

INDICE

Introduzione	pag.2
Capitolo 1: Le caratteristiche comuni	
1.1 Correlazione	pag.4
1.2 Potenzialità di rendimento	pag.6
1.3 Target degli investitori e illiquidità dell'investimento	pag.7
1.4 L'importanza della componente umana	pag.9
Capitolo 2: Gli hedge funds	
2.1 L'evoluzione del mercato e la normativa vigente	pag.10
2.2 Gli aspetti peculiari e le principali differenze con i fondi comuni	pag.12
2.3 Le strutture organizzative e le strategie impiegate	pag.16
2.4 Gli hedge funds e i mutui sub-prime	pag.25
Capitolo 3: Private equity e venture capital	
3.1 Il mercato del private equity	pag.28
3.2 Venture capital: le operazioni di avvio e di sviluppo	pag.35
3.3 Le operazioni di cambiamento e l'utilizzo della leva finanziaria	pag.43
3.4 Il private equity e gli investimenti in infrastrutture	pag.48
Capitolo 4: Il Real estate	
4.1 Investimenti immobiliari: valorizzazione, rischi e rendimenti	pag.49
4.2 I fondi immobiliari e le S.I.I.Q.	pag.52
4.3 Le bolle immobiliari	pag.58
Capitolo 5: Gli investimenti in commodities	
5.1 La volatilità dei mercati di riferimento	pag.62
5.2 Le modalità di investimento	pag.66
Conclusioni	pag.70

INTRODUZIONE

Gli investimenti alternativi costituiscono dei prodotti finanziari che esistono sul mercato internazionale da una cinquantina di anni, e che da qualche anno suscitano l'interesse anche degli investitori italiani. Questi prodotti sono nati negli Stati Uniti e si sono diffusi prima a Londra e poi nel resto dell'Europa.

Non si può dare una definizione univoca o una classificazione tipica di investimenti alternativi, ma si può dire che sono delle forme di impiego che hanno delle proprietà particolari che si discostano da quelle degli investimenti tradizionali in azioni e obbligazioni. Gli investimenti alternativi più noti sono senza dubbio gli hedge funds, ma l'industria di tali impieghi è molto più vasta in quanto comprende anche prodotti come commodities, venture capital, private equity e fondi immobiliari.

Ogni categoria di attività alternativa presenta caratteristiche, vincoli, vantaggi e strategie da adottare differenti.

Le incertezze e i lunghi periodi di crisi dei mercati finanziari hanno spinto gli investitori a ricercare nuove forme di impiego che garantissero rendimenti più elevati e con minore volatilità; motivo per cui, negli ultimi anni, gli investimenti alternativi stanno vivendo una fase di forte espansione. A seguito della crisi e in un mercato sempre più globalizzato e complesso, questi strumenti si stanno dimostrando molto utili agli investitori che possono così costruire un portafoglio maggiormente diversificato, con un rischio complessivo minore. Infatti, una delle peculiarità degli investimenti alternativi è proprio quella di avere una bassa correlazione con le altre forme di investimento e con le oscillazioni dei mercati finanziari.

Oltre alla bassa correlazione con i mercati tradizionali e all'alta potenzialità di rendimento, queste forme di impiego presentano numerosi altri vantaggi alcuni dei quali connessi alla normativa a cui sono assoggettati. Infatti, queste attività, operando in deroga alla normativa vigente sulla tutela del risparmio, permettono ai gestori di poter adottare strategie più rischiose, non tradizionali, come la vendita allo scoperto, l'utilizzo di strumenti non convenzionali come futures e opzioni e la possibilità di poter sfruttare la leva finanziaria.

I gestori a cui vengono affidati questi investimenti sono professionisti altamente qualificati, con una lunga esperienza sul campo e una profonda conoscenza delle

dinamiche di tutti i mercati e di tutti i settori, ciò costituisce una garanzia per i risparmiatori che possono confidare sulla scelta delle migliori strategie e dei più opportuni metodi di investimento.

Rilevanti sono gli effetti positivi che alcuni di questi strumenti indirettamente generano nel contesto economico: le attività di private equity e di venture capital, ad esempio, rivestono un'importanza fondamentale nello sviluppo e nella crescita nazionale, perché agiscono come moltiplicatore della ricchezza mentre i fondi immobiliari hanno reso il settore immobiliare più trasparente e liquido. Come ogni altra forma di impiego, oltre a questi allettanti vantaggi, le attività alternative presentano alcuni limiti che non vanno assolutamente sottovalutati dall'investitore: alle alte possibilità di rendimento corrispondono elevati rischi, che si accentuano nel caso in cui l'investitore non abbia la professionalità e le conoscenze adatte alla tipologia di investimento scelto. In particolare, alcuni di questi impieghi si possono talvolta rivelare troppo speculativi o troppo illiquidi e sono quindi sconsigliati ai piccoli investitori (la normativa dei fondi hedge, ad esempio, prevede una quota minima di sottoscrizione pari a 500.000 euro proprio allo scopo di tutelare gli investitori meno qualificati, escludendoli dalla partecipazione a questi fondi).

Il monitoraggio delle performance nel tempo, essenziale fin dalla fase iniziale per poter scegliere l'investimento più adatto, può rivelarsi difficoltoso per alcuni investimenti a causa della scarsa trasparenza dei gestori o dei dati a disposizione sul mercato, molte volte sono incompleti e non esaustivi (si pensi ai private equity e ai venture capital che si basano sui dati delle società non quotate).

Infine, per quanto queste attività possano essere slegate dalle vicende dei mercati, e nonostante l'esperienza e la professionalità dei gestori che se ne occupano, anche queste forme di investimento hanno risentito inevitabilmente della crisi, seppur in maniera ridotta rispetto alle altre tipologie di investimento, pertanto non possono quindi esistere attività totalmente insensibili a vicende macroeconomiche di tale portata.

CAPITOLO 1: LE CARATTERISTICHE COMUNI

Le caratteristiche fondamentali che meglio rappresentano questa tipologia di attività finanziarie sono cinque¹:

- **Bassa correlazione** con i benchmark dei mercati: le attività finanziarie sono slegate dall'andamento e dagli indici azionari e obbligazionari del mercato tradizionale.
- **Alta potenzialità di rendimento**, a cui però, corrisponde un alto profilo di rischio.
- **Illiquidità** dell'investimento: si tratta di impieghi convenienti a lungo termine, difficilmente smobilizzabili prima della scadenza.
- **Ristrettezza del target degli investitori**: proprio per la loro scarsa liquidità e per l'alta soglia minima richiesta all'entrata, nella maggior parte dei casi, il target degli investitori è rappresentato da operatori istituzionali e da privati facoltosi che posseggono patrimoni cospicui.
- **Forte componente umana**: è fondamentale per una buona performance dell'investimento l'abilità del gestore, che deve avere conoscenze che vanno ben oltre quelle "classiche".

1.1 CORRELAZIONE

La caratteristica principale che deve presentare un buon portafoglio di investimenti per essere apprezzabile è la diversificazione degli assets, che consente di ridurre il profilo di rischio complessivo che risulterà minore rispetto alla somma dei rischi delle attività che lo compongono. Non a caso, la *teoria della diversificazione di Marcovitz* intende per l'appunto, la diversificazione come particolare combinazione di titoli che permette di ridurre il rischio globale di un portafoglio. In particolare, tale combinazione si ottiene formando il portafoglio di tipologie di investimenti che hanno una bassa correlazione tra di loro.

¹ Da "Gli investimenti alternativi", di Marco Leira. Milano il sole24ore 2005

La correlazione è una misura statistica che descrive la relazione tra due variabili, in questo caso tra due tipologie d'investimento.

La correlazione varia da -1 a +1; quando l'indice di correlazione è uguale a +1 vuol dire che i due investimenti sono perfettamente e positivamente correlati: si muovono nella stessa direzione e con la stessa intensità; quando l'indice di correlazione è uguale a -1 vuol dire che i due investimenti sono perfettamente, ma negativamente correlati: si muovono con la stessa intensità, ma in direzioni opposte; se l'indice di correlazione è uguale a 0, i due investimenti sono tra di loro indipendenti, non sono cioè correlati.

È bene evidenziare che non è possibile annullare totalmente il rischio, perché nella realtà non esistono titoli perfettamente e negativamente correlati tra di loro.

Idealmente invece di ricorrere agli investimenti alternativi, l'investitore, ad esempio, si potrebbe avvalere di titoli non correlati, di una cospicua quantità di azioni di diversi paesi, oppure di un mix di azioni-obbligazioni. Nel caso di mercato al ribasso a livello internazionale o in più settori, però, neanche questi portafogli risultano al sicuro da perdite e l'unica strategia che possono adottare gli investitori tradizionali è quella di vendere gran parte delle attività del proprio portafoglio. Ne è stata una dimostrazione questa fase di forte crisi, in cui gli investitori tradizionali hanno cercato di proteggersi vendendo le azioni in portafoglio o coprendo le proprie posizioni con strumenti derivati. Nei migliori casi, però, si sono semplicemente contenute le perdite e si è scongiurata l'erosione del patrimonio, mentre gli impieghi alternativi hanno risentito in maniera meno catastrofica delle forti oscillazioni dovute alla crisi. Le statistiche confermano, infatti, che gli investimenti alternativi presentano una correlazione nettamente inferiore a 1, sia rispetto ai benchmark tradizionali di riferimento (per esempio S&P 500, US 30 yr. bond), che rispetto alle altre tipologie di impieghi alternativi. Questa bassa correlazione con i mercati tradizionali permette di stabilizzare i rendimenti nel tempo, riducendo la volatilità del portafoglio e garantendone così l'ottimizzazione sotto il profilo rischio-rendimento.

Pertanto, dato che queste attività finanziarie non risultano correlate in maniera significativa ai mercati finanziari, esse possono generare rendimenti anche quando i mercati sono in forte ribasso o attraversano una fase di stagnazione. Infatti, come poi verrà evidenziato in prosieguo, alcuni dei fondi hedge sono addirittura riusciti ad

ottenere una performance positiva, sfruttando lo scoppio della bolla speculativa del 2008. Operando svincolati dai corsi del mercato, gli investitori riducono così le incertezze di lungo periodo e limitano gli effetti che derivano dalla globalizzazione dei mercati finanziari.

1.2 POTENZIALITA' DI RENDIMENTO

Normalmente, alcune categorie di impieghi alternativi garantiscono un ritorno più elevato rispetto alla maggior parte dei comuni metodi di gestione del risparmio. Per rendimento si intende l'entità dei flussi di cassa che l'investimento genererà in futuro. Come tutte le attività finanziarie, i rendimenti devono essere attentamente valutati in relazione al profilo di rischio di ciascun investimento.

A tal proposito, la *teoria del rischio/rendimento* dimostra che a gradi di rischio crescenti corrispondono nel tempo rendimenti crescenti.

Per rischio si definisce la variabilità del rendimento di un'attività finanziaria, la possibilità cioè, che il rendimento effettivo diverga da quello previsto.

Tali impieghi sono caratterizzati da rendimenti elevati a cui però corrispondono profili di rischio altrettanto notevoli. Ne consegue che, chiunque sia interessato a questo genere di prodotti deve essere consapevole dell'aspetto concernente il rischio, particolarmente rilevante soprattutto in determinati investimenti, ad esempio in alcuni fondi hedge, che utilizzano esclusivamente strategie di short selling, pressando lo scoppio di bolle speculative.

Nella realtà non sempre, però, si tiene conto di questa relazione tra rischio e rendimento. Innanzitutto, gli individui nella realtà quotidiana percepiscono il rischio come qualcosa di soggettivo e non come qualcosa di oggettivo e misurabile.

Uno studio ha dimostrato che la percezione soggettiva del rischio è influenzata notevolmente dal grado di familiarità con l'informazione: gli investitori considerano maggiormente rischiose le attività che conoscono poco, e gli impieghi in considerazione non sono ancora ampiamente conosciuti e i gestori non operano in piena trasparenza. È dunque importantissimo definire in una prima fase obiettivi, necessità e profilo di rischio, al fine di selezionare la categoria di investimenti alternativi più compatibile con le proprie esigenze.

In secondo luogo, bisogna considerare che i rendimenti effettivamente conseguiti dipenderanno in definitiva dalle strategie di copertura adottate dal gestore e dall'oggetto dell'investimento, che possono determinare il conseguimento di rendimenti notevoli, pur avendo mantenuto il rischio ad un livello accettabile.

Ad esempio, per quanto concerne gli hedge funds, come vedremo in seguito, ciò che permette agli operatori di ottenere una redditività superiore è la possibilità di mettere in atto strategie vietate agli investitori tradizionali come la vendita allo scoperto e l'utilizzo della leva finanziaria.

1.3 TARGET DEGLI INVESTITORI E ILLIQUIDITA' DELL'INVESTIMENTO

Il target degli investitori è una nicchia. È rappresentato essenzialmente da istituzioni finanziarie e dai cosiddetti "high and worth individuals": investitori accreditati, istituzionali, ricchi risparmiatori che hanno a disposizione ingenti patrimoni. Si pensi che, per la partecipazione ad alcuni fondi in Italia, la quota minima di sottoscrizione non può essere inferiore a 500.000 euro e il numero di partecipanti non può superare le duecento unità. Negli Stati Uniti è richiesta una soglia di reddito lordo annuo e un patrimonio minimo di 200.000 dollari e il numero massimo di partecipanti è di novantanove unità. È quindi evidente la ratio di tali limiti, essenzialmente prudenziale, volta ad escludere la partecipazione del segmento del piccolo risparmio a questa categoria di investimenti altamente rischiosi, i cui gestori hanno la massima flessibilità nello scegliere strategie prettamente speculative e operano sotto pochi vincoli e nessuna trasparenza.

Le fondazioni universitarie sono state le prime a rivolgere la propria attenzione a queste forme di impiego; esse sono organizzazioni molto diffuse all'estero, soprattutto nei paesi anglosassoni. Molto spesso posseggono fondi cospicui accumulati nel tempo in seguito a donazioni di imprese o persone facoltose.

Poiché nei paesi anglosassoni le fondazioni universitarie sono quasi tutte di natura privata, grazie a questi investimenti, le Università riescono a finanziare le proprie ricerche e, nel contempo, a garantirsi le risorse necessarie per la propria sopravvivenza.

In Italia si sta assistendo ad un crescente intervento delle istituzioni universitarie nel settore del private equity, fenomeno che sta favorendo l'ingresso dell'innovazione e della ricerca all'interno delle piccole aziende a conduzione familiare.

Il contributo dato da strutture indirette di investimento permette di abbattere parzialmente questi rigidi vincoli normativi. Infatti, nonostante l'alta soglia minima richiesta all'ingresso, grazie a fondi di fondi, fondi pensione e altri prodotti strutturati che verranno successivamente descritti, indirettamente anche investitori con patrimoni meno ingenti possono oggi accedere a queste forme di impiego.

Banche, assicurazioni e altri istituzioni finanziarie raccolgono sul mercato quote di risparmio di minore ammontare, le aggregano e le indirizzano verso uno o più fondi hedge e altri operatori nel settore degli impieghi alternativi garantendo un'estrema diversificazione; in questo modo viene favorito l'accesso anche ai piccoli risparmiatori e il rischio viene minimizzato.

Tutti questi investitori, oltre ad avere in comune notevoli risorse economiche, hanno anche un'ottima cultura finanziaria e non avvertono nessuna necessità di tornare in possesso delle somme investite in tempi brevi. Infatti, come già detto, un'altra caratteristica peculiare degli investimenti alternativi è la loro scarsa liquidità. Questa caratteristica è determinata dal fatto che molto spesso i gestori, tra queste attività, privilegiano quelle con una bassa volatilità, per poter così mantenere i rendimenti costanti nel tempo. Per l'investitore disinvestire la propria quota prima della scadenza naturale dell'investimento non è semplice e soprattutto può non risultare conveniente e in alcuni casi possono essere previste delle clausole apposite per il sottoscrittore della quota, le quali prevedono un periodo di tempo minimo di partecipazione al fondo, prima del quale non è possibile disinvestire la propria quota di partecipazione. Nel caso delle operazioni di private equity, invece, ciò che determina l'illiquidità dell'investimento è l'esigenza di seguire l'impresa finanziata per un certo periodo di tempo, e non pertanto non risulta conveniente smobilizzare l'investimento prima che l'impresa abbia raggiunto un certo valore di mercato o sia pronta per essere quotata in borsa.

Tra le varie tipologie di questi investimenti, ce ne sono alcune che per le loro caratteristiche intrinseche sono poco adatte per gli investitori privati; per queste categorie il target è costituito maggiormente da investitori istituzionali: è il caso di

private equity, venture capital e commodities, mentre strumenti finanziari come hedge funds e fondi immobiliari sono più adatti per investitori privati.

1.4 L'IMPORTANZA DELLA COMPONENTE UMANA

Sebbene gli investimenti tradizionali siano parzialmente caratterizzati dalla discrezionalità dell'investitore in termini di scelte e di operazioni poste in essere, in linea generale tali scelte sono comunque altamente formalizzate e molto meno complesse, in quanto utilizzano metodi comuni. Il gestore di impieghi alternativi, al contrario, oltre a possedere queste conoscenze comuni, deve anche possedere competenze qualificate e specializzate, di natura "discrezionale", che giustificano in tal modo l'assunzione di rischi maggiori, per esempio, la conoscenza specifica di alcuni settori o di alcuni mercati o la specializzazione nell'utilizzo di alcune strategie speculative. Ogni tipo di investimento alternativo richiede competenze distintive diverse e deve essere esaminato individualmente. Se consideriamo il caso dei fondi hedge, per ciascun fondo sono determinanti conoscenze specifiche ed appropriate nell'allocazione del patrimonio, nell'esposizione e nella diversificazione del portafoglio. Verranno richieste competenze distintive sulla categoria di operazioni poste in essere tenendo conto del profilo strategico del fondo. In particolare, per i fondi che adottano strategie di diversificazione a livello globale sarà necessaria una buona capacità previsionale delle variabili macroeconomiche, mentre per i cosiddetti sector funds sarà fondamentale anche un'ottima conoscenza del segmento specifico nel quale operano. La possibilità di ottenere un alto rendimento senza incorrere in perdite dipende, in maniera significativa, dalla professionalità e dalle strategie di copertura adottate dal gestore dei fondi. Inoltre, per qualsiasi investimento in fondi comuni, è necessario avvalersi di una solida e affidabile rete di relazioni per poter accedere ai migliori gestori e per poter negoziare l'acquisto di quote di partecipazione dato che, come già accennato, per garantirsi agilità e flessibilità, tali operatori pongono dei limiti dimensionali ai loro fondi e quindi non permettono l'accesso a nuovi investitori quando si è raggiunto il limite massimo. Infine, in alcune tipologie di investimento come nel caso del private equity, è consigliabile che l'operatore abbia avuto già esperienze con imprese simili a quella

target, poiché assumono rilevanza cruciale le capacità umane del responsabile dell'operazione, che deve avere ottime competenze manageriali e di integrazione all'interno dell'azienda, condizioni essenziali per una partnership di successo.

CAPITOLO 2: GLI HEDGE FUNDS

2.1 L'EVOLUZIONE DEL MERCATO E LA NORMATIVA VIGENTE

Investire nei mercati finanziari è ormai difficile e rischioso.

Sono sempre più comuni strumenti altamente speculativi e pochi sono gli investitori che realmente studiano una strategia da seguire e che conoscono a fondo il funzionamento del mercato, ora volatile ed imprevedibile anche per i più esperti.

In questo contesto si presta sempre più attenzione verso gli hedge funds che, come gli altri strumenti alternativi, permettono di svincolare gran parte del proprio investimento dalle crisi dei mercati e danno la possibilità di affidare il proprio risparmio a gestori di patrimoni altamente qualificati, i quali adottano le strategie vincenti, garantendo così alte probabilità di rendimento.

Il primo fondo speculativo nacque negli Stati Uniti nel 1949. Il fondatore, il giornalista A.W.Jones, adottò una strategia di market neutral che, come verrà descritto in seguito, ha l'obiettivo di neutralizzare gli effetti delle oscillazioni del mercato sul portafoglio detenuto. Jones combinò una posizione long su titoli sottovalutati dal mercato con una posizione short su titoli sopravvalutati. La vendita allo scoperto generava cassa per la posizione long e, poiché l'oggetto della vendita era un paniere di titoli sopravvalutati, il fondo poteva riacquistarli successivamente ad un prezzo inferiore rispetto a quello ottenuto dalla vendita.

Jones fu anche il primo che introdusse la remunerazione basata sulla performance ottenuta dal fondo e non a percentuale fissa sul patrimonio gestito.

In Italia, inizialmente, questi interessanti strumenti erano quasi sconosciuti, sia a causa di maggiori vincoli giuridici e fiscali, che a causa dell'alta soglia minima d'entrata. Negli ultimi vent'anni, invece, il progresso tecnologico e lo sviluppo dei

mercati hanno permesso la diffusione di questi strumenti, grazie anche alla possibilità di poter ottenere tutte le informazioni in tempo reale e a basso costo di monitoraggio. Bisogna poi considerare l'impulso dato dalle fasi di mercati a rialzo e di diffuso benessere generale, determinanti per lo sviluppo sia degli investimenti tradizionali, che di quelli alternativi e per l'incentivo alla ricerca di forme sempre più differenziate di investimenti e di strategie. L'interesse crescente per queste forme di investimento è testimoniato dal tasso di crescita annuale globale, registrato negli ultimi dieci anni del 25%. Il risultato sbalorditivo è evidente soprattutto in Italia dove, negli ultimi anni, i fondi sono cresciuti del 38%, con oltre 276 fondi operativi. In passato, il termine hedge funds indicava sia la struttura dell'investimento (ovvero fondo misto), sia la strategia (portafoglio a lungo termine coperto tramite vendite di titoli allo scoperto). Oggi invece, il termine viene utilizzato unicamente per indicare la struttura, poiché i gestori hanno sviluppato un'ampia gamma di strategie differenti. Tali fondi sono sottoposti ad una normativa meno rigida rispetto alle altre forme di investimento. Ciò permette ai gestori di poter adottare strategie più "azzardate" come vendite allo scoperto in caso di ribassi sul mercato mediante l'utilizzo frequente di strumenti derivati e della leva finanziaria.

Il mercato italiano è stato uno dei primi ad essere regolamentato in seguito all'emanazione del decr. Min. Tesoro 228 del 1999, il quale ha introdotto la figura dei fondi comuni di investimento speculativi. La normativa disciplina in maniera atipica e agevolata questi fondi rispetto a quelli comuni.

È stabilito che i fondi speculativi abbiano le seguenti caratteristiche:

- Il numero dei partecipanti al fondo non può superare le 200 unità (negli Stati Uniti il numero massimo di partecipanti è di 99 unità);
- L'ammontare minimo di ciascuna sottoscrizione deve essere di 500.000 euro, gli investitori devono essere inevitabilmente soggetti accreditati;
- Le quote di partecipazione al fondo non possono essere oggetto di sollecitazione all'investimento, non è per tanto consentita la pubblicità verso il pubblico dei risparmiatori.

I limiti elencati hanno lo scopo di destinare la partecipazione a questi investimenti esclusivamente alla fascia facoltosa della clientela, in modo tale da "allontanare" i piccoli risparmiatori da prodotti così complessi e speculativi. Proprio a tutela dei

piccoli risparmiatori, la normativa dei fondi comuni, che verrà successivamente esposta, è stata appositamente prevista sotto un'ottica prettamente prudenziale, che prevede l'imposizione di numerosi divieti al fine di limitare l'esposizione al rischio.

I fondi speculativi possono essere creati e amministrati solamente dalle SGR che prevedono come oggetto esclusivo della loro attività economica l'istituzione e la gestione di questa tipologia di fondi. Al momento della creazione del fondo, deve essere redatto un regolamento descrittivo dei rischi impliciti nelle varie operazioni e le deroghe normative di cui godono tali fondi rispetto ai fondi tradizionali.

Devono essere ulteriormente indicati i conferimenti e i beni oggetto dell'investimento e le regole riguardanti il rimborso delle quote.

L'atto costitutivo prevede la possibilità di assumere posizioni long e short, di utilizzare la leva finanziaria e gli strumenti derivati.

Come tutti gli investimenti alternativi, i fondi hedge sono illiquidi, hanno dei tempi di disinvestimento della quota molto lunghi, di circa quaranta giorni, e molte volte, al momento della sottoscrizione, sono previste delle apposite clausole in cui viene fissato un termine minimo, il cosiddetto lock-up period, prima del quale non è possibile smobilizzare l'investimento.

2.2 ASPETTI PECULIARI E LE PRINCIPALI DIFFERENZE CON I FONDI COMUNI

Gli hedge funds sono costituiti da società di investimento che gestiscono un pool di patrimoni privati spesso non registrati e domiciliati in paesi off-shore. Non esiste una precisa definizione giuridica del termine hedge fund, possiamo definirlo come qualsiasi fondo non tradizionale a rischio coperto, che utilizzi strategie che vadano oltre il semplice acquisto di azioni, obbligazioni o titoli di credito.

Il termine anglosassone hedge indica letteralmente "copertura". Per l'appunto, questi fondi vengono costituiti con l'intento di gestire il patrimonio raccolto ottenendo una performance soddisfacente e assoluta, eliminando gran parte del rischio di mercato.

La gestione collettiva del risparmio dovrebbe presentare, in linea di principio, il vantaggio di garantire una razionalizzazione delle strategie e di potersi avvalere di operatori professionalmente qualificati ed esperti nell'evoluzione dei mercati,

garantendo così buone possibilità di remunerazione. Le strategie utilizzate dai gestori di hedge funds permettono l'accesso ai mercati mondiali, perciò tali strumenti danno la possibilità di diversificare maggiormente il portafoglio, di svincolarsi dalle oscillazioni dei singoli mercati.

Le varie operazioni intraprese da questi fondi sono singolarmente rischiose, ma l'ampia gamma di strategie messe in atto permette di mantenere elevata la potenzialità di guadagno e al contempo di coprirsi dal rischio. I gestori non danno mai nessuna informazione sulla loro attività. Ogni gestore è specializzato in una o più strategie: alcuni, ad esempio, mirano ad un livello di rischio contenuto, altri, invece, sfruttano le leve tentando di raggiungere ingenti guadagni.

Si può poi mirare a guadagnare in mercati a ribasso oppure in mercati a rialzo.

Tra i fattori che maggiormente incidono sulla scelta della strategia da adottare vi sono le modalità di investimento del gestore, la scelta dei mercati su cui investire e gli obiettivi che si intendono perseguire. Tante di queste sofisticate strategie permettono di sfruttare le inefficienze del mercato, gli abili gestori utilizzano i loro vantaggi informativi e statistici per speculare e guadagnare sulle temporanee differenze tra valore potenziale di un'attività e il suo valore di mercato, prima che le informazioni si diffondano tra i risparmiatori.

Le particolari strategie utilizzate, miranti ad un rendimento assoluto, implicano però un *rischio* notevole connesso alla possibilità che la strategia messa in atto fallisca.

Tra i rischi connessi all'investimento ci sono poi i vari rischi operativi:

- Il rischio di mercato: legato a corsi sfavorevoli di alcune variabili di riferimento (corso dei titoli, livello dei tassi di interesse), accentuato dal frequente uso della leva finanziaria. Gli hedge funds possono minimizzare il rischio di mercato aprendo posizioni di segno opposto o creando un portafoglio di attività negativamente correlate, ma non è possibile annullarlo completamente;
- il rischio paese: connesso alla possibilità che un determinato Stato si possa trovare in una situazione di crisi tale da non poter più onorare i propri impegni finanziari;
- il rischio di credito: dovuto all'eventuale insolvenza della controparte;
- il rischio di liquidità: costituito dalla difficoltà del fondo di trasformare in moneta un investimento prima della scadenza. Tale rischio può bloccare talvolta i fondi dal chiudere determinate posizioni sconvenienti.

Il *rendimento* degli hedge funds, secondo la teoria del CAPM, dipende essenzialmente da due parametri: alfa e beta. Alfa è il coefficiente che misura l'extrarendimento, ovvero, la parte di rendimento non spiegata dalle variazioni di mercato; Beta è il coefficiente di regressione che misura la sensibilità del rendimento rispetto alle variazioni di mercato. L'extrarendimento deriva sia da alcuni vantaggi strutturali, come la flessibilità normativa ed operativa già evidenziata, che dalle abilità professionali dell'operatore nel gestire il rischio e nell'individuare gli strumenti finanziari e le strategie più consone.

Ogni gestore avrà una propensione al rischio propria e, per tanto, investirà in attività con caratteristiche diverse da quelle scelte dagli altri gestori. L'investitore, dunque, nello scegliere il gestore di fondi hedge più adatto alle proprie esigenze, dovrà analizzare la compatibilità sotto il profilo - rischio rendimento. Gli investitori maggiormente avversi al rischio possono affidare i propri risparmi ai funds of funds hedge, che sono dei fondi comuni, in genere costituiti sottoforma di società in accomandita semplice, che raccolgono il risparmio e poi allocano il patrimonio sottoscritto in differenti fondi hedge. Quindi, viene garantita la massima differenziazione in vari contesti geografici e in diversi settori e il rischio risulta così minimizzato. Un ulteriore vantaggio di tale investimento indiretto è che, attraverso la sottoscrizione di quote di fondi di fondi, anche i piccoli risparmiatori possono accedere ai fondi hedge caratterizzati da una soglia minima che esclude a priori investitori non facoltosi. Come già accennato, oggi il termine hedge funds indica solo la struttura dell'investimento, il nome nulla dice sull'attività sottostante né sulla strategia adottata. Per struttura dell'hedge funds si intende la persona giuridica che raccoglie i beni oggetto dell'investimento. L'ente giuridico stabilisce la remunerazione che spetta al gestore, le caratteristiche dei potenziali investitori e il numero massimo degli ammessi al fondo. Spesso una parte rilevante delle quote di partecipazione al fondo viene sottoscritta dagli stessi gestori.

I fondi hedge sono prodotti flessibili che cambiano nel tempo, perciò, il monitoraggio continuo del gestore e le sue qualità professionali sono elementi cruciali per ottenere una performance soddisfacente. Queste strutture prevedono una remunerazione al gestore del fondo rappresentata da una commissione di gestione a percentuale fissa sul patrimonio gestito (1,5% -2,5%) e da una percentuale sulla base

dei profitti ottenuti dall'amministrazione del patrimonio (la cosiddetta *carried interest*, che può arrivare fino al 20% - 25% annuo) e, quindi, gli operatori sono incentivati a perseguire gli interessi dei partecipanti al fondo e ad adottare le strategie più remunerative, anche perché, come già detto, una parte importante del patrimonio investito spesso proviene dagli stessi gestori. La remunerazione dei gestori comuni è invece rappresentata dalla sola commissione fissa di gestione, corrispondente circa al 1% - 2,5% dell'ammontare del patrimonio gestito nell'anno.

Poiché i partecipanti al fondo devono essere investitori accreditati o istituzionali, il numero delle sottoscrizioni è abbastanza ridotto. I fondi tradizionali prevedono, invece, un numero più alto di partecipanti.

Come tutti i fondi, un fondo hedge è da vedere come veicolo da utilizzare per sfruttare le opportunità offerte dal mercato, ma differentemente dai fondi comuni, prevede una gamma di metodi di investimento più sviluppata e flessibile, utilizza un numero maggiore di tecniche e di strumenti e persegue degli obiettivi diversi. Infatti, lo scopo dei fondi tradizionali è essenzialmente quello di investire in azioni ed obbligazioni tentando di battere un certo benchmark di mercato.

I mutual funds utilizzano pertanto strategie di gestione passiva, che mirano al raggiungimento del parametro di riferimento. Anche il rischio viene valutato in senso relativo, in relazione al benchmark. Gli obiettivi dei fondi hedge invece, sono la remunerazione assoluta nel lungo periodo, sempre e comunque, in qualsiasi condizione di mercato e la riduzione dei rischi di portafoglio. Prevedono dunque una gestione attiva, dinamica e flessibile.

La normativa a cui sono assoggettati i fondi tradizionali implica una gestione prudentiale a tutela dei piccoli investitori. È previsto che questi operatori non possano utilizzare la leva finanziaria, né strumenti derivati, né possano effettuare vendite allo scoperto (se non quelli che hanno aderito alla nuova regolamentazione Ucits III).

I mutual funds hanno la forma di società di investimento pubbliche, sono soggetti a registrazione e a rigidi controlli per garantirne la trasparenza.

Gli investitori alternativi invece, combinano posizioni lunghe e corte e fanno frequente ricorso alla leva finanziaria e alla vendita allo scoperto, possono operare con qualunque strumento finanziario, perfino con titoli di società a basso rating o

sottoposte a procedure concorsuali. Aprire posizioni di copertura contro eventuali crolli di mercato permette ai fondi hedge, in casi di mercato fortemente a ribasso, di ottenere flussi di cassa positivi che verranno impiegati per coprire le perdite generate da altre operazioni. Al contrario, in caso crisi di mercato, l'unica strategia che può essere adottata dagli operatori tradizionali per poter proteggere i propri portafogli è quella di vendere parte dei titoli posseduti, ma il risultato migliore che si può ottenere è quello di attenuare le perdite.

I fondi hedge non sono soggetti a registrazione, ma dopo il crollo dei mercati, l'Unione Europea ha proposto di regolamentarli. La normativa verrà descritta nel paragrafo dei mutui sub-prime. L'ultima differenza con i mutual funds è rappresentata dalla valutazione del portafoglio del fondo. In entrambi i casi, il patrimonio del fondo viene calcolato utilizzando il metodo NAV (Net Asset Value) il quale individua il patrimonio netto come differenza tra attivo e passivo di bilancio; ma il portafoglio dei fondi hedge si valuta su base mensile, quello dei fondi tradizionali, invece, si calcola su base giornaliera.

2.3 LA STRUTTURA ORGANIZZATIVA E LE STRATEGIE IMPIEGATE

La normativa flessibile a cui sono assoggettati gli hedge funds implica che non esista un modello organizzativo ben definito. Ogni fondo è unico e stabilisce autonomamente la propria struttura di governance. Generalmente il modello organizzativo di un fondo hedge prevede il coinvolgimento di sei figure:

- Investitori: coloro che hanno sottoscritto le quote di partecipazione al fondo. Come già precisato, sono soggetti che hanno ingenti disponibilità patrimoniali e non hanno l'esigenza di ritornare a breve in possesso del loro investimento.

- Management: è il soggetto economico, il team che stabilisce le decisioni strategiche e gli obiettivi di più lungo termine seguendo le varie operazioni attivate dal fondo.

- Prime broker: si occupa delle decisioni che riguardano la gestione operativa, la liquidazione delle varie posizioni e le relative transazioni. È l'intermediario che

finanzia il gestore, ricopre un ruolo importante di controllo sull'esposizione al rischio del fondo, variabile fondamentale per garantirne la stabilità.

- Administrator: è il soggetto incaricato della gestione del fondo. Si occupa sia dei rapporti con gli investitori, che di quelli con le Autorità di Vigilanza. L'administrator riveste un ruolo fondamentale anche nella gestione finanziaria, nel breve e nel medio - lungo termine, è il responsabile del calcolo mensile del valore del fondo e delle commissioni dovute al gestore.

- Auditor: controlla la conformità del valore netto del fondo calcolato dall'administrator con i principi di applicazione NAV e il rispetto della normativa.

- Advisor: svolge una funzione di supporto decisionale in merito all'allocazione del patrimonio tra le varie opportunità di investimento perseguendo l'obiettivo di ottimizzare il portafoglio.

Le strategie utilizzate dai fondi hedge si possono distinguere in varie macro - categorie ognuna delle quali predilige la scelta di una certa categoria di investimenti e l'utilizzo di determinati strumenti.

Short selling e le nuove disposizioni delle Autorità di vigilanza.

Lo short selling è una strategia particolarmente evidente prima dello scoppio di una crisi poiché è la tipica strategia adottata dai ribassisti che fanno ampio uso della vendita allo scoperto. È l'operazione che più contraddistingue i fondi hedge dai fondi tradizionali i quali, come già ampiamente precisato, non possono usufruire di questa strategia operativa. La vendita allo scoperto consiste nel prendere a prestito una certa quantità di titoli di cui non se ne ha diretta proprietà, venderli sul mercato e riacquistarli successivamente per poterli restituire, con l'aspettativa di mercato a ribasso e guadagnare così sullo spread tra il prezzo di vendita e il prezzo di acquisto. Esistono due tipologie di vendite allo scoperto: naked e covered. Le vendite covered sono assistite dal prestito titoli: al momento dell'ordine di scambio, il venditore ha già reperito i titoli da consegnare al compratore.

Le vendite naked non sono invece assistite dal prestito titoli: al momento dell'ordine di scambio il venditore non ha ancora i titoli, li dovrà reperire sul mercato e quindi il compratore non ha la certezza che il venditore riuscirà a riconsegnargli i titoli.

I gestori di questa categoria vigilano attentamente il mercato e l'andamento delle varie economie nazionali, cercando delle situazioni particolarmente critiche (per esempio una società indebitata con i titoli sopravvalutati o un settore sull'orlo del declino) da cui si possa prevedere un prossimo crollo del corso dei titoli non ancora percepito dai mercati. Una volta individuate tali situazioni, il gestore assume delle posizioni contrarie all'andamento del mercato. In particolare, aprirà posizione corte con un'esposizione netta negativa su titoli che hanno ancora un trend crescente, attendendo che il mercato percepirà il problema e che i corsi di quei titoli inizieranno a scendere. Ovviamente, se la previsione dovesse risultare sbagliata, il portafoglio subirà una perdita. È la strategia più speculativa, il successo dell'operazione non dipende solo dalla capacità di selezionare i titoli adatti, ma anche dall'individuare il momento giusto in cui shortare tali titoli. Il rischio peculiare dell'operazione è che, mentre il guadagno potenziale massimo è determinato poiché in caso di ribasso i titoli shortati non possono mai scendere sotto lo zero, la perdita potenziale risulta, invece, illimitata. In caso di previsioni errate, infatti, il rialzo dei titoli non ha limiti.

I titoli da shortare vengono presi a prestito da una Broker House che li preleva a sua volta dal conto di un investitore. Il ricavato che il gestore del fondo ottiene dalla vendita allo scoperto deve essere depositato in un conto vincolato presso la Broker House il quale frutterà interessi annui. Una percentuale degli interessi prodotti dal conto spetterà alla Broker House a titolo di commissione sull'operazione e sarà proporzionata al numero dei giorni in cui è durato il prestito.

È necessario che il gestore depositi una somma a titolo di garanzia che può essere rappresentata anche da titoli di sua proprietà. Ogni giorno il Broker calcola l'eventuale perdita o utile sui titoli che sono stati shortati prendendo come riferimento il prezzo di chiusura di tali titoli e ricalcola così il margine di garanzia.

Ai sensi dell'articolo 1813 e seguenti del Codice Civile, durante il prestito i titoli, i relativi diritti accessori (ad esempio il diritto di voto) passano in capo al venditore allo scoperto. Restano in capo a colui che presta i titoli il diritto di opzione in caso di aumento di capitale a pagamento (il quale rappresenta il diritto di sottoscrivere le azioni di nuova emissione in proporzione alla relativa quota di partecipazione prima che vengano offerte al mercato) e il diritto di assegnazione proporzionale di azioni nel caso in cui l'aumento di capitale sia gratuito.

L'operazione si conclude quando il gestore riacquista i titoli sul mercato e li riconsegna al Broker che restituisce a sua volta il margine di garanzia. Se le previsioni del gestore risulteranno corrette, egli acquisterà i titoli ad un prezzo minore di quello a cui li ha venduti e guadagnerà così sulla spread. Il rischio della vendita allo scoperto non è insito solo nella possibilità che le previsioni risultino scorrette, ma anche nella possibilità che l'investitore a cui sono stati prelevati i titoli ne richieda la disponibilità prima che sia conclusa l'operazione e che quindi il gestore sia costretto a riacquistarli sul mercato quando la quotazione non risulti ancora conveniente.

In seguito allo scoppio della crisi, le Autorità di Vigilanza di tutti i paesi hanno avvertito l'esigenza di limitare le vendite allo scoperto per arginare i fenomeni speculativi e per garantire una più corretta formazione dei prezzi. La Consob, poco dopo l'insolvenza di Lehman Brothers, ha emanato un provvedimento che vietava le vendite allo scoperto di titoli bancari e assicurativi quotati che non fossero assistite dalla disponibilità dei titoli stessi da parte del venditore allo scoperto per tutta la durata dell'operazione; sono state vietate, quindi, le vendite allo scoperto naked. Nel dicembre 2008, la Consob ha esteso questo divieto anche per gli altri titoli. Alla luce dei piccoli segni di ripresa, la Consob, cinque mesi fa, ha stabilito che le vendite allo scoperto di tutti i titoli dovessero essere assistite dalla disponibilità dei titoli stessi solo al momento dell'ordine e non più per tutta la durata della vendita allo scoperto.

Long/short equity. È una strategia che combina una posizione lunga con una vendita allo scoperto avente per oggetto titoli azionari. Il gestore acquista sul mercato i titoli che ritiene abbiano un rendimento superiore rispetto al mercato e vende allo scoperto quelli che considera meno redditizi, prendendoli a prestito da un Broker. In tal modo, il rendimento globale del portafoglio dipende essenzialmente dalla competenza dell'operatore nel comporre il portafoglio e non dalle oscillazioni del mercato. L'esposizione netta del portafoglio ((esposizione lunga – esposizione corta)/ capitale investito) è la parte che andrà poi a risentire delle variazioni di mercato.

I gestori più propensi al rischio avranno un'esposizione netta maggiore al 100%, quelli più avversi, invece, la manterranno al di sotto di tale soglia.

In caso di mercati a rialzo, il gestore tenderà ad avere un'esposizione netta positiva e le vendite allo scoperto verranno utilizzate per attenuare la volatilità del portafoglio. Nel caso di mercati in crisi, invece, l'esposizione netta tenderà ad essere negativa, in quanto il gestore metterà in atto operazioni di copertura. È evidente, quindi, che sarà di fondamentale rilevanza per una buona performance del portafoglio il monitoraggio continuo del mercato e di qualsiasi variabile macroeconomica che potrebbe influenzarlo.

Sector funds. I gestori che adottano tale strategia sono degli operatori specializzati che focalizzano la loro attività su uno specifico segmento del mercato o su uno specifico contesto geografico in cui possono contare su un vantaggio informativo.

Anche in questo approccio verranno combinate posizioni lunghe con posizioni corte: l'operatore andrà alla ricerca di azioni di società con potenziali prospettive di crescita le quali risultano ancora sottovalutate nel loro settore. Dunque, tali posizioni lunghe verranno aperte con una prospettiva di medio/lungo termine e, ai fini di copertura, verranno venduti allo scoperto titoli considerati sopravvalutati.

Le attività implicano una visione di tipo bottom-up poiché la loro analisi parte dal micro-segmento di riferimento. Rispetto alla prima strategia, infatti, oltre al monitoraggio dell'andamento generale del mercato, sarà necessario un minuzioso controllo del segmento di riferimento e delle dinamiche delle aziende scelte.

Le aziende target possono essere individuate nel settore high-tech quando, ad esempio, un'impresa fallisce il lancio di una nuova tecnologia, o tra le imprese del settore biotecnologico che falliscono il lancio di un nuovo farmaco. Alcuni investitori, invece, si concentrano sui mercati dei paesi emergenti che hanno ottime potenzialità di crescita ancora colte dagli altri investitori. Infine, il mercato target può essere quello dell'oro e degli altri metalli preziosi o quello delle materie prime.

Global macro. È una strategia utilizzata solo da hedge funds di grandi dimensioni che hanno rilevanza a livello internazionale. Tali operatori investono in tutti i mercati utilizzando tutti i tipi di strumenti finanziari. Un loro investimento è di una portata tale da riuscire ad influenzare il mercato di riferimento. I gestori operano con un'ottica top-down perché la strategia si basa su un'analisi generale di tutti i mercati,

di eventi rilevanti a carattere mondiale, di macrovariabili economiche, politiche, sociali, monetarie, cercando di prevedere ed anticipare le variazioni dei prezzi di attività generalmente molto liquide e reattive a tali cambiamenti, quali azioni, obbligazioni e valute. A tal proposito, gli strumenti utilizzati sono altamente speculativi, come derivati, vendite allo scoperto e leva finanziaria, dato che i gestori mirano alla variazione dei corsi del mercato a proprio favore e ad arbitraggi a livello internazionale. Il buon esito delle operazioni dipende esclusivamente dall'esperienza e dalle capacità previsionali dell'investitore.

La chiave del successo è intuire preventivamente il possibile effetto domino analizzando i trend di tutti i mercati e individuando la migliore allocazione del patrimonio tra le varie opportunità di investimento.

Una ricerca di Credit Suisse Liquid Alternatives ha evidenziato che la strategia Global Macro è stata una di quelle più efficaci durante l'attuale crollo dei mercati.

L'approccio flessibile, l'attento studio delle macrovariabili economiche e la diversificazione di portafoglio hanno permesso ai fondi utilizzatori di tale strategia di adattarsi al meglio alle evoluzioni dei vari mercati.

Market neutral. È una variante innovativa del long/short equity il cui obiettivo è quello di creare un portafoglio neutrale rispetto ai movimenti di mercato. Analizzato nella teoria del Capital Asset Pricing Model, è un portafoglio che ha il beta vicino a zero (il beta di un titolo è un coefficiente di regressione che misura la sensibilità del rendimento di un investimento rispetto ai movimenti del mercato). Secondo tale teoria, il rendimento atteso di un investimento azionario è il risultato della seguente espressione:

$$rf + \beta (rm - rf)$$

dove rf è il tasso di rendimento delle attività prive di rischio (i titoli di Stato) e $(rm - rf)$ è il premio per il rischio del mercato rappresentato dalla differenza tra il tasso di rendimento medio del mercato e il tasso di rendimento delle attività prive di rischio.

In presenza di titoli sottovalutati dal mercato, è possibile poi calcolare l'extrarendimento atteso indicato dal coefficiente alfa dato dall'extrarendimento atteso eccedente rispetto a quello derivante dalla suddetta relazione. La strategia mira ad aprire posizioni lunghe su titoli sottovalutati, posizioni corte su titoli

sopravvalutati e a massimizzare gli alfa. La media ponderata dei beta dei titoli long dovrà essere prossima alla media ponderata dei beta dei titoli short, così il risultato complessivo sarà un portafoglio con beta quasi nullo (riduzione notevole del rischio sistemico di mercato) e alfa positivo.

Mantenere il portafoglio in equilibrio implica un continuo monitoraggio del mercato perché qualsiasi variazione dei prezzi potrebbe modificare il beta del portafoglio.

È bene precisare che questa strategia non va ad annullare completamente il rischio dell'investimento, resta pur sempre il rischio specifico nel caso in cui la selezione dei titoli risulti scorretta.

Strategie di arbitraggio. Nel mondo economico per operazione di arbitraggio si intende un'operazione da cui si ottiene un rendimento istantaneo senza l'assunzione di alcun rischio, ad esempio, acquistare un'attività e rivenderla immediatamente in un mercato in cui è quotata ad un prezzo maggiore. Prezzi diversi in mercati diversi derivano dall'imperfezione dei mercati, dall'esistenza di barriere di tipo tecnico, geografico, legale e informativo che vanno a creare così dei disallineamenti dei prezzi della stessa attività. Nel caso dei fondi hedge con strategia di arbitraggio si identifica un'attività molto simile che però non determina l'eliminazione di tutti i rischi dell'investimento, ma solo quello di mercato.

Pertanto, ciò che l'utilizzatore di tali strategie deve riuscire a prevedere correttamente non sarà il movimento dei titoli in senso assoluto, rispetto alle oscillazioni del mercato, ma in senso relativo, rispetto alle oscillazioni degli altri titoli del portafoglio. Un freno per le operazioni di arbitraggio è dato dall'esistenza dei costi di transazione che rappresentano i costi che il gestore dei fondi hedge deve sostenere per concludere transazioni in mercati differenti. Per tale ragione, un'operazione di arbitraggio sarà conveniente solo se il suo rendimento sarà superiore ai costi di transazione sostenuti. Certo è che, maggiore sarà la dimensione del fondo hedge, minore sarà l'incidenza dei costi di transazione su ogni singola operazione, grazie alla possibilità di poter sfruttare le economie di scala.

Le strategie di arbitraggio più utilizzate dai gestori sono:

- ***Fixed income arbitrage***. È una strategia di arbitraggio di tipo neutral. Come da significato letterale, questa strategia mira all'arbitraggio su titoli a reddito fisso, quali obbligazioni, buoni del tesoro, titoli garantiti. Il fondo hedge sceglie titoli storicamente correlati fra di loro, la cui attuale correlazione presenta dei temporanei sfasamenti e apre posizioni lunghe e corte compensative. È una strategia che sfrutta, dunque, le inefficienze dei mercati e i temporanei disallineamenti dei prezzi. Data la correlazione fra i titoli, in caso di aumento dei tassi di interesse, il portafoglio subirà una perdita sulle posizioni lunghe e profitti sulle posizioni corte; viceversa in caso di ribasso dei tassi di interesse.

L'obiettivo della strategia è minimizzare l'effetto delle fluttuazioni dei tassi di interesse, tecnicamente per ogni obbligazione acquistata se ne venderà allo scoperto una con la stessa durata. Il gestore si coprirà dalle fluttuazioni dei tassi di interesse annullando la duration di portafoglio (la duration misura la variazione del prezzo di un'obbligazione rispetto alla variazione dei tassi di interesse).

Poiché i titoli a reddito fisso hanno rendimenti contenuti, per aumentare la performance complessiva del portafoglio, i gestori che utilizzano tale arbitraggio fanno largo uso della leva finanziaria per sfruttare l'effetto moltiplicativo.

- ***Convertible arbitrage***. Come la fixed income arbitrage, è una strategia che sfrutta le inefficienze dei mercati. Gli investimenti target sono le obbligazioni convertibili, le quali a scadenza lasciano la facoltà all'obbligazionista di scegliere se ottenere la restituzione della quota investita o se convertire le sue obbligazioni in azioni della stessa società emittente (obbligazioni convertibili dirette) o di un'altra società (obbligazioni convertibili indirette). Gli operatori individuano le società sottovalutate dal mercato che emettono obbligazioni convertibili ad un rapporto sfasato con le proprie azioni, acquistano queste obbligazioni e vendono allo scoperto una certa quantità di azioni della stessa società, in modo tale da proteggere il portafoglio da fluttuazioni del mercato. La migliore performance si avrà se il mercato obbligazionario subirà un rialzo e il mercato azionario subirà un ribasso.

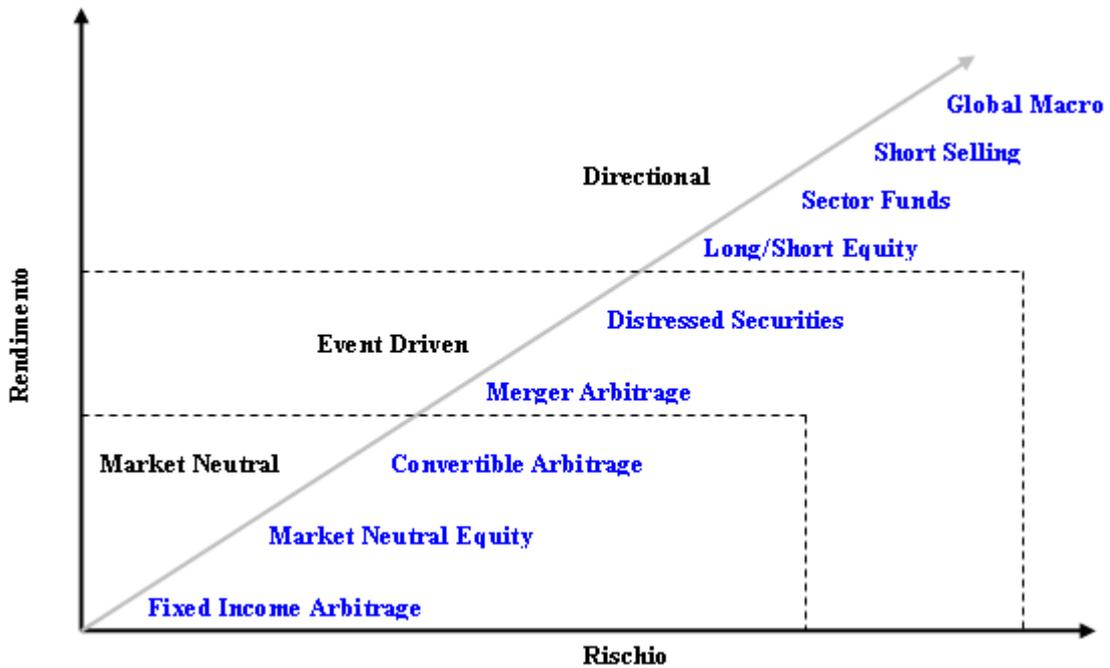
Event driven. Gli hedge funds che adottano tale strategia colgono le opportunità derivanti da forti cambiamenti all'interno di determinate società, quali acquisizioni, fusioni, scissioni, trasformazioni e risanamenti che vanno ad incidere notevolmente sul corso dei relativi titoli. È importante in questi casi, oltre alla competenza nell'interpretare le dinamiche del macromercato, una spiccata conoscenza dei settori industriali.

La strategia event driven si divide a sua volta in due sottocategorie:

- ***Merger Arbitrage:*** i titoli target sono quelli di società che annunciano una prossima fusione o acquisizione. Il successo della strategia dipende dal buon esito dell'operazione di fusione/acquisizione. Al momento dell'annuncio dell'operazione, il gestore dell'hedge fund apre una posizione lunga su un certo numero di azioni della società che verrà acquistata. Il corso delle azioni subirà un aumento, ma che difficilmente raggiungerà il prezzo offerto dall'acquirente. Il guadagno del gestore è proprio rappresentato dallo spread fra i due prezzi. Il rischio insito nell'acquisto delle azioni è rappresentato dalla possibilità che la successiva fusione non abbia successo o che venga annullata. Al fine di coprirsi dal rischio, il gestore venderà allo scoperto un certo ammontare di azioni della società acquirente in modo tale da rispettare il rapporto di cambio. A fusione terminata, le azioni della società acquistata diventeranno azioni della società acquirente, che il gestore utilizzerà per coprire la vendita allo scoperto.

- ***Distressed Securities:*** è una strategia che ha per oggetto titoli o crediti di società insolventi che attraversano situazioni di crisi. I relativi titoli subiscono un forte crollo e i gestori dei fondi hedge li acquistano ad un prezzo bassissimo. Ovviamente, le imprese target sono solo quelle le cui situazioni vengano ritenute risanabili, con problemi solamente temporanei. Non è una strategia in cui si può utilizzare la leva finanziaria poiché lo spread di rendimento è già molto alto. Ai fini della copertura si possono acquistare opzioni put sulla società target.

Il seguente grafico mostra il profilo rischio – rendimento delle varie strategie:



Fonte: www.finanzaonline.com

2.4: GLI HEDGE FUNDS E I MUTUI SUB - PRIME

I mutui subprime sono investimenti ad alto rischio, prestiti con alta probabilità di insolvenza della controparte, in quanto concessi a chi non ha accesso alle normali fonti di credito perché ha un reddito limitato o è privo di garanzie.

Non esistono dei gestori di fondi hedge che hanno investito esclusivamente nel campo dei mutui subprime, ma comunque alcuni di essi hanno investito parte del loro patrimonio in questi strumenti. L'esposizione totale nel settore sub-prime al momento della crisi era circa di 77 miliardi di dollari (circa il 4% degli investimenti totali). Alcuni fondi non sono stati immuni dalla crisi e ne hanno subito indirettamente gli effetti negativi; le perdite in seguito all'esposizione sono risultate circa 20 miliardi di dollari (l'1% del totale). È importante evidenziare che la maggior

parte dei fondi hedge hanno tratto vantaggio dalla crisi, poiché sono stati in grado di prevedere con largo anticipo l'andamento futuro del mercato e hanno chiuso in corto le loro posizioni nel settore già da Giugno 2007; in parole semplici, hanno guadagnato dalle perdite.

Per tali ragioni, spesso gli hedge funds sono considerati un pericolo per l'economia reale, perché talvolta possono aumentare l'instabilità finanziaria e il rischio di bolle speculative. In alcune fasi dei cicli congiunturali, può accadere che la domanda cresca improvvisamente. Come conseguenza, si avrà un aumento ingiustificato dei prezzi che suscitando ottimismo tra gli investitori meno esperti provocherà un aumento della domanda che genererà a sua volta un ulteriore aumento dei prezzi.

Gli esperti gestori degli hedge funds sono consapevoli che a fasi di crescita ingiustificate del mercato seguono sempre delle fasi di crolli con successive crisi.

Al momento propizio essi iniziano la corsa alla vendita di tali titoli che pressa conseguentemente lo scoppio della bolla speculativa.

Tra le numerose strategie quelle che sono state utilizzate in questo settore sono state prevalentemente la long/short e la fixed income arbitrage.

Come già ampiamente descritto, trattasi di strategie di arbitraggio che sfruttano le inefficienze del mercato. In particolare, nel campo dei mutui subprime, queste strategie operano con investimenti diretti MBS (Mortgage backed Securities).

L'arbitraggio in MBS è un particolare tipo di arbitraggio che impiega dei titoli garantiti da mutui ipotecari. Un MBS è una cartolarizzazione di un insieme di mutui ipotecari, garantiti da proprietà immobiliari. Con il termine cartolarizzazione si intende la cessione di attività da parte di un soggetto con la successiva emissione e collocazione sul mercato di titoli obbligazionari, la cui attività rappresenta il sottostante.). Il rendimento di un MBS è rappresentato dal flusso di interessi e capitale sui mutui, decurtato ovviamente delle commissioni.

Nel 2007 sono state messe in atto alcune strategie che hanno permesso ai fondi hedge di sopravvivere alla crisi; le più importanti sono state principalmente²:

- Posizioni lunghe su aziende in crescita e con costi in dollari;
- Posizioni lunghe su società di settori emergenti;

² Fonte: Sagres Advisory SA

- Posizioni lunghe su società finanziarie diverse da banche;
- Posizioni corte su titoli bancari americani, sul credito e sul dollaro statunitense.

Nei primi mesi del 2009, nonostante la performance complessiva a livello mondiale, i fondi hedge italiani hanno registrato dei risultati negativi in termini di raccolta, performance però non così negative se si confrontano con i risultati deludenti della raccolta dei fondi obbligazionari.

I recentissimi dati rilasciati nel Luglio 2009 dalla Banca Centrale Europea evidenziano un crollo del credito in tutta l'Eurozona, ma un aumento nell'ultimo trimestre degli investimenti negli hedge funds. Il denaro da investire nei fondi proviene sia dai privati, sia dalle stesse banche che ottengono liquidità dalle banche centrali, ma restringono il credito e investono nei fondi speculativi. L'elemento veramente interessante è che recenti studi mostrano che le strategie degli hedge funds si stanno concentrando negli ultimi mesi sull'iperinflazione.

I migliori manager di tali fondi ritengono che, dopo questo lungo periodo di stagnazione e deflazione, scoppierà una forte impennata dei prezzi.

I confronti tra le catastrofiche conseguenze della crisi e le performance soddisfacenti che hanno avuto questi investimenti e la tempestività con cui i gestori hanno chiuso le posizioni più pericolose rendono ancora più evidente il motivo della forte espansione di questi strumenti negli ultimi anni.

A causa però del rischio che tali fondi rappresentano per l'economia reale, è stata proposta una direttiva europea che dovrebbe entrare in vigore nel 2011 con gli obiettivi di frenare le operazioni speculative spesso oggetto dell'attività dei fondi e di imporre maggiore trasparenza e monitoraggio. La registrazione diventerà obbligatoria per tutti gli hedge funds europei, sarà invece facoltativa per i fondi domiciliati al di fuori dell'UE, ma sarà comunque conveniente per evitare delle restrizioni operative.

CAPITOLO 3: PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL

3.1 IL MERCATO DEL PRIVATE EQUITY

Con il termine “private equity” si intende l’acquisizione di una rilevante quantità di partecipazioni di imprese non quotate da parte di operatori specializzati avente l’obiettivo di finanziare sviluppo di tali imprese nel medio - lungo termine ed ottenere una plusvalenza con la successiva dismissione.

Gli investimenti in venture capital sono una particolare attività di private equity che si concentra in imprese particolarmente innovative nella fase iniziale del loro ciclo di vita. Il primo mercato di private equity nacque negli USA negli anni '40, dove venne fondata la prima società di investimento al capitale di rischio chiamata American Research & Development Corporation. Tale società iniziò con un’attività di venture capital, finanziando lo sviluppo di società belliche nate nella Seconda Guerra mondiale. In Europa, come spesso accade, il pioniere di questi investimenti fu il Regno Unito, da cui ancora oggi provengono circa il 50% dei fondi dell’intero mercato di private equity. Nel 1945 venne fondata a Londra una delle più importanti società di investimento al capitale di rischio, la 3i – “Investing in Industry”.

L’Italia dovette attendere il 1986, quando venne fondata l’AIFI- Associazione del Private Equity e Venture Capital- a cui susseguirono vari provvedimenti e decreti in materia. I vari interventi normativi aprirono la possibilità anche alle aziende di credito di operare in questo settore tramite le Sif (società di intermediazione finanziaria) facenti parte di gruppi bancari. Un cambio decisivo si ebbe con l’emanazione del Testo Unico in materia bancaria e creditizia che introdusse la figura della Banca Universale e i limiti di investimento in società non finanziarie allo scopo di contenere il rischio e mantenere la giusta separazione tra banche e imprese.

Ma la vera svolta ci fu con l’emanazione del Testo Unico della Finanza che creò la figura delle Sgr – Società di Gestione di risparmio- per la gestione collettiva dei patrimoni e abrogò la normativa precedente creando un contesto più flessibile per questo tipo di investimenti favorendone lo sviluppo. Ancora oggi le dimensioni

ridotte del mercato italiano non sono comparabili a quelle degli altri paesi, ma il dato confortante è la continua e costante crescita. Una spinta a tale crescita è stata data senza dubbio dalla recente riforma del sistema pensionistico, che ha aumentato notevolmente le disponibilità dei fondi pensioni che hanno destinato parte dei loro patrimoni ai fondi chiusi.

Gli investimenti in private equity sono stati uno strumento importante per lo sviluppo economico del nostro paese. Hanno permesso alle nostre società, di cui gran parte piccole imprese a conduzione familiare, di crescere ed aprirsi a nuove prospettive e obiettivi inaccessibili senza il sostenimento di tali investimenti. L'evidenza empirica ha dimostrato come in questi anni le società finanziate da parte dei grandi investitori istituzionali abbiano ottenuto dei risultati migliori rispetto alle altre società, senza tralasciare gli effetti positivi che lo sviluppo di un'impresa implica sull'economia nazionale, in primis nell'aumento dell'occupazione e degli investimenti. Queste attività quindi, oltre ad avere i vantaggi offerti da tutte le categorie di investimenti alternativi, come l'alta potenzialità di rendimento e la possibilità di diversificare il portafoglio, comportano anche degli evidenti benefici sotto il profilo sociale. Fortunatamente la gran parte degli investitori e del mondo politico hanno preso coscienza dell'importanza di questa forma di investimento nello sviluppo generale del paese, nel superamento della crisi e della stagnazione economica, e, pertanto, vedremo certamente nei prossimi anni una maggiore attenzione per questi strumenti. È poi opportuno evidenziare che la tecnologia e l'innovazione sono ormai fonte di vantaggio competitivo e di differenziazione delle imprese di tutti i settori e assumono un ruolo ancor più rilevante nel mercato high-tech. In questo contesto appare evidente la centralità dei fondi di venture capital che, studiando attentamente il mercato, individuano le imprese i cui progetti di innovazione risultano promettenti e le sostengono. I fondi sostengono concretamente le imprese finanziate, le accompagnano nelle varie fasi dello sviluppo dell'innovazione, non solo fornendo capitale e esperienza, ma anche creando dei contatti con i mercati di sbocco e di approvvigionamento, delle sinergie e fornendo dei suggerimenti nelle scelte strategiche e nella commercializzazione dei prodotti. L'investimento dura in media 5-7 anni, fin quando l'impresa è pronta per essere venduta o per essere quotata in Borsa.

Il venture capital “mette assieme tecnologia con finanza, parla di imprese che non esistono, di mercati e tecnologie non ancora materializzati, promette grandi successi, ma su tempi lunghi”³.

In Italia, il venture capital non si sviluppa come dovrebbe, non solo perché è difficile trovare imprese con buone prospettive di questo tipo, ma anche perché esiste un problema di base alla cultura. Gli investitori del nostro paese vedono il venture capital semplicemente come una forma di investimento alternativo, non riescono a percepirlo come strumento fondamentale per la nostra economia, per finanziare la crescita e l’innovazione e, soprattutto, c’è la componente di avversione al rischio accentuata ancor’più dalla crisi e dalla recessione economica. Risulterebbe necessario, pertanto, cambiare il nostro contesto sociale e culturale e questa esigenza diventa una priorità in un ambiente sempre più instabile e incerto, in cui nessuna impresa è più sicura nella sua nicchia, i cicli di vita dei prodotti sono brevissimi e i cambiamenti tecnologici sono continui e spiazzanti.

Le nostre imprese, per diventare competitive, per superare i periodi di crisi e resistere ad una concorrenza sempre più pressante, devono diventare flessibili, aprirsi ad un’ottica di propensione al rischio aumentando gli investimenti in R&S e creando un ambiente lavorativo che stimola la creatività dei singoli.

Al fine di incentivare la creazione di fondi venture capital, è necessario che le imprese abbiano notevoli possibilità di sviluppo, delle idee fortemente innovative e promettenti, che portino ad alti rendimenti. Un investimento di questo tipo ha dei rischi molto alti (soprattutto considerando la discontinuità e l’incertezza dei settori tecnologici) e, quindi, non risulta conveniente se non sussistono evidenti prospettive di creazione di valore e di crescita rapida.

Tra le varie operazioni di venture capital, si definiscono:

- Operazioni di *early stage financing*: la situazione in cui il finanziamento riguarda i primi anni del ciclo di vita e ha l’obiettivo di sostenere le imprese nella crescita e nello sviluppo;

³ da “Private equity e venture capital” di Anna Gervasoni e Fabio L.Sattin, Milano Guerini studio 2008

- Operazioni di *expansion financing*: nel caso in cui le imprese siano già sviluppate e ben avviate e il finanziamento abbia l'obiettivo di rafforzare e consolidare la crescita. Sono operazioni per certi aspetti più complesse delle prime perché riguardano imprese già mature e quindi l'investitore dovrà tener conto di varie esigenze e tutelare gli interessi di un numero maggiore di soggetti, ma è anche vero che presentano prospettive talvolta più prevedibili rispetto alle operazioni di early stage che non possono beneficiare del supporto di un track record storico dell'azienda.

All'interno della macrocategoria del private equity, oltre alle operazioni di venture capital, si distinguono quelle di *buy out* il cui obiettivo è sostenere le imprese in forti cambiamenti acquistandone, tipicamente, una partecipazione di maggioranza.

Poiché nel caso del venture capital l'obiettivo del finanziamento è quello di accompagnare l'impresa nella sua maturazione e nel caso del buy out, invece, è quello di ottenere il controllo di un'impresa ormai consolidata, gli investitori operano nelle due situazioni sotto un'ottica completamente diversa, che implica scelte e orientamenti talvolta opposti.

Una classificazione più specifica delle operazioni di private equity è la seguente:

- *Turnaround investment*: racchiude i finanziamenti alle imprese in difficoltà che versano in uno stato di crisi. L'obiettivo dell'investimento è il risanamento della struttura finanziaria ed organizzativa.

- *Replacement capita*: l'operazione mira a modificare parzialmente l'assetto proprietario di una società andando a sostituire la parte di azionariato che non partecipa più attivamente alla gestione aziendale, senza procedere però con aumenti di capitale sociale.

- *Management buy in/out*: il fine è quello di modificare totalmente l'assetto proprietario dell'impresa, con manager interni (in) o esterni (out);

- *Bridge financing*: è un finanziamento che sostiene le imprese nell'ingresso in Borsa, per prepararle ed accompagnarle nel passaggio da imprese chiuse, con un assetto proprietario rigido, a imprese quotate ad azionariato diffuso.

Il motivo per cui la distinzione fra queste varie tipologie di attività si effettua sulla base del ciclo di vita dell'impresa è perché in ogni fase l'impresa presenta delle

esigenze, delle difficoltà e delle prospettive diverse e, dunque, necessita di supporti diversi ed appropriati da parte dell'investitore istituzionale.

L'apporto di capitale può essere impiegato in vari modi dall'impresa: investimenti in R&S, sviluppo dei nuovi prodotti, finanziamenti al capitale circolante, riorganizzazione dell'impresa, miglioramento della sua struttura finanziaria.

I *principali operatori* sul mercato sono:

- banche;
- fondi chiusi nazionali o internazionali;
- investitori pubblici;
- finanziarie di partecipazione.

Evidenziamo innanzitutto le caratteristiche dei fondi chiusi che presentano maggiori differenze e aspetti peculiari rispetto agli altri gestori di questo segmento.

Possiamo certamente affermare che i fondi presentano una gestione più responsabile e attenta rispetto agli altri operatori lungo tutto il periodo dell'investimento, sia perché hanno l'esigenza di mantenere il rapporto di fiducia instaurato con i risparmiatori apportatori del capitale, sia perché la loro remunerazione dipende principalmente dal capital gain realizzato ed è costituita da una somma fissa solo in minima parte. La maggiore attenzione sulle scelte da effettuare dipende anche dal fatto che in tutti i fondi la scadenza deve essere per legge sempre determinata, ed entro quella data il fondo deve smobilizzare l'investimento e restituire le quote ai vari partecipanti. Ciò implica, pertanto, che fin dall'inizio i fondi pianifichino attentamente e responsabilmente le varie operazioni da effettuare in distinte fasi. Quest'aspetto determina anche dei riflessi negativi sulla gestione che sarà sicuramente più rigida in quanto legata a certe scadenze; cosa che invece non accade per gli altri investitori liberi così di compiere le varie operazioni quando più è conveniente, per esempio, possono rimandare il disinvestimento al momento in cui le condizioni del mercato sono fra le più propizie e a quando il valore dell'impresa raggiunge l'apice. Tra le varie tipologie di fondi esistenti, è opportuno evidenziare le differenze presenti fra quelli internazionali e quelli nazionali.

I fondi internazionali sono, tipicamente, di notevoli dimensioni, possono contare su ingenti apporti di capitale e hanno ovviamente maggiori opportunità di guadagno da poter cogliere sui differenti mercati e sui vari contesti geografici, avendo i gestori

una migliore visione delle varie dinamiche a livello internazionale. Prediligono investimenti nelle imprese più grandi, perché ciò permette di sfruttare maggiormente le economie di scala e di ridurre così i costi. Al contrario, i fondi locali non dispongono dei mezzi adatti per poter realizzare investimenti di questa portata e i gestori, dunque, privilegiano gli investimenti in imprese più piccole. Pur avendo un raggio d'azione più ristretto, questi fondi sono comunque indispensabili ed efficienti soprattutto in uno scenario come quello italiano, caratterizzato da piccole realtà imprenditoriali, da imprese a conduzione familiare, le cui esigenze possono essere comprese solamente da operatori locali.

I grandi fondi internazionali spesso operano attraverso degli advisor locali a cui non danno in dotazione un patrimonio iniziale predefinito, ma lo attribuiscono man mano sulla base delle varie opportunità di investimento che gli advisor individuano nel loro territorio. In questo modo, la potenzialità di rendimento viene spinta a livelli altissimi, non solo per le maggiori opportunità che si possono presentare a fondi così ben distribuiti, ma anche perché ogni advisor si trova in competizione con gli altri e il fondo prediligerà la concessione del patrimonio agli advisor che saranno in grado di individuare le opportunità di investimento migliori, con maggiori prospettive di rendimento. L'ultima differenza è che i gestori di fondi internazionali, dato il bisogno di capitali ingenti, raccolgono il capitale essenzialmente fra gli investitori istituzionali, gli operatori dei fondi nazionali, invece, si rivolgono sia ad investitori istituzionali che a piccoli risparmiatori. I fondi che si rivolgono agli investitori istituzionali prevedono un numero di partecipanti minori con cui si instaura un rapporto diretto, personale e di fiducia. In virtù di tale rapporto fiduciario, questa tipologia di fondi ottiene un implicito consenso verso opportunità di investimento con un più alto profilo rischio/rendimento. I fondi che invece raccolgono sottoscrizioni sul mercato indistinto avranno un numero notevole di sottoscrizioni che determinerà un rapporto impersonale e distaccato con gli investitori, frenando il fondo dall'intraprendere attività maggiormente rischiose.

Un'altra categoria di fondi è costituita dai fondi di fondi di private equity, in cui i risparmiatori sottoscrivono le quote di partecipazione ad un fondo il cui patrimonio viene poi investito in differenti fondi di private equity. In tal modo, l'investimento si diversifica in vari business, in vari settori e in diversi contesti geografici e si

minimizza così il rischio. Lo svantaggio è che questi fondi sono ovviamente più costosi perché devono sostenere maggiori commissioni.

Alcuni fondi sono anche quotati, l'investimento così presenta un maggior grado di liquidità, ma c'è il rischio che le quotazioni non rispecchino il valore reale al momento di un eventuale disinvestimento prima della scadenza.

Per quanto concerne gli operatori pubblici, essi utilizzano il private equity e il venture capital come strumenti per realizzare dei fini politici e sociali, degli obiettivi di politica economica, tutelando l'interesse nazionale. Tali fini possono essere, ad esempio, l'aumento dell'occupazione, la crescita della produzione interna, l'appoggio a settori industriali in crisi e poco sviluppati o ad aree geografiche particolarmente arretrate e svantaggiate. Poiché questi operatori sono legati ai suddetti fini sociali e politici, che vanno oltre la massimizzazione del rendimento, inevitabilmente risultano vincolati sotto il profilo operativo e strategico e, quindi, pur operando tecnicamente nello stesso modo di un operatore privato, le scelte concretamente effettuate nelle varie fasi dell'investimento seguiranno dinamiche differenti. L'attività degli operatori pubblici si va a concentrare soprattutto nei segmenti scoperti, dove non ci sono investimenti privati. Il ruolo pubblico, dunque, risulterà inversamente proporzionale al grado di sviluppo e di efficienza del mercato. Un supporto fondamentale in Italia è stato dato recentemente a sostegno dello sviluppo del Mezzogiorno per colmare il costante divario esistente con il Nord, incentivando la nascita di nuove imprese e la creazione di progetti innovativi. È stato previsto lo stanziamento dei fondi per il Dipartimento per l'Innovazione, il quale ha successivamente sottoscritto delle quote di fondi chiusi gestiti da una Sgr a favore delle imprese del Sud. Il rapporto tra investimenti pubblici e investimenti privati, però, in qualsiasi segmento di mercato, deve sempre essere complementare, mai sostitutivo, altrimenti alcuni interventi pubblici invece di dare sostegno all'economia favorendo la crescita, potrebbero bloccare lo sviluppo e risultare complessivamente dannosi.

Un'altra classificazione degli investitori può essere:

- operatori captive;
- operatori semicaptive;
- -operatori indipendenti.

Gli *operatori captive* sono creati appositamente da società finanziarie (tipicamente banche) o industriali all'interno di un gruppo. Questi operatori per ottenere i mezzi finanziari necessari per i loro investimenti, non si rivolgono direttamente al mercato dei capitali poiché attingono da risorse messe a disposizione dalla capogruppo.

Gli *operatori indipendenti*, invece, offrono i loro servizi al pubblico dei risparmiatori sollecitando la sottoscrizione delle quote di partecipazione al loro fondo.

Gli *operatori semicaptive* in parte si approvvigionano dai fondi messi a disposizione dal gruppo e, per la parte restante, raccolgono risorse dal mercato dei capitali.

In Italia e nel resto d'Europa, c'è sempre stata la prevalenza di operatori captive, data l'importanza rivestita dal sistema bancario come perno dell'economia nazionale e dei mercati finanziari. Negli ultimi anni però, il crescente sviluppo di questa categoria di investimenti ha lasciato spazio anche nel nostro paese ad investitori indipendenti, privati altamente flessibili e specializzati per ogni esigenza.

3.2 VENTURE CAPITAL: LE OPERAZIONI DI AVVIO E DI SVILUPPO

Come già accennato, le **operazioni di avvio**, chiamate anche *early stage*, sostengono le imprese nella fase embrionale e di star-up. Rappresentano attività di private equity determinanti per le imprese finanziate, che possono così contare su un capitale stabile non esigente di una remunerazione immediata e su un know-how altamente specializzato che può fornire l'esperienza giusta per affrontare le scelte strategiche delle prime fasi di vita, cruciali per le prospettive future.

Gli effetti positivi delle operazioni di avvio sull'economia nazionale sono ancora più evidenti di quelli delle altre operazioni di private equity, perché la creazione di una nuova impresa genera a catena ricchezza e aumenta immediatamente la percentuale di occupazioni, di investimenti e di esportazioni.

È una categoria di investimenti che però implica un forte spirito di iniziativa e una notevole spinta imprenditoriale dinamica. Non tutti i mercati, dunque, presentano un contesto e delle premesse adatte per tali operazioni.

Il buon esito dell'operazione, inoltre, risiede non tanto nel creare un'impresa, quanto nel creare le condizioni necessarie affinché quest'impresa possa svilupparsi e

crescere nel futuro, affinché possa acquisire l'elasticità e la capacità di adattamento all'ambiente esterno fondamentali per poter superare i periodi di crisi e affrontare la crescente pressione competitiva in tutti i mercati. L'obiettivo non è semplicemente la sopravvivenza dell'impresa, ma garantirne il successo duraturo. Per tali ragioni, ciò che va a creare il valore aggiunto delle operazioni di venture capital non è assolutamente il mero supporto finanziario, ma fornire all'impresa nascente il giusto modello imprenditoriale e il giusto posizionamento competitivo.

Le difficoltà presenti nel mercato italiano sono ricollegabili, come già accennato, a un problema di cultura e alla scarsa importanza che si dà nel nostro paese all'innovazione e alle attività di R&S. Inoltre, per poter sostenere l'avvio di un'impresa, è fondamentale disporre di una notevole dotazione finanziaria iniziale e non è così immediato reperire ingenti quantità di capitali a livello nazionale, vista la struttura del nostro sistema creditizio formato da piccole banche, anche se negli ultimi anni il processo di concentrazione bancaria ha permesso di ridurre parzialmente questo problema. Un'altra variabile che scoraggia il venture capital è costituita dall'elevato profilo di rischio di queste operazioni, che sono statisticamente quelle con la più alta percentuale di insuccessi.

La prima fase dell'operazione è chiamata "fase di pre-avvio" in cui un soggetto, l'*incubatore*, studia il mercato, identificando imprenditori o aspiranti tali, che hanno l'obiettivo di inventare o migliorare un prodotto/servizio o un processo, offrendo loro dei servizi ed incentivandoli a nuove iniziative. L'incubatore crea il contesto necessario per le operazioni di venture capital, perché offre ai potenziali imprenditori il capitale necessario per creare strutture e organizzazione adatti, personale altamente esperto e qualificato, allacci con potenziali clienti/fornitori. L'esperienza di cui possono avvalersi queste imprese permette fin dall'inizio di sfruttare delle efficienti economie di scala e di crearsi immediatamente una rete di mercati di sbocco e di approvvigionamento per cui, invece, sarebbero necessari svariati anni.

L'incubatore favorisce la credibilità della nuova impresa verso l'esterno, perché esso si avvale di manager competenti in grado di analizzare se effettivamente una business idea possa avere successo, se sia fattibile, valutandola non solo in termini assoluti, ma studiando la coerenza con il mercato di riferimento e con la dotazione di

capitali. L'incubatore, quindi, accompagna l'impresa nella redazione del business plan, fornendo consulenza sotto il profilo tecnico, legale, finanziario e di marketing. L'intervento dell'incubatore crea vantaggi, sia perché aumenta la velocità di sviluppo delle imprese, sia perché ne aumenta le probabilità di successo.

Gli incubatori presenti sul mercato possono avere o meno lo scopo di lucro: quelli con scopo di lucro operano in un'ottica prettamente economica, per la massimizzazione del profitto; nel caso degli operatori non profit oriented, l'obiettivo sociale prevale sull'obiettivo di massimizzazione del profitto, pur operando con metodo economico. Ovviamente, la maggior parte degli operatori non profit oriented sono pubblici, mentre la maggior parte degli operatori profit oriented sono privati.

Delle figure di incubatori nate nella prassi senza alcun riconoscimento normativo sono i cosiddetti *business angels*. Sono persone fisiche, in genere ex imprenditori o liberi professionisti che, sulla base dello stretto rapporto fiduciario con l'impresa, forniscono tutta la loro esperienza, le loro conoscenze ed eventualmente anche un supporto di natura finanziaria. Il loro contributo è soprattutto di natura tecnica/commerciale. In genere il business angels ha già operato in quello specifico segmento o in un altro con una forte correlazione. Queste figure sono molto diffuse negli Stati Uniti soprattutto perché, a differenza degli altri operatori, esercitano un controllo meno rigido sull'impresa e offrono una gestione più flessibile e meno burocratica. In Italia, i business angels sono solo una decina e spesso si appoggiano ad incubatori no profit, ma svolgono un ruolo importante considerando il contesto italiano, dove le piccole imprese preferiscono rapporti personali e fiduciari rispetto a nuove soluzioni proposte dal mercato.

Infine, nella primissima fase di pre-avvio, meritano un accenno anche i cosiddetti *spin-off*, un fenomeno in crescita anche nel nostro paese. Sono enti giuridici creati da atenei universitari per attivarsi in operazioni di venture capital. L'obiettivo è di collegare le ricerche universitarie alle imprese, ciò costituisce un valido modo per stimolare la conoscenza, la ricerca e l'innovazione all'interno delle imprese considerate.

Alla fase di pre-avvio segue la fase di start-up in cui il fabbisogno finanziario diventa più elevato e intervengono i venture capitalist veri e propri. In questa fase dell'operazione di avvio, il disegno della futura impresa è certamente più chiaro e

definito e, per tanto, si ha un'idea più precisa dell'entità del fabbisogno finanziario necessario. Il processo di creazione di un'impresa è molto complesso e delicato.

Il “*Modello di Vesper*”⁴ indica quali sono le fasi fondamentali del processo di creazione di un'impresa:

- cogliere l'opportunità che si presenta;
- rifinire l'idea imprenditoriale e affinarla;
- creare meccanismi di protezione dalle imitazioni;
- costruire un team di lavoro motivato e professionale;
- reperire le risorse finanziarie;
- realizzare lo star up dell'impresa;
- lanciare il prodotto/servizio sul mercato.

L'imprenditore o un aspirante tale presenta il proprio business plan agli operatori di venture capital. Il business plan contiene la business idea consistente in un'invenzione di un nuovo prodotto/servizio/processo o in un progetto di miglioramento. Gli investitori istituzionali valutano il livello di fattibilità tecnica ed economica del progetto. L'elemento fondamentale da valutare è il carattere innovativo della business idea indipendentemente dal settore. Come già evidenziato, le operazioni di venture capital si concentrano soprattutto nei settori high-tech, perché evidentemente presentano maggiori opportunità di innovazione rispetto a mercati maturi e tradizionali. In tali mercati, i prodotti diventano rapidamente obsoleti, i cicli di vita sono rapidi e c'è una concorrenza sempre più pressante da parte dei grandi colossi della tecnologia. Gli investimenti iniziali sono altissimi e le probabilità di ritorni economici sono estremamente volatili, quindi, una variabile fondamentale attentamente valutata dagli investitori istituzionali è la capacità imprenditoriale del soggetto economico, la dinamicità e la flessibilità dell'impresa.

All'interno delle operazioni d'avvio, possiamo distinguere dei sottostadi di sviluppo a cui corrispondono diverse attività specifiche di venture capital:

- operazioni di *seed financing*: l'investitore istituzionale sostiene l'impresa durante la fase di studio/sperimentazione, quando non esiste un prodotto/servizio ben

⁴ da “Private Equity e Venture Capital” di Anna Gervasoni e Fabio L.Sattin. Milano, Guerini studio 2008

definito, ma solamente una business idea generica. In questi casi, il business plan non è in grado di esprimere la validità tecnica dell'innovazione che è ancora da sperimentare. Ciò che gli investitori istituzionali valuteranno non sono le competenze imprenditoriali, in questa fase ancora poco rilevanti, ma le conoscenze tecniche e scientifiche dei soggetti finanziati. Anche da parte dell'operatore è richiesta una certa conoscenza del settore. Il costo di queste operazioni non è molto alto, si aggira intorno ai 100.000 euro, ma il profilo di rischio è estremamente elevato, per questo l'operatore sosterrà la sperimentazione solamente se gli eventuali profitti attesi saranno cospicui.

- operazioni di *start up financing*: l'operatore finanzia l'attività di produzione di un prodotto/servizio che, a differenza dell'operazione precedente, è stato già creato e completato. Si è chiusa quindi la fase di sperimentazione e di eventuale brevettazione. L'incognita di questa operazione è la commercializzazione del prodotto, se esso avrà o meno successo con i consumatori, quindi, assumono particolare rilevanza gli studi di marketing e le ricerche di mercato.

L'impegno finanziario è evidentemente maggiore rispetto all'operazione di seed financing perché è necessario creare l'apparato produttivo e le altre funzioni aziendali. Anche in questo tipo di operazione è richiesta una certa conoscenza del settore da parte dell'operatore.

- operazioni di *first stage financing*: operazioni messe in atto nel caso in cui il prodotto sia già stato creato e l'attività di produzione già avviata, ma sia stata avviata in forma ridotta. L'investitore apporta fondi allo scopo di finanziare l'ampliamento della produzione e di verificare la validità commerciale del prodotto. Poiché l'impresa è già funzionante, a differenza delle altre due tipologie di operazioni, non vengono richieste particolari esperienze precedenti nel settore da parte degli operatori.

Le **operazioni di sviluppo** riguardano imprese già avviate e mature, ma non totalmente consolidate, che avvertono l'esigenza di espandersi e svilupparsi ulteriormente. I progetti di crescita possono seguire varie vie:

- Sviluppo per via interna: aumento della capacità produttiva. Il supporto dell'operatore sarà prevalentemente di natura finanziaria;

- Sviluppo per via esterna: acquisizione di altre imprese. In questo caso, oltre all'importanza del contributo finanziario, è fondamentale la rete di contatti di cui può vantare l'investitore, che può così individuare, in vari settori industriali e in vari contesti geografici, il partner ideale che meglio risponde all'esigenza dell'impresa;
- Sviluppo a rete: integrazione verticale di imprese che si trovano a monte o a valle della filiera produttiva/distributiva o integrazione orizzontale di imprese dello stesso settore. Questa particolare operazione è chiamata *cluster venture*, e prevede la partecipazione di un investitore e la creazione di una capogruppo per il coordinamento e la gestione delle varie società che sono accumulate dallo stesso macrosegmento e dall'utilizzo di apparati produttivi e tecnologie simili. Ogni impresa mantiene la propria autonomia sotto ogni profilo e svolge la sua specifica attività; sarà compito della holding cercare di sfruttare al meglio le potenziali sinergie.

Il numero delle operazioni di sviluppo messe in atto supera di gran lunga il numero delle operazioni di avvio perché, in questo caso, l'impresa ha già un proprio business e ha già un preciso progetto di ampliamento, ciò conferisce maggiore certezza e fiducia agli investitori in merito al buon esito dell'affare. Non a caso, il numero di successi di questi progetti è notevolmente superiore rispetto alle operazioni di early stage financing. Le operazioni di ampliamento possono avere l'obiettivo dell'aumento della quota di mercato dell'impresa, l'ingresso in nuovi mercati correlati, il lancio di nuovi prodotti, risanamento della struttura finanziaria, e sono adatte per imprese di piccole/medie dimensioni che sono pronte per crescere e rafforzare la loro posizione competitiva e resistere all'evoluzione ambiente esterno.

La prima fase è più complessa rispetto a quella delle operazioni di avvio, perché l'investitore deve tener conto di varie esigenze e tutelare gli interessi di un numero maggiore di soggetti. L'operatore poi, è tenuto a studiare la storia dell'impresa e ad analizzare dettagliatamente gli aspetti maggiormente significativi al fine di determinare il valore dell'impresa e la sua situazione economica, finanziaria e patrimoniale. L'analisi storica assume una consistente importanza soprattutto quando l'operatore non ha mai operato nel settore in questione ed è utile per fornirgli una sorta di garanzia.

Tali operazioni sono molto diffuse in Europa e, in particolare in Italia, hanno delle caratteristiche proprie e peculiari molto diverse dallo stampo anglosassone.

Il motivo di tale diversità si può ricondurre all'esistenza di un tessuto imprenditoriale totalmente differente. Nel nostro paese le operazioni di sviluppo più diffuse sono quelle a sostenimento del *ricambio generazionale*. Le imprese italiane, quasi esclusivamente di piccole dimensioni e a conduzione familiare, affrontano problemi diversi rispetto ai grandi colossi anglosassoni, hanno in genere l'esigenza di trovare un partner che li conduca verso un cambio generazionale, pur garantendo il mantenimento del controllo da parte della famiglia. Il cambio generazionale è fondamentale per queste piccole realtà, che rischiano altrimenti di essere bloccate dagli obiettivi del soggetto economico fossilizzati su guadagni presenti e sul mantenimento del controllo, penalizzando le prospettive future.

Le imprese italiane che fino ad oggi sono state finanziate da venture capitalist hanno ottenuto dei risultati soddisfacenti in termini di crescita e di sviluppo, hanno aumentato esportazioni, investimenti, fatturato annuo e numero di dipendenti.

La crescita è avvenuta soprattutto in termini di cultura e mentalità: grazie al contatto con professionisti così qualificati, queste imprese sono diventate solide e competitive a livello internazionale e, superando i metodi di gestione tradizionali, hanno compreso l'importanza di modelli organizzativi chiari e flessibili, dell'innovazione e delle strategie che mirano sempre alla crescita.

Fanno parte dei progetti di sviluppo anche le *operazioni di bridge financing* che hanno lo scopo di sostenere l'impresa nell'ingresso in Borsa. Da uno studio della Oxera si evince che le società accompagnate nell'ingresso in Borsa da operatori di private equity hanno, soprattutto nel primo esercizio, ritorni economici in media nettamente superiori alle altre imprese quotate. Prima dell'ingresso, l'operatore "abituato" la piccola impresa ad avere soci esterni, la guida nella scelta di una struttura di governance adeguata, chiara e di un modello organizzativo formale, definito e trasparente. L'investitore prepara qualitativamente l'impresa, nel miglior modo possibile, perché ne va del suo stesso interesse.

A livello internazionale, invece, sono molto più diffuse le operazioni di buy out il cui fine è l'acquisto di una partecipazione di maggioranza e l'ottenimento del controllo di società che sono già quotate. E' ovvio ribadire che quando l'obiettivo è ottenere il

controllo di una società le strategie utilizzate e le variabili prese in considerazione sono totalmente diverse. Anche dal punto di vista dell'imprenditore, cedere un'azienda è molto più semplice che trovare un partner di minoranza per finanziare la sua crescita. Nel secondo caso, non basta semplicemente valutare la convenienza del prezzo offerto, ma l'imprenditore dovrà valutare la compatibilità e la sintonia con le caratteristiche dell'investitore in termini di strategie, obiettivi, modelli organizzativi ed amministrativi. La mancanza del controllo spesso implica la previsione di apposite clausole di uscita che permettono al venture capitalist di ritirarsi dall'investimento dopo un certo periodo di tempo, nel caso in cui i risultati effettivi si allontanino dagli obiettivi prefissati.

Le parti coinvolte nell'operazione sono tre: management, venture capitalist e imprenditore. Tipicamente, l'imprenditore vorrebbe mantenere un ruolo operativo di rilevanza all'interno della sua impresa e inevitabilmente si pongono problemi organizzativi e gestionali. Per questo motivo, l'investitore dovrà scegliere un partner in grado di integrarsi e bilanciarsi con il team, di sostenere confronti costruttivi e di rispettare le regole stabilite del modello di governance scelto, perché è essenziale lasciare autonomia decisionale ed operativa al management. Può risultare utile, a tal proposito, inserire delle figure autonome, degli amministratori indipendenti che possano fungere da arbitri nel caso in cui dovessero sorgere delle controversie.

Lo studio delle caratteristiche del proprio partner ideale non deve essere effettuato solo dal venture capitalist, ma anche dallo stesso imprenditore che dovrà quindi definire il profilo dell'investitore ottimale che meglio potrà soddisfare le esigenze della sua impresa. La scelta del giusto partner deve tener conto non solo di variabili oggettive, come il tipo di settore, la situazione dei mercati, ma anche di variabili soggettive, tra cui la struttura organizzativa, il modello di governance, gli obiettivi di breve e medio - lungo termine e il fabbisogno finanziario. Una variabile soggettiva molto importante, che spesso condiziona in maniera determinante la scelta dell'investitore, è senza dubbio la dimensione dell'impresa: Le piccole imprese si rivolgono inutilmente ai grandi fondi internazionali, che si concentrano su ingenti investimenti per sfruttare le economie di scala e su operazioni buy out per acquisire il controllo di importanti società; così come le grandi imprese non possono rivolgersi

agli operatori locali che non hanno disponibilità finanziarie sufficienti per coprire operazioni di tale calibro e complessità.

In questa scelta, l'imprenditore potrà essere supportato anche da banche o società di consulenza che potranno indirizzarlo verso partner compatibili con le proprie necessità e specializzati sul tipo di obiettivo che si è prefissato l'impresa.

In determinati settori, potrebbe essere opportuno rivolgersi ad operatori altamente specializzati in quei segmenti, chiamati corporate venture capitalist che, oltre ad avere la professionalità e le competenze comuni a tutti gli operatori di private equity, vantano anche una notevole esperienza sulle dinamiche dei settori in questione.

È interessante evidenziare una crescente tendenza in atto in tutta Europa, caratterizzata dalla nascita di operatori di private equity che si specializzano solo in settori particolari, altamente redditizi, come il settore della moda, quello del lusso o quello turistico, che rappresentano un'interessante opportunità di partnership per le imprese di questi segmenti.

È però possibile affermare che, al di là di esperienze e specializzazioni particolari utili per un venture capitalist, esistono delle caratteristiche universali e fondamentali a prescindere dal tipo di operazione e dalla tipologia dell'investitore, che sono poi quelle determinanti per il successo. Soprattutto per le imprese di più piccole dimensioni, ciò che diventa poi realmente importante, sono i rapporti interpersonali che nascono dopo la creazione della partnership. Il responsabile dell'operazione designato dall'investitore dovrà avere delle ottime capacità personali, dovrà inserirsi all'interno dell'azienda instaurando un solido rapporto fiduciario e di rispetto, garantendo sempre confronti costruttivi e dinamici, comportamenti onesti, responsabili e trasparenti.

3.3: LE OPERAZIONI DI CAMBIAMENTO E L'UTILIZZO DELLA LEVA FINANZIARIA

Le operazioni di cambiamento hanno l'obiettivo di finanziare imprese già sviluppate durante momenti importanti del ciclo di vita. A seguito di queste operazioni, l'assetto proprietario dell'impresa risulta spesso notevolmente modificato poiché, nella maggioranza dei casi, l'investitore ne acquisisce il controllo. Questa è

una delle prime differenze con le altre operazioni precedentemente descritte in cui l'investitore acquisisce solamente una partecipazione di minoranza.

L'importanza delle operazioni di cambiamento risiede nel fatto che anche le imprese già mature non devono fossilizzarsi ed adagiarsi sulla posizione competitiva raggiunta; nell'attuale contesto, infatti, neanche le grandi imprese che hanno una posizione dominante nel loro settore possono ritenersi al riparo dalle turbolenze dell'ambiente esterno e dalla pressione dei nuovi competitors.

Una prima occasione che l'operatore di private equity può cogliere è rappresentata dal momento in cui uno o più azionisti cedono la loro quota di partecipazione.

Nello specifico, nel caso in cui vengano acquistate delle quote di azionisti di minoranza si parla, come già accennato, di operazioni di *replacement capital*, le quali non determinano una modifica sostanziale all'assetto proprietario e risultano utili per risolvere controversie all'interno della compagine societaria.

Tutte le altre operazioni di questa categoria mirano al cambiamento sostanziale della proprietà dell'impresa, per questo si parla di operazioni di *buy out*. Tale esigenza può nascere da svariate cause, ad esempio, la vendita di un ramo dell'impresa, la privatizzazione di enti pubblici, la vendita totale nel caso il ricambio generazionale non risulti possibile o il perseguimento di una particolare strategia di gruppo.

In suddetti casi, non si viene a creare una partnership con l'imprenditore. Il ruolo dell'investitore è solo quello di azionista di maggioranza, egli ha il controllo azionario, ma non entra assolutamente nella gestione operativa (tranne nei casi di turnaround) . Questo compito viene invece affidato al management team.

Classifichiamo varie operazioni di buy out:

- *Management buy out* (MBO): il team management a cui viene affidata la gestione operativa viene designato all'interno della stessa impresa;
- *Management buy in* (MBI): il gruppo manageriale viene scelto tra professionisti esterni all'impresa;
- *Buy in management buy out* (BIMBO): i manager vengono selezionati sia all'interno che all'esterno dell'impresa;
- *Employee buy out* (EBO): in questo caso, i componenti della compagine sociale vengono scelti tra i dipendenti dell'azienda, dirigenti o altre categorie di

lavoratori. In Italia è stata una soluzione utilizzata da lavoratori di imprese in crisi al fine di salvarle;

- *Family buy out*: la società target è a conduzione familiare. Il socio viene sostenuto dall'investitore per acquisire le quote degli altri componenti ed assumere così il controllo gestionale;

- *Reverse buy out*: è un'operazione molto particolare, viene messa in atto nel caso in cui una società quotata in Borsa ritenga di non essere correttamente valutata dal mercato e lanci un'Opa sui propri titoli a cui segue la successiva uscita dal mercato borsistico. L'investitore istituzionale acquista così i titoli, ristruttura e risana l'azienda e poi la cede oppure la sostiene per una successiva riquotazione.

- *Turnaround financing*: sono operazioni che mirano al recupero di società in stato di crisi. Sono le operazioni di buy out che hanno maggiore rilievo sociale: evitare il fallimento di un'impresa, come sappiamo, evita ripercussioni negative sull'economia nazionale e soprattutto sulla salvaguardia dei posti di lavoro. In alcuni casi, tra l'altro, la situazione di insolvenza di un'impresa non è da ricollegare a gravi situazioni di dissesto interno, ma può essere stata causata da cicli economici negativi e da fattori esterni combinati a qualche errore strategico o gestionale.

Una volta avvenuta l'acquisizione, verrà redatto il piano di ristrutturazione che riguarderà ogni aspetto della vita dell'impresa, dal risanamento della struttura finanziaria, all'analisi del posizionamento competitivo, allo studio delle condizioni interne. In Italia, questi finanziamenti sono poco diffusi e gli unici esempi che abbiamo sono di banche creditrici di imprese sull'orlo del fallimento, che si sono quindi trovate costrette a rilevare le loro debitorie.

- *Secondary investment*: è un'iniziativa che nasce nel caso in cui un fondo di private equity decida di chiudere la propria attività, oppure quando uno o più partecipanti al fondo liquidano la propria quota. L'acquisto avverrà da parte dei restanti partecipanti o da operatori specializzati chiamati secondary investor. Poiché la chiusura di un fondo è spesso dovuta ad un'errata gestione e a dei scarsi risultati, queste situazioni sono opportunità allettanti per i fondi di turnaround.

Le operazioni di buy out vengono realizzate essenzialmente attraverso l'utilizzo della **leva finanziaria**, da qui il termine *leverage buy out*. È una tecnica nata nei paesi

anglosassoni, ma ormai largamente diffusa anche in Europa. Secondo l'AIFI, anche in Italia quasi tutte le operazioni di cambiamento utilizzano la leva finanziaria.

Una struttura finanziaria ottimale è una delle condizioni fondamentali per l'equilibrio dell'impresa sia nel breve che nel medio - lungo termine. Un eccessivo indebitamento appesantisce il conto economico di interessi passivi, crea difficoltà all'impresa per il reperimento di ulteriori finanziamenti e allunga il ciclo del circolante, in quanto i clienti chiederanno maggiori tempi di dilazione e i fornitori esigeranno di accorciarli. Per la scelta della struttura finanziaria ottimale deve essere studiata la seguente relazione:

$$ROE = ROI + d (ROI-i)$$

Dove il ROE è l'indice di redditività del capitale proprio (utile netto/mezzi propri), il ROI è l'indice di redditività del capitale investito, in questo caso calcolato al netto delle imposte (risultato operativo netto/capitale investito), d è il quoziente di indebitamento (mezzi di terzi/mezzi propri) e i è il costo medio del capitale di terzi. ROI – i rappresenta la leva finanziaria. Analizziamo 2 casi:

- ROI – i > 0: la leva finanziaria è positiva, la redditività del capitale investito è maggiore del costo del capitale, per l'impresa risulta conveniente espandersi attraverso l'apporto del capitale di terzi in quanto il ROE aumenterà al crescere dell'indebitamento.

- ROI – i < 0: la leva finanziaria è negativa, la redditività del capitale investito è minore del costo del capitale, per l'impresa diventa conveniente espandersi attraverso l'apporto di capitale proprio poiché il ROE diminuirà al crescere dell'indebitamento.

Questa teoria ha ricevuto numerose critiche, ma è quella su cui si basano e trovano giustificazione tutte le operazioni di leverage buy out.

Nelle operazioni di leverage buy out, l'acquisizione di un'impresa avviene mediante un rilevante apporto di capitale di debito e quindi, ad operazione conclusa, il livello di indebitamento dell'impresa target risulterà nettamente superiore.

La partecipazione dell'operatore di private equity rappresenterà solamente una parte del prezzo pagato. Il capitale di debito sarà remunerato e gradualmente rimborsato attraverso i flussi di cassa della gestione operativa o attraverso la vendita di beni dell'impresa. Sono operazioni altamente strutturate che modificano

contemporaneamente la compagine sociale e la struttura finanziaria dell'impresa coinvolta.

Essendo operazioni complesse, si districano in varie fasi:

- Viene creata una holding da manager esterni e interni all'impresa target i quali versano una certa somma a titolo di capitale proprio, che andrà poi a rappresentare solo una esigua parte del capitale impiegato nell'operazione;
- Si individua una società finanziaria disposta a sostenere la holding finanziandola per l'ammontare di capitale ancora necessario per acquistare tutte le azioni dell'impresa;
- La holding acquista tutte le azioni dell'impresa target (l'acquisizione può avvenire anche acquistando tutti i beni dell'azienda);
- La holding si fonde con l'impresa target, in questo modo il finanziamento erogato dalla società finanziaria risulterà tra le passività della nuova impresa e quindi andrà ad innalzare notevolmente il quoziente di indebitamento.

La procedura appena descritta è la più tipica e semplice; nella realtà operativa, si seguono anche dei percorsi diversi.

Poiché a seguito del leverage buy out il livello di indebitamento cresce notevolmente, non tutte le imprese possono essere oggetto di tali operazioni.

Gli investitori dovranno studiare l'impatto del capitale di debito sulla futura impresa che dovrà essere in grado di farvi fronte e dovrà avere, quindi, una situazione patrimoniale di partenza molto solida. Un'impresa è in grado di superare un periodo di forte indebitamento solamente se i flussi di cassa della gestione operativa saranno positivi, costanti e quindi sufficienti per coprire il peso degli oneri finanziari. Assume, per tanto, una rilevanza cruciale l'affidabilità dei piani strategici futuri.

Un altro fattore determinante è lo studio del settore. Sono evidentemente da escludere i settori high-tech poiché le imprese del segmento necessitano di continui investimenti in ricerca e sviluppo, sono molto rischiose e, avendo un alto tasso di crescita, necessitano di continui investimenti in capitale circolante che abbattano inevitabilmente i flussi di cassa operativi. Vanno quindi predilette le imprese che appartengono a segmenti già maturi e sviluppati, con un basso tasso di crescita e bassi investimenti.

3.4: IL PRIVATE EQUITY E GLI INVESTIMENTI IN INFRASTRUTTURE

Gli investimenti in infrastrutture, intesi come qualsiasi investimento in opere pubbliche, rivestono un ruolo importante nello sviluppo socio-economico di una nazione. In Italia, è un elemento da prendere seriamente in considerazione alla luce dei risultati di uno studio condotto dall'Ance sulle infrastrutture offerte, che pone l'Italia agli ultimi posti fra i paesi più industrializzati. La situazione è resa ancora più grave dalla recessione economica che ha peggiorato ulteriormente i nostri conti pubblici. Un aiuto rilevante in questo contesto può essere dato dalle Public Private Partnership: costituiscono un'attività di private equity consistente in una collaborazione tra enti pubblici e privati. È un fenomeno nato nel Regno Unito sulle spinte liberali di Margaret Thatcher. I fondi di private equity sono presenti sia nel mercato primario che in quello secondario, pertanto, possono intervenire finanziando un progetto di investimento in infrastrutture oppure sostenendo la creazione di un'impresa che opererà in tale segmento. Distinguiamo poi, investitori altamente specializzati e investitori generalisti: i primi vantano competenze specifiche in alcuni segmenti con un elevato profilo di rischio in cui non è facile prevedere i flussi di cassa che genererà l'investimento; i secondi operano, invece, in settori maggiormente prevedibili. Gli investitori specializzati apportano soprattutto know-how, il contributo degli operatori generalisti è, invece, essenzialmente di tipo finanziario. Gli operatori che risultano attivi nel mercato primario del nostro paese sono solamente sei. Si aggiungono poi una quindicina di fondi internazionali che sono interessati ad iniziative infrastrutturali in Italia. I fondi italiani più importanti di tale segmento sono di creazione bancaria, hanno una dotazione finanziaria complessiva di circa quattro miliardi di euro, investono essenzialmente nei settori dell'edilizia civile e dell'urbanistica. Appare dunque evidente come gli investimenti in questo settore risultino ancora estremamente esigui; vi è pertanto la necessità di superare l'arretratezza infrastrutturale adeguandoci agli altri Stati europei, mediante un maggiore coinvolgimento del settore privato. Una forte cooperazione pubblica -

privata risulta indispensabile per riattivare l'economia e superare la recessione, evitando al contempo un ulteriore peggioramento dei conti pubblici.

CAPITOLO 4: IL REAL ESTATE

4.1 INVESTIMENTI IMMOBILIARI: VALORIZZAZIONE, RISCHI E RENDIMENTI

Negli ultimi anni lo sviluppo del Real estate ha determinato il passaggio da un piccolo settore di nicchia al grande mercato dell'industria immobiliare, dove oggi gli agenti sono sempre più qualificati e professionali. Recentemente si è compresa l'importanza delle società impegnate nel settore immobiliare e il loro contributo alla creazione di valore e alla valorizzazione patrimoniale delle proprietà immobiliari.

Fino allo scorso decennio, la valorizzazione degli immobili suscitava l'interesse esclusivamente dei grandi investitori, quali società e Pubblica Amministrazione.

L'interesse degli investitori meno qualificati, invece, continuava a concentrarsi nell'acquisto degli immobili ad uso abitativo, soprattutto per quanto riguardava le famiglie. Successivamente, alcune iniziative legislative hanno incentivato le operazioni di manutenzione e di valorizzazione immobiliare, determinando un profondo mutamento del settore: da un lato, sono aumentati gli interventi di real estate anche da parte dei piccoli proprietari, dall'altro, è aumentato il numero dei professionisti del settore con la nascita delle figure dei fondi immobiliari.

Attualmente dunque, il mercato del real estate risulta completamente modificato sia nella domanda che nell'offerta e, soprattutto, da un punto di vista culturale e di know-how. I beni immobili costituiscono una parte rilevante degli investimenti dei risparmi delle famiglie, delle imprese e delle società di investimento. Il mercato immobiliare risulta oggi suddiviso in vari segmenti: residenziale, industriale, commerciale e terziario, ognuno dei quali presenta dei rischi propri e delle peculiarità. Un'altra classificazione, in merito ai mercati target di SIIQ e fondi immobiliari, è tra mercati di nicchia, tradizionali ed emergenti: il segmento tradizionale riguarda immobili destinati a residenze, uffici e simili; il segmento di nicchia si riferisce ad immobili destinati ad utilizzi particolari ancora poco diffusi, ad esempio, strutture di supporto per gli anziani; infine, i settori emergenti coprono tutti

gli investimenti in immobili destinati a utilizzi innovativi come centri servizi e centri tecnologici.

Per una società operante nel settore immobiliare, un bene immobile è considerato “un’entità operativa, cioè un business con un ciclo di vita e un ciclo di cash flow”⁵.

Il Real estate rappresenta l’insieme di tutte le attività che possono essere messe in atto al fine di amministrare il bene immobile e di incrementare il suo valore di mercato. In passato, il valore di un immobile dipendeva quasi esclusivamente dall’eventuale aumento di valore dell’area in cui era edificato. Attualmente, invece, il valore di un bene risente anche di dinamiche interne, di iniziative del proprietario che sono legate ad una molteplicità di fattori apparentemente poco rilevanti (ad esempio il comfort), per questo appare sempre più rilevante l’ausilio di esperti del settore.

Le varie attività di valorizzazione riguardano tutta la durata del ciclo di vita del bene: progettazione, costruzione, amministrazione, demolizione e l’insieme dei costi di amministrazione dei vari anni supera di gran lunga la somma dei costi sostenuti per la progettazione e la costruzione.

Il *rendimento* di un asset immobiliare è legato essenzialmente a due parametri:

- i flussi di cassa positivi derivanti dall’amministrazione degli immobili costituenti il patrimonio, ad esempio, il canone di locazione;
- l’eventuale plusvalenza derivante dalla cessione dei beni.

A scopo prudenziale, non sono considerati rendimenti le plusvalenze da rivalutazione degli immobili, perché non costituiscono plusvalenze effettivamente realizzate. Anche le eventuali plusvalenze derivanti da un buon andamento delle quotazioni non sono considerate rendimenti perché, come sappiamo, l’andamento del mercato è spesso scollegato dalla dinamiche effettive che riguardano gli investimenti.

È possibile evidenziare, a tal proposito, un’analogia con il rendimento delle attività finanziarie, in quanto è possibile paragonare i canoni di locazione alle remunerazioni periodiche dei titoli e le plusvalenze immobiliari alla dismissione delle attività finanziarie sul mercato. Anche se la remunerazione dell’investimento non è predeterminata e nota fin dall’inizio, il fondo si impone un certo obiettivo a scadenza che rappresenta una delle variabili maggiormente prese in considerazione dai sottoscrittori nella scelta dell’allocazione del proprio risparmio poiché è un fattore da

⁵ “Enterprise Concept” di James A. Graaskamp

cui si può desumere il profilo di rischio. Il rendimento di un asset immobiliare non è facilmente prevedibile perché, a differenza di strumenti finanziari come i titoli, gli immobili non sono beni fungibili, ogni asset è unico e il suo rendimento dipenderà da variabili soggettive come la qualità, la localizzazione e la destinazione.

Per quanto concerne il *profilo di rischio* dell'investimento immobiliare, rispetto ad altri investimenti, è senza dubbio meno volatile, ha un valore reale più stabile e costante che si aggiorna alla svalutazione monetaria. Come tutti gli investimenti, però, risente inevitabilmente dell'andamento dell'economia generale, si pensi all'influenza del livello di tassi di interesse, di quello dell'occupazione e delle manovre di politica economica. Tale sensibilità non è omogenea per tutti gli investimenti del macrosettore immobiliare, ma è strettamente correlata all'area geografica, alla tipologia specifica del bene immobile e alla sua qualità.

Per tali ragioni, i fondi immobiliari, in un'ottica di minimizzazione del rischio, non tendono mai a concentrare i loro investimenti in un'unica area geografica o in pochi beni, ma mirano per l'appunto a diversificare in vari mercati. È poi importante non dimenticare che tale settore è oggetto di forti speculazioni, che hanno portato spesso allo scoppio della cosiddetta bolla immobiliare che verrà successivamente analizzata. Il rendimento di un bene immobile risente anche di alcuni eventi sfavorevoli e inattesi riguardanti l'asset di riferimento, quali l'inesigibilità del canone di locazione, rinegoziazioni dei contratti o sfritto.

Possiamo quindi individuare tre categorie di rischio specifico:

- **Rischio locatario.** È il rischio esistente nel caso in cui l'immobile venga destinato alla locazione. In particolare, è connesso alla possibilità che il locatario possa risultare moroso e inadempiente. È quindi importante esaminare in via preventiva l'affidabilità e la solvibilità del conduttore.

- **Rischi esogeni.** Il valore di un bene immobile, come già accennato, dipende da alcuni fattori esogeni tra cui assumono particolare rilevanza la domanda del bene immobile in quel determinato contesto geografico e il buon funzionamento del mercato immobiliare locale. Quando l'immobile è situato in una grande città o in una zona con alto tasso di sviluppo è evidente che ci saranno minori rischi di svalutazione e il rendimento sarà prospetticamente elevato soprattutto per quanto riguarda gli immobili destinati ad abitazioni residenziali.

- Rischi endogeni. È il rischio legato alle caratteristiche specifiche del bene immobile che vanno ad incidere sulla sua effettiva commerciabilità. Un elemento importante è la dimensione dell'investimento, da non valutare in un'ottica assoluta, ma sempre relativamente alla destinazione d'uso. Altri fattori di rilevanza notevole sono la qualità, l'estetica, il grado di standard tecnologici, la modernità, l'architettura e le spese di manutenzione. Una garanzia in tal senso è rappresentata dalla certificazione della qualità edilizia che attesta il rispetto di determinate normative e delle varie fasi del processo.

4.2: I FONDI IMMOBILIARI E LE S.I.I.Q.

I fondi immobiliari sono una categoria giuridica di fondi comuni che investono i loro patrimoni direttamente o indirettamente nella compravendita e nella locazione di immobili, in particolare la normativa li definisce come “fondi che investono il proprio patrimonio esclusivamente o prevalentemente in beni immobili, in diritti reali immobiliari e in partecipazioni in società immobiliari”.

La recente riforma normativa ha stabilito che possono essere considerati fondi immobiliari solamente i fondi in cui l'entità del patrimonio investito nelle attività appena indicate raggiunge almeno due terzi del patrimonio totale.

Gli investimenti nel settore degli immobili sono illiquidi e difficilmente commerciabili sul mercato, ma grazie alla presenza dei fondi nel settore, tali investimenti reali vengono trasformati attraverso l'incorporazione in attività finanziarie maggiormente flessibili e facilmente liquidabili sul mercato.

La possibilità di dismettere l'investimento prima della scadenza viene ulteriormente agevolata quando il fondo è quotato nella Borsa valori, in particolare, nel mercato immobiliare dei fondi. Per ragioni prudenziali, la quotazione diventa obbligatoria se le quote di partecipazione al fondo sono state sottoscritte da piccoli risparmiatori (la normativa li definisce in questo caso *fondi immobiliari ordinari*), resta invece facoltativa nel caso in cui il fondo si sia rivolto ad investitori qualificati (tali fondi vengono chiamati *fondi riservati*).

I fondi immobiliari sono disciplinati a livello generale dal TUF (Testo Unico della Finanza), il quale disciplina il funzionamento dei fondi comuni e, a livello specifico, dal decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze 47/2003 e da altri decreti attuativi.

I fondi immobiliari possono essere istituiti ed amministrati solamente da società di gestione del risparmio e solamente in forma *chiusa* o *semichiusa*. Nel caso in cui la Sgr scelga per il fondo l'adozione della forma chiusa, successivamente alla costituzione, non si potranno accogliere nuove sottoscrizioni e ci saranno dei vincoli per il rimborso anticipato delle quote ai sottoscrittori. Nella situazione in cui si adotti la forma semichiusa, sarà possibile emettere nuove quote successivamente alla costituzione e rimborsare le quote già emesse prima della scadenza naturale, ma il rimborso potrà avvenire solo in fase di nuove emissioni e solo in determinati periodi. La durata del fondo è in media di circa dieci anni e per legge non può superare i trenta. L'orizzonte temporale così esteso è giustificato dalla natura stessa dell'investimento immobiliare. Le quote di partecipazione sono tutte dello stesso ammontare, prevedono gli stessi diritti e doveri. Se le quote sono state oggetto di sollecitazione all'investimento (ricordiamo che non è una procedura possibile per i fondi hedge), il termine massimo entro cui tutte le quote devono essere sottoscritte e versate è di diciotto mesi. Il patrimonio del fondo è perfettamente autonomo e distinto rispetto a quello della Sgr. La Sgr istitutrice del fondo può esercitare varie attività economiche oltre a quella nel settore immobiliare oppure può essere specializzata in tale segmento. La Sgr ha il compito di redigere il regolamento del fondo che andrà a disciplinare i rapporti con i vari sottoscrittori. Entro novanta giorni tale regolamento dovrà essere approvato dalla Banca d'Italia dopo la constatazione dell'esistenza di tutti i requisiti. La Banca d'Italia assume anche un ruolo importante nella vigilanza sull'attività della Sgr in merito alla diversificazione e al contenimento del rischio. In particolare, al fine di ridurre il rischio del portafoglio, è vietato alle Sgr di investire più di un terzo del patrimonio del fondo in un unico bene immobile nel caso in cui le quote siano state sottoscritte da piccoli risparmiatori.

Ai fondi immobiliari i cui partecipanti siano investitori qualificati è permessa un'esposizione al rischio maggiore e, quindi, tali fondi non sono tenuti a rispettare il

limite anzidetto. I fondi immobiliari, come i fondi hedge, sono assoggettati ad una normativa atipica e meno rigida rispetto ai fondi comuni.

Il conferimento può essere, oltre che in denaro, anche di beni immobili a titolo di proprietà o di altri diritti reali di godimento oppure anche da quote di partecipazione di società immobiliari. I fondi che prevedono apporti di beni immobiliari sono chiamati *fondi ad apporto* e si differenziano dagli altri fondi per il processo di costituzione. I fondi ordinari e quelli riservati prevedono, infatti, la raccolta nel mercato dei capitali di risorse finanziarie e solo successivamente l'investimento di tali somme nel mercato immobiliare. Al contrario, i fondi ad apporto prevedono il preventivo conferimento di beni a fronte della sottoscrizione della quota e solo in un secondo momento la vendita di tali quote sul mercato dei capitali. I fondi ad apporto garantiscono certamente una maggiore trasparenza in quanto i partecipanti al fondo, già dal momento della sottoscrizione della quota, possono constatare il patrimonio del fondo, ma può far sorgere conflitti di interesse. È possibile distinguere due categorie di fondi ad apporto: i fondi ad apporto di beni pubblici e i fondi ad apporto privati. Nel primo caso più della metà dei conferimenti proviene dallo Stato, da enti pubblici, previdenziali o da società a partecipazione statale. Nel caso dei fondi privatistici i beni apportati provengono, invece, da privati.

Un'ulteriore classificazione dei fondi si basa sulla natura delle attività in cui essi si specializzano. I fondi possono svolgere un'ampia gamma di attività che vanno dai contratti di locazione, alla valorizzazione e alla riqualificazione; la normativa ha previsto, però, il divieto di svolgere attività diretta di costruzione o attività commerciali. Un'interessante differenza con i fondi tradizionali è rappresentata dalla possibilità dei fondi immobiliari di indebitarsi, poiché il patrimonio è costituito da attività reali rappresentanti, pertanto, una solida garanzia. Un decreto ministeriale ha stabilito il limite massimo dell'indebitamento, fissato al 60% delle attività patrimoniali. Infine, la normativa va analizzata sotto il profilo fiscale. I redditi prodotti dalle società che operano nel settore immobiliare nella compravendita o nella locazione di immobili sono assoggettati a tassazione IRES. Al contrario, il reddito derivante dal patrimonio di una società immobiliare conferito ad un fondo verrà sottoposto ad imposizioni sostitutive (12,50% su plusvalenze e dividendi a cui si applicherà il principio di cassa). A tal proposito, per evitare che alcune società

costituissero fondi immobiliari al solo scopo di ottenere un vantaggio fiscale, sono state previste apposite disposizioni antielusive.

La *governance* scelta dal fondo è descritta nel regolamento. Il funzionamento del fondo implica il coinvolgimento di numerosi organi e soggetti: alcuni sono previsti per legge, al fine di tutelare gli interessi dei sottoscrittori, altri vengono invece designati dalla Sgr facoltativamente a scopo di supporto.

Le principali figure sono:

- Banca depositaria: è l'organo che esercita l'attività di vigilanza nei confronti della Sgr, si occupa delle transazioni finanziarie, dell'emissione, della remunerazione e del rimborso delle quote del fondo.

- Esperti indipendenti: figure previste per legge; sono dei professionisti del settore, che hanno il compito di valutare i beni immobiliari oggetto dei vari investimenti del fondo al fine di aggiornare ogni sei mesi il valore patrimoniale calcolato col metodo NAV (Net Asset Value). Sono soggetti autonomi, nominati dal Consiglio di amministrazione; durano in carica tre anni, la nomina è rinnovabile una sola volta.

- Consiglio di amministrazione: si occupa della gestione del fondo e delibera tutte le scelte di investimento.

- Comitato tecnico consultivo: è l'organo incaricato di esprimere pareri sulle scelte di investimento deliberate dal consiglio di amministrazione. I pareri sono facoltativi, ma se il regolamento lo prevede possono diventare obbligatori.

- Assemblea dei sottoscrittori: ha un ruolo di vigilanza sull'operato del Consiglio di amministrazione e delibera su decisioni di rilevanza strategica.

Ogni anno riceve un compenso per l'attività di vigilanza svolta.

- Advisor: affiancano il comitato tecnico nella formulazione dei pareri. Non sono espressamente inseriti nella normativa, ma sono spesso previsti nella prassi.

Il perno centrale del funzionamento del fondo è senza dubbio l'attività svolta dalla Sgr istituttrice che agisce come mandataria del fondo ed è responsabile dei risultati di tutte le operazioni poste in essere, dell'efficienza e della buona organizzazione del fondo. Ogni anno riceve un compenso di gestione pari ad una percentuale fissa sul

patrimonio gestito. Poiché gestire un fondo immobiliare implica gestire giornalmente una quantità cospicua di patrimonio e svolgere una serie di operazioni complesse, alcune delle attività di gestione vengono esternalizzate a società specializzate.

Si parla di property management quando si esternalizzano servizi di natura amministrativa, tecnica e legale, mentre si parla di facility management quando si esternalizzano servizi logistici ed organizzativi per garantire la manutenzione ordinaria e straordinaria e la buona tenuta del patrimonio immobiliare.

I fondi immobiliari vengono valutati utilizzando il metodo NAV. Il NAV è il valore patrimoniale degli immobili risultanti dalle stime degli esperti indipendenti e rappresenta il valore reale del fondo che può talvolta discostare dalle quotazioni.

Rispetto agli altri strumenti alternativi, l'investimento in una quota di un fondo immobiliare presenta un minore grado di illiquidità. Però, anche se si prendono in considerazione i fondi quotati in Borsa, le relative quote non risultano mai automaticamente e immediatamente liquidabili prima della scadenza naturale dell'investimento poiché il numero di transazioni giornaliere su questo mercato è comunque limitato e imparagonabile alle transazioni dei titoli azionari.

Il fondo immobiliare percepisce una commissione fissa annuale sul valore del suo patrimonio netto o lordo (1%-2%) e una commissione variabile annuale (circa il 10%) sull'extrarendimento rispetto ai benchmark dei titoli di Stato o rispetto ad un altro parametro. È anche previsto un bonus a scadenza, pari a circa il 20% degli utili totali generati dal fondo. Risulta evidente che i fondi più propensi al rischio prevedranno una minore percentuale per la commissione fissa, aumentando quella sulle performance.

Nel gergo comune, spesso si tende a confondere i fondi immobiliari con le *S.I.I.Q.* Risulta dunque opportuno specificare il significato di questo acronimo, evidenziando alcune differenze con i fondi. Le *S.I.I.Q.* sono società di investimento immobiliare quotate, figura introdotta dalla Legge Finanziaria del 2007 allo scopo di rendere più competitivo il settore in questione. Le *S.I.I.Q.* hanno la forma di società per azioni, per cui, le quote di partecipazione al capitale sociale sono rappresentate da azioni e vengono scambiate e quotate nella Borsa valori o in altri mercati regolamentati italiani. La sede della società deve situarsi all'interno del territorio dello Stato. Tutte

le società per azioni che già operavano nel settore immobiliare prima della suddetta finanziaria possono operare una trasformazione in S.I.I.Q., sono però richiesti dei requisiti soggettivi (ad esempio, non è consentito ad un socio di detenere più del 51% delle azioni con diritto di voto) e oggettivi (ad esempio, l'attività economica rappresentante l'oggetto sociale deve essere prevalentemente attività di locazione di immobili).

Le differenze con i fondi immobiliari sono essenzialmente tre:

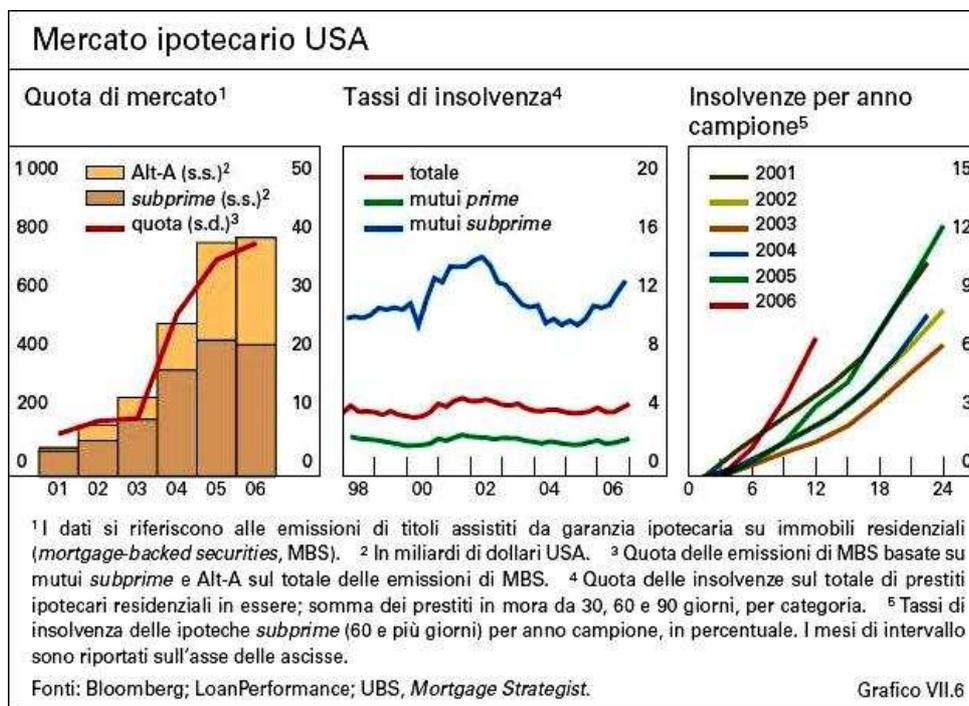
- Partecipazioni: ai fondi immobiliari è consentita la detenzione di partecipazioni di S.I.I.Q., mentre le S.I.I.Q. non possono acquistare partecipazioni di fondi immobiliari.

- Vigilanza: i fondi immobiliari sono sottoposti sia ad una forma di vigilanza diretta, che ad una vigilanza indiretta sulla Sgr che li ha istituiti. Le S.I.I.Q., avendo la forma di s.p.a. quotate, sono assoggettate alla vigilanza della CONSOB e del Ministero dell'Economia e delle Finanze.

- Tutela dei partecipanti: il patrimonio del fondo è assolutamente autonomo e separato, non può essere aggredito né dai creditori propri, né da quelli della Sgr istitutrice. I creditori delle S.I.I.Q., invece, possono aggredire il patrimonio sociale, come in tutte le s.p.a.

4.3: LE BOLLE IMMOBILIARI

La bolla immobiliare rappresenta un rapido aumento dei prezzi degli immobili a livelli insostenibili per gli investitori medi fino ad un punto in cui inevitabilmente avviene il crollo. Essa segue periodi di forte ottimismo, di crescita economica, con tassi di interesse al minimo e prezzi immobiliari accessibili che aumentano inevitabilmente la domanda, non solo da parte delle famiglie, ma anche da parte di investitori speculativi. Così è avvenuto con la bolla immobiliare americana di una portata epocale che ha innescato la crisi finanziaria del 2008, e considerevoli così sono state le conseguenze. L'esposizione eccessiva delle banche verso il mercato immobiliare e in altre operazioni altamente rischiose si era già notata prima del crollo dei mercati. Il settore immobiliare è stato negli ultimi anni il perno dell'intero mercato finanziario e il principale campo di investimento degli istituti creditizi. La relazione annuale di BRI del 2007 già evidenziava una situazione di fragilità e di forte esposizione degli Stati Uniti:



Fonte: www.bis.org

Dal grafico emerge chiaramente che prima del fallimento di Lehman Brothers, si è raggiunto l'apice degli investimenti in titoli che avevano come sottostante mutui ipotecari cartolarizzati, riguardanti soprattutto immobili residenziali. In molti paesi, soprattutto negli Stati Uniti, bassi tassi di interesse e bassi prezzi degli immobili hanno portato ad un aumento della domanda e ad un relativo incremento di concessioni di credito alle famiglie da parte degli istituti bancari.

La concessione dei mutui è stata spinta a livelli eccessivi perché venivano scelti anche mutuatari con elevati profili di rischio e con alta probabilità di insolvenza in quanto questi mutui venivano successivamente cartolarizzati. Negli Stati Uniti, è stato conseguentemente raggiunto l'apice dei prezzi degli immobili che in un decennio si sono esattamente triplicati. Il risultato dello scoppio della bolla è stato altrettanto eclatante: crollo inarrestato dei prezzi del 30%.

Il mercato immobiliare è crollato, trascinandosi dietro l'intero mercato finanziario e contagiando l'economia reale. I mercati emergenti hanno subito un forte rallentamento e l'Europa è entrata in recessione. A tutt'oggi, la Federal Reserve e le altre Banche Centrali continuano a tagliare i tassi di interesse per favorire la ripresa economica e rafforzare la fiducia degli investitori.

In Spagna, le banche di Stato sono state al centro della bolla immobiliare, che ha spinto, a metà del 2008, l'ammontare totale delle ipoteche fino al 100% del PIL e il cui scoppio ha fatto registrare un crollo delle compravendite pari al 40%.

Nel marzo di quest'anno, il governo spagnolo ha approvato il piano di salvataggio della banca Caja Castilla la Mancha che prevede un'immissione di liquidità pari a 9 miliardi di euro, con il sostegno della Banca di Spagna. Le Cajas spagnole sono piccole istituzioni creditizie simili alle nostre Casse di risparmio, e sono state le principali artefici della gigantesca bolla speculativa spagnola, in maniera molto più determinante rispetto alle altre banche spagnole. L'entità della crisi del settore ha determinato il fallimento del 70% delle società di intermediazione immobiliare e la chiusura di ben 55.000 agenzie immobiliari, fiorite nel periodo di forte espansione.

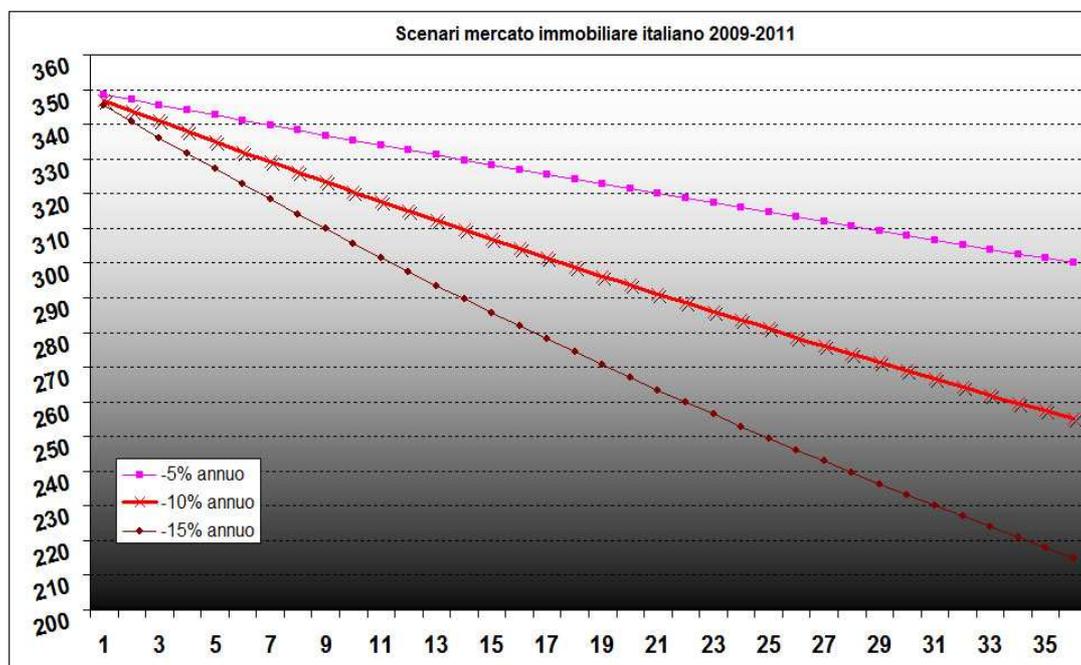
Per quanto concerne l'Italia, la crisi economica è evidente, ma la riduzione dei prezzi delle case non è stata altrettanto marcata. Nonostante la crescita inarrestata dei prezzi immobiliari, raddoppiati in dieci anni, in seguito alla crisi dei mercati, i prezzi delle

nostre abitazioni si sono ridotti solamente dal 2% al 10%; le compravendite hanno segnato un -15%, con una forte disomogeneità da regione a regione.

Nel nostro caso perciò, non possiamo parlare di scoppio della bolla immobiliare, ma si prospetta, nei prossimi mesi, una discesa dei prezzi più evidente, facilitata dal periodo di bassa inflazione.

Il FMI prevede una riduzione del 25% del prezzo delle abitazioni italiane nei prossimi anni; altri esperti estendono la percentuale addirittura al 40%.

Il seguente grafico mostra tre possibili scenari del mercato immobiliare italiano, evidenziando la svalutazione che subirebbe per ipotesi il valore di un immobile di 350.000 euro con il trascorrere dei mesi:



Fonte: www.quasardat.com

I segnali che lasciano intravedere un imminente crollo del settore immobiliare italiano sono molteplici:

- forte indebitamento dei costruttori edili;
- diminuzione della domanda;
- diminuzione del credito concesso dalle banche ai costruttori e ai compratori;
- aumento dei tempi di vendita.

La Borsa già sconta la possibilità di un crollo immobiliare, ne è prova la riduzione della quotazioni di alcuni indici che riguardano imprese del settore (i titoli della società Pirelli&C Real Estate hanno perso dal 2007 il 98% del valore). Le banche e gli altri investitori del settore sono già corsi ai ripari, riducendo la loro esposizione. In definitiva, non è possibile prevedere se il crollo del mercato immobiliare italiano avverrà improvvisamente oppure se ci sarà una lenta e progressiva svalutazione, ma la discesa dei prezzi sarà inesorabile. Pertanto, la soluzione è vendere il più presto possibile e attendere qualche mese per acquistare.

L'evidenza empirica dimostra che il ciclo del mercato immobiliare è periodico ed è estremamente correlato al ciclo del mercato finanziario: momenti di espansione, di disponibilità di ricchezza da investire comportano evidentemente l'aumento dei prezzi del settore immobiliare. Alle fasi di espansione dei prezzi, si seguono sempre fasi di contrazione. La crisi odierna ha però bruciato qualcosa come nove trilioni di dollari, ricchezza paragonabile al patrimonio immobiliare italiano; la ripresa in questo caso, pertanto, non sarà così facile ed immediata.

Gli esperti dei mercati finanziari ritengono che l'intervento più importante a sostegno del real estate sia senza dubbio quello delle Banche Centrali.

Il famoso economista Paul Krugman definisce il mercato immobiliare come il più importante canale di trasmissione della politica monetaria. Tale mercato è, infatti, il più sensibile alle manovre delle Banche Centrali sui tassi di interesse, a causa della durata estesa dell'investimento: un eventuale taglio del costo del denaro va ad incidere in maniera più incisiva su un investimento di lungo periodo, che su un investimento di un'impresa di breve periodo finalizzato al sostegno della produzione. Per tali ragioni, e da un punto di vista esclusivamente teorico, il taglio dei tassi da parte della Fed dovrebbe gradualmente rianimare il mercato immobiliare statunitense e rimettere in moto così l'intera economia; nelle altre fasi di recessioni e di contrazione del settore immobiliare questa teoria ha trovato pieno riscontro.

Nello scenario odierno, però, i tagli della Fed e delle altre Banche Centrali si sono dimostrati insufficienti nel riattivare il mercato, perché il settore del real estate è proprio il centro dell'intera crisi economica internazionale e la ripresa per tanto è ancora lontana.

CAPITOLO 5: GLI INVESTIMENTI IN COMMODITIES

5.1: LA VOLATILITA' DEI MERCATI DI RIFERIMENTO

Le materie prime sono la categoria di investimenti più antica. Il mercato delle commodities è in continua crescita dagli ultimi dieci anni e, accanto alla domanda fisica delle materie prime, in crescita da parte dei paesi emergenti, si è aggiunta quella ai fini di investimento, favorita dal deprezzamento del dollaro e dalle bolle speculative. Dal 2004 al 2007 il valore nominale dei derivati aventi le commodities come sottostante è aumentato di ben otto volte.

I prodotti finanziari che investono nelle materie prime sono sempre più diffusi, non solo perché le materie prime sono un ottimo strumento di diversificazione del portafoglio, poiché dipendono poco dall'andamento degli indici tradizionali, ma anche per la forte potenzialità di rendimento; basti pensare ai risparmiatori che qualche anno fa hanno investito nel greggio e che ultimamente stanno investendo nell'oro. Un ulteriore vantaggio insito in tali investimenti è che, a differenza di molte attività finanziarie, il valore di una materia prima non può mai azzerarsi; una materia prima è un bene destinato al consumo e, quindi, il suo valore reale è assicurato.

Se il prezzo di una commodity dovesse scendere ad un livello tale da non consentire più ai produttori di coprire i costi, ci sarebbe un crollo dell'offerta che porterebbe inevitabilmente ad un successivo aumento del prezzo.

Una altra caratteristica interessante è che l'andamento delle commodities non solo è slegato dall'andamento degli indici azionari ed obbligazionari, ma in alcuni periodi è addirittura in controtendenza. Il motivo della relazione inversa con azioni e obbligazioni risiede nel fatto che le quotazioni degli strumenti finanziari tradizionali rispecchiano le aspettative future di rendimento, di conseguenza, i relativi indici sono in crescita nelle fasi espansive dei cicli economici. Al contrario, il prezzo di una materia prima è semplicemente il risultato dell'andamento della domanda e dell'offerta, pertanto, il prezzo aumenta alla fine delle fasi di espansione in corrispondenza di un esaurimento delle scorte e della saturazione della capacità

produttiva. Quindi, in caso di inflazione e di aumento del prezzo di tutti i beni, anche il prezzo delle commodities aumenta, mentre gli indici delle attività tradizionali decrescono. Tale controtendenza è provata empiricamente da ben sette cicli della durata di circa vent'anni l'uno, in cui si è mantenuta la relazione inversa.

È però essenziale non sottovalutare l'andamento dei mercati di riferimento, altamente complessi, volatili e assolutamente imprevedibili, i quali dipendono da fattori esogeni (condizioni meteorologiche, i cicli congiunturali) e, soprattutto, da fattori politici (cartelli, protezionismo). Il prezzo di una commodity può, dunque, crollare o impennare improvvisamente al verificarsi di determinati eventi.

L'altalena dei prezzi è poi conseguenza delle caratteristiche intrinseche della domanda che è quasi anelastica: i paesi esportatori sono fortemente dipendenti, non possono fare a meno delle commodities. Non bisogna poi dimenticare il rischio connesso alla tasso di cambio. A tal proposito, sono nati recentemente degli strumenti finanziari chiamati Quanto certificates con lo scopo di proteggere gli investimenti dal rischio di cambio e che verranno successivamente analizzati.

È stato eclatante il caso del prezzo del petrolio in occasione dell'attentato a Londra del 2005: il prezzo del greggio in poche ore scese prima del 7% e poi risalì del 6%.

Il prezzo di una materia prima è espresso dalla quotazione del contratto future di riferimento con scadenza più vicina. Il prezzo delle commodity che più suscita l'interesse degli investitori è l'appena nominato prezzo del petrolio, poiché è il combustibile fossile più impiegato nella produzione di energia e il suo costo influenza a sua volta il costo di molti beni e servizi; per tali ragioni, l'andamento del prezzo del petrolio interessa l'intera economia.

L'offerta limitata in mano a pochi oligopolisti (l'OPEC detiene il 75% delle riserve mondiali) e il numero elevato dei paesi che costituiscono la domanda hanno alimentato la bolla speculativa e la crescita esponenziale del prezzo del greggio che ha raggiunto il picco nel Luglio 2008 e ha poi subito un brusco calo in seguito allo scoppio della bolla immobiliare americana. In particolare, solo durante il 2008, la quotazione del greggio è passata da 90 dollari al barile, nel mese di febbraio, al record storico di 147 dollari, nel mese di luglio, per poi crollare a soli 40 dollari al barile dopo la bolla speculativa dell'estate.

Il crollo del petrolio ha determinato anche il crollo del 56% dell'indice CRB che è passato da una quotazione di 474 a 209. Ciò che sconvolge è che, prima del crollo, esperti finanziari come gli analisti di Morgan Stanley e di Goldman Sachs prospettavano una forte ascesa del prezzo: previsioni così sbagliate rendono ancora più evidente la complessità e l'imprevedibilità di tali mercati.

I paesi sviluppati, per ridurre la dipendenza dai paesi produttori di petrolio, hanno incrementato gli investimenti nello sviluppo di fonti rinnovabili e nel risparmio energetico, riducendo notevolmente la propria domanda di greggio. La contrazione della domanda è stata avvertita dai paesi produttori dell'OPEC che hanno faticato per riportare la quotazione ad un prezzo accettabile tale da poter sostenere l'offerta.

In particolare, è risultato inevitabile tagliare più volte i livelli di produzione, ma questi tagli sono stati estremamente sofferti a causa dei forti investimenti in infrastrutture che hanno caratterizzato le economie di tali paesi negli ultimi anni.

Il petrolio inizia poi ad avvertire la concorrenza del gas, frenata fino a pochi anni fa dagli alti costi di trasporto di tale combustibile che ne rendeva conveniente l'utilizzo solamente dai paesi che possedevano i giacimenti. Recenti innovazioni tecnologiche hanno però reso più efficiente l'estrazione e il trasporto del gas, si pensi all'introduzione del GNL (gas liquefatto portato ad una temperatura di -161°) che porterà certamente nei prossimi anni ad un aumento della domanda del gas a discapito di quella del petrolio, anche se il greggio, almeno per i prossimi decenni, dovrebbe continuare a mantenere un ruolo centrale fra le risorse energetiche.

Le previsioni ipotizzano che il prezzo dell'oil, alla fine del 2009, si attesti intorno agli 80 dollari al barile.

Durante le crisi economiche come quella in atto, l'oro e gli altri metalli preziosi sono considerati degli investimenti difensivi in quanto risentono meno dell'inflazione. Sbalorditiva è stata la crescita del valore dell'oro nell'ultimo anno, il quale ha subito un incremento del 20% del proprio valore. Nelle prime settimane di Ottobre, il prezzo ha toccato il record storico di 1.058 dollari l'oncia, per dare un'idea, è l'equivalente di 30 euro al grammo, mentre un anno fa la quotazione era esattamente la metà. I motivi di tali incrementi sono senza dubbio la continua svalutazione del dollaro e i continui interventi delle Banche Centrali per immettere liquidità nel sistema che hanno così alimentato i timori di spinte inflazionistiche.

I piccoli cenni di ripresa economica lasciano però intravedere un freno a tale incremento e un prossimo ribasso.

Altre commodities diffuse sul mercato sono quelle impiegate nell'allevamento e nell'agricoltura e le cosiddette soft commodities come il cacao e il cotone, la cui domanda è in forte crescita da parte dei paesi in via di sviluppo.

Le materie prime agricole hanno subito un forte rincaro che ha seguito, inizialmente, lo stesso andamento del prezzo del petrolio. In particolare, negli ultimi dieci anni, la produzione agricola mondiale è aumentata del 50% e i prezzi di frumento, riso e granoturco sono esattamente raddoppiati tra il 2007 e il 2008. L'evidente aumento dei costi ha messo a dura prova le imprese del settore alimentare che hanno dovuto sopportare un aumento notevole dei costi di produzione, accendendo così una spirale di rialzo dei prezzi a danno dei consumatori finali.

La crisi internazionale ha portato ad una riduzione della domanda e conseguentemente ad una riduzione del prezzo. Il mercato agricolo è generalmente anticiclico e quindi dovrebbe resistere meglio alla recessione. La FAO prospetta un calo dei prezzi che alla fine del 2010 dovrebbe oscillare tra il 4% e il 9%. Il calo del costo delle materie prime agricole dovrebbe essere anche facilitato da una maggiore concorrenza grazie all'ascesa di Brasile, Cina, India e Argentina come paesi produttori (Cina e India sono anche paesi importatori).

Il calo della domanda di materie prime da parte dei paesi industrializzati seguita alla crisi economica, ha però messo in forte crisi i paesi più poveri che basano da sempre le loro economie sull'esportazione di tali commodities.

Ha poi suscitato la preoccupazione degli esperti dei mercati finanziari il rallentamento economico della Cina, uno dei più importanti consumatori di commodities a livello mondiale, che è stata inesorabilmente toccata dalla crisi.

In pochi mesi ha registrato un forte calo sia negli import di petrolio, metalli preziosi e materie prime agricole, che negli export. Ciò ha scosso il mercato delle commodities, ma gli enormi piani di stimoli varati dal governo cinese lasciano intravedere una prossima ripresa.

Le prospettive di lungo periodo ipotizzano che, una volta terminata questa fase di recesso economico internazionale, si riaffacceranno i paesi poveri, in particolare quelli asiatici, che raggiungeranno un livello importante di industrializzazione e tutti

i paesi a livello mondiale dovranno iniziare a considerare il deperimento delle risorse naturali. Tutto ciò suggerisce che il macro-trend del bull market delle materie prime, iniziato dieci anni fa, non sia ancora finito.

5.2 LE MODALITA' DI INVESTIMENTO

I principali mercati delle materie prime sono situati a Londra o negli Stati Uniti; per operare su tali mercati è necessario aprire un conto presso un Broker.

Un risparmiatore italiano ha quindi bisogno di avvalersi di un intermediario specializzato per investire in queste attività.

I metodi di investimento in materie prime sono essenzialmente tre:

- Acquisto fisico della commodity. È una modalità di investimento sconsigliata per la poca praticità e per i problemi relativi al reperimento sul mercato e alla custodia dei beni.

- Investimento attraverso l'utilizzo di strumenti derivati, in particolare futures e opzioni. Il contratto futures è il contratto ideale che più si presta per un investimento in commodities. L'investitore con tale contratto si impegna ad acquistare o a vendere una certa quantità di una commodity ad un certo prezzo e ad una certa data. Il vantaggio di un futures è che la stipulazione del contratto non implica necessariamente la consegna fisica del bene, poiché la standardizzazione dei contratti nella qualità, nella quantità e nelle scadenze rende agevole la chiusura della propria posizione a scadenza aprendo una posizione di segno opposto. Infatti, il 98% dei contratti futures non arriva mai alla consegna materiale del sottostante, per tale ragione, è uno strumento molto diffuso per gli investimenti in tale settore. Come tutti i contratti futures, però, anche quelli su commodities hanno un alto potenziale di rendimento a cui corrisponde un altrettanto elevato rischio di perdite connesso allo sfruttamento della leva finanziaria. Il leverage di un future consiste nella possibilità di concludere un contratto impegnando solamente una piccola parte del capitale, all'incirca il 10%. Di conseguenza, con una determinata quantità di capitale, si possono concludere contratti future per un valore dieci volte maggiore e, dunque, i guadagni e le eventuali perdite risultano amplificati.

Negli ultimi anni, proprio per sfruttare l'impennata dei prezzi, sono aumentati notevolmente gli indici di materie prime basati su contratti futures. Gli indici più importanti raggruppano un insieme di numerose materie prime, per aumentare la diversificazione. In alcuni casi, come per l'indice Goldman Sachs Commodities Index, nel paniere delle varie materie, si dà maggior peso a quelle più rilevanti, ad esempio il petrolio.

- Investimento indiretto attraverso l'acquisto di attività finanziarie. Negli ultimi anni, si stanno diffondendo degli strumenti finanziari meno rischiosi e costosi dei futures, che si rivolgono soprattutto al retail dei piccoli risparmiatori, un pubblico poco esperto per poter investire in derivati. Il costo minimo iniziale di alcune di queste nuove attività è accessibile a chiunque, è estremamente esiguo poiché si aggira attorno ai cento euro. I prodotti preferiti dai risparmiatori per il ridotto profilo di rischio, sono senza dubbio gli ETF (Exchange Traded Fund) i quali sono dei fondi indicizzati quotati e scambiati nella Borsa valori aventi come sottostanti i principali indici delle materie prime. Il fondo ETF più conosciuto è un fondo francese, il Lyxor ETFs Commodities CRB, il cui sottostante è l'indice Reuters/Jefferies CRB, rappresentativo dell'andamento di ben 19 materie prime tra le più svariate. Le fonti energetiche costituiscono il 40% del paniere di tale indice e un altro 40% è costituito dalle materie prime agricole. I fondi specializzati permettono, pertanto, di diversificare e di ridurre il rischio complessivo del portafoglio perché investono in vari contesti geografici e in varie materie prime, alcune delle quali totalmente incorrelate con le altre. Tali fondi hanno poi il vantaggio di avere bassi costi di gestione poiché prediligono una gestione passiva.

Sono presenti poi sul mercato dei *covered warrant* che hanno come sottostante indici o futures su materie prime anche non preziose, come cacao o zucchero, ma i più diffusi hanno come sottostante oro e petrolio. I *covered warrant* sono dei contratti a termine che danno la possibilità di acquistare (*covered warrant call*) o vendere (*covered warrant put*) una certa quantità di sottostante, in questo caso commodity, ad una certa scadenza e ad un certo prezzo. Il vantaggio è che tale possibilità è per l'appunto una facoltà non un obbligo e, quindi, verrà esercitata a scadenza solamente se risulterà conveniente. Dunque, nel caso di un contratto di *covered warrant call*, l'opzione verrà esercitata solo in caso di rialzo del prezzo delle materie prime, e il

compratore acquisterà materie prime per un prezzo fissato precedentemente rivendendole sul mercato ad un prezzo più alto. Viceversa nel caso di contratto covered warrant put. In Italia, il mercato di riferimento per queste attività è il *mercato Sedex*, nato nel 2004. Dal mese di Giugno è possibile negoziare ben 24 nuovi covered warrant su materie prime.

Nel mercato Sedex sono presenti anche altri strumenti di investimento che si riferiscono a materie prime. I cosiddetti *Quanto certificates* sono dei valori mobiliari che, come già accennato, permettono di neutralizzare il rischio di cambio. Il sottostante viene valorizzato sempre in euro, anche se la materia prima è espressa in un'altra valuta, mediante una conversione convenzionale. L'aumento di un punto indice equivale all'aumento di un euro del prezzo della commodity; quindi, un dollaro vale, in questo caso, sempre un euro. Il valore di un Quanto è dato dal valore del sottostante in euro, calcolato per un multiplo.

Di conseguenza, negli ultimi mesi, dato il continuo rialzo dell'oro e la svalutazione del dollaro, i Quanto certificates hanno registrato dei rendimenti superiori rispetto agli ETF che sono stati penalizzati dalla svalutazione del biglietto verde.

Il mercato Sedex offre anche un'ulteriore opportunità di investimento rappresentata dai *certificates*: derivati accessibili ai piccoli risparmiatori con una somma esigua, che riproducono l'andamento del sottostante come i Quanto, ma risentono del rischio di cambio e quindi a scadenza il rendimento dovrà essere convertito al tasso di cambio. Esistono due tipologie di certificates: leverage e investment. I certificates leverage funzionano come futures, ma con investimenti minori; i certificates investment risultano, invece, più adatti per investimenti di medio /lungo termine.

La durata massima di tale strumento è di cinque anni. A differenza di tutti gli altri investimenti alternativi, questi asset sono abbastanza liquidi, possono essere facilmente negoziabili in Borsa ed è garantita la trasparenza dei prezzi. Sono attività che rappresentano una valida alternativa agli ETF, poiché gli ETF sono strumenti meno flessibili e, pertanto, non sempre rispecchiano perfettamente l'andamento dell'indice sottostante; inoltre, gli ETF hanno costi per commissione di gestione non previsti per i certificates a cui si applicano solamente le commissioni di intermediazione. Nei certificates vi è anche un vantaggio fiscale rappresentato dalla possibilità di dedurre le minusvalenze, anche portandole a nuovo in anni successivi.

Strumenti particolarmente convenienti per i piccoli risparmiatori sono costituiti dai *mini futures certificates*, delle attività finanziarie che hanno come sottostante i contratti futures con scadenza più vicina, azioni o indici, ma per l'investimento in materie prime si consigliano i mini futures su futures che consentono agli investitori di accedere facilmente a mercati onerosi e complessi. Si parla di mini short nel caso in cui l'investitore abbia aspettative di ribasso del sottostante e di mini long nel caso in cui le aspettative siano di rialzo. Presenta numerosi vantaggi rispetto all'investimento diretto in futures: non prevede la creazione di un conto derivati, nè i versamenti integrativi dei margini di garanzia, garantisce trasparenza e flessibilità e l'investimento iniziale minimo è estremamente ridotto. Non vengono richiesti dei margini di garanzia poiché ci sono delle clausole che limitano la potenzialità di perdite ad un livello sostenibile. In particolare, nei mini futures vengono stabiliti lo strike level, aggiornato quotidianamente, e un livello di stop loss che ha l'obiettivo di limitare le perdite massime prevedendo la chiusura anticipata del contratto se il livello del sottostante oltrepassa o viene oltrepassato dallo stop loss. Il livello di stop loss sarà superiore a quello strike nel caso dei mini long, risulterà invece inferiore nel caso si tratti di mini short. Il valore di un mini futures è sempre uguale alla differenza fra il valore del sottostante e lo strike level nei mini long e viceversa nei mini short.

Relativamente all'oro, è possibile investire in prodotti come i *Gold Linked Bond* che sono degli zero coupon. Il vantaggio di queste attività, come tutti gli zero coupon, è rappresentato dalla certezza di riottenere il capitale investito a scadenza e l'elemento interessante è che garantiscono un rendimento a scadenza di circa l'1,5% annuo, relativamente alto per la categoria dello strumento. La durata dell'investimento va dai tre ai cinque anni. Tali prodotti strutturati sono disponibili presso le maggiori banche di investimento ed operatori specializzati nel settore dei metalli preziosi.

Altri strumenti finanziari a disposizione per investire e speculare nell'oro sono i *contratti a termine non standardizzati*, simili a contratti futures, ma vengono scambiati e quotati nel mercato non regolamentato dell'oro. La mancanza di standardizzazione permette maggiore flessibilità nella forma e nelle condizioni del contratto negoziato direttamente dalle parti, ma implica l'assunzione di un grado rilevante di rischio di insolvenza della controparte e, soprattutto, una minore liquidità dell'investimento.

CONCLUSIONI

L'industria degli investimenti alternativi è in continua evoluzione.

La flessibilità operativa e le innumerevoli opportunità di diversificazione di tali strumenti sono state la chiave del successo.

La diffusione delle attività alternative è stata in parte frenata dal crollo dei mercati e dalla recessione economica mondiale che hanno alimentato un clima di sfiducia e di panico tra i risparmiatori. La poca trasparenza e le numerose operazioni speculative oggetto di tali impieghi hanno contribuito alla creazione di un'alea di mistero e di avversione attorno alle varie categorie di investimenti alternativi da parte dei piccoli risparmiatori. Al contrario, gli investitori maggiormente esperti hanno compreso l'importanza e le potenzialità di tali impieghi, risultati i più immuni al crollo dei mercati. L'evidenza empirica ha infatti confermato le performance soddisfacenti di alcuni fondi di investimento alternativo durante la fine del 2008 e nei primi mesi di quest'anno, mentre i corsi azionari e obbligazionari non accennavano a riprese.

Non da meno è stata la redditività di alcune commodities, la cui controtendenza ciclica rispetto all'andamento dei titoli azionari e obbligazionari garantisce, attualmente, il miglior riparo dal ribasso dei mercati tradizionali.

I metalli preziosi, in particolare l'oro, costituiscono la forma di impiego più conveniente in periodi di alta inflazione.

La diffusione ancora limitata degli investimenti alternativi al retail degli investitori accreditati e istituzionali è forse un aspetto positivo. I rischi di tali operazioni, infatti, non sono affatto trascurabili: si pensi, ad esempio, all'altalena dei prezzi delle materie prime, alle strategie estremamente speculative adottate dai gestori dei fondi hedge e allo scoppio delle bolle immobiliari nel settore del real estate.

Le prospettive future sono di forte crescita di tutti gli impieghi non tradizionali al termine della recessione economica. L'esigenza avvertita dagli investitori di reperire sul mercato attività finanziarie sempre più innovative spingerà la diffusione di tali strumenti anche nel pubblico dei piccoli risparmiatori. Aumenteranno i fondi di fondi, i mini futures e altri prodotti strutturati ampiamente descritti che permetteranno l'accesso indiretto ad attività finanziarie alternative da parte di investitori meno qualificati.

Bibliografia e siti internet

Manuale di diritto del mercato finanziario; a cura di Sandro Amorosino. Milano, Giuffrè 2008.

Alternative investment & alternative strategies: il rischio degli hedge funds e la due diligence; a cura di Scolari Massimo. Periodico: Il Giornale della Banca e della Finanza, anno 2008.

Private equity e venture capital : manuale di investimento nel capitale di rischio; di Anna Gervasoni e Fabio L. Sattin; con contributi di Maurizio Bernardi, Roberto Del Giudice, Lorenzo Piccardi ; introduzione di Hamilton E. James ; prefazione di Elserino Piol.. Milano, Guerini studio 2008.

Gli attori nel mercato italiano del private equity. Cenni sulla regolamentazione dei modelli organizzativi. Periodico: Economia e diritto del terziario, anno 2008

I fondi di private equity per lo sviluppo delle infrastrutture; a cura di Marco Nicolai e Fabio Castaldo. Milano Egea 2007

Real Estate Economia, diritto, marketing e finanza immobiliare; a cura di Claudio Cacciamani ; presentazione di Gualtiero Tamburini.. Milano, Egea 2008.

Real Estate e strumenti innovativi di engineering management; a cura di Antonello Raimondo. Milano, il sole 24 ore 2006.

Gli investimenti alternativi : perchè investire negli alternativi, dagli edge funds ai fondi immobiliari, dai prodotti strutturati alle commodities; a cura di Marco Liera. Milano, il sole 24 ore 2005.

www.imf.org

www.bis.org

www.wallstreetitalia.com

www.bancaditalia.it

www.borsaitaliana.it

www.consob.it

www.ilsole24ore.it

www.repubblica.it

www.etf.it

www.repubblica.it

www.fondionline.it

www.assoedilizia.com

www.quadrasat.com

www.informazionefinanziaria.it

www.finanzaonline.com

www.hedgeworld.com

www.credit-suisse.com

www.lgt.com

www.finanzalive.com