fatto che il loro portafoglio non è composto da titoli e derivati, ma da altri fondi hedge. Il compito del gestore è di scegliere e allocare il patrimonio a disposizione in quote di hedge fund gestiti da altri gestori. Ovviamente in questi fondi il fattore caratterizzante è determinato proprio dalla scelta della composizione del portafoglio: il fondo di fondi migliore è quello che riesce a selezionare i migliori fondi hedge degli altri gestori. Solitamente un fondo di fondi è meno rischioso di un fondo hedge in quanto è composto da fondi diversi non correlati fra loro. In tal modo si riduce il rischio gestore e il rischio di strategia. Difficile, infatti,

TABELLA 7 – CARATTERISTICHE DELLE STRATEGIE OPPORTUNISTIC

	Macro	Short Sellers	Long/Short Equity	Emerging Markets
Rendimenti	alto	medio	alto	alto
Volatilità	alto	alto	alto	alto
Downside Risk	medio	alto	alto	alto
Indice di Sharpe	medio	basso	basso	basso
Correlazione con le azioni	medio	negativo	alto	alto
Esposizione al mercato	alto	alto	alto	alto
Grado di leva	medio	basso	basso	basso
Orizzonte temporale	corto	medio	corto	medio

Fonte: Rivista Hedge (2003).

che gestori diversi scelgano gli stessi fondi per la realizzazione del proprio portafoglio.

Non è necessario che il fondo di fondi sia composto da un elevato numero di hedge, certo è, però, che un maggior numero di posizioni hedge riduce il rischio di concentrazione. Nella scelta del paniere di fondi hedge è importante l'analisi dei rendimenti, dei rischi e della correlazione tra i fondi, oltre all'affidabilità del gestore e delle strategie adottate. Il rendimento di un fondo di fondi è dato, infatti, dall'agglomerazione dei risultati ottenuti dai singoli gestori nell'attuazione delle proprie strategie. La variabilità dipende dalle strategie adottate dai fondi di fondi:

- *Target return*: obiettivo è l'ottenimento di un rendimento fissato a priori.
- *Maximal return approach*: investono negli hedge che hanno le migliori performance.
- *Dedicated strategy*: investono negli hedge che perseguono una strategia prescelta.
- *Combination*: investono in hedge che attuano strategie diverse.

6. GLI SCHEMI DI BILANCIO DEGLI HEDGE FUND

Il Bilancio di esercizio di una SGR speculativa riflette i limiti patrimoniali e organizzativi imposti dalla normativa vigente; è stabilito, infatti, non solo un capitale sociale minimo di 1.000.000 di euro interamente versato, ma anche che i ricavi della gestione caratteristica siano composti unicamente dalle commissioni attive di gestione o di performance realizzate con la sottoscrizione da parte degli investitori e con i risultati raggiunti dalla gestione dei fondi hedge.

Se lo Stato Patrimoniale di una SGR speculativa propone scarse informazioni relative alle peculiarità della gestione di fondi hedge, il Conto economico è maggiormente rappresentativo dell'attività svolta. Gli schemi di bilancio seguiti sono quelli del d.lgs. 87/1992.

Nella tabella 8 si riporta un esempio di Conto economico, riclassificato secondo criteri finanziari.

Assumono poi rilievo i dati riportati, nel rispetto delle vigenti norme, nella Nota integrativa, nella quale vengono esplicitate informazioni supplementari tipiche della struttura in cui ope-

TABELLA 8 – CONTO ECONOMICO SCALARE DI UNA SGR SPECULATIVA

(a) Commissioni Commissioni attive ²⁷ (Commissioni passive ²⁸)
I. MARGINE DELLA GESTIONE CARATTERISTICA (a)
(b) Interessi di gestione Interessi attivi e proventi assimilati ²⁹ (Interessi passivi e oneri assimilati)
II. MARGINE DI INTERMEDIAZIONE (a+b)
(c) Altri proventi (e oneri) di gestione Spese generali amministrative ³⁰ Rettifiche di valore su immobilizzazioni immateriali ³¹ e materiali ³²
(d) Accantonamenti per rischi e oneri
III. RISULTATO DELLA GESTIONE OPERATIVA (I±c-d)
(e) Operazioni finanziarie Profitti (perdite) da operazioni finanziarie ³³
IV. RISULTATO DELLA GESTIONE FINANZIARIA (III+e)
(g) Componenti straordinarie Proventi straordinari ³⁴ Oneri straordinari
V. RISULTATO ECONOMICO ANTE-IMPOSTE (III±g)
(h) Imposte sul reddito
RISULTATO NETTO DELL'ESERCIZIO (IV-h)

27. Commissioni di gestione e commissioni di performance, alle quali possono essere affiancate anche le commissioni per sottoscrizione dei fondi di fondi gestiti. La società di gestione preleva dalle disponibilità dei fondi le commissioni di incentivo, calcolate sulla base dell'incremento delle quote dei fondi rispetto ai parametri di riferimento, come previsto dal Regolamento dei fondi; tali commissioni non sono oggetto di retrocessioni.

28. Si riferiscono alle agevolazioni finanziarie riconosciute dalla SGR speculativa ai singoli investitori, così come previsto nel Regolamento dei fondi, rappresentate dalla retrocessione di parte delle provvigioni e alle commissioni riconosciute alla Capogruppo per l'attività di collocamento effettuata.

29. Interessi attivi su c/c bancari, su pronti contro termine, sui depositi vincolati e su titoli di debito.

30. Spese per il personale, spese per servizi in outsourcing, costi servizi di advisory, spese per servizi professionali, spese legali e notarili, telefoniche, di cancelleria, costi della società di revisione e costi della funzione controllo interno.

31. Costi di costituzione, ammortamento del *goodwill* e di altri *intangibles*.

32. Costi per beni mobili e immobili e loro ammortamenti.

33. Dividendi, profitti e perdite da operazioni finanziarie, interessi attivi e proventi assimilati.

34. I proventi e oneri straordinari possono essere composti da differenze attive o passive realizzate sui cambi di valuta, e da sopravvenienze e minusvalenze sulle operazioni finanziarie effettuate.

rano le società di gestione del risparmio speculative³⁵.

Al fine di ottenere una chiara conoscenza dell'attività svolta dalla SGR speculativa e una migliore comprensione dei risultati economici raggiunti nell'esercizio, non è da trascurare l'informativa rappresentata dalla Relazione sulla gestione³⁶.

7. LA VALUTAZIONE DI UN HEDGE FUND: IL METODO PATRIMONIALE COMPLESSO EMPIRICO CON STIMA AUTONOMA DEI VALUE DRIVERS E IL MOLTIPLICATORE DEL MARGINE DI INTERMEDIAZIONE

Come si rileva in uno studio effettuato per le SGR di tipo tradizionale³⁷, il metodo patrimoniale complesso empirico è uno dei metodi di valutazione più indicati per stimare il valore di una SGR speculativa. L'obiettivo è infatti quello di stimare il valore di mercato del patrimonio netto (equity), attraverso:

– una stima *analitica* del valore del patrimonio netto, partendo dal *book value* dell'equity, cui vengono algebricamente sommati i plusvalori (o minusvalori); essi sono espressi dai *value drivers* che identificano risorse immateriali di norma non con-

tabilizzate (valore del team di gestione, track record...), la cui stima è incorporata in un avviamento virtuale di valutazione, di fonte interna (non essendo stata pagata una somma a tale titolo);

– una stima *sintetica*, che valuta l'*enterprise value* in funzione di un moltiplicatore di un saldo parziale economico-finanziario; il valore dell'intera impresa che rappresenta l'hedge fund è di pertinenza dei terzi finanziatori e, in via residuale, dei soci. Un parametro idoneo è il margine di intermediazione (paragonabile al MOL o EBITDA delle imprese industriali, se considera anche le spese generali e amministrative), che esprime sia un differenziale di redditività, sia il flusso monetario prodotto dal modello di core business operativo tipico dell'hedge fund.

Il margine di intermediazione incorpora i value drivers e ad esso va applicato un moltiplicatore di mercato, basato su transazioni comparabili e sul grado di appetibilità del fondo.

Il moltiplicatore di mercato va applicato al margine di intermediazione medio prospettico (sostenibile in un arco temporale coerente con il ciclo di vita dell'hedge fund) ed esprime il numero di volte che si intende valorizzare il flusso economico-finanziario espresso da tale margine (più il margine è elevato – rispetto alla media del settore – più aumenta il moltiplicatore). Nelle fasi di start up il moltiplicatore medio atteso tipicamente incorpora un fattore di crescita; particolarmente delicata è la stima della volatilità (intrinsecamente assai elevata) che il flusso medio deve incorporare. Se la volatilità attesa (basata anche sul track record dei risultati storici) è troppo elevata, la stima di un margine medio diventa problematica, talora fino al punto da inficiare l'applicabilità del metodo.

Il margine di intermediazione incorpora i value drivers e ad esso va applicato un moltiplicatore di mercato, basato su transazioni comparabili e sul grado di appetibilità del fondo; il valore di mercato dell'hedge fund è dato da:

$$w = \alpha - \beta$$

ove:

α = margine di intermediazione x n volte = enterprise value

β = posizione finanziaria netta = valore di mercato del debito

Il collegamento tra la stima analitica e sintetica è rappresentato nella figura 9.

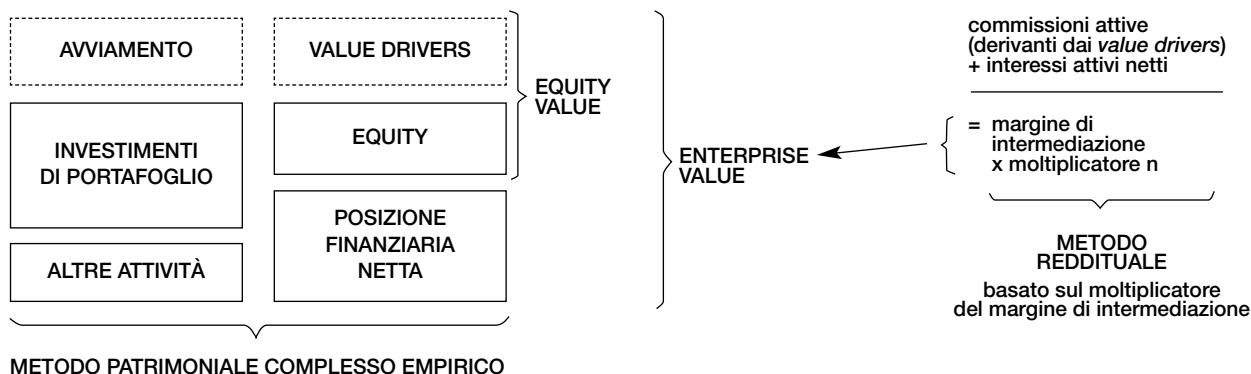
35. In particolare vengono rese note le seguenti informazioni:

- l'appartenenza della SGR speculativa a un gruppo (solitamente bancario);
- i dati identificativi della società controllante;
- i dati identificativi della Banca Depositaria presso la quale sono depositate le somme sottoscritte dagli investitori;
- la data di inizio di attività dei fondi speculativi e le autorizzazioni rilasciate da Banca d'Italia;
- le denominazioni dei fondi speculativi gestiti dalla SGR speculativa;
- il valore complessivo netto dei fondi speculativi e la suddivisione delle sottoscrizioni nei singoli fondi gestiti;
- la composizione degli strumenti finanziari presenti in portafoglio;
- le strategie perseguite dai singoli fondi speculativi gestiti.

36. Questo documento, infatti, fornisce un quadro della situazione politico-economica e finanziaria nella quale i fondi hedge hanno operato nel corso dell'anno e contestualizza le strategie impiegate dagli strumenti alternativi nell'ambito delle variabili di mercato e dei fattori macroeconomici. Nella Relazione sulla gestione, inoltre, vengono confrontati i risultati ottenuti dai fondi hedge con i risultati ottenuti dagli investimenti tradizionali, nonché i risultati ottenuti dalle diverse strategie speculative.

37. Si veda Gentili, Moro Visconti (2004).

FIGURA 9 – COLLEGAMENTO TRA METODI DI VALUTAZIONE DELL'HEDGE FUND



METODO PATRIMONIALE COMPLESSO EMPIRICO

Altri metodi tradizionalmente usati, come i metodi empirici o di mercato (moltiplicatori di borsa, ecc.) sono idealmente applicabili anche agli hedge fund, anche se richiedono adattamenti (per trovare i comparables adeguati e rappresentativi, avendo ogni hedge fund caratteristiche peculiari e tendenzialmente uniche) non sempre agevoli, soprattutto in mercati in cui gli hedge fund sono ancora poco sviluppati.

Particolarmente indicato in un'ottica alternativa o, preferibilmente, complementare (di controllo) è il metodo reddituale basato sul moltiplicatore del margine di intermediazione.

Per poter procedere alla stima occorre, in primo luogo, identificare quali siano gli elementi immateriali che contribuiscono all'effettiva creazione del valore di una SGR di tipo speculativo e, in conseguenza, valutarne il ruolo e il peso.

Gli intangibles caratterizzanti che apportano valore aggiunto sono definiti value drivers, e vengono analizzati al loro valore empirico (mediante confronti con strutture concorrenti), ovvero al valore storico di ricostituzione o rimpiazzo attualizzato (il costo di un team di gestori qualificati).

Il metodo patrimoniale complesso empirico può trovare esplicitazione mediante la seguente formula:

$$W = K + (R - I) + VD_1 + VD_2 + \dots + VD_N \quad [1]$$

ove:

W = valore di mercato dell'hedge fund

K = patrimonio netto contabile (equity book value)

R = rettifiche apportate al patrimonio netto

I = (eventuali) effetti fiscali delle rettifiche

VD_1, VD_2, VD_N = value drivers propri di una SGR speculativa

Le rettifiche da apportare al patrimonio netto contabile, per approssimarsi a un valore di mercato dello stesso, dovrebbero tendere a zero con l'applicazione del fair value richiamato dallo IAS 39³⁸ e da altri principi contabili internazionali.

Gli oneri fiscali potenziali sono applicabili alle plusvalenze realizzate, se e in quanto imponibili (non esenti).

In una SGR di tipo speculativo, i principali value drivers caratterizzanti sono riconducibili all'organizzazione e creazione di un team interno di gestori dei fondi e alla reputazione dei gestori facenti parte della propria organizzazione, all'applicazione di commissioni di gestione e di incentivo, nonché ai blocchi all'uscita dal fondo cui sono soggetti gli investitori o, ancora, al track record della performance del fondo o a un rating indipendente sulla valutazione della qualità di gestione dei fondi.

7.1. CREAZIONE DI UN TEAM DI GESTORI (SCELTA DI MAKE OR BUY)

Il mercato dei fondi speculativi italiani è giovane, essendo in fase di organizzazione e di crescita, e non ha ancora una consolidata esperienza nel settore delle analisi necessarie per la formazione, in totale autonomia, dei propri portafogli di fondi hedge.

38. Si veda Roscini Vitali, Vinzia (2003).

Secondo i dati forniti da *MondoHedge*³⁹ e afferenti alla situazione al 31 gennaio 2005, le SGR speculative indipendenti detengono una quota di mercato del 31,35%, mentre il restante 68,65% attiene alle SGR di emanazione bancaria e assicurativa. In particolare si evidenzia che circa il 60% di dette SGR si avvale della collaborazione di un advisor, mentre circa il 40% opera in autonomia. Il ruolo di un advisor estero ha ancora un peso rilevante nella gestione dei fondi speculativi, soprattutto per quanto concerne l'analisi delle informazioni sulle opportunità di investimento e la scelta delle strategie del fondo.

Certamente è da considerare come fattore positivo il crescente fenomeno della costituzione di team di gestione interni alla SGR speculativa stessa, al fine di sviluppare una tecnologia di analisi propria e una capacità gestoria riconosciuta.

Istituire un *investment team* interno significa disporre di capitale umano ad alta specializzazione, acquisire tecnologie in grado di fornire soluzioni avanzate nei processi di screening degli investimenti, disporre di informazioni precise e aggiornate sul settore degli strumenti alternativi.

È stato rilevato che una SGR speculativa che svolge in proprio l'attività di selezione dei fondi e di composizione del portafoglio impiega in media il doppio del personale impiegato nelle SGR speculative che si avvalgono di un advisor esterno.

In Italia non esiste una figura specifica per i *money manager*, e la loro preparazione tecnica spesso deriva da un'esperienza maturata in banche d'affari (solitamente estere) o nei settori della ricerca economico-finanziaria.

I gestori di riconosciuto talento tendono a migrare dalla gestione dei *mutual fund*, ingessata da pressanti regolamentazioni e vincoli, alla più dinamica gestione dei fondi hedge, al fine di poter esprimere in totale libertà le proprie intuizioni con l'obiettivo di raggiungere livelli sempre più elevati di rendimento. Un *money manager* è incentivato a scegliere di entrare nella gestione degli strumenti speculativi dalla possibilità di acquisire visibilità e credibilità personale, nell'ambito della propria professionalità, dalla possibilità di lavorare con strumenti di gestione innovativi e dinamici, in sintonia con le esigenze dei clienti-investitori dotati di

grandi capacità finanziarie e nell'ambito di una struttura organizzativa snella e orientata alla gestione, dalla possibilità di scelta delle linee di investimento orientate al perseguimento della performance assoluta, nonché dalle elevate *fee* di incentivo che vengono riconosciute al gestore stesso⁴⁰. Spesso l'affidabilità di un fondo speculativo è incentrata proprio sulla reputazione di cui gode il gestore del fondo stesso. Il fattore determinante per la scelta di un fondo è il track record professionale e personale del gestore, la capacità di guidare un fondo al raggiungimento di elevati rendimenti attraverso l'accurata due diligence del mercato e la scelta delle strategie adatte.

All'interno di un hedge fund, infatti, il gestore ricopre un ruolo di primaria importanza, in quanto da esso dipendono le scelte strategiche e gli strumenti di investimento adottati. Al gestore è affidata la sorte del portafoglio amministrato ed è garantito un buon livello di indipendenza e libertà nell'agire a favore del fondo. Ovviamente per l'investitore, la libertà di agire del gestore assume la conformazione del "rischio gestore", ovvero la possibilità che il gestore utilizzi gli strumenti a propria disposizione per commettere illeciti di natura finanziaria.

7.2. LE COMMISSIONI DI GESTIONE E DI PERFORMANCE

Le commissioni attive nette derivano dalla bontà del modello di business e riflettono i value drivers del fondo.

Le commissioni nei fondi comuni di investimento di tipo tradizionale sono determinate da una percentuale fissa sul patrimonio medio del periodo (chiamate commissioni di gestione o *management fees*). Nei fondi hedge, oltre alle commissioni di gestione, calcolate con percentuali fisse più elevate e utilizzate per coprire le spese di gestione del fondo, vengono applicate delle commissioni sui risultati raggiunti dal fondo, le cosiddette commissioni di incentivo o *performance fee*, parametrate all'apprezzamento del NAV.

La base di calcolo per la performance fee è composta dall'intero rendimento del fondo, e non solo dal realizzo eccedente il NAV di riferimento. Queste commissioni costituiscono l'effettiva remunera-

39. *MondoHedge* (2004, p. 4).

40. Monti (1995).

razione del fondo, che, altrimenti, dato il limite normativo di sottoscrizioni, sarebbe impossibilitato a sopravvivere con le sole entrate delle commissioni di gestione. Dette commissioni, inoltre, hanno la funzione di stimolare i gestori a perseguire livelli di rendimento migliori.

Al fine di disciplinare l'applicazione delle commissioni di performance ed evitare il comportamento troppo aggressivo di gestori attratti da guadagni elevati, la quasi totalità dei fondi hedge applica la clausola dell'*high water mark*, che prevede la corresponsione delle performance fee solamente in caso di effettivo rendimento del fondo e non in caso di recupero di posizioni precedentemente raggiunte⁴¹. In definitiva l'*high water mark* evita l'applica-

zione delle commissioni a carico degli investimenti sui risultati già raggiunti (figura 10).

I fondi hedge prevedono anche la clausola dell'*hurdle rate*, ovvero il riconoscimento al gestore di commissioni di performance solamente al raggiungimento di una soglia predeterminata di rendimento⁴². In Italia la presenza della clausola dell'*hurdle rate* nel meccanismo di calcolo delle commissioni di incentivo è scarsamente rilevante, in quanto prevista soltanto da una minoranza di fondi speculativi.

Analizzando l'attuale mercato degli hedge fund è possibile verificare che le percentuali medie delle commissioni applicate agli investitori sono quelle riportate in tabella 11.

FIGURA 10 – RAPPRESENTAZIONE DELLA CLAUSOLA HIGH WATER MARK

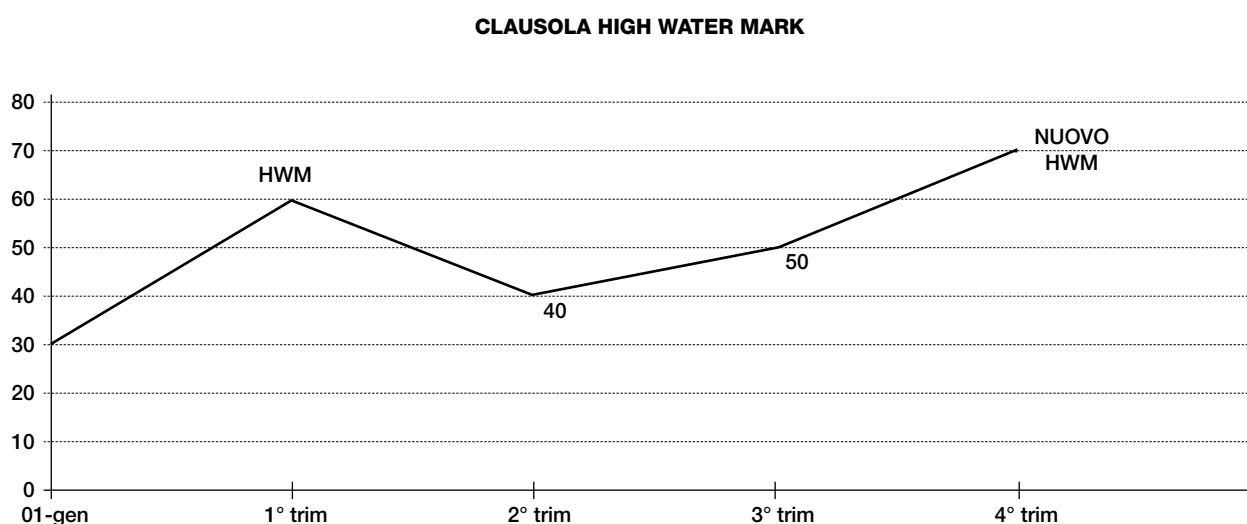


TABELLA 11 – PERCENTUALI MEDIE DELLE COMMISSIONI IN ITALIA E NEL MONDO PER HEDGE FUND (HF) E FUND OF FUNDS (F OF F)

Commissioni	% media Hf nel mondo	% media F of F nel mondo	% media Hf in Italia	% media F of F in Italia
Management fee	1,3%	1,5%	1,4%	1,65%
Performance fee	8,7%	10%	10%	11%

41. Letteralmente high water mark significa “segnale di acqua alta”. Ai manager non sono riconosciute commissioni in caso di perdite del fondo o di risultati inferiori a quelli prefissati. Ciò potrebbe comportare, da parte del manager, l'assunzione di strategie molto rischiose e aggressive per assicurarsi un buon ritorno di fee. L'applicazione dell'*high water mark* permette maggiore stabilità

dei compensi, non riconoscendo ai gestori alcuna commissione a fronte di un innalzamento dei rendimenti che coprono le perdite realizzate in precedenza. Si veda Goetzmann, Ingersoll, Ross (2003, pp. 1685-1718).

42. Letteralmente hurdle rate significa tasso barriera. Il livello di rendimento da superare è solitamente fissato al momento della costituzione del fondo.

In Italia le commissioni applicate risultano maggiori rispetto a quelle medie rilevate su scala mondiale, proprio in considerazione dei maggiori costi che le SGR speculative affrontano per gestire i propri fondi, dovendo delegare in outsourcing a un advisor la maggior parte delle proprie funzioni.

7.3. L'EXIT DATE E LA REDEMPTION FEE

Il d.lgs 58/1998⁴³ prevede che il regolamento del fondo di investimento stabilisca i termini e le modalità di rimborso delle quote sottoscritte e le modalità di liquidazione del fondo.

Tale norma è applicata anche al settore dei fondi speculativi. Rispetto a quanto accade in un fondo comune d'investimento tradizionale, nelle SGR di tipo speculativo la liquidazione di una quota potrebbe rappresentare un notevole gravame, considerato il peso che ogni investitore assume in un fondo con vincoli numerici di sottoscrizione.

Per ovviare a possibili inconvenienti di stabilità, in caso di ritiro di un investitore dal fondo, le SGR speculative hanno posto in essere una serie di vincoli di *lock up* al ciclo di liquidazione nei fondi speculativi.

In primo luogo, i fondi speculativi stabiliscono una data di liquidazione della quota, definita *exit*

date, che nella maggior parte dei casi ha cadenza mensile, ma può prevedere anche termini più lunghi, trimestrali o addirittura annuali. Le *exit date* sono contingenti al giorno di misurazione del NAV, in considerazione del fatto che per la liquidazione della quota occorre la sua esatta valorizzazione. L'investitore deve, quindi, attendere tale data per ottenere l'uscita dal fondo. Nel caso in cui i rimborsi delle quote in un'unica *exit date* siano eccessivamente onerosi per il patrimonio del fondo e tali da comprometterne la funzionalità, il gestore può rinviare la liquidazione ad altro termine, entro un periodo massimo stabilito dal regolamento, compreso tra i 90 e i 180 giorni.

Altra condizione posta dal fondo è la determinazione del periodo di preavviso intercorrente dalla richiesta di rimborso da parte del sottoscrittore al riscatto delle quote. In Italia tale periodo, definito *advance notice*, può variare mediamente in un intervallo temporale compreso tra i 30 e i 60 giorni. Alcuni fondi speculativi impongono agli investitori la sottoscrizione di clausole di *lock up* mediante le quali fissano un periodo di permanenza minima stabilita nel regolamento. Dette clausole possono, tuttavia, essere scavalcate mediante la corresponsione di una penale, definita *redemption fee*, calcolata in misura percentuale sul valore della quota riscattata. I regolamenti dei fondi indicano il valore limite massimo della percentuale applicabile, che varia dal 2% al 10%.

43. Art. 39, comma 2 lett. b).

BIBLIOGRAFIA

- ACKERMANN C., MCEENALLY R., RAVENSCHRAFT D. (1999), "The Performance of Hedge Funds: Risk, Return and Incentives", in *Journal of Finance*.
- BROWN S.J., GOETZMANN W.N., LIANG B. (2002), *Fees on Fees in Fund of Funds*, working paper, Case Western Reserve University, New York University and Yale school of Management.
- Gentili M.P., Melaccio N. (2005), "Il processo di *due diligence*: un driver di valore per i fondi di fondi *hedge*", in *MondoHedge*, n. 29.
- GENTILI M.P., MORO VISCONTI R. (2004), "La valutazione delle SGR", in *Banche e Banchieri*, n. 3.
- GERVASONI A., KOHN S. (2002), *Investimenti alternativi. Alla ricerca della massima performance. Hedge funds, private equity, venture capital, asset backed securities, managed futures...*, ed. Il Sole 24 Ore, Milano.
- GHIRINGHELLI P. (a cura di) (2004), *Hedge funds e gestione di portafogli mobiliari*, Egea, Milano.
- GOETZMANN W.N., INGERSOLL J., ROSS S.A. (2003), "High Water Marks and Hedge Fund Management Contracts", in *Journal of Finance*.
- LIANG B. (1999), "On the Performance of Hedge Funds", in *Financial Analysts' Journal*.
- MACHAN JAFFE D. (1992), "How the Markets Overwhelmed the Central Banks", in *Forbes*, 9 novembre.
- Melaccio N., Manuli E., Manuli A. (2003), *Gli hedge fund parlano italiano*, Jackson Libri, Milano.
- MONDOHEDGE (2004), n. 18, febbraio.
- MONTI M. (1995), "Gestori istituzionali e gestori indipendenti di capitali", in *AIAF*, luglio.
- NICHELE D., STEFANINI F. (2002), *Hedge funds. Investire per generare rendimenti assoluti*, ed. Il Sole 24 Ore, Milano.
- NICHOLAS J.G. (2000), *Investire negli hedge funds. Strategie per i nuovi mercati*, Egea, Milano.
- PIA P. (2002), *Hedge funds: fondi di copertura o fondi speculativi*, Giappichelli, Torino.
- ROSCINI VITALI F., VINZIA M.A. (2003), *Fair Value*, ed. Il Sole 24 Ore, Milano.