

Dipartimento di Economia e Finanza

**Tesi di laurea in Diritto dei mercati e degli intermediari finanziari
corso progredito**

**GLI *HEDGE FUNDS*: ANALISI NORMATIVA,
STRUTTURALE E PROSPETTICA, CON FOCUS SUL
PANORAMA NAZIONALE**

RELATORE

Prof. ssa Mirella Pellegrini

CORRELATORE

Prof. ssa Sabrina Bruno

CANDIDATO

Simone Dell'Aquila
Matr. 672931

ANNO

2016/2017

INDICE

Introduzione	6
---------------------	---

CAPITOLO I

Gli *Hedge Funds*: le origini e la regolamentazione

1.1. La nascita degli <i>Hedge Funds</i>	8
1.2. Il quadro normativo italiano ed europeo: la situazione prima della AIFMD	12
1.2.1. Il Decreto Ministeriale 24 Maggio 1999 n. 228	14
1.2.2. Le prospettive di regolazione sul piano comunitario	22
1.3. La Direttiva 2011/61/UE AIFM	26
1.3.1. Obiettivi e recepimento del testo normativo in Italia	30
1.3.2. Il Decreto Ministeriale 5 Marzo 2015 n. 30 e i FIA riservati	32

CAPITOLO II

Le peculiarità degli *Hedge Funds*

2.1. Definizione e caratteri degli <i>Hedge Funds</i>	40
2.1.1 Caratteristiche operative e funzionali	40
2.1.2. Struttura organizzativa	46
2.1.3. Il <i>Risk Management</i>	50
2.2. Forme di gestione alternative: fondi <i>off-shore</i> e fondi di <i>Hedge Funds</i>	52
2.2.1. Fondi <i>off-shore</i>	52
2.2.2. Fondi di <i>Hedge Funds</i>	54
2.3. I <i>Mutual Funds</i> : analogie e differenze	57

CAPITOLO III

Strategie d'investimento

3.1. Il processo di investimento in un <i>Hedge Fund</i>	63
3.2. Una complessa classificazione	64
3.3. La ricerca di un risultato assoluto	65
3.4. Strategie non direzionali	68
3.4.1. <i>Market neutral</i> o <i>Relative value</i>	68
3.4.1.1. <i>Convertible arbitrage</i>	69
3.4.1.2. <i>Fixed-income arbitrage</i>	71
3.4.1.3. <i>Equity Market neutral</i>	71
3.4.2. <i>Event-driven</i>	72
3.4.2.1. <i>Merger arbitrage</i>	74
3.4.2.2. <i>Distressed securities</i>	75
3.5. Strategie direzionali	76
3.5.1. <i>Long/short equity</i>	77
3.5.2. <i>Sector strategy</i>	78
3.5.3. <i>Emerging markets</i>	80
3.5.4. <i>Global macro</i>	81
3.5.5. <i>Short selling</i>	82

CAPITOLO IV

Performance e prospettive future

4.1. Dimensioni del settore	84
4.1.1. La realtà nazionale	91
4.2. Valutazione performance	94
4.3. Possibili scenari futuri	101

Conclusioni	111
Bibliografia	113
Sitografia	119

Introduzione

Nel presente lavoro di ricerca, viene trattato il tema degli *hedge fund*, analizzando punto per punto, normative, peculiarità, strategie d'investimento e prospettive future, che li contraddistinguono.

Quando si parla di *hedge fund* l'immagine che ne emerge è quella di una figura opaca e circondata da un'aurea di "mistero". Da un lato ciò, ha favorito la loro remunerativa attività e, dall'altro, ha alimentato nell'ambiente esterno la formulazione di innumerevoli concetti errati.

Comunemente, si crede che gli *hedge funds* siano prodotti del risparmio gestito dell'ultima generazione, che le loro strategie di investimento producano consistenti rendimenti a prezzo di elevati rischi, e che, nel loro insieme, siano più dannosi che utili al sistema finanziario e che il loro particolare carattere speculativo sia la causa delle ultime crisi finanziarie.

Nonostante queste presunte accezioni negative, gli *hedge funds* hanno una precisa collocazione nell'ambito del risparmio gestito: essi attuano la vera gestione "attiva" del portafoglio.

Questa generale situazione di incertezza deriva dal fatto che, tutt'oggi, all'interno della dottrina giuridica e della letteratura economica, non esista un'univoca definizione capace di identificare chiaramente l'*hedge fund*. Di conseguenza ciascuno studio sull'argomento contiene una propria definizione¹, e se è esatto notare che non vi siano divergenze notevoli tra queste, è innegabile che ciascuna risenta della sensibilità dello studioso e delle finalità della ricerca, ponendo l'accento su determinate peculiarità piuttosto che su altre, alimentando così il clima di mistero e confusione intorno a questo argomento.

Mi sembra quindi necessario formulare, all'interno di questo saggio, una definizione chiara e precisa di *hedge fund*, e ritengo che, per farlo nella maniera più corretta e

¹ Nel 2003, la U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), l'autorità di vigilanza sul mercato mobiliare negli Stati Uniti, ospitò una tavola rotonda sugli *hedge funds*, a cui parteciparono anche numerosi esponenti del settore. Uno dei partecipanti lamentò che i regolamenti federali ed alcune pubblicazioni del settore utilizzavano 14 diverse definizioni di "*hedge fund*" (l'aneddoto è riportato da F.S. PARTNOY - R.S. THOMAS, "*Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation*", Vanderbilt University Law School and Economics Working Paper No. 06-21, ottobre 2006, pp. 22 s. ed *ivi*, nt. 44, bibliografia, disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=931254>).

oggettiva, sia utile dapprima ripercorrerne la breve storia, per poi focalizzarsi sull'odierna regolamentazione.

Analizzato lo sviluppo delle relative normative all'interno del panorama nazionale, osservato i vari cambiamenti che portano gli *hedge funds* ad essere denominati inizialmente come fondi *speculativi* e successivamente inseriti nella categoria dei FIA riservati, si conclude il primo capitolo.

Nel secondo capitolo vengono definite le peculiarità che contraddistinguono gli *hedge funds*, è previsto un parallelo con i *mutual funds* al fine di individuare le loro analogie e differenze, e inoltre si ha un focus specifico sulla struttura organizzativa che caratterizza tali fondi nel nostro paese: i *funds of funds*.

Il terzo capitolo invece prevede un'analisi più tecnica riguardante le strategie d'investimento messa in opera dai fondi *hedge*. Le strategie sono svariate e diverse tra loro, di difficile classificazione, ma ciò che le accomuna è l'obiettivo con cui vengono realizzate, ovvero il raggiungimento del rendimento assoluto, secondo un approccio attivo della gestione. Le due macro classi di strategie, che andremo ad analizzare, all'interno del quale si sviluppano diverse subcategorie, prendono il nome di: strategie *direzionali* e *non direzionali*.

Nell'ultimo capitolo vengono analizzate le dimensioni dell'industria *hedge* sia a livello internazionale che nazionale. Sono presi in considerazione le *performance* dei fondi, in termini di rendimento, le raccolte gestite e il numero dei fondi *hedge* attivi sul mercato. Infine vi è anche un'interessante analisi sulle prospettive future dell'intero settore, che in base alle tendenze che stanno influenzando il mercato, individua tre possibili scenari futuri: *Momentum*, *Slowdown* e *Disruption*.

CAPITOLO I

GLI HEDGE FUNDS: LE ORIGINI E LA REGOLAMENTAZIONE

1.1. La nascita degli *Hedge Funds*

Nel 1949 Alfred Winslow Jones² fondò, attraverso una *private partnership*, un veicolo d'investimento molto flessibile che gli permise di ottenere risultati eccezionali operando sul mercato azionario americano: l' "A.W. Jones & Co.", il primo *hedge fund* della storia. Il successo del sociologo fu reso pubblico solo nel 1966, quando, in quell'anno, un articolo pubblicato sulla rivista *Fortune*, che elogiava il suo operato, utilizzò per la prima volta il termine *hedge fund*³.

La strategia d'investimento impiegata da Jones prevedeva l'applicazione di due differenti tecniche, che se utilizzate singolarmente comportavano l'assunzione di elevati rischi, ma se opportunamente combinate, permettevano di realizzare una gestione più aggressiva assumendo un rischio relativamente contenuto. Le tecniche in questione riguardano: la "vendita allo scoperto" e la "leva finanziaria".

In pratica, Jones selezionando titoli "sottovalutati", con potenzialità di crescita superiori a quella prevista per il mercato di riferimento, e titoli "sopravalutati"⁴,

² Alfred Winslow Jones è l'archetipo del sogno americano: emigrato australiano, laureatosi a Harvard, dopo varie attività approdò nella redazione del periodico *Fortune* ove apprese i primi rudimenti delle tecniche d'investimento. Un particolare incarico – scrivere un articolo sugli strumenti di previsione utilizzati dagli investitori nel mercato azionario – fu l'occasione per costruire il primo *hedge fund* della storia. Con alcuni amici, raccolse un capitale di 100.000\$ (investendone personalmente 40.000\$) e costituì la A.W. Jones & Co. nella forma di *general partnership*, una società di persone i cui soci sono responsabili dei debiti del fondo. Nel 1952 trasformò la società in *limited partnership*. Nel 1966 il patrimonio del suo fondo raggiunse circa 70 milioni di dollari. Per maggiori dettagli sul fondo di Alfred Jones si veda T. CALDWELL, "Introduction: the model for superior performance", e in J. LEDERMAN-R.A. KLEIN, "Hedge funds: investment and portfolio strategies for the institutional investors", Irwin, 1995.

³ "Sugli investimenti che gli sono stati affidati nel quinquennio chiuso lo scorso 31 maggio (data di chiusura dell'esercizio 1965), Jones ha realizzato il 325%. Il *Fidelity Trend Fund*, che in quegli anni deteneva il record di tutti i fondi comuni, aveva realizzato il 225%. Nel decennio (1955-1965) Jones ha realizzato il 670%. Il *Dreyfuss Fund*, leader tra i fondi comuni attivi nel decennio, ha registrato un guadagno del 358%" (Cfr. C.L. LOOMIS, "The Jones nobody keeps up with", in "Fortune", aprile 1966, pp. 237-47).

⁴ L'idea che vi siano azioni "sopravalutate" ed azioni "sottovalutate" presuppone che ciascuna azione abbia un valore intrinseco, che tale valore sia conoscibile e che solo alcuni sappiano prevederlo. Una simile idea, diffusa negli anni '50, venne poi ostracizzata dalla diffusione della *efficient market hypothesis* (EMH), sviluppata tra gli anni '60 e '70 da Paul Samuelson ed Eugene Fama (si v. A.W. LO, "Efficient Markets Hypothesis" (voce), in S.N. DURLAUF – E.B. LAWRENCE (a cura di),

con tendenza opposta, riteneva di poter ottenere alti rendimenti da un portafoglio limitando al massimo il rischio. Andava lungo sui primi, mentre vendeva allo scoperto i secondi, finanziandosi così gli acquisti. Inoltre, per incrementare le aspettative di guadagno, Jones assumeva le proprie posizioni utilizzando risorse finanziarie preso a prestito, garantite dal suo capitale (*leverage*)⁵.

Così facendo era in grado di “coprire” (*hedge*) il fondo dal rischio di mercato: infatti, in un mercato rialzista, i titoli sottoquotati dovrebbero apprezzarsi in misura superiore all’andamento generale del mercato mentre i titoli sopraquotati dovrebbero crescere meno del mercato. Al contrario, in un mercato ribassista la posizione *long* tende a ridurre il proprio valore in maniera inferiore al decremento del mercato e la posizione *short* dovrebbe deprezzarsi più del mercato. Tale strategia quindi, genera risultati positivi in entrambi i casi, risultando indifferente al *trend* di mercato (*market neutral*). Ovviamente ciò non si verifica sempre, infatti il mercato può accorgersi della suddetta discrepanza e può reagire di conseguenza.

In definitiva, dietro al primo caso di *hedge fund*, si trova una strategia di investimento di contenimento del rischio; il che risulta molto singolare, in quanto oggi, questa tipologia di fondi è universalmente nota per essere altamente speculativa.

Detto ciò, il successo ottenuto da questo *hedge fund*, non dipese esclusivamente da una strategia “vincente” ma anche da due peculiari caratteristiche:

“*The New Palgrave Dictionary of Economics*”, New York, 2008), seconda la quale il prezzo di un’azione riflette le informazioni disponibili (nell’accezione più radicale, la EMH afferma che il mercato riflette pressochè immediatamente tutte le informazioni disponibili su quello strumento: ne deriva che il prezzo di mercato è il prezzo “giusto” e che nessun investitore può “battere il mercato”). La critica più serrata alla EMH, specie nella sua accezione più radicale, è probabilmente quella mossa in tempi relativamente recenti dalla *behavioral economics* (si v. R.M. THALER, “*Misbehaving*”, New York – London, 2015, pp. 206 s., 219, 231 e 251 ss.). In passato, critiche erano state rivolte già nel seminale contributo di S. GROSSMAN – J. STIGLITZ, “*On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*”, in *The Am. Econ. Rev.*, 70, pp. 393-408. Per una difesa della EMH ed una critica dei contributi della *behavioral economics*, si v. invece R.J. GILSON – R.H. KRAAKMAN, “*Markets efficiency after the fall: Where do we stand following the financial crisis?*”, in C.A. HILL – B.H. MCDONNELL (ED.), *op. cit.*, pp. 456 ss., i quali sostengono che la crisi finanziaria iniziata nel 2008, lungi dal dimostrare la fallacia della teoria, ne avrebbe invece riaffermato la validità euristica (p. 468 s. e, per la critica alla *behavioral economics*, pp. 469 s.).

⁵ A quei tempi si poteva prendere a prestito fino al 70% del capitale per operazioni su azioni quotate.

- La remunerazione dei capitali dei manager gestori, che non era determinata in misura fissa ma come percentuale dei profitti realizzati dal fondo – il 20%, circa⁶.
- L’investimento dei capitali dei gestori nel fondo medesimo, per limitare i conflitti d’interesse (allineando gli obiettivi con quelli dei clienti).

Anche il processo decisionale adottato dal fondo, ebbe un ruolo fondamentale: ciascun manager di portafoglio era libero di gestire una certa percentuale del capitale della società. Così facendo, le posizioni venivano aperte e chiuse immediatamente, senza sottostare a nessun tipo di gerarchia decisionale, che avrebbero rallentato il processo e avrebbero potuto quindi impedire investimenti profittevoli⁷.

Successivamente, il fondo fu suddiviso attraverso la creazione di alcuni portafogli, ognuno dei quali gestito da un manager indipendentemente e specializzati in settori differenti. Nacque così il prototipo di “*fund of funds*”, vale a dire un fondo che investe in più *hedge funds* contemporaneamente.

A fine anni '60, negli Stati Uniti, secondo un’indagine del SEC, si contavano circa 215 *investment partnerships* di cui 140 definite come *hedge funds*⁸, con un patrimonio gestito di circa 2 miliardi di dollari. Essi erano diventati figure in parte simili ed in parte diverse da quelle immaginata da Alfred Jones; da un lato, alcuni dei tratti genetici della figura nata nel 1949 erano andati progressivamente scomparendo, dall’altro, altri tratti genetici del primo *hedge fund* erano invece destinati a caratterizzare tale figura per lungo tempo.

Negli anni '80, i gestori iniziano ad adottare strategie più speculative sui mercati globali, negoziando titoli a reddito fisso, valute, *commodities* e tassi d’interesse. Per esempio, la cronaca ricorda, il gestore Julian Robertson che, attraverso i suoi fondi *off-shore* e *on-shore*, manteneva contemporaneamente posizioni *long* su azioni

⁶ F.S. PARTNOY – R.S. THOMAS, *op. cit.*, p.6.

⁷ I 5 gestori di portafoglio erano anch’essi soci del fondo e Jones coordinava le operazioni.

⁸ PRESIDENT’S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS, “*Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of the Long-Term Capital Management*”, 1999, p. 1 (disponibile all’indirizzo <http://www.treasury.gov/resource-center/fin-mkts/documents/hedgfund.pdf>).

emesse da casse di risparmio, posizioni short su titoli di società chimiche, posizioni su valute contro il dollaro e prodotti derivati, specialmente nel settore petrolifero⁹

Il concetto di fondo *hedge* come strumento fortemente speculativo e aggressivo deriva, invece, dalla fama conseguita dal più celebre gestore di *hedge fund*, George Soros. *“E’ noto che George Soros, manager del Quantum Fund, guadagnò in meno di due mesi 2 miliardi di dollari, scommettendo sulla rottura dello SME (Sistema Monetario Europeo) e sul calo dei tassi d’interesse europei e dei mercati azionari. Il suo portafoglio era composto da posizioni corte in sterline per un valore di circa 10 miliardi di dollari, lunghe in marchi per 6 miliardi di dollari e in franchi per un importo inferiore. Contemporaneamente aveva acquistato titoli azionari del mercato inglese per 500.000 dollari. Il presupposto era che generalmente il mercato azionario sale una valuta viene svalutata. La strategia veniva completata con posizioni long su obbligazioni tedesche e francesi e posizioni allo scoperto su titoli azionari di entrambi i mercati. L’aspettativa era che una rivalutazione delle suddette valute avrebbe determinato un ribasso dei tassi d’interesse con effetti positivi per il mercato obbligazionario ma negativi per quello azionario. Grazie alle ampie linee di credito e all’uso di margini, Soros poté mantenere queste posizioni utilizzando solo un miliardo di dollari^{10”}.*

Da Soros, inoltre, deriva la definizione di *hedge funds* come “fondi a tre dimensioni”, in base alle principali peculiarità che li caratterizzano:

1) Dimensione funzionale (elevato ricorso alla leva finanziaria)

⁹ La strategia di Robertson, adotta nel periodo 1985-86, puntava sulla trasformazione delle casse di risparmio in società per azioni; sulla diminuzione di valore delle società chimiche, in concomitanza della scadenza dei loro brevetti; sulla sopravvalutazione del dollaro e sull’assunzione di posizioni long nelle materie prime petrolifere e di posizioni short nelle azioni di società del medesimo settore. Il fondo costituito nel 1980 con un capitale di 8,8 milioni di dollari, produsse nei primi 6 anni di vita, rendimenti pari al 43% annuo, al netto delle commissioni, contro il 18,7% dello S&P. Si veda: J. ROHRER, *“The red-hot world of Julian Robertson”*, in *“Institutional Investor”*, Maggio 1986, pp.86-92.

¹⁰ T. JAFFE – D. MACHAN, *“How the market overwhelmed the central banks”*, in *“Forbes”*, 9 Novembre 1992. In un’intervista rilasciata al Times George Soros dichiarò che la speculazione può essere molto dannosa, specialmente nel mercato valutario. Ma le misure adottate per fermare attività speculative, come ad esempio il controllo del tasso di cambio, generalmente sono ancora più dannose. Il significato di questa dichiarazione risulta più chiaro se la si collega ad una precedente affermazione: *“La nostra posizione nel Giovedì nero consisteva nella vendita di 10 miliardi di sterline e pensavamo di venderne ancora. Infatti, quando Norman Lamont disse, appena prima della svalutazione, che avrebbe preso a prestito circa 15 miliardi di dollari per difendere la sterlina, noi eravamo soddisfatti perché quello era l’importo che intendevamo vendere”*. (A. KALETSKY, *“How Mr Soros made a billion by betting against the pound”*, in *“The Times”*, 26 Ottobre 1992).

- 2) Dimensione ambientale (assenza di regolamentazione e vigilanza)
- 3) Dimensione sociale (particolare forma di società che permetta determinati vantaggi)

La storia degli *hedge funds* è tuttavia anche caratterizzata da grandi insuccessi. Il caso più clamoroso fu certamente il collasso del *Long-Term Capital Management*¹¹ (LTCM), nel quadro della crisi russa del 1998, il quale pur avendo accumulato perdite per 4,5 miliardi, fu salvato dal fallimento da un consorzio di intermediari finanziari. Tale evento rappresentò un punto di svolta per il settore degli *hedge fund*, infatti l'intervento della Fed¹², quando il fondo versava in cattive acque, e l'innescarsi di un ampio e articolato dibattito, che coinvolse organi di vigilanza statunitensi ed internazionali, istituzioni private e alcuni gestori di *hedge funds*, rese necessaria e urgente la ricerca di un'appropriata cornice regolamentare che potesse diradare quella foschia che caratterizzava l'universo *hedge funds*.

1.2. Il quadro normativo italiano ed europeo: la situazione prima della AIFMD

Sebbene nel corso della storia, siano stati soggetti ad un livello di regolamentazione meno stringente e penetrante confronto ad analoghi prodotti di investimento, non è corretto affermare che gli *hedge funds* siano stati in passato o attualmente, l'emblema della mancanza di regole nel settore degli investimenti.

Sia nell'Unione Europea sia negli Stati Uniti, ben prima delle recenti riforme, rispettivamente AIFMD e *Dodd-Frank Act*¹³ gli *hedge funds* erano soggetti ad un

¹¹ *Hedge fund* istituito nel 1994 da John Meriwether, si basava su modelli matematici creati dai premi Nobel Robert C. Merton e Myron Scholes. Perlopiù compiva operazioni di arbitraggio economico, nei primi anni riuscì a produrre rendimenti netti annui di circa il 40%. Moltissimi gestori replicavano le strategie di investimento di LTCM, ciò sommato alla crisi della Russia e al grande utilizzo della leva finanziaria da parte del fondo, rese il suo collasso drammatico, richiedendo l'intervento della Fed. Si veda: J. G. HAUBRICH, "Some Lessons on the Rescue of Long-Term Capital Management", Aprile 2007.

¹² FED – Federal Reserve System – è la banca centrale degli Stati Uniti d'America, istituita nel dicembre 1913 e operativa dal 1916.

¹³ "the current regulation still appears inconsistent and inappropriate to prevent and face it... Although Dodd-Frank includes among its legislative purposes the protection of consumers from

discreto livello di regolamentazione e vigilanza, tuttavia non paragonabile a quello dei fondi comuni.

Verso la fine degli anni '90, tali fondi hanno iniziato ad imporsi anche in Europa seguendo il *trend* Usa, arrivando in poco tempo a gestire una raccolta di circa 7,3 miliardi di dollari¹⁴. Questo ha fatto sì che anche in Europa iniziassero ad essere varate specifiche regolamentazioni per vigilare su questi ultimi. Inizialmente non esisteva un approccio legislativo comunitario e ciascun Paese agiva in maniera autonoma, venendosi così a creare un panorama frammentato, piuttosto confuso e soprattutto in continua evoluzione.

La svolta fondamentale arriverà solo attraverso l'emanazione della Direttiva Comunitaria AIFM¹⁵ 2011/61/UE (*Alternative Investment Fund Managers*), la quale andrà a disciplinare per la prima volta, in modo uniforme, la gestione dei fondi "alternativi" (non UCITS).

Precisazione fondamentale per il proseguo dell'elaborato è che, gli *hedge funds*, saranno estremamente toccati dalla precedente Direttiva perché appartenenti alla particolare categoria dei fondi "alternativi", i quali "si distinguono dai prodotti tradizionali perché hanno la possibilità di investire in una gamma di strumenti più ampia rispetto agli altri fondi comuni¹⁶".

Fino al completo recepimento della Direttiva AIFM, gli *hedge funds* in Italia rimasero, quindi, disciplinati dalla vecchia normativa del 1999¹⁷, che ora andremo ad analizzare nello specifico, ricostruendo tutto l'*iter formandi* della regolamentazione che ha caratterizzato il nostro Paese.

abusive financial services practices, its new provisions do not seem to be able to achieve this result." (Si v. M.BODELLINI, "From systemic risk to financial scandals: the shortcomings of U.S. hedge fund regulation" in "Brooklyn Journal Corp. Fin. & Com.", 2017.

¹⁴ EUROHEDGE, "EuroHedge Report", Maggio 2001.

¹⁵ Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio sui Gestori di Fondi di Investimento Alternativi, adottata l'8 giugno 2011. Ampiamente trattata nei paragrafi successivi.

¹⁶ definizione fornita da ASSOGESTIONI (www.assogestioni.it).

¹⁷ Decreto del Ministro del Tesoro n°228 del 24 Maggio 1999.

Country	Regulated products	Retail	Minimum
France	<i>OPCVM à règles d'investissement allégées (ARIA) and OPCVM ARIA à effet de levier (ARIAEL)</i>	Yes	€ 125.000 ²⁹
	<i>OPCVM contractuels</i>		€ 250.000
	<i>OPCVM de fonds alternatifs (funds of hedge funds)</i>	Yes	€ 10.000 ³⁰
Germany	<i>Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken (Hedgefonds)</i>	No, but private placement possible	None
	Fund of hedge funds	Yes	
Ireland	Professional Investor Fund	No	€ 125.000
	Qualifying Investor Fund		€ 250.000
	Fund of hedge funds	Yes	None
Italy	<i>Fondi speculativi</i> Speculative fund	No	€ 500.000
	Fund of hedge funds		
Luxembourg	Undertakings for collective investment pursuing alternative investment strategies	Yes	None
Portugal	<i>Fundo Especial de Investimento</i>	Yes	€ 15.000
Spain	IIC de Inversión libre	No	€ 50.000
	<i>IIC de IIC de Inversión Libre (Fund of hedge funds)</i>	Yes	None
United Kingdom	Qualified Investor Scheme	No	None
	Fund of hedge funds	Yes	

Figura 1 – Report of the Alternative Investment Expert Group, European Commission Internal Markets and Service DD, July 2006

1.2.1 Il Decreto Ministeriale 24 Maggio 1999 n. 228

La legislazione italiana introdusse la nuova tipologia degli *hedge funds* solo nel 1999, attraverso il Decreto Ministeriale 24 Maggio 1999 n. 228, in attuazione della delega attribuitagli dall' art. 37 del Decreto Legislativo n. 58/98¹⁸. Tale Decreto individuava il “*regolamento recante le norme per la determinazione dei criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento*”, andando

¹⁸ Il Decreto Legislativo n. 58/98 (Testo Unico della Finanza), più volte modificato, in ultimo con il D.Lgs. n.254 del 30.12.2016.

quindi ad indicare le diverse categorie di questi e le loro specifiche caratteristiche. Tra queste, all'art. 16, emergeva la novità.

Sotto il nome di “fondi speculativi”, finalmente, entravano a far parte dell'ordinamento italiano i celebri *hedge funds*. La traduzione italiana di “*hedge*” in “speculativo”, però, non era così corretta, infatti, letteralmente, il termine si traduce con “copertura” o “siepe”, il quale incarnava il vero significato del suo creatore Alfred Jones¹⁹, in quanto inizialmente le strategie di gestione usate, erano molto meno aggressive e molto più difensive di quanto l'aggettivo “speculativo” lasciasse intendere.

Dall'emanazione della normativa, all'approvazione delle prime Società di Gestione speculative ed alla successiva autorizzazione dei regolamenti dei singoli fondi passeranno circa due anni, finché nel 2001, con un ritardo di circa cinquant'anni rispetto alla loro creazione, vennero lanciati in Italia i “primi fondi speculativi” tramite *Citco Kairos*²⁰, seguiti a ruota da quelli di *ERSEL Hedge*.

Successivamente iniziarono a crescere, sia in quantità che in qualità, sotto lo schema americano, prevedendo anche la loro quotazione a partire dal 2005.

¹⁹ Si vede al paragrafo 1.1. del presente capitolo.

²⁰ Citco Kairos è una joint venture tra il gruppo Citco - specializzato nell'amministrazione di *hedge funds*, nel servizio di consulenza sugli investimenti in *hedge funds* e nella gestione diretta di *funds of funds*, con patrimonio amministrato di oltre 100 miliardi di dollari e presente in 23 paesi - e il gruppo Kairos - fondato da Paolo Basilico con un team di comprovata esperienza nel settore della gestione alternativa.

I fondi speculativi quotati pronti a sbarcare in Italia

Il governo studia la possibilità di alzare la leva all'80 per cento. FinInt è già in grado di partire con i nuovi strumenti. Più prudenti, invece, le sgr tradizionali

JULIA GIAVI LANGOSCO

Fare speculazione non sarà più peccato per i fondi immobiliari italiani quotati. Il governo sta infatti valutando un provvedimento che allarghi il diritto di pascolo dei cosiddetti fondi opportunistici. Ci sta lavorando Roberto Ulissi, capo della direzione per il sistema bancario e finanziario al dipartimento del Tesoro. Il primo nodo da sciogliere è costituito dai limiti all'utilizzo della leva finanziaria: oggi i fondi immobiliari quotati non possono andare oltre il 60% della raccolta presso i sottoscrittori. Un limite che, se da un

lato tutela gli investitori, dall'altro appare troppo stringente. In particolare ai gestori di fondi speculativi che, secondo quanto risulta a F&M, avrebbero dalla propria il parere favorevole espresso dal Consiglio di Stato. Ora la palla torna

a Ulissi, che dovrà valutare le richieste di Assogestioni e la prassi di mercato: sui grandi progetti di sviluppo, infatti, si pratica una leva dell'80-85 per cento. Se il decreto ministeriale dovesse permettere questi livelli di indebitamento anche in Italia, come è già avvenuto in Gran Bretagna e Olanda, il mercato dei fondi sul mattone potrebbe arricchirsi di numerosi strumenti. E molti operatori stanno valutando la nuova opportunità. Con alcune cautele: i fondi speculativi sono sì redditizi - il rendimento medio di settore supera il 16% - ma sono anche caratterizzati da un grado di rischio molto elevato.

Michele Cibrario, amministratore delegato di Bnl Fondimmobiliari, per il momento resta alla finestra: «A noi interessano le operazioni di sviluppo. Se saranno contemplate anche dalle norme sui fondi speculativi quotati, questi strumenti potrebbero diventare interessanti anche per noi». Più decisa appare invece Finanziaria Internazionale: non appena verrà stabilita la soglia minima d'entrata (si parla di 500mila euro), il gruppo di Andrea de Vido si tufferà nel nuovo affare con più di un fondo. Paolo Berlanda, amministratore delegato di Beni Stabili Gestioni, è invece più guardingo. Pensando all'esperienza già maturata da colossi come Carlyle, Blackstone e Doughty Henson, «un fondo speculativo italiano al debutto - sostiene - deve presentarsi come un veicolo in grado di operare anche soluzioni finanziarie indirette e non solo con l'investimento diretto in immobili. Solo così si può ambire a competere con gli operatori internazionali». Il direttore generale di Deutsche Bank Fondimmobiliari, Gerardo Solaro del Borgo, mette però in guardia da entusiasmi eccessivi: «Non sono contrario all'idea. Tuttavia, non solo il prodotto va collocato esclusivamente a chi lo richiede e lo capisce, ma anche i gestori devono sapere che dovranno fare gli straordinari per mantenere il corretto rapporto rischio rendimento durante tutta la vita del prodotto».



Michele Cibrario



G. Solaro del Borgo



ASSOGESTIONI

1

Figura 2 - Articolo di Julia Giavi Langosco, FINANZA MERCATI, 24 Settembre 2005.

La Direttiva n. 228/99 accompagnerà per molti anni la regolamentazione e la disciplina dei fondi speculativi, prevedendo diverse modifiche nel corso della sua storia, attraverso decreti, normative e provvedimenti della Banca d'Italia, fino ad arrivare alla sua completa abrogazione nel 2015. Essa avverrà per mezzo del Decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze del 5 marzo 2015 n. 30, il quale completerà il recepimento della direttiva AIFM in Italia e muterà completamente la

normativa sugli *hedge funds*, eliminando addirittura il termine “fondi speculativi” dall’ordinamento italiano²¹.

Procedendo per gradi, andiamo ora focalizzare la nostra attenzione sull’art. 16 della Direttiva n. 228/99, andando ad analizzare, comma per comma, le peculiarità strutturali e disciplinari caratterizzanti dei fondi speculativi.

Si prenda in esame la versione più aggiornata della normativa, precedente alla sua abrogazione, relativa alla modifica del Decreto del Ministro dell’Economia e delle Finanze n. 197 del 5 Ottobre 2010:

“1. Le SGR²² possono istituire fondi speculativi il cui patrimonio è investito in beni, anche diversi da quelli individuati nell’articolo 4, comma 2²³, in deroga alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento dal rischio stabilite dalla Banca d’Italia, ai sensi dell’articolo 6, comma 1, lettera c), del testo unico.”

Da questo primo comma, emergeva chiaramente, la caratteristica principale dei fondi speculativi: grande “libertà”, per quanto riguarda limiti e criteri di investimento. Potevano infatti, derogare i divieti stabiliti dalla Banca d’Italia e definire politiche di investimento e profili di rischio del tutto diverse da quelle previste in via generale. A conferma della notevole flessibilità che la disciplina li riconosceva, non venivano

²¹ Temi che verranno ampiamente argomentati nel proseguo dell’elaborato.

²² SGR è l’acronimo di Società di Gestione del Risparmio. Società per azioni autorizzate da Banca d’Italia, sentita la CONSOB, a cui è riservata la prestazione del servizio di gestione collettiva, ovvero l’investimento sui mercati e la gestione in forma aggregata (in monte) del risparmio raccolto attraverso fondi d’investimento e SICAV, e individuale del risparmio. Inoltre la SGR può istituire tali fondi e realizzare le attività ad essi connesse o strumentali definite dalla Banca d’Italia. (Si v. BORSAITALIANA, Agosto 2008, <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/sgr.htm>)

²³ “2. Il patrimonio del fondo è investito in:

- a) strumenti finanziari quotati in un mercato regolamentato;
- b) strumenti finanziari non quotati in un mercato regolamentato;
- c) depositi bancari di denaro;
- d) beni immobili, diritti reali immobiliari, e partecipazioni in società immobiliari, parti di altri fondi immobiliari, anche esteri;
- e) crediti e titoli rappresentativi di crediti;
- f) altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale”, (art. 16, co. 2, d.m. 24 maggio 1999, n.228)

formulate precise indicazioni sugli investimenti che potevano essere fatti, e inoltre, venivano sottratti alla classificazione tra fondi “aperti” e “chiusi”²⁴.

“2. Il numero dei soggetti che partecipano a ciascun fondo speculativo non può superare le cento unità (omissis)”

Tale comma, ora del tutto abrogato, si rifaceva alla questione del numero “limite” degli investitori che potevano partecipare a ciascun fondo speculativo. Originariamente, il limite stabilito era di 100 partecipanti, poi successivamente fu elevato a 200, tramite il Decreto del Ministro dell’Economia e delle Finanze 31 Gennaio 2003, n. 47²⁵, ed infine, durante la fase più acuta della crisi dei mercati finanziari del 2008, fu definitivamente eliminato con diversi provvedimenti. Inizialmente con il Decreto Legge 29 Novembre 2008, n. 185²⁶, poi convertito in legge tramite Legge 28 Gennaio 2009, n. 2 e poi abrogato attraverso il Decreto del Ministro dell’Economia e delle Finanze 5 Ottobre 2010, n. 197²⁷. Chiaramente tale eliminazione fu realizzata al fine di consentire una maggiore diffusione dei fondi speculativi.

“3. L’importo minimo della quota iniziale non può essere inferiore a 500.000 euro. Le quote dei fondi speculativi non possono essere frazionate in nessun caso”.

Originariamente l’ammontare minimo di ciascuna sottoscrizione di fondi speculativi era fissato a 1.000.000 di euro, successivamente fu ridotto a 500.000 euro (d.m. 47/2003²⁸). Tale limite riguardava solo la quota iniziale, mentre per i conferimenti

²⁴ Fondi “aperti” – sono quelli che consentono ai partecipanti di chiedere il rimborso del loro investimento secondo le modalità e con le frequenze previste dal regolamento, dallo statuto, e dalla documentazione d’offerta del fondo.

Fondi “chiusi” – tutti quelli diversi da quelli aperti.

(Si v. F. ANNUNZIATA, “La gestione collettiva del risparmio e i fondi comuni d’investimento”, in “Manuale di diritto bancario e finanziario” a cura di F. CAPRIGLIONE, 2015, p. 302.)

²⁵ “1. All’articolo 16 del regolamento n. 228 del 1999, sono apportate le seguenti modificazioni:

a) il comma 2 è sostituito dal seguente:

“2. Il numero dei soggetti che partecipano a ciascun fondo speculativo non può superare le duecento unità”.(Art. 12, comma 1, d.m. 47/2003)

²⁶ “8. Sono abrogati i limiti massimi al numero dei partecipanti a un fondo speculativo previsti da norme di legge o dai relativi regolamenti di attuazione”. (Art.14, comma 8. d.l. 185/2008)

²⁷ “1. All’articolo 16 del regolamento n. 228 del 1999, sono apportate le seguenti modificazioni:

a) il comma 2 è abrogato”. (Art. 12, comma 1, d.m. 197/2010)

²⁸ il comma 3 è sostituito dal seguente:

“3. L’importo minimo della quota iniziale non può essere inferiore

successivi non era previsto. L'abbassamento della soglia minima d'investimento portò a un rapido aumento di sottoscrizioni, infatti da un patrimonio investito in *hedge funds* italiani di 2,2 miliardi di euro nel 2003, si passò in soli due anni ad un ammontare di circa 12,2 miliardi di euro²⁹.

Nonostante tale incremento, il mercato dei fondi speculativi acquistò una posizione di nicchia nell'ambito del risparmio gestito in Italia. Pur non prevedendo, in maniera diretta, specifiche categorie di investitori, come capitava nel caso dei fondi "riservati"³⁰, che individuavano chiaramente la cerchia di clienti a cui si interessavano, gli *hedge funds* divennero "tendenzialmente riservati" ad investitori esperti, o quantomeno dotati di non scarse risorse finanziarie. Dunque, anche se il legislatore italiano non faceva esplicito riferimento alla qualità dell'investitore, attraverso il vincolo del conferimento iniziale e il divieto di sollecitazione all'investimento, l'investitore di medie dimensioni difficilmente poteva investire in questo tipo di strumento. Quindi, un soggetto che non fosse stato annoverato tra gli investitori qualificati, mai avrebbe potuto acquistare una quota di un fondo riservato, mentre avrebbe potuto farlo per i fondi speculativi. Una strada alternativa, che poteva consentire la partecipazione al fondo speculativo, da parte di questi ultimi, senza l'obbligo della spesa minima di 500.000 euro, poteva essere quella indiretta, ovvero tramite l'acquisto di quote di fondi comuni che investivano in quote di fondi speculativi.

"4. Le quote dei fondi speculativi non possono essere oggetto di offerta al pubblico"

In principio si parlava di "sollecitazione all'investimento", solo dopo alcuni anni il termine fu modificato, in "offerta al pubblico" attraverso il Decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze 5 Ottobre 2010, n. 197³¹, lo stesso citato precedentemente riguardo al numero di partecipanti ammessi al fondo.

a 500.000 euro. Le quote dei fondi speculativi non possono essere frazionate in nessun caso." (Art. 12, comma 1, d.m. 47/2003)

²⁹ Fonte: "MondoHedge"

³⁰ Come tutti i fondi comuni d'investimento i fondi "riservati" hanno un patrimonio autonomo, suddiviso in quote e gestito in monte, possono assumere la forma aperta ma anche quella chiusa. A differenza dei tradizionali fondi, questi sono strumenti la cui partecipazione è riservata a investitori qualificati e specificati al momento dell'emissione. (Si v. ASSOGESTIONI)

³¹ *b) al comma 4, le parole «sollecitazione all'investimento» sono sostituite dalle seguenti: «offerta al pubblico»* (Art.12, comma 1, d.m. 197/2010).

Tale cambiamento si realizzò in base alla Direttiva 2003/71/CE³² del Parlamento Europeo e del Consiglio. Al suo interno si articolava la descrizione del prospetto che doveva accompagnare l'offerta al pubblico di strumenti finanziari, il quale doveva essere previsto in tutto il panorama europeo. Così per mantenere in armonia la comunità europea, evitare interpretazioni differenti delle norme comunitarie e assicurare lo stesso livello di tutela degli investitori in tutta l'Unione Europea, fu accolta con favore la definizione di "offerta al pubblico" anche nell'ordinamento italiano, tramite il suo inserimento nel TUF³³ (attraverso Decreto Legislativo 28 Marzo 2007, n. 51³⁴). Quindi come dicevamo pocanzi, successivamente, venne modificata la definizione anche all'interno dell'art. 16 del d.m. 228/1999.

Per quanto riguarda invece il concetto di questo comma, in pratica si andava a rafforzare quell'idea di un fondo "tendenzialmente riservato", che abbiamo espresso precedentemente. Infatti, vietando l'offerta al pubblico delle quote del fondo, furono previste solo offerte personalizzate e non standardizzate, mediante contatti personali e diretti, andando così a restringere ulteriormente il *range* dei potenziali partecipanti. E' questo uno, se non il primo, dei motivi principali per cui la maggior parte degli investitori sono tuttora istituzionali e la diffusione presso le famiglie permane ancora limitata.

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

³² Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio del 4 Novembre 2003, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2001/34/CE (Si v. GU L 345, 31.12.2003, p.64).

³³ F. BRUNO – A. ROZZI, "Dalla sollecitazione all'investimento all'offerta al pubblico di prodotti finanziari: una prima riflessione sul recepimento della Prospectus Directive nel mercato dei capitali italiano", in "Magistra Banca e Finanza", 3 Luglio 2008.

³⁴ "All'articolo 1 del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria sono apportate le seguenti modificazioni:

a) al comma 1, la lettera t), è sostituita dalla seguente:

«t) "offerta al pubblico di prodotti finanziari": ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati» (Art 2, comma 1, D.lgs. 51/2007).

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

L’ampia libertà attribuita ai fondi speculativi in termini di criteri d’investimento e di scelta dei diversi profili di rischio veniva bilanciata dall’imposizione di una informativa all’investitore completa e trasparente che si esplicava nella redazione del “regolamento” del fondo. Quest’ultimo, infatti, doveva menzionare, oltre l’oggetto d’investimento, le limitazioni autoimposte, le modalità di sottoscrizione e rimborso delle quote, la rischiosità dell’investimento, le deroghe ai divieti e alle norme prudenziali di frazionamento e contenimento del rischio stabilite dalla Banca d’Italia³⁵.

Tutte queste informazioni furono inserite a beneficio dei sottoscrittori, i quali dovevano essere ben consapevoli di scegliere uno strumento con minori forme di tutela e maggiore rischio, rispetto alle forme d’investimento tradizionale.

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

Uno dei profili maggiormente caratterizzanti la disciplina dei fondi speculativi era rappresentato dall’obbligo di costituire, per la gestione di tali fondi, un’apposita società di gestione del risparmio. Tale comma incaricava la Banca d’Italia di individuare i casi in cui i fondi speculativi dovevano essere gestiti o istituiti solo da SGR esclusive, in considerazione dei potenziali effetti sulla stabilità della società. Con il provvedimento 20 Settembre 1999, la Banca d’Italia stabilì che tale regola dovesse essere applicata in via generale, dunque fu previsto, in ogni caso, che i fondi speculativi venissero istituiti o gestiti soltanto da società di gestione del risparmio “specializzate”. Tale regola fu però poi abrogata con provvedimento della Banca d’Italia del 21 giugno 2007³⁶. L’eliminazione della regola di specializzazione

³⁵ P. PIA, *“Hedge funds: fondi di copertura o fondi speculativi?”*, Settembre 2002

³⁶ *“L’unito provvedimento contenente disposizioni volte ad:… eliminare l’obbligo di istituire una SGR specializzata ove si intenda svolgere l’attività di gestione o istituzione di fondi speculativi.”* (Provvedimento 21 Giugno 2007).

soggettiva fu positiva, in quanto la sua giustificazione non pareva pienamente convincente. La ragione per cui fu istituita tale regola era il rischio di stabilità legato alla SGR, il quale però poteva essere difficilmente influenzato da andamenti negativi del fondo in quanto il patrimonio del fondo e quello della SGR erano del tutto separati (art. 36 d.lg. n. 58/1998³⁷). Inoltre il rischio caratterizza anche i fondi non speculativi, e non è detto che i fondi speculativi siano sempre più esposti al rischio degli altri. Detto questo, non sembrava che la sussistenza di un più o meno elevato grado di rischiosità del fondo, potesse giustificare il principio di specializzazione soggettiva della SGR.

Anche le ipotesi relative alla “crisi” della SGR risultarono inappropriate. Infatti la possibilità che l’andamento critico di una SGR, gestore di un fondo speculativo, potesse influenzare negativamente eventuali altri fondi non speculativi gestiti dalla medesima era reale, però non era esclusiva dell’attività di gestione dei fondi speculativi, infatti lo stesso poteva valere a situazioni invertite. Quindi la specializzazione della SGR risultava nuovamente ingiustificata.

Per queste e altri ragioni, la regola generale fu abolita nel 2007.

Successivamente, come riporta il comma 7, fu previsto che, salve le procedure amministrative, che definivano condizioni e limiti per il rilascio delle autorizzazioni alle prestazioni dei servizi, una società di gestione di risparmio potesse gestire e promuovere, indifferentemente, fondi speculativi e fondi di tipo diverso³⁸.

1.2.2. Le prospettive di regolazione sul piano comunitario

³⁷ “4. Ciascun fondo comune di investimento, o ciascun comparto di uno stesso fondo, costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società; delle obbligazioni contratte per conto del fondo, la SGR risponde esclusivamente con il patrimonio del fondo medesimo. Su tale patrimonio non sono ammesse azioni dei creditori della società di gestione del risparmio o nell'interesse della stessa, né quelle dei creditori del depositario o del sub depositario o nell'interesse degli stessi. Le azioni dei creditori dei singoli investitori sono ammesse soltanto sulle quote di partecipazione dei medesimi. La società di gestione del risparmio non può in alcun caso utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, i beni di pertinenza dei fondi gestiti.”
(Art.16, comma 4, d.lg. n. 58/1998)

³⁸ F. ANNUNZIATA, “I fondi speculativi”, in “I contratti del mercato finanziario”, 2011, pp. 821-823.

Lo scoppio della crisi finanziaria nel 2008, e lo svolgersi delle fasi più acute della stessa, posero all'attenzione dei regolatori internazionali una serie di pressanti questioni attinenti alla struttura e al contenuto della disciplina dei mercati finanziari. In tale ambito, risultò evidente, la necessità di pervenire sulla disciplina dei fondi "alternativi", per i quali si auspicava, da più parti, una revisione delle attuali regole, ed inoltre si palesò la debolezza complessiva dell'intero sistema finanziario e la responsabilità (reale o meno) a carico dell'industria dei fondi alternativi³⁹. Al di là del dibattito più generale, merita di essere segnalata un'iniziativa della Commissione Europea, in forza della quale si ipotizzava l'emanazione di una direttiva sui gestori di fondi alternativi, volta ad introdurre, in ambito europeo, una disciplina uniforme, per certi versi modellata su quella che caratterizza, ormai da molti anni, i fondi comuni di investimento (Direttiva 1985/611/CEE UCITS). La proposta, presentata il 30 aprile 2009, ipotizzava, da un lato, l'applicazione delle regole del mutuo riconoscimento ai gestori dei fondi alternativi che possedevano i requisiti della direttiva e, dall'altro, la sottoposizione a forme di vigilanza e controllo dei gestori stessi (Direttiva 2011/61/UE AIFM).

³⁹ LUCIANO, "La Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi", *Contratto e impresa/Europa* n. 2/2011, 607: "dobbiamo ancora osservare che la crisi ha reso manifesta la vulnerabilità del sistema finanziario mondiale, e dimostrato che i rischi legati un settore possono pregiudicare rapidamente tutto il sistema finanziario e bancario, con imprevedibili conseguenze a catena per tutti gli intermediari e per la stabilità del sistema economico. Gli hedge fund e, in minor misura, i fondi di private equity, erano stati accusati, se non di aver direttamente causato la crisi, di aver contribuito ad aggravarne la portata. Di fatto, in seguito a (i) un incremento dell'insolvenza degli investitori, (ii) un inizio di richieste di rimborso e di liquidazione delle quote e (iii) una forte diminuzione della leva concessa dalle banche, i fondi cominciarono a liquidare i loro assets in massa, frequentemente sotto il prezzo di mercato, facendo precipitare le relative quotazioni e, verosimilmente, compromettendo anche la liquidità dei mercati. Per siffatte ragioni, entro la fine del 2008 e la metà del 2009, tutte le autorità di vigilanza sotto la cui giurisdizione erano costituiti dei fondi speculativi regolamentarono o consentirono l'inserimento di gates o la costituzione di side pockets. I gates sono misure specifiche per dilatare i flussi di rimborso agli investitori, mentre i side pockets sono veicolo stabiliti specialmente per trasferirvi beni o investimenti illiquidi presenti nel portafogli dei fondi. Tali fondi di investimento, in particolare, sono vulnerabili ad una serie di rischi, che producono effetti diretti non solamente sugli investitori di quei fondi, ma rappresentano altresì una minaccia per i creditori, per le controparti delle transazioni e, anche, per la stabilità e l'integrità dei mercati finanziari nel loro complesso. In considerazione dei fattori ricordati, lo stesso legislatore comunitario indicò nella relazione accompagnatoria alla proposta di Direttiva che la nuova disciplina era stata concepita per rispondere a questioni che esigevano l'adozione di disposizioni specificamente applicabili ai gestori dei fondi di investimento alternativi e alle loro attività, includendo specificamente quelle di carattere transfrontaliero"

Come sottolineava Guffanti ⁴⁰ : *“La gestione efficiente della dimensione transfrontaliera del rischio richiede un approccio coordinato alla sorveglianza dei processi di gestione dei rischi e meccanismi chiari che consentano alle Autorità di vigilanza di gestire detti rischi, sia a livello nazionale che a livello europeo, tramite una collaborazione effettiva basata sullo scambio di informazioni. Per tali ragioni, in occasione del vertice di Londra dell’aprile 2009, i membri del G20 convennero sulla necessità di registrare i fondi speculativi, o i loro gestori, e di imporre loro l’obbligo di fornire su base continuativa le opportune informazioni alle Autorità di vigilanza o di regolamentazione. Ciò contribuì a dare risalto all’inappropriatezza dell’intero impianto normativo, conseguenza della frammentazione delle fonti sia da un punto di vista contenutistico (essendo la materia disciplinata dalle disposizioni di diritto comune, diritto societario e diritto comunitario) che a causa di potenziali conflitti tra diversi ordinamenti potenzialmente applicabili. L’assunto di fondo alla base di tale approccio è che i gestori di fondi di investimento alternativi sono responsabili della gestione di un volume consistente di attività finanziarie nell’Unione e – rappresentando volumi significativi di scambi sui mercati degli strumenti finanziari – possono contribuire a diffondere o ad amplificare i rischi in tutto il sistema finanziario. Questi rischi, che si presentano sotto molteplici forme, non soltanto interessano gli investitori nei fondi stessi, ma possono avere anche ripercussioni per i creditori, per le controparti e, quindi, per la stabilità dei mercati.”*

L’obiettivo, quindi, era di porre le basi per l’integrazione del mercato comunitario anche con riguardo a fondi diversi da quelli aperti, già oggetto della direttiva 85/611/CEE e successive modifiche.

La precedente Direttiva UCITS 1985/611/CEE (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*) fu la prima di una serie di normative in materia di OICVM⁴¹, attraverso cui il legislatore europeo perseguiva l’obiettivo di consentire ai fondi di investimento collettivo di tipo aperto la libera commerciabilità su tutto il mercato dell’Unione, uniformando le condizioni di concorrenza tra OICVM e

⁴⁰ E. GUFFANTI, “La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni”, in “Le Società”, Ottobre 2011.

⁴¹ “m) OICVM – Organismo di Investimento Collettivo del risparmio che investono in Valori Mobiliari: il fondo comune di investimento e la SICAV rientrano nell’ambito di applicazione della direttiva 2009/65/CE” (art. 1, comma 1, lett. m), TUF)

contemporaneamente garantendo una tutela quanto più efficace e omogenea agli investitori. Successivamente, come già detto, venne modificata e vennero previste altre diverse proposte⁴².

Le due direttive sopracitate (UCITS e AIFMD) possono essere definite come due versioni speculari del medesimo disegno comunitario: la prima avente ad oggetto i fondi comuni di investimento, la seconda i fondi alternativi, ricoprendo, dunque tutti quei soggetti non rientranti nell'ambito di applicazione della UCITS. Infatti, i fondi oggetto della Direttiva vengono individuati per differenza, ovvero *hedge funds*, fondi di *private equity*, fondi di *venture capital*, fondi immobiliari, fondi di materie prime, infrastrutturali e altri particolari tipologie di fondi istituzionali.

⁴²ASSOGESTIONI: *“Il recepimento non uniforme da parte dei singoli stati membri e il limitato numero di veicoli di investimento offerti, riassumibili sostanzialmente nella sola fattispecie del fondo comune aperto, hanno provocato l’inefficacia del provvedimento, se non addirittura il suo fallimento. Non a caso la direttiva è stata successivamente modificata. Una prima proposta conosciuta come UCITS II non ha mai visto la luce per mancanza di accordo in seno al consiglio; la UCITS III entrata in vigore nel dicembre 2001 allarga le prospettive dei fondi europei prevedendo la possibilità di compiere operazioni sino a quel momento vietate (utilizzo di prodotti derivati, della leva finanziaria e short selling). Le Direttive 2001/107 e 2001/108 che riguardano rispettivamente il prospetto semplificato e l’eliminazione degli ostacoli alla commercializzazione transfrontaliera di quote di fondi di investimento collettivo hanno ulteriormente modificato la disciplina in oggetto. La materia degli OICR è stata completamente rivoluzionata dalla cosiddetta UCITS IV. Il 13 gennaio 2009 il Parlamento Europeo ha approvato la direttiva UCITS IV, che una volta entrata in vigore dovrà essere recepita a livello nazionale entro il 1° luglio del 2011. La direttiva UCITS IV pone le basi per una profonda trasformazione del mercato europeo, introducendo una regolamentazione del passaporto del gestore che, contrariamente a quanto previsto fino ad oggi, consente ai fondi comuni autorizzati in uno Stato Membro di essere gestiti da una SGR insediata in un altro Stato Membro e da questo autorizzata, purché siano soddisfatti alcuni requisiti. Questa innovazione dovrebbe favorire un considerevole sviluppo del mercato grazie anche ad una riduzione dei costi, pur preservando comunque un elevato livello di tutela degli investitori. La normativa comunitaria prevede che una SGR sia soggetta alla vigilanza prudenziale dello Stato Membro di origine, a prescindere dal fatto che questa costituisca una succursale o operi in regime di libera prestazione di servizi in un altro Stato Membro. In tali circostanze, pertanto, la società deve rispettare le norme in materia di organizzazione poste dallo Stato Membro di origine. La SGR deve invece osservare la disciplina dello Stato ospitante gli OICVM gestiti, sia per quanto concerne la loro costituzione sia in relazione al loro funzionamento. Inoltre la direttiva introduce norme relative alle strutture master-feeder che interessano direttamente i fondi hedge; la nuova disciplina consente ad un OICVM feeder di investire parte o tutto il proprio patrimonio in un OICVM master così da favorire lo sviluppo di nuove opportunità di business ed incrementare allo stesso tempo l’efficienza della politica di investimento. Infine si prevede un significativo cambiamento del contenuto e delle modalità di presentazione delle informazioni fornite agli investitori tramite l’introduzione del key investor informations (KII). Il nuovo documento informativo, che si sostituirà al prospetto semplificato e conterrà le informazioni essenziali che i potenziali investitori devono ricevere prima della sottoscrizione di un OICVM. Tale documento, che si caratterizza per la sua brevità, deve riportare secondo uno schema predefinito le informazioni indicate dalla direttiva e deve consentire all’investitore un agevole confronto, soprattutto su costi e profili di rischio. Il documento ha dunque la funzione di porre l’investitore nelle condizioni di valutare correttamente l’opportunità dell’investimento e di adottare così decisioni pienamente consapevoli.”*

La proposta di direttiva prevedeva l'introduzione di regole per l'accesso al mercato dei gestori di fondi alternativi, per il controllo e il monitoraggio dei rischi, e pone limiti all'uso della leva finanziaria. Varie previsioni, riprese e modellate su quelle già proprie della direttiva UCITS, riguardano il regime delle deleghe di gestione, e l'esternalizzazione di funzioni aziendali essenziali.

La proposta inizialmente risultò di difficile gestazione: i contorni della disciplina parevano eccessivamente sfumati. Il punto più critico era rappresentato dalla definizione eccessivamente ampia di "fondo alternativo", in dipendenza della quale la direttiva si sarebbe applicata ad una platea di organismi dalle caratteristiche diversissime, per i quali molte delle prescrizioni della direttiva sarebbero apparse di difficile adattabilità. Certamente, la proposta pone formalmente il problema sia dell'introduzione di una disciplina comunitaria organica dei fondi alternativi, sia del rafforzamento delle forme di controllo e di vigilanza su tale tipologia di prodotti finanziari.

Ne derivò quindi, un processo di emanazione caratterizzato da un lungo dibattito, sia a livello comunitario che a livello nazionale⁴³, che portò alla nascita della direttiva solo nel 2011.

1.3. La Direttiva 2011/61/UE AIFM

La Direttiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio sui Gestori di Fondi Investimento (AIFMD) entrata in vigore il 21 Luglio 2011, fu il risultato della volontà politica del G20, il quale aveva l'ambizioso obiettivo di creare un mercato europeo dei gestori dei fondi diversi dagli UCITS, mediante la definizione di un

⁴³ CAROTENUTO, "Le misure attuative della Direttiva sui gestori dei fondi di investimento alternativi" (AIFMD), Newsletter gennaio 2012, 1: "La Direttiva sui gestori di fondi alternativi di investimento è stata adottata nel rispetto della procedura Lamfalussy, introdotta nel 2001 allo scopo di rafforzare il quadro europeo della regolamentazione del settore finanziario. Tale procedura si compone di quattro livelli: adozione della legislazione quadro (livello 1), emanazione di misure esecutive di dettaglio da parte della Commissione europea, su delega del Parlamento e del Consiglio (livello 2), elaborazione tecnica da parte dell'ESMA di misure di esecuzione che assicurino una trasposizione omogenea e coerente delle disposizioni di livello 1 e 2 (livello 3), e verifica da parte della Commissione del recepimento della legislazione europea nel diritto nazionale (livello 4)"

quadro di riferimento armonizzato per la regolamentazione in materia di autorizzazione, funzionamento e trasparenza del soggetto gestore.

Tale volontà nacque innanzitutto per introdurre un controllo più stringente sul rischio sistematico, che poteva derivare dalle attività dei soggetti che operano nel settore di questi cosiddetti fondi d'investimento "alternativi", vale a dire quei fondi di investimento diversi rispetto ai fondi disciplinati dalla Direttiva UCITS.

La definizione della Direttiva AIFM individuava come "Fondi d'Investimento Alternativi" tutti gli organismi d'investimento collettivo che raccoglievano "*capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in conformità di una politica di investimento ben definita a beneficio di tali investitori*" e che non necessitavano di un'autorizzazione ai sensi della Direttiva UCITS IV.

La direttiva, pertanto, adotta l'approccio "*one size fits all*", comprendendo nelle diverse tipologie dei fondi, oltre ai più comuni *hedge funds* e fondi di *private equity*, anche i fondi immobiliari, di infrastrutture, di materie prime, di *venture capital* e ogni altro tipo fondo tipicamente riservato ad investitori istituzionali.

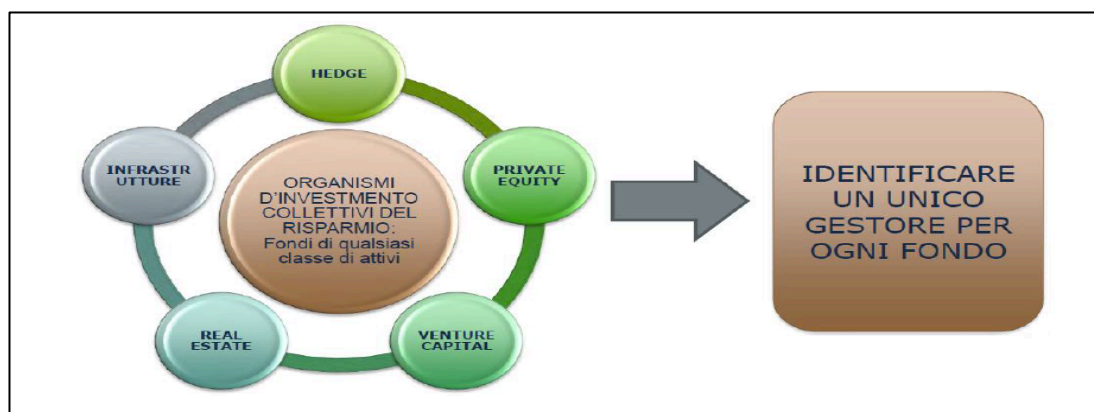


Figura 3 - Lussemburgo, la nuova piattaforma AIFM, Salone del Risparmio Milano, Bonn Steichen & Partners, 2013.

Approccio assolutamente inedito caratterizzava la AIFMD, la quale, a differenza della Direttiva UCITS, si focalizzava sui "soggetti", ovvero i gestori degli OICR e non disciplinava direttamente gli OICR stessi, che rimanevano sottoposti alla normativa e alla vigilanza nazionale, le quali sarebbero state presto modificate per dare attuazione alla Direttiva AIFM. La scelta di disciplinare i GEFIA (gestori UE di FIA), piuttosto che i FIA stessi, fu dovuta alla grande eterogeneità dei fondi "non-

UCITS” nei diversi Stati Membri dell’Unione, che ne avrebbero reso molto difficile l’armonizzazione.

Individuando lo specifico ambito di applicazione, la AIFMD si proponeva di regolare:

- Gestori UE che gestiscono uno o più FIA comunitari o extra-comunitari;
- Gestori non UE che gestiscono uno o più FIA comunitari;
- Gestori non UE che commercializzano FIA comunitari o extra-comunitari.

Ai sensi dell’AIFMD, è previsto che i gestori di FIA per operare, debbano richiedere l’autorizzazione, che sarà valida in tutta l’Unione, all’Autorità di vigilanza del Paese in cui ha sede, fornendo una serie di informazioni e documenti sulla propria struttura, sulla società e sugli esponenti aziendali, nonché sui FIA che intende gestire.

I requisiti richiesti per l’autorizzazione erano molto simili a quelli previsti per i gestori UCITS, ed inoltre quest’ultimi potevano sempre richiedere un’autorizzazione AIFMD, infatti non era nemmeno necessario che fornissero le informazioni o documenti già forniti al momento della richiesta di autorizzazione a gestire UCITS, se questi potevano ancora essere considerati validi e aggiornati. L’iter autorizzativo si concludeva generalmente entro tre mesi, dopo di che il gestore otteneva il “passaporto europeo” necessario per gestire e commercializzare FIA nel territorio comunitario. L’autorizzazione a gestire/commercializzare fondi alternativi poteva essere richiesta sia dal FIA stesso⁴⁴, sia da un GEFIA esterno, che potrà svolgere anche funzioni “*minime*” di gestione nei confronti di UCITS e determinati servizi che la Direttiva definiva “*supplementari*”, forniti a condizione che fossero svolte le funzioni “*minime*” di gestione.

Per funzioni “*minime*” si intendevano: la gestione del portafoglio e la gestione del rischio. Mentre le funzioni “*supplementari*” comprendevano: amministrazione⁴⁵, commercializzazione⁴⁶ e attività collegate agli attivi del fondo d’investimento⁴⁷.

⁴⁴ Nel caso in cui sia autogestito e quindi possa, esso stesso, qualificarsi come GEFIA. In tal caso il gestore sarà autorizzato esclusivamente a svolgere le funzioni di gestione interna per quello specifico patrimonio.

⁴⁵ Servizi legali e contabili relativi alla gestione del fondo, servizio di informazione per i clienti, valutazione e determinazione del prezzo anche ai fini delle dichiarazioni fiscali, verifica dell’osservanza della normativa applicabile, tenuta del registro dei detentori delle quote/azioni,

Il regime di vigilanza prevede il rispetto da parte dei GEFIA di requisiti di capitale e organizzativi, di regole di condotta e di estesi obblighi informativi nei confronti delle autorità di vigilanza. Per assicurare una piena e completa informazione degli investitori, riguardo l'attività del fondo e la gestione dei rischi dello stesso, la Direttiva AIFM impone a carico dei GEFIA obblighi stringenti di trasparenza. In particolare, i GEFIA sono tenuti a fornire con regolarità informazioni sui risultati e la gestione dei rischi, nonché una descrizione chiara della politica di investimento perseguita.

Inoltre sono introdotti limiti in merito all'utilizzo della leva finanziaria e sono imposti ai gestori, che ne fanno ricorso in modo sostanziale (*hedge funds*), obblighi di comunicazione specifici, sia nei confronti degli investitori sia nei confronti delle autorità competenti dello Stato di origine. In particolare, il gestore è tenuto a dimostrare che i limiti di leva finanziaria fissati per ogni fondo che gestisce siano ragionevoli e che esso rispetta tali limiti in maniera permanente. Le autorità competenti devono valutare i rischi che possono derivare dall'uso della leva finanziaria da parte di un GEFIA. Ove ritenuto necessario, l'autorità competente dello Stato Membro di origine del gestore, previa notifica all'Autorità Europea dei mercati finanziari (ESMA⁴⁸), al Comitato Europeo sul Rischio Sistemico (CERS⁴⁹) e alle autorità competenti del FIA in questione, proprio per assicurare la stabilità e l'integrità del sistema finanziario, può imporre dei limiti al livello di leva finanziaria che un GEFIA può utilizzare. E' previsto infatti, un ruolo attivo per l'ESMA e il CERS nell'attuazione del quadro regolamentare di controllo e vigilanza istituito dalla nuova normativa.

distribuzioni dei proventi, emissione e rimborso quote/azioni, regolamento dei contratti, tenuta delle registrazioni contabili.

⁴⁶ Offerta o collocamento diretto o indiretto su iniziativa del gestore o per conto del gestore, di quote o azioni di un fondo di investimento alternativo, che lo stesso gestisce, a investitori o presso investitori domiciliati o con una sede legale nell'Unione.

⁴⁷ I servizi necessari a soddisfare gli obblighi fiduciari del gestore. La gestione delle strutture, attività di amministrazione dei beni immobili, consulenze a imprese sulla struttura del capitale, la strategia industriale e le questioni collegate, consulenze e servizi in materia di fusioni e acquisizione di imprese nonché altri servizi collegati alla gestione del FIA e alle società e altre attività in cui ha investito.

⁴⁸ ESMA – Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati. Organismo dell'Unione Europea che dal 1° Gennaio 2011 ha il compito di sorvegliare il mercato finanziario europeo. Insieme all'EBA (Autorità bancaria europea) e all'EIOPA (Autorità europea delle assicurazioni delle pensioni aziendali e professionali) formano il Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF).

⁴⁹ CERS – Comitato europeo per il rischio sistemico. Ulteriore organo ausiliario al SEVIF, previsto per il controllo, la prevenzione e l'identificazione del rischio, responsabile della vigilanza macro-prudenziale del sistema finanziario europeo.

1.3.1. Obiettivi e recepimento del testo normativo in Italia

Nella parte iniziale, la Direttiva delinea le ragioni che nel corso degli ultimi anni hanno portato all’emanazione di diversi provvedimenti in materia di gestione collettiva del risparmio⁵⁰. La AIFMD non è altro che il risultato di un processo lento e di mediazione tra i diversi ordinamenti coinvolti.

Questa ha come fine ultimo quello di creare regole comuni per l’autorizzazione e la vigilanza dei fondi di investimento alternativi, garantendo un soddisfacente livello medio di tutela.

Oltre ai fini squisitamente garantisti, la Direttiva ha l’obiettivo di creare un contesto favorevole all’aumento della commercializzazione transfrontaliera, permettendo ai gestori di commercializzare i fondi alternativi in tutto il mercato interno, accrescendo il loro business e l’appetibilità di questi tipo di prodotti, sfruttando l’introduzione del “passaporto europeo”. Nel complesso la Direttiva mira a:

- Offrire ai gestori sopra una certa soglia dimensionale una dettagliata regolamentazione ed una vigilanza efficace;
- Definire le tipologie di rischio inerenti gli investimenti alternativi;
- Tutelare gli interessi degli investitori e la salvaguardia degli investimenti;
- Ampliare la trasparenza nei confronti del mercato;
- Facilitare e promuovere la commercializzazione dei fondi alternativi nell’intero territorio dell’Unione Europea.

⁵⁰ “L’art. 1, comma 1, lett. n), TUF definisce, innanzitutto, la gestione collettiva del risparmio come <il servizio che si realizza attraverso la gestione di OICR e dei relativi rischi>. Il fulcro della definizione è, evidentemente, la nozione di organismo di investimento collettivo del risparmio (OICR), la cui individuazione è fornita dallo stesso art.1, comma 1, lett. k) TUF, seconda un’impostazione che guarda più all’attività svolta dall’organismo, che alla sua forma giuridica. Per OICR, si intende <l’organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l’emissione e l’offerta di quote o azioni, gestito in monte nell’interesse degli investitori e in autonomia dei medesimi, nonché investito in strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati a valere sul patrimonio dell’OICR, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica di investimento predeterminata>”. F. ANNUNZIATA, “La gestione collettiva del risparmio e i fondi comuni d’investimento”, in “Manuale di diritto bancario e finanziario”, a cura di F. CAPRIGLIONE, Wolters Kluwer, 2015, pp. 300-301.

La Direttiva AIFM è stata recepita nell'ordinamento italiano attraverso un lungo procedimento normativo.

Il D. Lgs. 4 Marzo 2014 n. 44 diede inizio a tale procedimento, entrò in vigore il 9 Aprile 2014, e apportò profonde modifiche al Testo Unico della Finanza, riguardo al quadro della disciplina della gestione collettiva.

Tra le principali modifiche del TUF si ricorda: l'introduzione di nuove tipologie di prodotti e soggetti (come la SICAF⁵¹), precedentemente non regolati da tale fonte normativa; la ridefinizione del servizio di gestione collettiva del risparmio (come previsto dall' art. 1, comma 1, lett. k) TUF, indicato precedentemente dalla nota a piè pagina n. 50); la rivisitazione della disciplina relativa al depositario (soggetti ammissibili, compiti e responsabilità).

Il processo di recepimento della AIFMD è stato completato con una serie di provvedimenti del Ministero dell'Economia e delle Finanze, della Banca d'Italia e della CONSOB. Più precisamente, le Autorità, ciascuna nei propri ambiti di competenza, sono intervenute sui seguenti documenti:

1. *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio (“Regolamento Banca d'Italia”)*; per quanto concerne la disciplina delle diverse tipologie di OICR, dell'operatività transfrontaliera e del depositario, oltre alle disposizioni inerenti alla procedura di autorizzazione;
2. *Regolamento congiunto Banca d'Italia – CONSOB (“Regolamento Congiunto)*: in materia di organizzazione e controlli degli intermediari che presentano servizi di investimento e di gestione collettiva;
3. *Regolamento Intermediari*: relativamente alle regole di condotta che devono essere osservate e nella commercializzazione degli OICR;
4. *Regolamento Emittenti*: per quanto riguarda le regole inerenti all'offerta al pubblico delle azioni o quote degli OICR.

⁵¹ “i-bis) Società di investimento a capitale fisso (SICAF): l'OICR chiuso costituito in forma di società per azioni a capitale fisso con sede legale e direzione generale in Italia avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta di proprie azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi” (Art.1, comma 1, lett. i-bis) TUF).

Infine a tali modifiche, è seguita la versione definitiva del nuovo Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 5 Marzo 2015, n. 30, di attuazione dell'art. 39 del TUF, concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli OICR italiani.

Tale Decreto verrà analizzato attentamente nel seguente paragrafo, in quanto andrà a ricoprire un ruolo fondamentale per la nuova disciplina relativa agli *hedge funds*.

1.3.2. Il Decreto Ministeriale 5 Marzo 2015 n. 30 e i FIA riservati

Con l'entrata in vigore del Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 5 Marzo 2015 n. 30 si assiste a una svolta radicale nel mondo della gestione del risparmio collettivo. Il regolamento mette in attuazione l'art. 39 del Decreto Legislativo 24 Febbraio 1998, n. 58 (TUF) il quale riguardava la determinazione dei criteri generali cui dovevano uniformarsi gli Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) italiano. La grande importanza della normativa deriva dal fatto che dal 3 aprile 2015, data di entrata in vigore, il presente decreto, va ad abrogare il decreto del Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica 24 maggio 1999, n. 228, regolamento relativo ai criteri generali di uniformazione dei fondi comuni d'investimento, e soprattutto, va a ridefinire la "struttura delle categorie degli OICR italiani" riclassificando le diverse tipologie di OICR di diritto italiani in cinque macro categorie:

1. *OICVM*;
2. *FIA aperti e chiusi*;
3. *FIA immobiliari*;
4. *FIA riservati*;
5. *OICR garantiti*.

Risulta quindi evidente, che la categoria dei "fondi speculativi", come tutta la disciplina del Decreto 228/1999, venga abrogata e di conseguenza eliminata dall'ordinamento italiano, a favore di una nuova tipologia di fondi.

Secondo la giurisprudenza, la nuova categoria in cui gli *hedge funds* venivano riclassificati, in forza delle modifiche apportate dal recepimento della AIFMD, era la generica classe dei “fondi di investimento alternativi (FIA) italiani”, ma qualora, come di regola era previsto, l’investimento nel fondo fosse consentito solo ad investitori professionali, il TUF, inquadrava gli *hedge funds*, in una più specifica tipologia detta dei “FIA italiani riservati”⁵².

Nel nuovo quadro normativo, l’eliminazione della distinzione tra OICR riservati e speculativi, e la ricomprensione di queste due categorie nell’ambito dell’unica tipologia dei FIA riservati, sembra oggi offrire un quadro più coerente della disciplina. Quanto precede non deve, tuttavia, intendersi nel senso di ritenere che questa nuova classe di fondi, ricomprensione soltanto ciò che in precedenza rientrava nella categoria dei fondi riservati e dei fondi speculativi. La tipologia dei FIA riservati è, infatti, ben più ampia, in quanto ricomprensione, in generale, qualsiasi OICR che sia, per l’appunto, riservato a investitori professionali⁵³ (per esempio, anche un semplice OICR aperto, che tuttavia intenda limitare l’accesso a soli investitori professionali, ad esempio al fine di sottrarsi all’applicazione della disciplina dell’offerta al pubblico)⁵⁴.

Questa categoria, come anticipato precedentemente, viene introdotta e disciplinata dal d.m. 30/2015 all’art. 14, il quale analizzeremo adesso nello specifico, in modo tale da far emergere le principali caratteristiche della nuova classe di fondi e le analogie e contrasti rispetto alla precedente disciplina prevista dal art.16 del d.m. 228/1998, che regolava gli antecedenti fondi speculativi.

“1. Il gestore può istituire FIA italiani riservati a investitori professionali in forma aperta o chiusa.”

⁵² “*m-quater*) <FIA italiano riservato>: il FIA italiano la cui partecipazione è riservata a investitori professionali e alle categorie di investitori individuate dal regolamento di cui all’articolo 39” (art. 1, comma 1, lett. m-quater), TUF)

⁵³ F. ANNUNZIATA, “Le categorie di OICR di diritto italiano dopo il recepimento della AIFMD”, in “Gli Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): Fattispecie e forme”, Maggio 2017, pp. 111 ss.

⁵⁴ Un OICVM, a differenza di un FIA, non potrà, di contro, configurarsi strutturalmente alla stregua di un OICR riservato ai soli investitori professionali. La naturale e strutturale destinazione al “pubblico” dell’OICVM è, infatti, chiaramente indicata tra gli elementi qualificati all’art. 1 della Direttiva 2009/65/UE. Di contro, un OICVM potrà istituire comparti o prevedere classi di quote o azioni riservate ai soli investitori professionali.

Il gestore di un FIA italiano riservato, può essere uno qualsiasi dei soggetti autorizzati alla gestione collettiva del risparmio,⁵⁵ ma normalmente si individua nella società di gestione del risparmio (SGR). A differenza dall'antecedente decreto, non sono previsti i casi in cui la Banca d'Italia prevedeva che la dovesse gestire unicamente i fondi di tale categoria (si v. art.16, comma 7 d.m. 280/1999).

Per quanto riguarda invece la definizione di "investitori professionali", è d'obbligo prendere in considerazione il Regolamento CONSOB "Intermediari", n.16190 del 2007, (emanato in seguito al recepimento della normativa Mifid⁵⁶) il quale apportò profonde modifiche, ed in particolare la nuova tripartizione degli investitori, distinti in *clienti professionali (privati o pubblici), controparti qualificate e clienti al dettaglio*. L'Allegato 3 del Regolamento degli Intermediari, definisce il "cliente professionale" come colui che *"possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimento e per valutare correttamente i rischi che assume"*. Questi vengono distinti in clienti professionali *pubblici* (individuati ai sensi dell'art. 6, comma 2-sexies, TUF) e clienti professionali *privati* (individuati dall'Allegato 3 del Reg. Intermediari), i quali a loro volta si dividono in due ulteriori categorie: *di diritto*⁵⁷, ovvero i soggetti autorizzati e regolamenti, le "imprese di grandi dimensioni" che soddisfano determinati requisiti e gli investitori istituzionali; *su richiesta*, ovvero

⁵⁵ "L'esercizio in via professionale del servizio di gestione collettiva del risparmio è riservato alle SGR, alle Sicav, alle Sicaf, alle società di gestione UE che gestiscono OICVM italiani, ai GEFIA UE e ai GEFIA non UE che gestiscono un FIA italiano, secondo le disposizioni del presente titolo" (art. 32-quater, comma 1, TUF)

⁵⁶ MiFID è l'acronimo inglese di *Markets in Financial Instruments Directive* – in italiano "Direttiva sui Mercati degli Strumenti Finanziari" (Direttiva 2004/39/CE). Approvata dal Parlamento Europeo nell'aprile del 2004, la MiFID sostituisce ed abroga la precedente *Investment Services Directive* (Direttiva 93/22/CEE, cd. ISD), innovando radicalmente il quadro giuridico comunitario in tema di offerta di servizi di investimento. Insieme alla Direttiva in materia di abusi di mercato (cd. *Market Abuse o MAD*), alla Direttiva sui prospetti informativi e alla Direttiva sull'armonizzazione degli obblighi di informativa degli enti quotati, la MiFID costituisce parte integrante del Piano di Azione sui Servizi Finanziari adottato dalla Commissione Europea nel maggio del 1999 (*Financial Services Action Plan – FSAP*)(Si v. Borsa Italiana, "La direttiva MIFID", disponibile all'indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/mifid.htm>, 2007)

⁵⁷ Sono clienti professionali di diritto, tra gli altri, banche, imprese di investimento, imprese di assicurazione, OICR e loro gestori, fondi pensione e loro gestori, altri investitori istituzionali. (art. 26, comma 1, lett. d) e Allegato 3, Regolamento CONSOB 29 Ottobre 2007, n. 16190)

clienti al dettaglio che richiedono all'intermediario di essere trattati come clienti professionali, purché siano rispettate determinate procedure e requisiti⁵⁸.

La libertà di scelta della forma “aperta” o “chiusa” del FIA, era prevista anche per i precedenti fondi speculativi, anche se, nel caso del Decreto 228/1998 non veniva espressamente indicato nell'art. 16, ma veniva intuito dal contesto generale della normativa. Inoltre nel Decreto 30/2015 si utilizza la nuova definizione data ai fondi OICR aperti e chiusi, differente dalla previa utilizzata nella disciplina dei fondi speculativi. *“Negli Oicr aperti i partecipanti avranno il diritto di chiedere il rimborso delle proprie azioni non più in qualsiasi momento come accadeva in passato, ma la definizione delle modalità e delle frequenze previste per entrare e uscire dal fondo è rimessa al gestore in funzione dell'oggetto del fondo”* ha spiegato D'Apice. *“Un Oicr, invece, è chiuso quando il cliente può chiedere il rimborso alla fine del ciclo di vita del prodotto stesso”*.

“2. Il regolamento o lo statuto del FIA italiano riservato può prevedere la partecipazione anche di investitori non professionali. In tal caso, gli investitori non professionali sottoscrivono ovvero acquistano quote o azioni del FIA per un importo complessivo non inferiore a cinquecentomila euro. Tale partecipazione minima iniziale non è frazionabile. Tali limiti non si applicano nei casi previsti dai commi 3 e 4.”

Secondo questa accezione, in cui i FIA riservati possano prevedere indistintamente l'accesso sia ai classici investitori professionali sia a quelli non professionali, il fondo potrebbe essere definito come un FIA “al dettaglio”. Nel in cui sia prevista questa partecipazione, i clienti non professionali devono essere citati all'interno dello statuto o del regolamento del fondo, e sono obbligati ad acquistare o sottoscrivere le quote di questo, con un importo minimo di 500.000 euro, come era previsto precedentemente per le quote iniziali del fondo speculativo. La differenza è che in questo caso si parla solo di investitori non professionali, quindi non è previsto l'obbligo per la categoria opposta, infatti capita spesso che nei regolamenti dei nuovi *hedge funds*, vengano indicati distinti ammontare in base alle due distinte categorie

⁵⁸ M. PELLEGRINI, *“Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento”*, in *“Manuale di diritto bancario e finanziario”* a cura di F. CAPRIGLIONE, Wolters Kluwer, 2015, pp. 555-557.

di investitori, secondo il volere del gestore del fondo. Rimane invece stabile la dinamica relativa alla non frazionabilità della quota iniziale investita.

Questa previsione individua inoltre, due eccezioni per due distinte categorie, all'interno del medesimo articolo:

- Nel comma 3, l'eccezione riguarda i FIA immobiliari riservati, commercializzati a "enti pubblici" che non hanno le caratteristiche per essere classificati come clienti professionali pubblici;
- L'altra anomalia, individuata al comma 4, riguarda invece i "componenti dell'organo di amministrazione" e i "dipendenti" del gestore, che possono sottoscrivere quote/azioni di FIA italiani riservati, da essi gestiti, anche per un importo inferiore a quello previsto dal comma 2.

"5. Il regolamento o lo statuto del FIA italiano riservato specifica le categorie di investitori alle quali il FIA è riservato."

"6. Il regolamento o lo statuto del FIA italiano riservato, oltre a indicare in modo analitico ed esaustivo quanto previsto negli articoli 37, commi 1 e 2, 35-quater e 35-quinquies del TUF, indica:

- a) la circostanza che il regolamento del fondo non è soggetto all'approvazione della Banca d'Italia;*
- b) la circostanza che non trovano applicazione le norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia per i FIA non riservati;*
- c) l'obiettivo, il profilo di rischio, lo stile di gestione e le tecniche di investimento del FIA;*
- d) il livello massimo di leva finanziaria del FIA;*
- e) i limiti di investimento del FIA."*

Come capitava in passato, la grande libertà concessa a tali fondi nella gestione, rimaneva una caratteristica dominante, che però si bilanciava in parte con la costituzione di un "regolamento" molto dettagliato.

A differenza della previa normativa, che indicava elementi di portata più generale da riportare all'interno del regolamento, adesso, oltre a questi elementi, richiamati dall'art. 37, commi 1 e 2⁵⁹ TUF per qualsiasi fondo comune d'investimento e art. 35-
quater e 35-quinquies per Sicav e Sicaf, sono previsti alcuni caratteri più specifici.

Innanzitutto, è previsto che vengano specificate le categorie di investitori alle quali il FIA è riservato (comma 5), cosa che prima non accadeva, in quanto il fondo speculativo era riservato solamente in maniera "indiretta"⁶⁰.

Vengono indicate le circostanze particolari in cui il regolamento del fondo non è soggetto all'approvazione della Banca d'Italia e in cui nemmeno alcune delle sue norme prudenziali relative al rischio vengono seguite (comma 6, lett. a) e b)).

Inoltre le novità assolute, fortemente volute dalla Direttiva AIFM, riguardano l'indicazione del "limite d'investimento" del FIA e del livello massimo di "leva finanziaria" utilizzato dal FIA.

Questo ultimo, secondo l'art. 1, Titolo V, Cap. III, Sez. VI, del Regolamento della Banca d'Italia, viene definito dalla SGR prendendo in considerazione i seguenti elementi:

- Le caratteristiche e le strategie di investimento del fondo;
- Le fonti di finanziamento della leva finanziaria;
- Ogni altra interconnessione o relazione con altre istituzioni finanziarie che potrebbero comportare un rischio sistematico;
- La necessità di limitare l'esposizione a una singola controparte;
- La misura in cui l'indebitamento sia assistito da garanzie;
- Il rapporto tra attività e passività;
- La rilevanza (entità, natura e portata) dell'attività della SGR sui mercati interessati.

Inoltre nel caso i fondi investano in crediti, la leva finanziaria non può superare il limite di 1,5.

⁵⁹ All'interno del regolamento del fondo devono essere definite caratteristiche, gestore, depositario, partecipanti, denominazione, durata, modalità di partecipazione, dell'emissione ed estinzione dei certificati, tipi di beni, di strumenti finanziari, spese, modalità di pubblicità e molte altre informazioni. (art. 37, comma 1-2, TUF)

⁶⁰ Si v. paragrafo 1.2.1.

In definitiva, pur essendo fondi riservati principalmente a investitori “professionali”, in grado di negoziare direttamente con il gestore le condizioni contrattuali che ritenevano preferibili, tale comma sottolinea come la trasparenza di questi strumenti sia aumentata con il presente decreto.

“7. Le quote o le azioni dei FIA italiani riservati non possono essere collocate, rimborsate o rivendute da parte di chi le possiede, direttamente o nell'ambito della prestazione del servizio di cui all'articolo 1, comma 5, lettera d), del TUF, a soggetti diversi da quelli indicati nel regolamento o nello statuto del FIA.”

Per quanto concerne la commercializzazione dei FIA riservati, uno degli obiettivi principali della Direttiva AIFM, la completa disciplina viene individuata all'interno tra gli art. 28 e 28-quater del Regolamento Emittenti n.11971, 14 Maggio 1999. In questo comma viene trattata solo una specifica fattispecie, già prevista, nel sistema antecedente, in relazione ai fondi riservati, chiaramente volta a evitare il rischio di elusioni della disciplina.

I FIA italiani sono OICR aperti la cui offerta al pubblico richiede, quindi, la pubblicazione di un prospetto informativo autorizzata dalla CONSOB.

Come è noto, tuttavia, qualora l'offerta delle quote del fondo sia riservata a “clienti professionali” (come di regola accade per gli *hedge fund*), la legge esenta l'offerente dall'obbligo di pubblicare un prospetto autorizzato dalla CONSOB. In questi casi, normalmente, viene predisposto un *information memorandum* che descriva le principali caratteristiche del fondo, gli obiettivi di investimento, i costi e le commissioni, il gestore, il management team ed eventuali conflitti di interesse. Secondo il regime previgente era vietata espressamente l'offerta al pubblico di quote di fondi speculativi, come erano qualificati gli *hedge funds* nel diritto italiano.

In ogni caso, l'offerta delle quote di un FIA riservato in Italia, anche esente dall'obbligo di pubblicazione del prospetto in quanto non rivolta al pubblico⁶¹, può essere condotta solo previa notifica⁶² alla CONSOB che, d'intesa con la Banca d'Italia, comunica al gestore che l'offerta può essere avviata.

⁶¹ Art. 43, comma 1, TUF.

⁶² La notifica deve contenere: programma attività del FIA, regolamento o statuto del FIA, identità del depositario, descrizione del FIA e altre informazioni. (Art. 43, comma 3, TUF).

Infine, terminata l'analisi del Decreto 30/2015, l'ultimo aspetto della panorama normativo sugli *hedge funds* che rimane da trattare riguarda la "vigilanza".

La vigilanza su tali fondi è ripartita, per finalità, tra CONSOB e Banca d'Italia. La prima vigila sui profili inerenti ai rapporti con gli investitori (regole di condotta, *disclosure*, ecc.), mentre la seconda autorizza le SGR e vigila per quanto concerne i profili prudenziali e di rischio sistemico, inerenti la gestione collettiva del risparmio. In entrambe le ipotesi, si tratta di vigilanza informativa, ispettiva e regolamentare assistita, tra l'altro, da sanzioni penali.⁶³

⁶³ Art. 2632 c.c. e art. 170-bis, TUF.

CAPITOLO II

LE PECULIARITÀ DEGLI *HEDGE FUNDS*

2.1. Definizione e caratteri degli *Hedge Funds*

Gli *hedge funds* sono dei fondi d'investimento che, attraverso l'utilizzo di strategie piuttosto complesse come la leva finanziaria, l'apertura di posizioni *long* e *short* e l'investimento in titoli derivati sui mercati nazionali e internazionali, hanno come obiettivo quello di massimizzare il rendimento derivante dall'investimento.

Non esiste una definizione accademica di *hedge fund* che possa racchiuderne tutte le sue caratteristiche, vengono, infatti, indicati come strumenti di investimento alternativi, fondi speculativi, fondi di fondi, in ogni caso in contrapposizione con le forme di gestione del risparmio di tipo tradizionale, regolate da leggi e regolamenti specifici che ne limitano l'operatività e il rischio.

Come già ricordato, il termine anglosassone "*hedge*" significa letteralmente copertura, protezione e, in effetti, questi fondi nascono proprio con l'intento di gestire il patrimonio, eliminando in gran parte, il rischio di mercato.

La filosofia degli *hedge funds* è predisposta ad ottenere risultati di gestione positivi, che siano indipendenti dall'andamento dei mercati finanziari in cui operano, ovvero non si propone di superare un indice di borsa (preso come *benchmark*), ma fissa un valore assoluto da raggiungere ogni anno, mantenendo al tempo stesso, entro una soglia massima, il livello di volatilità della quota.⁶⁴

2.1.1. Caratteristiche operative e funzionali

L'industria complessiva degli *hedge funds* è dominata da grande eterogeneità.

All'interno di questo settore però, si possono trovare alcune linee guida comuni a tutta la categoria. In realtà le peculiarità che li contraddistinguono non si allontanano

⁶⁴ M. GENTILI – R. VISCONTI, "*Gli hedge funds: modelli di business e valutazioni delle SGR speculative*", in "Banca e banchieri", 2008.

molto da quelle individuate da George Soros nella sua definizione di “fondi a tre dimensioni”, pronunciata agli albori del settore.⁶⁵

L'obiettivo che viene sempre rispettato, nonché la principale caratteristica che distingue questi fondi, riguarda la realizzazione di una “performance assoluta”. Generalmente, infatti, la maggior parte dei fondi comuni ha come obiettivo quello di “replicare” l'indice di mercato di riferimento, a seconda della tipologia di investimento effettuato; se, ad esempio, un fondo comune investe in azioni, lo scopo sarà quello di generare un rendimento pari a quello generato dall'indice azionario di riferimento, replicando la sua composizione.

Gli *hedge funds*, invece, hanno come obiettivo quello di generare un rendimento che non sia in alcun modo correlato con alcun indice di riferimento, ma che sia comunque superiore a quello ottenibile ad altri fondi che si limitano a replicare quell'indice, definito per questo: rendimento “assoluto”. Utilizzando un terminologia più tecnica, potremmo dire che, l' *hedge fund* ricerca un elevato *alfa*⁶⁶, cioè l'extra rendimento prodotto dal gestore del fondo rispetto ad un *benchmark*, quella parte del ricavo che, a differenza del *beta*⁶⁷ non dipende dall'andamento del mercato di

⁶⁵ Si veda Cap. 1 par. 1.1.

⁶⁶ Si dice *alfa* per denotare un rendimento superiore a quello che ci si attenderebbe dal mercato. Un gestore di fondi che consegue un *alfa* positivo è un ‘primo della classe’. Più precisamente, supponiamo per esempio che un fondo azionario abbia un rendimento del 25%, mentre il rendimento di un titolo sicuro a breve termine sia il 5%. Il fondo realizza così un ‘rendimento in eccesso’ del 20% (differenza fra rendimento atteso di un titolo/fondo rispetto a rendimento/fondo secondo la *security market line*). Supponiamo anche che il mercato di riferimento (l'indice di Borsa) abbia realizzato un rendimento del 9%, e che il fondo azionario di cui parliamo abbia un Beta di 2 (il che vuol dire che è due volte più rischioso del mercato di riferimento). Sarebbe quindi ‘normale’ che questo rischio sia compensato aumentando per un fattore di 2 il rendimento del mercato di riferimento: il 9% diventa così 18%. Ma il nostro fondo azionario ha realizzato un rendimento del 20% (al di là dell'investimento ‘sicuro’). La differenza fra il 20% e il 18% è un 2%, e quindi l'*alfa* è il 2%.

E' l'espressione del rischio specifico, esprime l'attitudine di un titolo a variare indipendentemente dal mercato. Un indicatore *alfa* positivo segnala che il titolo è in grado di generare autonomamente un rialzo mentre a un *alfa* negativo corrisponde alla tendenza di un titolo a subire perdite indipendentemente dall'andamento di mercato. (Si v. G. DEFENDI, “I coefficienti *alfa* e *beta*”, in “Milano Finanza”, disponibile all'indirizzo <https://www.milanofinanza.it/news/i-coefficienti-alpha-e-beta-201007281039564639>, 2011)

⁶⁷ Il *beta* è l'espressione del rischio sistematico; indica la sensibilità del rendimento di un'attività finanziaria ai movimenti del mercato, rischio che non può essere eliminato con la semplice diversificazione. Con *beta* maggiore di uno l'attività in oggetto amplificherà le oscillazioni del *benchmark* (ottimo in caso di mercato rialzista) con *beta* tendente a zero, l'attività si muoverà nella stessa direzione del mercato, ma con intensità minore. (Si v. Borsa Italiana, “Cosa è un fondo *hedge*?-parte prima”, disponibile all'indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-lente/fondohedge.htm>, 2010)

riferimento. Riuscire a ottenere *alfa* non è compito facile. Spesso ha un costo sostenuto, che figura tra le commissioni che il gestore del fondo fa pagare agli iscritti. Generare l'*alfa* comporta procurarsi e analizzare dati economici e finanziari di imprese, ottenere informazioni di mercato, fare sopralluoghi. Il costo "di produzione" dell'*alfa* (chiamato TER, ossia *Total Expense Ratio*) è generalmente pari al 2-3% dell'ammontare totale investito nel fondo.

Inoltre il rendimento assoluto non è da intendersi nella sola accezione di risultato migliore rispetto a quello raggiunto dal fondo di tipo tradizionale, ma è soprattutto il risultato positivo ottenuto in presenza di andamento negativo del mercato, raggiungibile attraverso strategie di investimento sofisticate, e in particolar modo attraverso l'uso della *short selling*.

Ulteriore caratteristica che contraddistingue gli *hedge funds*, riguarda l'utilizzo di strumenti e strategie d'investimento sofisticate e non convenzionali.

Attraverso le quali, riescono spesso a ottenere guadagni e vantaggi laddove la maggioranza degli investitori e dei fondi tradizionali perde denaro.

Simili risultati vengono ottenuti con:

- *Short selling* (o vendita allo scoperto): è un'operazione finanziaria che consiste nella vendita di strumenti finanziari non posseduti, con successivo riacquisto. Questa operazione, si effettua se si ritiene che il prezzo al quale gli strumenti finanziari si riacquisteranno, sarà inferiore al prezzo inizialmente incassato attraverso la vendita. Nel caso in cui, si verificasse quanto detto, il rendimento complessivo dell'operazione sarebbe positivo; al contrario risulterebbe negativo. Colui che decide di vendere strumenti finanziari allo scoperto, non essendo in possesso degli stessi, deve richiederli in prestito ad un "*broker*" e, entro una certa scadenza, riacquistare gli strumenti per riconsegnarli al cedente. Solitamente, per il prestito suddetto, viene pagato un interesse annuale al *broker* in relazione alla durata in giorni dell'operazione di vendita allo scoperto. Oltre a pretendere l'interesse annuale stabilito (che può variare anche in base al singolo titolo), il broker richiede un margine di garanzia per l'operazione (ad esempio il 50% del controvalore scambiato).

La logica che sta dietro ad una operazione di vendita allo scoperto è invertita rispetto a quella di una normale operazione, la quale prevede prima l'acquisto e poi la vendita dello strumento e che può quindi essere utilizzata in fasi di discesa dei mercati.

Ricordiamo inoltre che il profitto potenziale in caso di vendita allo scoperto, è ridotto rispetto ad una normale operazione di acquisto con successiva vendita. Se, infatti, non vi è un limite superiore all'apprezzamento del valore di uno strumento finanziario, vi è un limite inferiore, pari a zero. Parallelamente, in virtù di questa considerazione, per il venditore allo scoperto la perdita potenziale è illimitata. E' questo il motivo per cui, come detto in precedenza, il *broker* non solo congela i fondi provenienti dalla vendita allo scoperto, a garanzia e copertura del successivo riacquisto, ma richiede anche un ulteriore importo (il margine di garanzia) per tutelarsi dalla possibilità che il venditore riesca a ricoprirsì riacquistando i suddetti strumenti finanziari con prezzi considerevolmente maggiori a quelli di vendita.⁶⁸

Il *broker*, ovviamente, provvede a svincolare il margine nel momento in cui gli strumenti vengono riacquistati e, di conseguenza, la posizione viene chiusa.

E' inoltre possibile che il broker preveda l'estinzione anticipata della vendita allo scoperto in caso di operazioni societarie (aumenti di capitale, raggruppamenti, scissioni, fusioni, frazionamenti, dividendi esenti da ritenuta, ecc.).

Tale comportamento trova giustificazione negli art. 1813 e ss. del Codice civile secondo i quali con l'operazione di prestito, gli strumenti finanziari oggetto del contratto ed i diritti accessori (di intervento all'assemblea, di voto, diritto di recesso, diritto alla quota di liquidazione) passano in proprietà di colui che li riceve in prestito. A colui che presta peraltro resta il diritto all'assegnazione di azioni nel caso di aumento gratuito del capitale e di opzione in caso di aumento a pagamento. Se poi durante il prestito la società emittente distribuisce dividendi o altri utili soggetti a ritenuta, il broker

⁶⁸ P. MUSILE TANZI, "Manuale del Private Banker", 2016

potrebbe addebitare al beneficiario del prestito una commissione straordinaria pari allo stesso importo del dividendo o dell'utile distribuito.

Inoltre, per un determinato periodo, la CONSOB vietò la vendita allo scoperto per tutti i titoli finanziari e per quelli di società oggetto di aumenti di capitale, per poi riammetterla nuovamente nel maggio del 2009.⁶⁹

Tale operazione, secondo la Direttiva UCITS, non è permessa ai fondi comuni canonici di diritto italiano, in modo tale da evitare l'esposizione del fondo a rischi eccessivi.⁷⁰

- Utilizzo di *derivati* (opzioni⁷¹ e *futures*⁷²): uno degli strumenti preferiti dai gestori *hedge* che talora, in presenza di idee di investimento forti, allocano su questi prodotti finanziari anche più del 100% del patrimonio e spesso li combinano in complesse strutture per ridurre i rischi o per migliorare i rendimenti (precedentemente era consentito ai fondi il loro utilizzo solo per un massimo del 10% delle attività).
- *Hedging*: strategia di copertura, che attraverso vendite allo scoperto ed uso di derivati, riduce la volatilità di mercato all'interno del portafoglio. Se il mercato salirà nel complesso, si beneficerà dei guadagni in conto capitale dei titoli detenuti; in caso di ribassi, invece, le posizioni corte e/o i derivati garantiranno guadagni in grado di controbilanciare il deprezzamento delle posizioni lunghe.
- *Leverage* (o leva finanziaria): Ultimo strumento particolare di questa tipologia di investimenti, anche se non utilizzato da tutti i gestori, la leva

⁶⁹ P. DE CARLI, "Capitalismo avanzato e innovazione finanziaria", 2012

⁷⁰ F. ANNUNZIATA, "La gestione collettiva del risparmio e i fondi comuni d'investimento", in "Manuale di diritto bancario e finanziario" a cura di F. CAPRIGLIONE, Wolters Kluwer, 2015.

⁷¹ Le opzioni vengono negoziate sia in borsa sia nei mercati *over the counter*. Esistono due tipi fondamentali di opzioni: *calls* e *puts*. Le opzioni *call* danno al portatore il diritto di comprare un'attività entro una certa data, per un certo prezzo. Le opzioni *put* danno al portatore il diritto di vendere un'attività entro una certa data, per un certo prezzo. Il prezzo indicato nel contratto è detto prezzo di esercizio "*strike price*"; la data indicata nel contratto è detta scadenza "*maturity*". (Si v. J.C. HULL, "Opzioni, futures e altri derivati", edizione italiana a cura di E. BARONE, Pearson, 2015).

⁷² I contratti *futures*, al pari dei contratti *forward*, sono accordi tra due parti per comprare o vendere un'attività a una certa data futur, per un certo prezzo. A differenza dei contratti *forward*, i *futures* sono di norma trattati in borsa. Per facilitare le negoziazioni, la borsa specifica certi aspetti standard del contratto. Dal momento che i due contraenti non necessariamente si conoscono, la borsa fornisce anche un meccanismo che assicura alle due controparti che il contratto verrà onorato. I prezzi vengono riportati regolarmente su stampa finanziaria e determinati in base alla legge della domanda e dell'offerta. (Si v. J.C. HULL, "Opzioni, futures e altri derivati", edizione italiana a cura di E. BARONE, Pearson, 2015).

finanziaria, cioè l'indebitamento allo scopo di investire il denaro preso a prestito. Di solito i fondi che utilizzano questo mezzo investono due volte (nel caso delle azioni) o tre volte (nel caso di acquisto di obbligazioni) il loro patrimonio netto, ma talora (specialmente nel caso dei grossi fondi global macro) arrivano fino a 4/7 volte. Il limite della leva finanziaria del fondo, calcolato secondo il metodo degli impegni di cui all'art. 8 del Regolamento Delegato (UE) 231/2013 è fissato al 150%. Chiaramente il gioco vale la candela solo se i ritorni attesi dall'investimento sono superiori agli interessi pagati. Si tratta comunque di un'arma a doppio taglio, perché consente di amplificare geometricamente guadagni e perdite (il fondo LTCM di Merton e Scholes il cui fallimento nel 1998 ha rischiato di travolgere la finanza Usa aveva un *leverage* pari a 25 volte i mezzi propri). Un fondo può realizzarla in due modi complementari. Il primo comporta il ricorso al credito vero e proprio: ciò aumenta i rendimenti potenziali per gli investitori nel fondo poiché questi sono ottenuti su un portafoglio di attività – le ATG – maggiore delle disponibilità che essi vi hanno investito (*balance sheet leverage*). Il secondo modo consiste nell'assumere posizioni fuori bilancio, quali derivati e notes strutturate: tali poste possono amplificare i rendimenti permettendo esposizioni verso le attività sottostanti senza sborsare contante in misura pari al valore delle attività stesse (*instrument leverage*).⁷³

L'ultimo elemento di dettaglio degli *hedge funds* riguarda la regolamentazione a cui sono soggetti, piuttosto blanda (se comparata con i fondi comuni), la trasparenza e le regole cogenti di contenimento e concentrazione del rischio che ne derivano. Molti divieti previsti per i fondi comuni, non vengono contemplati per gli *hedge funds*, come ad esempio la possibilità di utilizzare la *short selling*, inoltre sono anche previsti determinati casi in cui il loro regolamento non debba essere approvato dalla Banca d'Italia, ciò a dimostrazione della loro grande libertà. Solitamente e tradizionalmente tale tipologia di fondi è stata contraddistinta da una scarsa tendenza alla diffusione di informazioni e dati relativi alla gestione nel complesso, alla

⁷³ P. McGUIRE, "Esposizione e grado di leva degli *hedge fund*: un'analisi temporale", Marzo 2015.

composizione del portafoglio e livello di leva utilizzato nello specifico. La mancanza di trasparenza nei confronti dell'investitore deriva, oltre che dalla limitatezza di informazioni ricevute dal gestore, anche dalla scarsa comprensione dell'estremo tecnicismo che governa la strategia di investimento.⁷⁴

2.1.2. Struttura organizzativa

La struttura organizzativa tipica degli *hedge fund* italiani si differenzia rispetto a quella degli stessi fondi esteri, ma si può riscontrare una caratteristica comune: l'esternalizzazione della gestione operativa, o meglio, di parti rilevanti di tale gestione a soggetti terzi. Questo conferisce al fondo due vantaggi. Innanzitutto permette di ridurre i costi fissi, in quanto i costi della gestione operativa diventano costi variabili in base alla mole di lavoro esternalizzata. Inoltre tale struttura aiuta a risolvere le problematiche legate alla scarsa trasparenza del fondo: esternalizzare la gestione operativa a soggetti più grandi e con una certa reputazione nel mercato indica agli investitori che la gestione finanziaria è affidata a professionisti e quindi sottoposta ad un controllo continuo e più sicuro.

Il modello di struttura organizzativa di *hedge fund* più diffuso nel settore è il modello di *hedge fund* "estero". Esso prevede la partecipazione di diversi soggetti: *Management Company*, il *Prime Broker*, l'*Administrator*, l'*Auditor* e gli investitori⁷⁵. La *Management Company* (Società di gestione) è il soggetto che assume le decisioni strategiche del fondo e gestisce i processi di investimento. Le compete anche la scelta del grado di rischio cui sono soggetti i sottoscrittori. Ha un'ampia autonomia decisionale nella definizione del portafoglio, al fine di realizzare investimenti ottimali rispetto alla combinazione rischio-rendimento.

⁷⁴ Si è in presenza dei noti fenomeni che la letteratura economica definisce "asimmetria informativa" e "razionalità limitata". Nel primo caso, il gestore possiede un bagaglio di informazioni largamente superiore rispetto all'investitore, mentre nel secondo caso, appare pacifico affermare che l'investitore non può arrivare a comprendere nella sua interezza e nella sua complessità l'operato e la gestione del fondo di cui è sottoscrittore. Bisogna però specificare che una piccola garanzia per il sottoscrittore è data dalla prassi ormai consolidata della certificazione del bilancio annuale da parte del fondo.

⁷⁵ S.A. McCRARY, "How to create and manage a hedge fund: a professional guide", 2012.

Il *Prime Broker* ricopre, probabilmente, il ruolo più importante nella realizzazione dell'operatività di un *hedge fund*, fornendo un insieme eterogeneo di servizi finanziari attraverso i quali si concretizzano le scelte maturate dai gestori sui mercati, e altri di supporto alle attività amministrative.

Il *Prime Broker* è un intermediario finanziario di livello internazionale, in genere un *broker-dealer*, proveniente da importanti istituzioni finanziarie, che dispone di un'adeguata capitalizzazione e di una struttura operativa globale. Opera come agente nel processo di *settlement*⁷⁶, effettuando le transazioni finanziarie disposte dal gestore con la massima riservatezza. Il *Prime Broker* svolge un ruolo di finanziatore del gestore, concedendo linee di credito e prestando i titoli necessari per dar luogo a vendite allo scoperto e acquisendo direttamente idonee garanzie a fronte del credito erogato al fondo, inoltre è disposto ad assumersi il rischio di credito nei confronti dell'*hedge fund*, a fronte di un'adeguata remunerazione, proprio perché si trova nella privilegiata situazione di poter valutare costantemente questo profilo di rischio, grazie al flusso continuo di informazioni sul portafoglio dello stesso di cui dispone⁷⁷. Contemporaneamente il *Prime Broker* opera uno stringente controllo sulle esposizioni generali di rischio dell'*hedge fund*, al fine di assicurare condizioni di stabilità finanziaria.

Tra i servizi svolti dal *Prime Broker* vi sono altresì quelli di detenzione e deposito delle disponibilità liquide e dei valori mobiliari del fondo⁷⁸, la cura del processo di compensazione e liquidazione nonché la registrazione di tutte le operazioni di mercato. Infine, proprio per la conoscenza approfondita del fondo, si propone quale intermediario nella promozione del fondo e facilita l'approccio all'investimento a una cerchia più ampia di potenziali investitori.

L'*Administrator* (l'amministratore) è un soggetto esterno che ha il compito di svolgere l'attività amministrativa, non solo nei confronti degli investitori, ma anche nei rapporti con le autorità di vigilanza.

⁷⁶ Perfezionamento di una transazione (o di un contratto), che prevede l'estinzione delle obbligazioni mediante il trasferimento definitivo dei titoli (consegna) dal venditore al compratore, e il trasferimento definitivo del contante (pagamento) dal compratore al venditore. (Si v. Borsa Italiana, glossario).

⁷⁷ DEGREGORI & PARTNERS, "Investire in Hedge Funds", Aprile 2016

⁷⁸ Compito che, generalmente, nella struttura organizzativa degli *hedge funds* italiani verrà realizzata da un altro soggetto, la Banca Depositaria.

Nello specifico egli svolge le attività di *back office*, tiene la contabilità del fondo, registra e controlla le transazioni di acquisto e di vendita di quote del fondo e svolge l'attività di *compliance* verso gli organi di vigilanza. L'amministratore deve inoltre certificare l'attività del fondo seguendo la gestione finanziaria del fondo sui mercati, scrivendo rapporti dettagliati sul patrimonio del fondo rivolti al manager, calcolando la liquidità disponibile per gli investimenti, i titoli da offrire a pegno ed elencando le transazioni realizzate dal manager. Egli deve anche controllare che il fondo rispetti il proprio regolamento, che i principi contabili vengano applicati correttamente, deve provvedere al calcolo del NAV⁷⁹ (*Net Asset Value*) del fondo e deve liquidare le commissioni al gestore.

Un ulteriore compito dell'amministratore è quello di stabilire commissioni di performance stabili ed equilibrate, in modo che siano un incentivo per il gestore ad orientarsi verso le scelte di investimento migliori. Esternalizzando la funzione amministrativa il gestore può investire più risorse economiche e temporali per la gestione finanziaria, attività principale del fondo, e ridurre i costi fissi, migliorando la struttura dei costi. Gli oneri connessi alle attività svolte dall'*Administrator* sono di competenza diretta del fondo e non della società di gestione.

L'*Auditor* ha il compito di certificare che il NAV del fondo, calcolato dall'*Administrator*, sia corretto e calcolato secondo i criteri stabiliti dalle normative vigenti. Secondo stime di *Van Research* il 96% dei fondi presenti seguiti e analizzati presentano bilanci certificati da un auditor esterno. Il dato appare, tuttavia, troppo ottimistico per almeno tre motivi. In primo luogo, non è sempre ben definito l'oggetto della certificazione, può riguardare la situazione patrimoniale del fondo a una certa data o l'intera sequenza della performance realizzata nel tempo. In secondo luogo, non sempre i fondi dichiarano l'esatta data dell'ultima certificazione ottenuta, facendo perdere alla stessa gran parte del suo valore. Infine, i fondi contribuiscono il loro NAV certificato ai database curati da importanti società di consulenza le quali, spesso conducono una *due diligence* addizionale per verificare la correttezza dei dati certificati contribuiti.

⁷⁹ NAV (*Net Asset Value*) inteso come valore patrimoniale netto del fondo o come rapporto tra la somma dei valori di mercato delle attività del portafoglio di un fondo comune di investimento e il numero di quote in circolazione, ovvero il prezzo che un investitore dovrebbe versare per sottoscrivere nuove quote o che dovrebbe incassare dal rimborso delle quote di cui in possesso. (Si v. Borsa Italiana, Glossario).

Gli investitori sono soggetti che possiedono ingenti capitali da investire in *hedge funds* ed una notevole conoscenza in ambito finanziario che li rende consapevoli dei rischi connessi all'investimento in questo strumento finanziario.

Rispetto al modello organizzativo sopra delineato, il modello adottato dagli *hedge funds* italiani si discosta parzialmente: accanto al *Prime Broker* (non sempre presente e generalmente straniero, visto la quasi presenza nulla sul territorio italiano), all'*Auditor* e agli investitori, si rivela la presenza di una SGR come gestore (nella maggior parte dei casi è una SGR, ma ciò non toglie che possa essere un GEFIA o ogni altro soggetto autorizzato dall'art. 32-quarter del TUF), della Banca Depositaria e dell'*Advisor*.

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

La SGR, come la *Management Company*, assume le decisioni relative ai processi di investimento e stabilisce le strategie di investimento e il loro grado di rischio. Inoltre svolge le funzioni amministrative del fondo, quali la tenuta del *back office* e la registrazione della contabilità del fondo, la gestione delle sottoscrizioni e dei riscatti. In alternativa le funzioni strettamente amministrative possono essere esternalizzate, ma il pagamento di tale servizio grava sulla SGR e non sul fondo stesso, come accade per i fondi esteri. Alla società di gestione spetta anche il compito di calcolare il NAV del fondo e ne mantiene la responsabilità anche nel caso in cui decida di esternalizzare tale servizio.

L'incarico previsto per la *Banca Depositaria* può essere assunto da banche autorizzate in Italia, succursali italiane di banche comunitarie, SIM e succursali italiane di imprese di investimento⁸⁰ e inoltre è consentito anche al *Prime Broker* nel rispetto di determinate regole⁸¹. E' previsto un unico soggetto depositario per ciascun OICR (art. 47 TUF) e i suoi compiti riguardano principalmente il controllo del deposito di strumenti finanziari e, eventualmente, di somme di denaro del fondo.

⁸⁰ F. ANNUNZIATA, "La gestione collettiva del risparmio e i fondi comuni d'investimento", in "Manuale di diritto bancario e finanziario" a cura di F. CAPRIGLIONE, Wolters Kluwer, 2015.

⁸¹ E. GUFFANTI, "La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni", in "Le Società", Ottobre 2011.

Inoltre ha il compito di controllare la procedura di valorizzazione della quota degli *hedge fund*, di verificare la coerenza degli investitori del fondo con il regolamento dello stesso, di regolare le operazioni con le controparti e di occuparsi della gestione amministrativa dei certificati.

Su incarico della SGR, può provvedere anche al calcolo del valore delle quote.

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

2.1.3. Il Risk Management

Ciascun fondo si caratterizza in rapporto alla strategia perseguita che s'identifica con la filosofia e la capacità del suo gestore; questi due elementi sono legati da filo doppio: le prestazioni del fondo dipendono dall'abilità e dalle intuizioni del manager sono funzioni dei risultati conseguiti.

Uno dei principali elementi che il gestore deve saper definire nell'ottica di ottime prestazioni è il rapporto rischio/rendimento.

Il ruolo del *Risk Management*, ossia la gestione del rischio, è estremamente importante nel successo di un *hedge fund* in quanto i rischi relativi alle varie strategie adottate sono più complessi rispetto a quanto accade per gli investimenti tradizionali.

Il rischio legato a un *hedge fund* è diverso a seconda che si tratti del gestore o del sottoscrittore. In quest'ultimo caso, il rischio è legato alla tipologia del fondo scelto.

Tra i rischi che si possono citare troviamo:

- *Rischio di mercato*: è il rischio legato all'andamento delle variabili che influenzano i mercati finanziari e vengono accentuati dalla leva finanziaria;
- *Rischio di credito*: si manifesta con le controparti di transazioni finanziarie che possono rivelarsi insolventi oppure può provocare la perdita di valore di un titolo a causa del declassamento del merito di credito di un emittente;
- *Rischio di liquidità*: si manifesta invece sotto diversi aspetti, in primo luogo il riferimento è alla liquidità degli strumenti finanziari in cui investe, in secondo

luogo tale rischio si manifesta quando l'*hedge fund* deve uscire da una posizione ma, a causa della sua scarsa liquidità, può farlo solo a un prezzo inferiore a quello desiderabile.

Alcuni *hedge fund* in realtà non si proteggono dai rischi, per esempio sfruttando strategie “*global macro*”⁸², i fondi speculano su mutamenti nelle politiche economiche delle nazioni che influenzano i tassi d'interesse, che a loro volta influenzano gli strumenti finanziari, utilizzando un'alta leva finanziaria.

In questo modo i ritorni possono essere molto elevati, ma allo stesso modo le perdite. Tuttavia, la maggior parte degli *hedge funds* cerca di proteggersi in un modo o nell'altro nei confronti del rischio, basandosi su un utile stabile e continuo anziché su temporanei ed immensi.

Strategie che si basano su un avvenimento, per esempio le “*event driven*” che prevedono di investire in situazioni speciali o difficili riducono il rischio non essendo relazionate al mercato. Acquistano titoli a interesse o *trade claims*, di aziende in riorganizzazione, in fallimento o in altre forme di ristrutturazione, contando più su avvenimenti specifici di una società che su casuali macro trends per influenzare il loro investimento.

Tutto il settore degli *hedge funds* ha navigato in maniera tranquilla durante il periodo delle grandi turbolenze, con la sola eccezione del “Paulson & Co”, e dell’“Advantage Plus” di John Paulson, i quali hanno commesso l'errore di puntare sulla ripresa delle banche americane, che invece non è avvenuta.

Gli *hedge funds* presentano sostanzialmente una scarsa correlazione rispetto alle classi tradizionali d'investimento, come ad esempio azioni e obbligazioni. Per questo si prestano bene alla diversificazione del portafoglio. Inoltre offrono due altri vantaggi: da una parte, in tempi di relativa discontinuità e instabilità dei mercati, possono contribuire alla conservazione del capitale; dall'altra, in fasi di trend a più lungo termine e con una chiara direzione di mercato, gli *hedge funds* consentono di partecipare alla loro performance positiva. Come per tutti i fondi di investimento in generale, anche per gli *hedge funds*, vale il fatto che esistono gestori più bravi e

⁸² Si v. Cap. 3

gestori meno bravi, gestori più volatili e meno volatili. La valutazione su quali gestori puntare deve quindi essere fatta in base al profilo di rischio dell'investitore e tenendo presente il *trade-off* rischio/rendimento.

Inoltre le varie strategie *hedge* performano in maniera differente in diversi scenari di crescita economica, di tassi d'interesse e di mercati azionari, elementi di cui è necessario tenere conto prima di ogni decisione di investimento. Alternativamente la scelta può essere fatta da gestori di fondi di fondi, che compongono un portafoglio di fondi *hedge* diversificato in modo da garantire rendimenti assoluti in tutti o quasi gli scenari di mercato.

2.2. Forme gestionali alternative: fondi *off-shore* e fondi di *hedge funds*

Nel tempo i gestori di *hedge funds* hanno sviluppato, in alternativa al fondo con singola strategia, diverse modalità gestionali-organizzative per offrire i propri servizi d'investimento; fra queste spiccano i conti separati, i fondi *off-shore* e i fondi di *hedge funds*, denominati anche multi-manager.

2.2.1. Fondi *off-shore*

I Fondi *off-shore*⁸³, domiciliati nei paradisi fiscali⁸⁴, sono generalmente costituiti nella forma giuridica di società per azioni in quanto godono della possibilità di sfruttare i vantaggi organizzativi, tipici di tale struttura, senza sottostare alle più onerose imposizioni fiscali e ai vincoli d'investimento.

Gli investitori assumono la veste di soci e ricevono i dividendi distribuiti dalla società. La forma giuridica della società per azioni consente la liquidazione delle quote e l'acquisto delle stesse con maggior liquidità per gli investitori. Il fondo *off-*

⁸³ I fondi *off-shore* possono essere distinti in due categorie: quelli facenti capo a importanti istituzioni (banche, società finanziarie, assicurazioni) e quelli gestiti da privati (*money managers*).

I primi presentano caratteristiche che li rendono simili ai fondi comuni e utilizzano strumenti finanziari tradizionali, i secondi rispecchiano gli aspetti tipici degli *hedge funds*.

⁸⁴ Le aree geografiche che ospitano i paradisi fiscali sono tre: le isole caraibiche (Bermuda, Cayman, Vergini Britanniche e Bahamas), alcuni Stati europei (Lussemburgo, Gibilterra, Liechtenstein) e alcune zone orientali (Mauritius).

shore può nascere ad opera di un gestore che decide di orientare la propria attività verso investitori non residenti nel territorio del gestore oppure come alternativa ai vincoli posti dall'autorità nazionale.

Per esempio un gestore intestatario di un *hedge fund* negli USA, il cui fondo abbia già raggiunto i limiti numerici di investitori previsti dalla forma di *limited partnership*⁸⁵, non può costituire un nuovo *hedge fund*. La legislazione americana, infatti, prevede che più fondi gestiti da un unico soggetto vengano considerati come un unico fondo e quindi passibili di registrazione presso la SEC con le limitazioni che ne seguono. La soluzione è rappresentata dalla costituzione di un fondo con sede legale in un territorio *off-shore*. Un altro vantaggio offerto dall'allocazione del fondo in un centro *off-shore* è dato dalla normativa fiscale nettamente più favorevole, che consente di pagare meno imposte sui profitti a condizione che i guadagni percepiti rimangano nel paese in cui il fondo ha sede legale. Secondo la legislazione, i profitti generati dal fondo *off-shore* sono esenti dalla tassazione se il fondo medesimo svolge la maggior parte delle sue attività organizzative nel paese estero in cui è domiciliato. Questo comporta una struttura più articolata, rispetto ad un *hedge fund* domestico, con un organo coordinatore che svolge le funzioni di gestione centralizzata, situato nel paese estero, e un sistema decentrato di *managers*, ciascuno responsabile del mercato che presiede. Rispetto ad un *hedge fund* domestico, il fondo *off-shore* comporta maggiori spese gestionali ma, nello stesso tempo gode di una più ampia possibilità di raccolta e una conseguente soglia minima di investimento inferiore, in quanto non è soggetto a limitazioni nel numero di investitori.⁸⁶

⁸⁵ *Limited partnership* è un istituto del diritto anglosassone per molti aspetti assimilabile alla società in accomandita semplice. Il socio accomandante (cosiddetto "*Limited Partner*") riceve il beneficio della limitazione - alla sua quota di capitale apportata al momento della costituzione della Partnership - della responsabilità dal rischio imprenditoriale. In cambio di tale vantaggio, il "*limited partner*" rinuncia al potere di gestione dell'attività di ordinaria amministrazione della società. Per contro, la figura del socio accomandatario (cosiddetto "*General Partner*") riveste tutti i poteri di ordinaria amministrazione degli affari sociali e risponde verso terzi per i debiti sociali con l'intero patrimonio personale. Ove non esistano soci accomandanti, la società sarà una *General Partnership* o società in nome collettivo, e tutti soci risponderanno con il proprio patrimonio individuale.

⁸⁶ A. DENEULT, "Offshore. Paradisi fiscali e sovranità criminale", 2015.

Per questi motivi, anche se la gran parte degli *hedge fund* è gestita da Londra e New York, circa il 75% del totale globale di questi, è virtualmente e fiscalmente domiciliato nelle isole Cayman, “paradiso fiscale” per eccellenza⁸⁷.

2.2.2. Fondi di *Hedge Funds*

La scelta, praticamente obbligata, della struttura *fund of funds* si individua come una delle caratteristiche comuni ai prodotti *hedge* italiani, insieme al frequente coinvolgimento di operatori stranieri, come consulenti, apportatori di consolidata esperienza nel settore. La struttura del fondo di fondi è generalmente l'unica percorribile per gli *hedge*, in quanto in Italia è totalmente assente la figura indispensabile del “*Prime Broker*” (in merito a questo problema c'è chi sostiene che sia possibile costituire un *hedge fund* a strategia singola di diritto italiano appoggiandosi ad un prime broker straniero)⁸⁸. Ciò è anche logico, in considerazione del fatto che l'industria italiana dell'*hedge* è relativamente giovane e probabilmente non possiede ancora all'interno il *know how* necessario alla costituzione di fondi puri che possano entrare in concorrenza diretta con case ben più radicate nel settore⁸⁹.

I *fund of funds* sono fondi caratterizzati dal fatto che il loro portafoglio non sia composto da titoli e derivati, ma da quote di altri fondi, in questo caso *hedge*. Introdotti in Italia dal Decreto 228/1999, era previsto un limite del 20% di investimento in quote di uno stesso OICR e del 10% in caso di OICR non armonizzati (alternativi). Il compito del gestore è di scegliere e allocare il patrimonio a disposizione, in quote di *hedge fund* gestiti da altri gestori. Ovviamente in questi fondi, il fattore caratterizzante è determinato proprio dalla scelta della composizione del portafoglio: il fondo di fondi migliore è quello che riesce a selezionare i migliori fondi *hedge* degli altri gestori. Il processo di scelta comprende:

⁸⁷ M. MAGGI, “*Paradiso Cayman*”, in “L'Espresso”, disponibile all'indirizzo, <http://espresso.repubblica.it/affari/2013/03/05/news/paradiso-cayman-br-1.51400>, Marzo 2015.

⁸⁸ La tesi è di Paolo Basilico, fondatore e azionista del Gruppo Kairos, nonché uno dei primi gestori di fondi speculativi in Italia, i quattro fondi Pegaso, tramite la *joint venture* Citco Kairos

⁸⁹ G. CANDITA, “*Hedge Funds*”, Centro Studi Finanza.it, disponibile all'indirizzo http://www.centrostudifinanza.it/index.php?option=com_content&view=article&id=45&Itemid=85.

- Analisi *quantitativa*: che riguarda l'analisi delle *performance* storiche ottenute comparandole con quelle dei concorrenti, l'analisi del rischio, l'analisi della leva finanziaria utilizzata e il sistema di commissioni.
- Analisi *qualitativa*: che si occupa di studiare e valutare le strategie di investimento adottate, l'esperienza del gestore e dei suoi collaboratori, compresi i propri investimenti personali nel fondo, e la qualità delle informazioni diffuse.

Solitamente un fondo di fondi è meno rischioso di un fondo *hedge* in quanto è composto da fondi diversi non correlati fra loro. In tal modo si riduce il rischio gestore e il rischio di strategia. Difficile, infatti, che gestori diversi scelgano gli stessi fondi per la realizzazione del proprio portafoglio. Di conseguenza anche il rendimento ne risente, risulterà inferiore, se confrontato con quello realizzato dalle altre strategie degli *hedge*, ma più stabile.

“A nostro avviso, l'utilizzo degli hedge funds, sia che avvenga isolatamente, sia che venga integrato in un asset allocation più ampia, non può avvenire che attraverso fondi di fondi e cioè veicoli nei quali, oltre ad ottimizzare diversificazione, profili di rendimento-volatilità e correlazioni (o de-correlazioni), si potrà circoscrivere diluendolo il rischio intangibile che abbiamo già definito “fattore umano”. La possibilità di distribuire l'investimento su un ampio numero di strategie, di stili d'investimento e quindi di gestori, consente infatti di minimizzare l'impatto di brusche deviazioni (patologiche e non) dal rendimento atteso, deviazioni che abbiano all'origine comportamenti del gestore che non potevano essere previsti dall'analisi quali-quantitativa del rischio.”⁹⁰

Non è necessario che il fondo di fondi sia composto da un elevato numero di *hedge*, certo è, però, che un maggior numero di posizioni *hedge* riduce il rischio di concentrazione. Dunque, nella scelta del paniere di fondi *hedge* è importante l'analisi dei rendimenti, dei rischi e della correlazione tra i fondi, oltre all'affidabilità del gestore e delle strategie adottate. Il rendimento di un fondo di fondi è dato, infatti,

⁹⁰ Si v. M. MONTI – K. LEGUEL, “Gestione alternativa: gli hedge funds nei portafogli tradizionali”, in “Rivista AIAF”, 2005.

dall'agglomerazione dei risultati ottenuti dai singoli gestori nell'attuazione delle proprie strategie. La variabilità dipende dalle strategie adottate dai fondi di fondi:

- *Target return*: l'unico punto fermo è garantire un rendimento predeterminato e i fondi vengono selezionati in modo da garantire la minor volatilità possibile relativa all'obiettivo posto.
- *Maximal return approach*: in questo caso si parte da un'analisi di scenario macroeconomico per selezionare le tipologie di fondi che performano meglio in determinati contesti e quindi scegliere i singoli gestori.
- *Dedicated strategy*: investono negli hedge che perseguono una strategia prescelta focalizzata su specifici settori (TMT, finanziari, *retail* ecc.) o segmenti di mercato; quindi la diversificazione non si basa sulle strategie ma sui gestori.
- *Multistrategy*: investono in hedge che attuano strategie diverse, generando un cocktail di fondi molto aggressivi, che aumentano il rendimento, e fondi estremamente conservativi, che aiutano a ridurre la volatilità del portafoglio⁹¹.

In Italia la maggior parte dei fondi di fondi *hedge* sono stati concepiti come fondi a strategia multipla, in quanto incorporano nel loro portafoglio quote di *hedge fund* puri eterogenei tra loro. Le partecipazioni a tali fondi comporta maggiori spese confronto all'acquisto di quote di fondi tradizionali, gravano maggiori costi connessi alle doppie commissioni, quelle corrisposte ai *managers* dei singoli *hedge funds* e quelle pagate al gestore del fondo che li seleziona. Altri svantaggi sono la minore flessibilità e liquidità rispetto all'investimento in un singolo *hedge* e la maggior opacità in merito alla composizione del portafoglio. Considerando che questa limitata trasparenza è riscontrabile in ogni *hedge funds*, il *fund of funds* la esalta. Di contro però, oltre alla diversificazione del rischio, generalmente sono previsti importi d'ingresso minori, da quelli previsti dai regolamenti di *hedge fund* puri.

In definitiva, dal punto di vista operativo e finanziario, il *fund of funds* è di più semplice gestione rispetto a un *hedge* puro, che necessita di molta esperienza in

⁹¹ D.A. STRACHMAN – R.S. BOOKBINDER, “*Fund of funds investing: A roadmap to portfolio diversification*”, 2013.

ambito di strategie finanziarie, e inoltre apre una via privilegiata di accesso a opportunità di investimenti altrimenti non disponibili, in quanto gli *hedge funds* puri in genere sono restii ad accettare nuovi investitori, in quanto vicini alla *full capacity* come struttura.⁹²

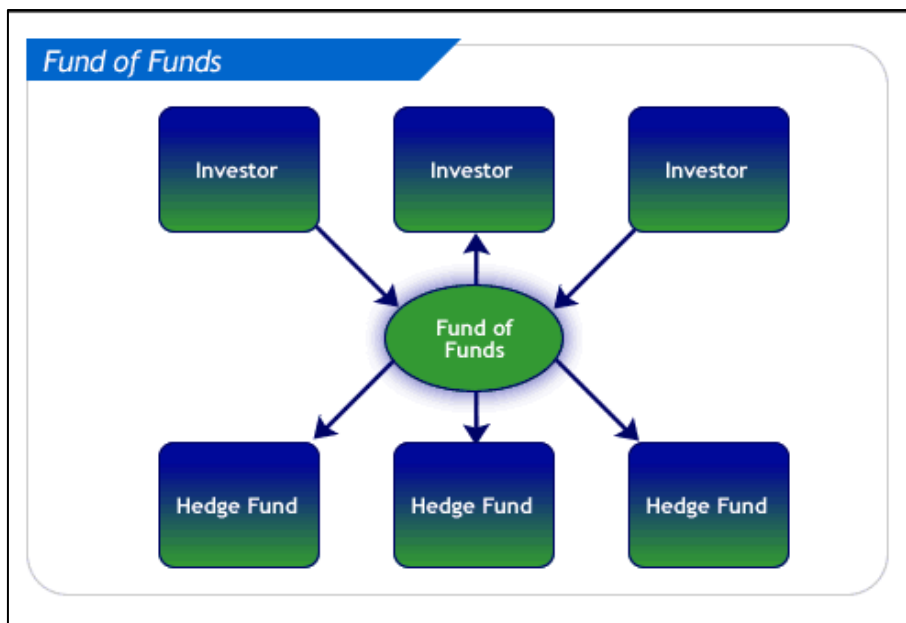


Figura 4 - Fund of funds, RND RESOURCES INC

2.3. I *Mutual Funds*: analogie e differenze

Il termine “*Mutual Funds*” è comunemente utilizzato negli Stati Uniti per designare i nostri “fondi comuni d’investimento”, nonché la forma contrattuale in cui si concretizzano gli OICR⁹³ secondo l’ordinamento italiano.

Gli *hedge funds* fanno parte di questa grande famiglia, infatti entrambe realizzano il servizio fondamentale della gestione del risparmio collettivo; al contempo però, presentano numerose differenze fra loro.

Gli *hedge fund* possono investire in ogni classe di attività disponibile sul mercato (azioni, obbligazioni, derivati), in ogni direzione del mercato (al rialzo o al ribasso), con ogni tipo di strategia, in ogni area geografica (ovvero in mercati maturi o

⁹² DE GREGORI & PARTNERS, “*Investire in hedge funds*”, 2016.

⁹³ F. ANNANUNZIATA, “*La gestione collettiva del risparmio e i fondi comuni d’investimento*”, in “*Manuale di diritto bancario e finanziario*”, a cura di F. CAPRIGLIONE, Wolters Kluwer, 2105.

emergenti senza alcun limite percentuale dell'intero patrimonio) e in differenti segmenti temporali (breve, medio, lungo termine).⁹⁴

Al fine di chiarire al meglio il funzionamento degli *hedge funds*, andremo ora ad analizzare nello specifico le differenze base che li contraddistinguono dai i cosiddetti *mutual funds*.

In primis, i *mutual funds* sono ispirati essenzialmente a strategie di “*gestione passive*”, legate al concetto di *benchmark*. Hanno lo scopo di replicare l’andamento di un indice, imitandone la sua composizione, e rendendo praticamente nulla la libertà del gestore nella fase di *asset allocation*. Gli *hedge funds* invece, come ricordato nel precedente paragrafo, sono ispirati a una gestione attiva, legata a un’idea di performance assoluta, indipendente dall’andamento dei mercati finanziari, un tipo d’approccio riservato ad un mercato di nicchia costituito da investitori “*high net worth*” e con infinita libertà nella fase di scelta degli asset del portafoglio.

“Il rendimento futuro di un fondo comune d’investimento dipende dalla direzione dei mercati in cui opera. Il fondo comune è simile ad un tappo posto sulla superficie dell’oceano, il tappo andrà su e giù a seconda delle onde. Il rendimento futuro delle strategie di molti hedge funds tende ad essere fortemente prevedibile e indipendente dalla direzione dei mercati. Esattamente come un sottomarino che viaggia secondo una linea dritta sotto la superficie dell’acqua, per nulla influenzato dalle onde”.⁹⁵

I fondi comuni prevedono una regolamentazione molto dettagliata, vi sono restrizioni per quando riguarda l’operazione della vendita allo scoperto (*short selling*) e in pratiche di investimento simili (limitazione per derivati). Gli *hedge funds* al contrario prevedono una regolamentazione e un controllo di livello inferiore.⁹⁶ E’ permessa la vendita allo scoperto (*short selling*) così come sono permesse altre strategie ideate per aumentare le performance o ridurre il rischio. Inoltre presentano un forte utilizzo della leva finanziaria, spesso elemento essenziale della loro strategia.

⁹⁴ M. C. FURIO’, “*Hedge funds*”, in “ANSA.it”, disponibile all’indirizzo https://www.ansa.it/sito/notizie/economia/finanza_personale/static/hedgefund.html.

⁹⁵ Si v. D. FRIEDLAND, Direttore della Magnum Group of Funds, in www.magnumfund.com.

⁹⁶ Si v. Cap. 1.

Altro aspetto di rilievo riguarda la particolare struttura commissionale. I *mutual funds* in genere richiedono una remunerazione proporzionale agli *asset* in gestione. I gestori di *hedge funds* sono remunerati attraverso una commissione di gestione (*Management Fee*) fissa, pari a 1%-2,5% degli *asset* l'anno, applicata su base mensile o trimestrale, ed una commissione sulle performance (*Performance Fee*⁹⁷) realizzate pari a 10%-30% dell'utile annuo o trimestrale. Le *performance fees* costituiscono la forma di incentivo rafforzata riconosciuta al gestore, evidenziandone il ruolo totalmente da protagonista nel rendimento totale del fondo.

Le varianti di tale struttura incentivante consistono principalmente in due ulteriori meccanismi di incentivo: l'*high water mark* e l'*hurdle rate*.

L'*high water mark* rappresenta una soglia di rendimento residuale al di sotto del quale il gestore non ha diritto a percepire nessuna commissione di incentivo. Il gestore quindi non riceverà alcun compenso legato all'incentivo fino al recupero delle perdite subite. Ovviamente, la ratio di tale previsione consiste nella protezione dell'investitore che in caso di rendimento basso si troverebbe a corrispondere una *performance fee* "ingiustificata". Il tasso di rendimento minimo è indicato nel regolamento del fondo e può essere legato a diverse variabili discrezionali.

L'*hurdle rate* (tasso barriera) prevede il conseguimento della *performance fee* soltanto sulla quota parte di rendimento eccedente ad un tasso predeterminato, pari ad un tasso di mercato scelto (es. LIBOR) o indicato in forma fissa. Il gestore deve realizzare il rendimento specificato prima di poter partecipare agli utili. Per tale motivo risulta una clausola più restrittiva dell'*high water mark* poiché il gestore non preleverà il compenso legato alla performance in caso di diminuzione di valore del fondo.

⁹⁷ S.A. McCRARY, "How to Create and Manage a hedge fund: a professional guide", 2012, pag.103. "Hedge funds charge a performance fee, typically 20 percent of the return. For example, if the fund experiences a 10 percent return in a month, an incentive fee of 20 percent of that amount (not divided by 12 because there are nominal, not annualized returns) is charged to the fund and indirectly to the investors. Typically, incentives fees are not refunded if the fund experiences a loss in subsequent months."

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

Figura 5 - Percentuali medie delle commissioni in Italia e nel mondo per Hedge Fund (HF) e Fund of Funds (F of F)

Ulteriore elemento peculiare degli *hedge funds* è costituito dal particolare orizzonte temporale di durata. Essendo una forma di investimento alternativa, la particolare strategia di investimento richiede tempi di realizzazione più lunghi rispetto ai canonici, necessitando, quindi, di una immobilizzazione più lunga dei capitali degli investitori. Si definisce *lock-up period*: la soglia temporale all'interno di cui, l'investitore non può richiedere il rimborso delle quote. Le quote risultano, pertanto, vincolate per un periodo che oscilla solitamente tra i 3 e i 12 mesi e che in alcuni casi può arrivare anche a 5 anni. Tale caratteristica sottolinea ancora una volta l'alto livello di rischiosità degli *hedge funds* o quanto meno la scarsa fungibilità dell'investimento che, solitamente, diviene immobilizzato per periodi più o meno lunghi. L'esistenza di tale clausola rafforza l'attività di gestione del fondo garantendo: maggiore certezza sulla disponibilità delle somme da gestire, assenza di problemi burocratici legati all'ingresso/uscita dei sottoscrittori (ed elimina la possibilità di ingresso per gli investitori con brevi orizzonti temporali), risulta coerente ad una pianificazione di medio termine, elimina il pericolo dell'eccesso di richieste di rimborso e del conseguente danno che potrebbe creare all'intera strategia di investimento.

I *mutual funds* non possono proteggere i portafogli dai mercati in declino, se non vendendo parte dei titoli in portafoglio o rimanendo liquidi. La loro caratteristica principale, infatti, è quella di detenere posizioni *long-only* sulle varie *asset class* detenute in portafoglio.⁹⁸ Al contrario gli *hedge funds* possono ottenere rendimenti positivi anche in condizioni di mercato sfavorevoli, attraverso la possibilità di vendere allo scoperto i titoli che ritengono che possano deprezzarsi maggiormente. In

⁹⁸ M. MOBIOUS, "Mutual Funds: An Introduction to the Core Concepts", 2015.

aggiunta tramite l'uso di strumenti derivati e della leva finanziaria possono anche amplificare i guadagni legati a tali strategie di "copertura".

I due tipi di fondi differiscono anche per il modo in cui sono valutati i portafogli. I *mutual funds* sono valutati su base giornaliera in base al metodo del *Net Asset Value* (NAV) ovvero il valore netto del patrimonio complessivo del fondo. Gli *hedge funds*, invece, nella maggior parte dei casi vengono valutati su base mensile.

Ulteriore differenza riguarda l'ammontare minimo per le quote di ingresso al fondo. Gli *hedge funds* prevedono elevate quote minime di sottoscrizione che li hanno resi un investimento d'élite, cui possono accedere solo determinate tipologie di persone. Le attuali normative italiane individuano, in maniera diretta, livelli minimi solo per gli investitori non professionali (500.000 euro)⁹⁹, ciò non toglie che in ogni regolamento di *hedge funds* siano previsti ammontare minimi elevati, anche per le altre categorie di investitori. Generalmente l'ammontare minimo per gli investitori professionali si aggira intorno ai 100.000 e 500.000 euro e prevede dei massimi negli Stati Uniti tra i 2 e i 10 milioni di dollari, in base alla grandezza dei fondi.

Si parla quindi, di cifre, molto differenti da quelle che abitualmente caratterizzano i tradizionali fondi comuni.

Ultimo elemento distintivo tra i due fondi è costituito dalla trasparenza nei confronti del mercato. I *mutual* hanno obblighi normativi in merito all'informativa da fornire agli investitori, che deve contenere la descrizione della strategia di gestione adottata, il dettaglio degli strumenti finanziari in cui investe il manager e della *governance* interna del fondo. Basti pensare anche alle informazioni relative al NAV, che vengono riportate giornalmente, disponibili per una vasta gamma di investitori, che garantiscono un elevato livello di liquidità. Al contrario, la trasparenza garantita dagli *hedge funds* è estremamente ridotta e carente. Strategie e tecniche di gestione sono altamente riservate, la composizione del portafoglio non viene comunicata al pubblico e un'informativa minima viene fornita solo agli investitori del fondo. Inoltre per quanto riguarda il livello di liquidità, gli *hedge funds* sono soliti imporre

⁹⁹ Si v. art. 14, comma 2, d.m. 30/2015.

un periodo minimo di immobilizzo dell'investimento (*lock-up period*), come già ricordato precedentemente, e un determinato periodo di preavviso in caso di richiesta di rimborso, che può variare a seconda del tipo di strumento finanziario.

Il valore delle quote non viene comunicato al pubblico, mentre agli investitori vengono presentate le performance ottenute con una cadenza mensile o trimestrale.

CAPITOLO III

STRATEGIE DI INVESTIMENTO

3.1. Il processo di investimento in un *Hedge Fund*

Il portafoglio di un fondo *hedge* è il risultato di un processo di investimento dinamico e continuo basato su una serie di operazioni distinte: attività di selezione, *due diligence*, analisi dei rendimenti, analisi dei rischi e delle strategie.

Il processo di investimento, sebbene sia rivolto principalmente a investitori che desiderano costruire un portafoglio a gestione multipla, può essere applicato alla selezione di un unico gestore o di un solo *hedge fund*, si suddivide in tre fasi:

1. La prima consiste nella “pianificazione dell’investimento”. L’investitore deve definire gli obiettivi che intende raggiungere in relazione alla costruzione del proprio portafoglio finanziario. Gli obiettivi contemplano il rendimento atteso, così come il grado di rischio, il livello di *leverage* utilizzato, il tasso di volatilità, la perdita massima riscontrabile, la liquidità e la trasparenza del fondo. Affinché gli obiettivi risultino funzionali alla scelta dell’investimento, è necessario attribuire loro alcuni parametri, ovvero fissare norme, linee guida, vincoli e requisiti che stabiliscono il modo in cui viene costruito e gestito un portafoglio. I parametri possono essere fissati dagli investitori o dagli stessi organi normativi;
2. La seconda fase consiste nella “ricerca e selezione della struttura e delle strategie” più appropriate a soddisfare gli obiettivi e i parametri stabiliti nella fase precedente. In merito alla struttura occorre fare alcune considerazioni. In particolare, se l’investitore non possiede i capitali necessari a effettuare una efficiente diversificazione del portafoglio deve ricorrere a un fondo di fondi *hedge*; inoltre, se desidera mantenere il controllo diretto del capitale investito e partecipare alla scelte di investimento deve optare per un conto a gestione separata; se, infine, il controllo e la partecipazione non sono prioritari nelle sue scelte può investire in un fondo *hedge* puro. Per ciò che attiene alle strategie, si rileva che non tutte sono idonee al tipo di investimento che si

vuole effettuare. Se, per esempio, il rendimento che si sta ricercando risulta molto elevato non sarà opportuno investire in strategie *arbitrage* o *long/short equity* (poiché le stesse notoriamente offrono profitti mediamente inferiori, anche se costanti nel tempo), ma sarà, invece, necessario orientarsi verso strategie di tipo *global macro* che, tuttavia, si caratterizzano per una volatilità dei risultati molto elevata:

3. L'ultima fase concerne la "scelta del gestore" e, quindi, del fondo in cui investire. L'investitore effettua delle ricerche sui singoli fondi *hedge* e seleziona quelli che meglio rispecchiano i parametri e gli obiettivi stabiliti in precedenza. Per fare ciò si effettuano due tipologie di analisi, le medesime che abbiamo visto nel caso dei *funds of funds* quando devono individuare i fondi *hedge* in cui investire, l'analisi quantitativa e l'analisi qualitativa.

Il processo di investimento non termina con la scelta del fondo, ma prevede il costante e continuo monitoraggio delle attività attuate dai gestori per assicurare la conformità degli stili di gestione e delle strategie adottate agli obiettivi prefissati.¹⁰⁰

3.2. Una complessa classificazione

Contrariamente a quanto sarebbe naturale pensare, le strategie generalmente impiegate dagli *hedge funds* non sono né nuove, né monopolio di tali gestori. La maggior parte di queste, infatti, sono adottate da imprese e banche d'investimento di *Wall Street*, da alcuni decenni.

"Ciò che è nuovo è che quando i grandi e diversificati investitori impiegano strategie alternative che procurano una perdita, questa è facilmente coperta dai guadagni provenienti da altre aree di business. Per un singolo hedge fund, invece, la mancanza di diversificazione intensifica il rischio".¹⁰¹

¹⁰⁰ F. PILUSO, "Fondi hedge attivisti nel contesto dello shadow banking: minaccia o opportunità?", pag. 50-52, 2015.

¹⁰¹ Si v. T. SCHNEEWEIS, "Dealing with myths of hedge fund investment", in "The Journal of Alternative Investments", 2002.

Indipendentemente dall'originalità o dall'esclusività delle strategie in questione, l'obiettivo della maggior parte dei gestori è quello di rimarcare la propria unicità, intesa come capacità di interpretare i mercati o come abilità nel realizzare una strategia e condizionarne il profilo rischio/rendimento. Per questo motivo la descrizione delle singole modalità d'investimento comporta non poche difficoltà.

Non si tratta solo di illustrare una sequenza di operazioni la cui natura costituisce patrimonio del gestore, ma anche di agglomerare un insieme di strategie che, pur presentando caratteristiche comuni, nella loro attuazione sono estremamente personalizzate e perciò difficilmente inquadrabili.

Gli *hedge funds* sfruttano un'ampia varietà di stili di investimento e rappresentano una realtà variegata. Le strategie impiegate mostrano un livello di differenziazione decisamente superiore a qualsiasi altra forma di investimento, proprio a causa della loro eterogeneità.

Esistono dunque evidenti problemi quando si cerca di effettuare una classificazione delle diverse strategie perseguite dai gestori di fondi *hedge* che sia condivisa e onnicomprensiva. Le tecniche di investimento sono infatti potenzialmente infinite, poiché sono innumerevoli e in continua evoluzione le strategie intraprese dai *fund managers* e le loro combinazioni: ogni classificazione dei fondi *hedge* deve tener conto della presenza di fondi con natura ibrida, cioè che implementano comportamenti appartenenti a diversi stili di investimento.

3.3. La ricerca di un risultato assoluto

Come si è precedentemente enunciato, ciò che contraddistingue gli *hedge funds* e che accomuna le sue strategie, è la ricerca di un risultato assoluto, determinato dalla bravura con cui il gestore realizza la strategia prescelta. In altri termini, si aspettano di conseguire le performance migliori, indipendentemente dalle condizioni di mercato.

Per raggiungere il rendimento assoluto i gestori di *hedge funds* contano su due punti di forza: la notevole flessibilità con cui spaziano fra varie classi d'investimento e l'impiego di strategie dinamiche, che frequentemente comportano l'uso della vendita

allo scoperto, della leva finanziaria e degli strumenti derivati. Secondo l'opinione di alcuni studiosi, i fattori che spiegano la differenza fra rendimento relativo, tipico dei fondi comuni, e rendimento assoluto sono proprio le strategie di *trading* e il grado di utilizzo del *leverage* nell'ambito delle stesse¹⁰².

L'ampia varietà di strategie adottate dagli *hedge funds* deriva sostanzialmente da due diversi atteggiamenti che il gestore può assumere nella ricerca delle possibili distorsioni fra i prezzi del mercato finanziario.

Il primo approccio, cosiddetto *Directional* (o *Market Timing*), consiste in un continuo investimento e disinvestimento, in seguito alla previsione formulate circa i movimenti di prezzo che avrà il mercato o un particolare strumento finanziario.

Al contrario, il secondo atteggiamento, detto *Non – Directional*, non formula previsioni sull'andamento del mercato o del singolo strumento, ma si concentra sul individuare anomalie di *pricing* fra i titoli.

Entrambi gli stili d'investimento possono conseguire un rendimento assoluto non correlato al mercato. Se nel secondo caso questo è chiaro, nel primo (*Directional*) si consegue un risultato non correlato al mercato nel lungo termine, ma che può essere significativamente correlato ai movimenti di mercato nel breve periodo e soprattutto in condizioni di mercato esterne. All'interno di questi due approcci emergono altri stili d'investimento ben caratterizzati, che si suddividono ulteriormente in sub-strategie¹⁰³.

Secondo altri studiosi, invece, gli *hedge funds* si suddividono in due categorie: quelli "veri" e quelli "apparenti". L'elemento distintivo riguarda la modalità con cui la strategia è impiegata: i "veri" alterano la relazione esistente fra rendimento e rischio, isolando i risultati conseguiti dall'andamento del mercato di riferimento, attraverso le tecniche di copertura. Gli altri, invece, pur adottando la medesima struttura dei primi, non possono essere considerati autentici *hedge funds* perché limitano o escludono l'impiego di *hedging*.

Oltre a tali categorie, diversi gestori utilizzano strategie d'investimento ibride, caratterizzate da una combinazione di tecniche appartenenti a classi d'investimento diverse, generando così stili "personalizzati".

¹⁰² W. FUNG – D.A. HSIEH, "The Risk in Hedge Fund Strategies: Theory and Evidence from Trend Followers", Giugno 2015.

¹⁰³ T. CALDWELL, "Unified hedge fund classification", in www.ltk-mt-cap.com.

Secondo le statistiche che riportano le quote di mercato detenute dalle maggiori strategie di *hedge funds*, risulta evidente come il peso delle strategie varia col mutare delle opportunità offerte dal mercato e in relazione al cambiamento della composizione degli investitori. Una strategia che consegue elevati rendimenti tende ad alimentare l'aumento dimensionale e numerico degli *hedge funds* che la perseguono, sia attraverso l'incremento del patrimonio, a seguito degli utili conseguiti e ai conferimenti di nuovi soci, sia attraverso la maggior attrattiva che esercita su potenziali nuovi gestori. Viceversa, una strategia che non raggiunge più le buone performance del passato, subisce un graduale abbandono o, in alternativa, una sorte di trasformazione.

Fatta questa doverosa premessa, si propone la classificazione che tiene conto della correlazione con il mercato in cui opera il fondo *hedge*.

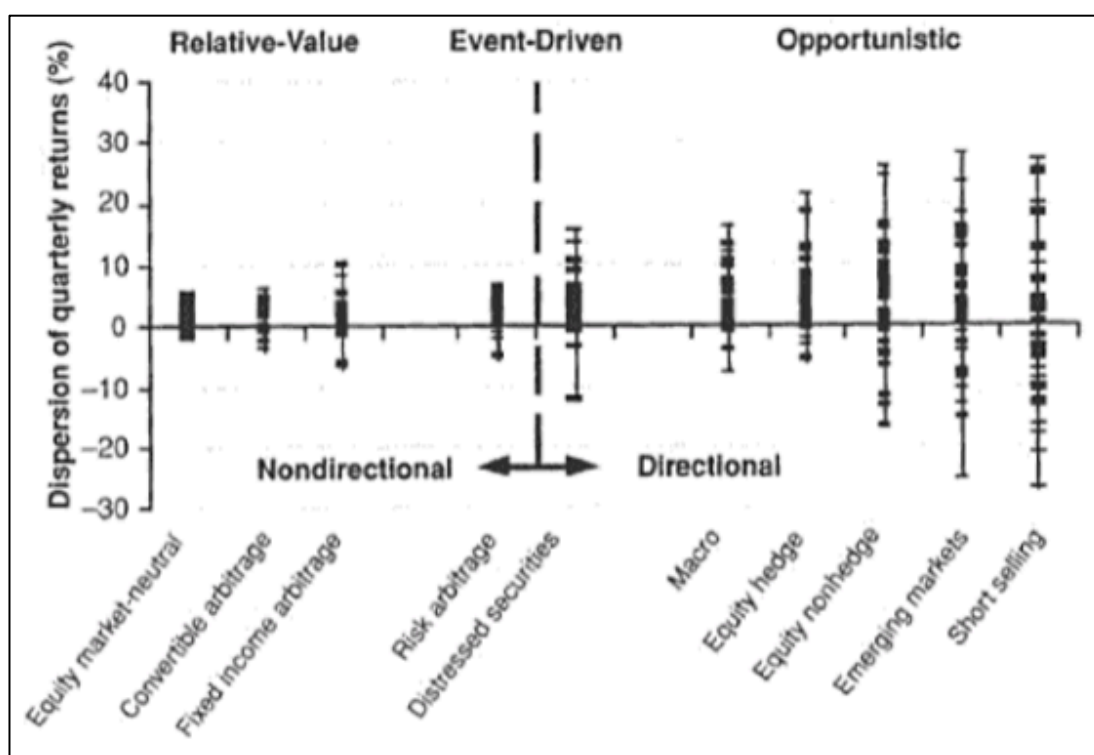


Figura 6 - Classificazione delle strategie d'investimento (Si v. R. BERTELLI – E. LINGUANTI, “Analisi finanziaria e gestione di portafoglio. Valutazione del rischio, tecniche di asset allocation, relative e absolute return, strumenti di analisi”, 2015)

3.4. Strategie Non Direzionali

Le strategie *Non Direzionali*, come già anticipato, non hanno la necessità di formulare previsioni sull'andamento dei mercati o sui singoli strumenti finanziari, piuttosto tentano di trarre profitto sfruttando un'ampia e variegata serie di opportunità, derivanti da temporanee anomalie strutturali dei mercati o da sfasamenti di *pricing* di strumenti correlati. In questo caso ci si pone, simultaneamente, in posizione lunga e corta su titoli legati da una certa relazione, per approfittare della momentanea differenza di prezzo, eliminando, nel contempo, il rischio sistematico di mercato¹⁰⁴. Rientrano in questo stile di investimento le seguenti categorie:

- *Market neutral o relative value*;
- *Event driven*.

3.4.1. *Market neutral o relative value*

I gestori di *hedge funds* che appartengono a questa classe non cercano di trarre vantaggio dall'andamento crescente o decrescente del mercato. Al contrario, l'obiettivo di questa strategia è creare un portafoglio neutro rispetto ai movimenti del mercato, attraverso la selezione di titoli che presentano anomalie nei prezzi. In senso ampio, la strategia *market neutral* comporta, per ogni unità di capitale, l'assunzione di una posizione lunga in una determinata attività e una posizione, di valore uguale, in un'attività correlata alla precedente¹⁰⁵. Nel contesto del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)¹⁰⁶, può essere tradotta come il tentativo di ottenere un beta o una

¹⁰⁴ W. FUNG – D.A. HSIEH, “A premier on hedge funds”, working paper. “The ND approach has evolved over the last decades and is still in its growth stage as more complex securities are issued and markets become more global”.

¹⁰⁵ L.H. PEDERSEN, “Efficiently Inefficient: How Smart Money Invests and Market Prices are determined”, 2015.

¹⁰⁶ A. DAMODARAN – O. ROGGI, “Finanza aziendale. Applicazioni per il management”, Apogeo, 2015. “Il CAPM (Capital Asset Pricing Model) è un modello matematico della teoria di portafoglio (H. Markowitz) pubblicato da William Sharpe nel 1964, che determina il prezzo di un titolo calcolato sulla relazione tra il rendimento atteso dello stesso e la sua rischiosità, misurata tramite un unico fattore di rischio, detto beta”.

*duration*¹⁰⁷ uguale a zero (a seconda che il portafoglio sia composto rispettivamente da azioni o obbligazioni), eliminando così il rischio sistematico. Tra le caratteristiche principali di questa tecnica, oltre alla neutralità verso il rischio di mercato, assumono una rilevante importanza il ricorso al *leverage*, grazie al quale è possibile amplificare la redditività dei portafogli (si pensi che gli scarti dei prezzi dei titoli causati dalle inefficienze dei mercati sono molto limitati e necessitano, dunque, di cospicui investimenti per ottenere profitti ragionevoli), e la maggior flessibilità di cui gode un portafoglio del genere, conseguenza della possibilità di vendere allo scoperto i titoli ritenuti sopravvalutati. Tra le diverse subcategorie appartenenti a questa macro-classe, di seguito verranno analizzate:

- *Convertible arbitrage*;
- *Fixed income arbitrage*;
- *Equity market neutral*.

3.4.1.1. *Convertible arbitrage*

La strategia del *convertible arbitrage* consiste nell'acquisto di obbligazioni convertibili e nella contestuale vendita allo scoperto di un determinato numero di azioni sottostanti, in modo tale da coprirsi dall'esposizione al mercato. In questo modo gli *hedge funds* cercano di trarre vantaggio dalla relazione esistente tra i prezzi dei due strumenti finanziari¹⁰⁸. Le obbligazioni convertibili sono titoli composti da un'obbligazione con cedola (fissa o variabile, a seconda della tipologia del tasso di interesse previsto contrattualmente) e un'opzione di acquisto delle azioni della stessa società emittente (procedimento diretto) o di una terza società (procedimento indiretto); il possessore del titolo ha la facoltà (e non l'obbligo) di convertire tale

¹⁰⁷ La *duration* è la durata finanziaria di un titolo, ovvero la sua vita residua, ponderata con il flusso di cedole che il titolo pagherà in futuro. La *duration* di un portafoglio è pari alla media ponderata delle *duration* dei singoli titoli che lo compongono. La *duration* può essere utilizzata come un primo indicatore del rischio di un investimento in obbligazioni: a valori più elevati corrisponde, infatti, una maggiore esposizione dei titoli a variazioni dei tassi di mercato.

¹⁰⁸ D.P. STOWELL, "Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity", pag. 508, 2017.

obbligazione in un numero predeterminato di azioni attraverso l'esercizio dell'opzione. Egli, inoltre, percepisce un interesse periodico e, nell'ipotesi di non conversione, ha diritto al rimborso del capitale a scadenza; al contrario, se converte acquisisce i diritti tipici dell'azione che ottiene. Questa tecnica fa un notevole uso di modelli complicati e formule statistiche che cercano di misurare il valore teorico del titolo convertibile, stabilendo se sia correttamente valutato dal mercato. In generale il gestore, dopo aver analizzato le obbligazioni convertibili emesse da un gran numero di società, individua quelle sottovalutate che presentano discrepanze di prezzo rispetto al titolo sottostante e che catturano il più possibile l'*upside potential* (cioè la volatilità positiva dell'azione) e, allo stesso tempo, minimizzano l'impatto del *downside risk* del titolo stesso sul convertibile. I profitti vengono conseguiti nel caso si assista ad un ribasso del mercato azionario, calcolabile come prodotto tra la diminuzione del prezzo e il numero di titoli venduti.

I principali rischi legati a questa strategia sono:

- Rischi dipendenti dalle condizioni di mercato: includono, le variazioni dei tassi d'interesse, che i *fund managers* riducono attraverso l'utilizzo di obbligazioni a breve scadenza (meno sensibili alle variazioni di tasso) o ricorrendo alle opzioni; rischio di liquidità, considerando che il mercato delle convertibili gode di minore liquidità rispetto a quello azionario; volatilità del mercato azionario;
- Rischi legati alla società emittente: cioè il rischio connesso all'attività svolta dall'impresa che si sta considerando. Gli eventi più importanti che possono coinvolgere la società e che provocano un'oscillazione dei prezzi azionari sono le acquisizioni e le ricapitalizzazioni.

In ultima analisi, tenendo fede alla natura neutrale della strategia, gli specialisti del fondo così concepito, cercano di investire in obbligazioni convertibili i cui prezzi possano scendere meno rapidamente del titolo azionario sottostante, in un mercato in fase di ribasso, e che riflettano il prezzo d'azione in modo più preciso in un mercato in rialzo¹⁰⁹.

¹⁰⁹ S. SATCHELL, "Derivatives and Hedge Funds", 2016.

3.4.1.2. Fixed income arbitrage

La strategia *fixed income arbitrage* prevede l'assunzione da parte del gestore di posizioni lunghe e corte per uno stesso ammontare in titoli simili del reddito fisso (quali buoni del Tesoro, obbligazioni societarie, titoli garantiti, debito dei paesi di mercati emergenti), i cui valori sono storicamente o statisticamente correlati, ma che presentano temporanei sfasamenti di prezzo. L'obiettivo è neutralizzare le fluttuazioni dei tassi d'interesse attraverso l'acquisto dei titoli per i quali è previsto un livello dei prezzi superiore a quello di mercato e la vendita allo scoperto di titoli per i quali si prevede invece una riduzione di valore; quindi individuare titoli che reagiscono in modo simile alle fluttuazioni dei tassi ma che presentano disparità di prezzo tra di loro¹¹⁰. Per contenere il rischio si cerca di costruire portafogli che minimizzino o azzerino la *duration* complessiva delle due posizioni (*long/short*). Per individuare le discrepanze tra prezzi i gestori, oltre ad analizzare i flussi di cassa, i *rating* creditizi, le curve di rendimento e di volatilità, ipotizzano vari scenari e le loro probabilità di accadimento (ad esempio diverse configurazioni dei tassi o possibili crisi finanziarie internazionali). La necessità di ricorrere alla vendita allo scoperto limita l'operatività degli arbitraggisti ai mercati molto liquidi i cui titoli sono facilmente reperibili. Allo stesso tempo, tali mercati sono spesso anche i più efficienti e quelli in cui gli sfasamenti di prezzi sono di pochi punti base. Per questo motivo i gestori devono identificare discrepanze minime (*spread* di 3-20 punti base) e ricorrere in larga misura alla leva finanziaria per raggiungere *performance* accettabili. L'utilizzo del *leverage* deve, però, essere valutato in modo opportuno poiché si traduce inevitabilmente in un aumento dell'esposizione al rischio non diversificabile.

3.4.1.1. Equity market neutral

I gestori che implementano la strategia dell'*equity market neutral*, variante della più nota strategia *long/short equity*, costruiscono portafogli acquistando titoli per i quali

¹¹⁰ H.K. BAKER – G. FILBECK, “*Hedge Funds: Structure, Strategies and Performance*”, 2014.

prevedono *performance* superiori a quelle di mercato e vendendo allo scoperto le attività per le quali si formulano previsioni di ribasso. L'obiettivo è sempre quello, neutralizzare il rischio sistematico, operando in modo tale che la media ponderata dei beta dei singoli titoli in posizione lunga (beta *long*) sia prossima alla media ponderata dei beta dei titoli in posizione corta (beta *short*)¹¹¹. Il portafoglio in questione avrà dunque un beta basso o nullo e i rendimenti non saranno correlati con l'andamento del mercato. Per il gestore non è semplice perseguire questo fine poiché anche solo una minima variazione nel prezzo di un titolo presente in portafoglio ne modifica i pesi e, di conseguenza, il valore del beta. Per questo motivo il *fund manager* deve continuamente monitorare l'andamento dei prezzi e ribilanciare il portafoglio per mantenere il beta prossimo a zero.

Tale strategia richiede, oltre all'analisi di elaborati modelli statistici, una spiccata capacità del gestore nel selezionare i titoli (*stock picking*) e nell'individuare il momento migliore per effettuare le operazioni di compravendita sul mercato (*market timing*). Solitamente i fondi *equity market neutral* prendono in considerazione solo titoli emessi da grandi aziende, più liquide e quotate, mentre si evitano quelle illiquide che non sono facilmente reperibili a prestito e per le quali non risulta conveniente la vendita allo scoperto.

La strategia *equity market neutral* si può realizzare in ambito settoriale, individuando nell'ambito dello stesso comparto azioni con aspettative di rendimento opposte e con identici profili di rischio, o costruendo posizioni *long* e *short* in modo che siano speculari rispetto a specifici fattori di rischio (ad esempio, titoli ciclici e anticiclici).

3.4.2. Event driven

Le strategie *event driven* cercano di trarre vantaggio dalle opportunità che si verificano durante il ciclo di vita dell'impresa o che si presentano in seguito ad eventi societari straordinari e rilevanti (come ad esempio fallimenti, ristrutturazioni finanziarie, fusioni, scorpori). L'opportunità di investimento è legata all'incertezza

¹¹¹ R. BERTELLI – E. LINGUANTI, “Analisi finanziaria e gestione di portafoglio. Valutazione del rischio, tecniche di asset allocation, relative e absolute return, strumenti di analisi”, 2015.

circa l'esito dell'evento mentre la redditività del medesimo dipende dalla corretta capacità di previsione. La caratteristica peculiare che distingue questa macro-classe rispetto alla precedente è che il portafoglio è costituito per lo più da posizioni lunghe, ossia l'esposizione netta al mercato è positiva: in questo caso particolare è possibile ottenere dei profitti in caso di rialzo del mercato, anche se comunque non sono del tutto assenti strumenti di copertura. La chiave del successo di questa strategia è rappresentata dalla gestione del *deal risk*, vale a dire il rischio che un'operazione annunciata dall'impresa target possa poi non essere conclusa. La strategia seguita dagli investitori, che iniziano ad operare solo dopo che l'annuncio di un fatto straordinario legato alla società è stato fatto, punta alla ricerca di:

- Un evento catalizzatore a breve termine, che modifichi la percezione che il mercato nutre nei confronti dell'impresa in questione;
- Una disparità tra il valore corrente di mercato rispetto al valore intrinseco del titolo in esame (valore previsto dagli operatori ad evento completo);
- Una stima del tempo necessario per far sì che l'evento catalizzatore sia in grado di modificare le valutazioni di mercato.¹¹²

L'abilità del *fund manager* risiede nell'identificare e prevedere correttamente l'esito dell'evento attraverso contatti personali con esponenti del settore, opinioni legali e bancarie, competenza nei vari ambiti d'intervento.

Se tale valutazione conduce ad un profilo di rischio/rendimento favorevole, gli investitori acquistano i titoli della società target, ottenendo un profitto legato all'incremento di valore conseguente alla rivalutazione derivante dall'evento catalizzatore.

Per tutelarsi dal rischio di erronee previsioni, è necessario elaborare accurate diversificazioni di portafoglio. Il rischio specifico è controllato attraverso l'imposizione di massimali per ogni singolo investimento, mentre il rischio sistematico con l'acquisto di opzioni *put* o con un prudente ricorso alla vendita allo scoperto e un'attenta gestione del *leverage*.

¹¹² M. ORIANI – B. ZANABONI, “Trattato di Private Banking e Wealth Management: il Private Banking, Volume 1”, 2016.

Tra le subcategorie che utilizzano tale strategia si distinguono quelle che operano su più eventi aziendali (dette *event driven multistrategy*) da quelle che si specializzano in singole operazioni tra cui:

- *Merger o risk arbitrage*;
- *Distressed securities*.

3.4.2.1. Merger o risk arbitrage

La strategia *merger o risk arbitrage* focalizza la sua attenzione sulle operazioni di fusione e acquisizione. Solitamente, in queste circostanze, si verifica che il titolo della società che verrà acquistata registrerà un netto aumento, anche se potrebbe non raggiungere il prezzo offerto dall'acquirente. L'opportunità d'investimento nasce dal fatto che, solitamente, i titoli della società target sono negoziati con uno sconto rispetto al valore che raggiungeranno al completamento della fusione, dato che tutti gli eventi aziendali speciali richiedono tempo e comportano una certa alea¹¹³ Il differenziale tra il prezzo offerto e quello effettivo è detto *spread*. Nella maggior parte dei casi tale *spread* è positivo e rappresenta il compenso che il *fund manager* percepisce per il periodo che intercorre tra l'annuncio e il perfezionamento della fusione e per il rischio che si assume nel caso in cui tale fusione non vada a buon fine. Il successo della strategia dipende quindi dal completamento delle operazioni di fusione: maggiore è il rischio che una transazione fallisca, maggiore è lo *spread*.

Nello specifico, il *risk arbitrage* consiste:

- Nel solo acquisto delle azioni della società target, nel caso in cui l'offerta sia nella forma *cash deal*¹¹⁴
- Nell'acquisto delle azioni della società target e, contestualmente, nella vendita allo scoperto delle azioni della società acquirente, nel caso di una forma di offerta con scambio dei titoli (*stock for stock deal*¹¹⁵). In questo caso,

¹¹³ T.KIRCHNER, "Merger Arbitrage: How to Profit from Global Event-Driven Arbitrage", 2016.

¹¹⁴ L'offerente è disposto a pagare un determinato ammontare in denaro per ottenere il controllo della società target.

¹¹⁵ I possessori della società target ricevono azioni della società acquirente.

infatti, il gestore deve coprirsi dal rischio relativo ad una riduzione del prezzo del titolo dell'impresa acquirente.

Nel caso in cui si concluda effettivamente l'operazione, il gestore potrà lucrare di un aumento del valore delle azioni della società target, a condizione che non siano state fatte erronee previsioni. Il maggior rischio corso dai *merger arbitrage managers* è quello che la possibile fusione o acquisizione non vada in porto. Questo può essere causato dalla presenza di leggi antitrust, dall'indecisione del management o dalle reazioni negative del mercato. Per questa ragione gli operatori agiscono non sulla base di *rumors*, ma solo dopo che sono stati fatti annunci da parte delle società. Inoltre, per ridurre il rischio, è necessario evitare di assumere posizioni troppo pesanti in una particolare transazione, moderando il ricorso alla leva finanziaria e mantenendo diversificato il portafoglio.

3.4.2.2. *Distressed securities*

La strategia *distressed securities* consiste nel rivolgere l'attenzione verso le azioni e obbligazioni di società in difficoltà finanziarie (dissestate), dovute a processi di ristrutturazione, risanamento economico o vicine al fallimento. I prezzi di tali titoli sono notevolmente scontanti a causa delle forti incertezze sul recupero dell'impresa. A ciò si aggiunga che molti investitori istituzionali, come i fondi pensione, hanno obblighi normativi che impediscono loro di detenere obbligazioni al di sotto di uno specifico *rating*; essi si trovano dunque costretti a vendere tali titoli, contribuendo, tra l'altro, a ridurne le quotazioni. Anche le istituzioni bancarie spesso preferiscono cedere a terzi i propri prestiti peggiori per ottenere liquidità da reinvestire. E' proprio in questo contesto che i *fund managers* intuiscono la possibilità di trarre profitti: la strategia consiste nell'assumere posizioni lunghe sui titoli della società in dissesto finanziario, scommettendo sul buon esito dell'operazione di salvataggio. Le analisi effettuate per selezionare le società in cui investire riguardano gli eventi che spingono verso il basso i titoli: è possibile, ad esempio, che la società si sia diversificata troppo ma abbia ancora un valido *core business*; oppure può essere in crisi finanziaria a causa di problemi legali o di eventi esterni non collegati alla

solidità dell'attività principale; o ancora può avere dei problemi di *management* risolvibili mediante opportuni cambiamenti ai vertici aziendali. Inoltre risulta fondamentale valutare se il prezzo di acquisto dei titoli sia inferiore o meno al loro valore potenziale analizzando le varie tipologie di debiti finanziari ed il loro grado di priorità nei rimborsi. Tipicamente i gestori di fondi *hedge* che utilizzano questa strategia fanno un moderato ricorso al *leverage*, poiché i *distressed securities* sono già titoli con un'elevata leva implicita, in quanto negoziati con un forte sconto rispetto alla parità¹¹⁶.

Poiché la strategia genera ritorni economici basati su eventi propri della società in difficoltà, come registrazioni fallimentari, l'esito di transazioni tra creditori o l'importo dei ricavi dal disinvestimento degli attivi, i rendimenti tendono ad avere una scarsa correlazione con i mercati finanziari.

Sicuramente questa tecnica di investimento ha conosciuto una maggiore diffusione negli Stati Uniti, dove la procedura fallimentare è interpretata come il possibile prolungamento della vita della società e non come la fine di un'impresa.

3.5. Strategie Direzionali

Le strategie direzionali sono le più aggressive, in quanto cercano di generare profitti scommettendo sulla direzione assunta dai prezzi delle valute, delle azioni e dei beni sui mercati. Esse sono tipicamente caratterizzate da un maggior volatilità di portafoglio e da *performance* non del tutto svincolate all'andamento del mercato di riferimento, molto più esposte rispetto alle strategie neutrali¹¹⁷. Le strategie direzionali vengono anche dette *long/short* poiché combinano posizioni lunghe e corte su vari strumenti finanziari.

Esistono due rapporti che misurano il grado di copertura del portafoglio e che sono mantenuti costantemente sotto controllo da parte dei gestori: l'esposizione netta e il rapporto *long/short*. Il primo misura l'effettiva esposizione del portafoglio al rischio

¹¹⁶ P. MUSILE TANZI, "Manuale del Private Banker", pag.154, 2016.

¹¹⁷ L. ACCIARI, M. BRAGANTINI, D. BRAGHINI, E. GRIPPO, P. IEMMA, M. ZACCAGNI, "Contratti di finanziamento bancario, di investimento, assicurativi e derivati", 2016.

di mercato in percentuale; il secondo misura il bilanciamento delle posizioni lunghe e corte ed è più significativo nel quantificare l'abilità del gestore.

I *traders* direzionali utilizzano modelli matematico-statistici atti ad individuare le opportunità d'investimento, la dimensione delle posizioni e il momento opportuno per la realizzazione delle operazioni. Il rischio di ogni posizione invece, viene limitato da dispositivi di *stop-loss*, mentre la volatilità del portafoglio complessivo del fondo è ridotta dalla diversificazione fra un certo numero di mercati non correlati fra loro¹¹⁸.

Le tecniche che rientrano in questa classe sono:

- *Long/short equity*;
- *Sector strategy*;
- *Emerging market*;
- *Global macro*;
- *Short selling*.

3.5.1. Long/short equity

Si tratta della strategia che, secondo alcune fonti, raccoglie il maggior numero di operatori. Il concetto che sta alla base della strategia *long/short equity* è quella di assumere posizioni lunghe in titoli azionari che si ritiene possano avere una *performance* superiore rispetto a quella di mercato (facendo un abbondante ricorso al *leverage* per accrescere le possibilità di redditività dell'investimento) e vendere allo scoperto azioni che, al contrario, si prevede raggiungano una *performance* inferiore al mercato. A prima vista, quindi, l'approccio appare abbastanza simile a quello descritto nella strategia *market neutral*; vi sono però due differenze fondamentali: la prima riguarda l'esposizione al mercato, che non è neutrale ma solo parzialmente

¹¹⁸ K.R. MIRABLE, "*Hedge Fund Investing: A Practical Approach to Understanding Investor Motivation, Manager Profits and Fund Performance*", 2016.

coperta. I gestori possono avere un'esposizione positiva nei confronti del mercato (*net long bias*) o un'esposizione netta negativa (*net short bias*). Generalmente l'esposizione netta al mercato è positiva e tende dunque ad avere una correlazione positiva con l'andamento dei mercati azionari. La seconda riguarda la selezione dei titoli che è principalmente basata sull'analisi fondamentale, piuttosto che su metodi di valutazione quantitativi.

La bravura dei gestori risiede nella loro capacità di selezionare correttamente azioni che possano generare profitti sia in fasi rialziste che ribassiste del mercato. Una caratteristica interessante di questa strategia risiede nel fatto che le vendite allo scoperto vengono per lo più realizzate non per coprirsi dai rischi, quanto piuttosto per ottenere guadagni. In fasi di rialzo del mercato è possibile conseguire profitti mediante un'esposizione netta positiva, mentre nelle fasi di ribasso i gestori ricorrono allo *short selling*¹¹⁹. I *managers* di questi *hedge funds* sono bravi analisti finanziari che prediligono le azioni di società forti, in crescita o in cambiamento, particolarmente se il mercato non le ha ancora etichettate come investimenti attraenti. Per tutelarsi dai rischi i gestori ricorrono a posizioni appaiate (cioè ad esposizioni lunghe e corte su titoli diversi appartenenti allo stesso settore) e alla diversificazione tra i settori di investimento, in modo da separare la *performance* del portafoglio da quella di uno specifico contesto.

3.5.2. Sector strategy

I *sector fund managers* restringono l'universo d'investimento esclusivamente su un settore specifico o su un'area geografica, sfruttando la propria conoscenza pregressa acquisita nello stesso ambito e, dunque, un vantaggio informativo.

Il punto di partenza è rappresentato dalla ricerca di titoli (solitamente azioni) su cui assumere posizioni lunghe o corte. Si opterà per un loro acquisto nel caso in cui questi siano in crescita e presentino valore degli utili o dei flussi di cassa ampiamente scontati rispetto al valore intrinseco della società; al contrario, nelle fasi di ribasso del mercato, il gestore consegue profitti attraverso la vendita allo scoperto di azioni

¹¹⁹ H. KENT BAKER – G. FILBECK, “*Hedge Funds: Structure, Strategies, and Performance*”, pag. 187, 2017.

sopravvalutate. Il portafoglio è solitamente costituito da posizioni in acquisto a lungo termine (nella previsione di assistere ad un aumento delle quotazioni di tali titoli) e da posizioni di copertura e speculative, realizzate mediante l'acquisto di opzioni *put* e vendite allo scoperto. La strategia settoriale presenta un punto di contatto con quelle *event-driven*, in quanto anche gli specialisti di settore cercano un evento catalizzatore tale da puntare l'interesse degli investitori verso una determinata impresa che poi si tradurrà in un acquisto o in una vendita delle azioni ad essa collegate. I settori in grado di offrire numerose occasioni d'investimento sono:

- *settore tecnologico e delle telecomunicazioni*: i gestori tentano di identificare le società in base ai fallimenti e all'evoluzione innovativa che li caratterizza. Dopo la crisi della bolla speculativa dot-com del 2000, il settore della tecnologia e delle telecomunicazioni ha ripreso ad offrire importanti possibilità di profitto agli investitori;
- *settore biotecnologico*: si tratta di società con un ampio potenziale di sviluppo che forniscono farmaci di vario genere. Si stima che il volume di vendita di questi prodotti possa aumentare notevolmente in un contesto in cui ci si attende il raddoppio della popolazione ultrasessantenne. La promozione o la bocciatura di tali farmaci da parte del mercato, genera forti movimenti dei prezzi delle case produttrici (si pensi al caso recente legato allo spettro dell'influenza suina: le vendite di prodotti igienizzanti hanno fatto salire notevolmente le quotazioni delle più grandi imprese farmaceutiche);
- *settore dell'oro*¹²⁰: soprattutto in tempi recenti il mercato del metallo giallo è stato investito da una grande attenzione. Molti investitori, ancora non convinti del recupero dell'economia, avrebbero acquistato contratti futures legati all'oro poiché, in momenti di crisi, questo metallo rappresenta il bene rifugio per eccellenza.

¹²⁰ Tra i *fund managers* che maggiormente hanno tratto benefici dall'implementazione di questa strategia settoriale si trova John Paulson, presidente della Paulson&Co.,Inc.: dopo aver guadagnato scommettendo sul declino dei mutui *subprime*, ha poi iniziato ad investire nell'oro e ha agganciato uno dei suoi 12 fondi all'andamento del lingotto. Possiede l'11,3% di AngloGold Ashanti ed è diventato il secondo più grosso azionista della miniera d'oro sudafricana.

Esistono almeno due categorie di gestori settoriali: i generalisti, che operano su più segmenti di mercato e che godono di un'ampia diversificazione di portafoglio, e gli specialisti, che agiscono su uno o pochi settori specifici potendo contare su una conoscenza più approfondita dei mercati di riferimento.

3.5.3. *Emerging markets*

La strategia dei mercati emergenti si focalizza sull'investimento in azioni o obbligazioni dei paesi emergenti, caratterizzati da mercati e settori con buone potenzialità di sviluppo ma anche da scarsa liquidità, infrastrutture di mercato limitate, naturali inclinazioni a disordini politici e difficoltà di reperire informazioni. Tuttavia, sono proprio queste difficoltà che consentono ai gestori di ottenere cospicui profitti: dopo aver individuato le attività sottovalutate a causa delle inefficienze di mercato, i *fund managers* acquistano tali titoli prima che venga apportata una correzione al mercato stesso.

Sicuramente questa strategia è più rischiosa delle altre, non solo perché i mercati emergenti possiedono una volatilità superiore rispetto a quelli sviluppati, ma anche perché offrono scarse possibilità di copertura: le vendite allo scoperto sono fortemente limitate perché ostacolate dalla illiquidità dei titoli e da possibili sviluppi politici imprevisti, mentre il mercato dei contratti *futures* non è così sviluppato da offrire un valido controllo del rischio. La mancanza di adeguati strumenti di copertura, rende questi *hedge funds* prevalentemente *long bias*. In genere si costruiscono portafogli molto diversificati (per settore, società o mercato) al fine di sfruttare molteplici opportunità e, soprattutto, per contenere il rischio di calo nel livello dei prezzi.

Accanto alla vendita allo scoperto, anche il *leverage* viene scarsamente utilizzato poiché, l'elevata volatilità di questi mercati, esporrebbe il portafoglio a perdite potenziali di rilievo.

Per questa strategia la fase di ricerca risulta fondamentale: i gestori, prima di investire in una società, effettuano esami macroeconomici del paese di appartenenza

della stessa poiché, se lo stato dovesse attraversare una crisi politica, l'impatto sull'economia e sulle singole imprese potrebbe essere fortissimo¹²¹.

3.5.4. Global macro

I fondi *global macro* godono di una straordinaria flessibilità per quanto riguarda le strategie di investimento. Le dimensioni del capitale gestito e l'estensione geografica di operatività rendono questi fondi capaci di influenzare i mercati finanziari. Il gestore macro effettua arbitraggi su qualsiasi tipologia di strumento: titoli a reddito fisso, azioni, valute, convertibili, derivati, convergenza dello spread tra titoli emessi da governi diversi. La lista è potenzialmente infinita, così come i mercati in cui opera che possono essere maturi o emergenti.

L'unico elemento che accomuna le varie tecniche d'investimento applicate dai *global macro fund managers* riguarda la loro direzionalità: assumono posizioni monolitiche, cioè esclusivamente lunghe o esclusivamente corte, e di segno opposto rispetto al trend corrente. In particolare, durante le fasi rialziste essi vendono allo scoperto, scommettendo su una inversione di tendenza nell'andamento successivo del mercato. Nelle fasi di ribasso, invece, assumono posizioni lunghe prevedendo una futura rivalutazione dei titoli in portafoglio. La bravura di un gestore di *global macro funds* risiede nel saper individuare il momento esatto in cui intervenire sul mercato. E' fondamentale capire quando il mercato si accorgerà che non esistono più le condizioni per sostenere un *trend* evolutivo.

I gestori sono sempre molto restii nel rivelare le proprie decisioni d'investimento, in quanto sarebbero seguiti da una moltitudine di fondi di dimensioni inferiori che contribuirebbero a ridurre i margini di profitto.

Tra gli *hedge funds* appartenenti alla categoria dei *global macro* il *Quantum Fund* è sicuramente il più noto: costituito nel 1969 da George Soros (allora con il nome di *Double Eagle Fund*), ha attirato molta attenzione su di sé, e sul mondo degli *hedge*

¹²¹ H. KENT BAKER, G. FILBECK, H. KIYMAZ, "Mutual Funds and Exchange-Traded Funds: Building Blocks to Wealth", pag. 501, 2015.

funds in generale, per aver causato nel 1992 il crollo della sterlina inglese, che in seguito a tale urto fu costretta ad uscire dallo SME.

3.5.5. Short selling

Lo scopo dello *short seller* è quello di vendere titoli di cui non è in possesso nella speranza di poterli riacquistare in un momento successivo ad un prezzo più basso, lucrando sulla differenza.

Mentre la *long position* è caratterizzata da perdite potenziali finite (fino ad un massimo del 100% del capitale investito), la *short position* può comportare perdite potenzialmente illimitate. Dunque il risultato positivo di questa operazione dipende in larga misura dall'abilità del gestore di attuare una corretta scelta dei titoli e di determinare il giusto *timing* in cui svolgere l'operazione. I titoli che maggiormente si prestano alla vendita allo scoperto sono quelli sopravvalutati ed emessi da società con scarse disponibilità finanziarie.

Il funzionamento dello *short selling* risulta alquanto complesso e scandito da diversi *step* così riassumibili:

- il *fund manager* chiede in prestito i titoli di cui necessita ad una *broker house*. Il *broker* non è il legittimo proprietario dei titoli, ma li preleva a sua volta dal conto di un cliente;
- successivamente il *manager* vende i titoli sul mercato e il ricavato confluisce in un conto vincolato che l'*hedge fund* ha presso la *broker house*, remunerato a un tasso monetario (*short interest rebate*) e dal quale il *broker* trattiene delle commissioni per l'operazione svolta;
- il gestore effettua anche un deposito come margine di sicurezza (*margin account*), la cui consistenza varia a seconda del paese in cui viene effettuata l'operazione. Tale margine di garanzia può essere costituito da *cash* o da strumenti di diversa natura (tipicamente da titoli di proprietà del soggetto che vende allo scoperto). Nel corso di fasi ribassiste una parte del *margin account* viene svincolata e la liquidità in eccesso può essere utilizzata dal gestore. Nel

corso di fasi rialziste, il *broker* richiederà un'integrazione del margine di garanzia;

- alla scadenza contrattuale, il *manager* dovrà riacquistare i titoli presi in prestito per restituirli al prezzo corrente di mercato.

E' possibile assumere posizioni corte su un titolo non solo vendendolo allo scoperto ma anche attraverso l'utilizzo di strumenti derivati da cui deriva l'obbligo (contratti *forward* e *future*) o la facoltà (opzioni) di consegnare lo strumento sottostante entro o ad una determinata data.

Il risultato complessivo della vendita allo scoperto si ottiene sommando al guadagno (o alla perdita, che si realizza nel caso in cui a scadenza il gestore sia costretto a riacquistare i titoli presi in prestito ad un prezzo superiore rispetto a quello di vendita) della transazione l'interesse maturato sulla liquidità generata dallo *short selling* e sottraendo l'eventuale dividendo maturato sull'azione (garantito al legittimo proprietario dei titoli). Gli operatori possono ricorrere alla pratica della vendita allo scoperto per diversi motivi. Solitamente tale tecnica viene utilizzata dai gestori delle varie strategie descritte per ridurre i rischi che derivano dalle loro esposizioni nei confronti delle variabili di mercato (*hedgers*). Talvolta, però, i *fund managers* utilizzano lo *short selling* per scommettere sull'evoluzione delle variabili di mercato, indipendentemente dalla sua funzione di copertura. I fondi che implementano esclusivamente tale tecnica di investimento sono anche detti *dedicated short bias*, poiché mantengono costantemente posizione nette di portafoglio corte¹²².

¹²² D. CAPOCCI, "The Complete Guide to Hedge Funds and Hedge Funds Strategies", 2013.

CAPITOLO IV

PERFORMANCE E PROSPETTIVE FUTURE

4.1. Dimensioni del settore

Stime attendibili circa la dimensione complessiva dell'universo *hedge funds* sono alquanto difficili da ottenere. Innanzitutto perché esistono diversi database che raccolgono dati sui rendimenti e sulle performance degli *hedge funds*, ad esempio quelli di HFR¹²³, Preqin¹²⁴ e Credit Suisse¹²⁵. I quali si sovrappongono solo in minima parte e quindi forniscono dati che differiscono fra loro, anche in misura notevole.

Uno dei motivi principali, riguarda la forte riservatezza che caratterizza il settore. Gli *hedge funds* forniscono informazioni sui propri rendimenti difficilmente, quindi esiste una parte rilevante di fondi che non riporta informazioni ad alcun data base (ciò si verifica generalmente all'estero, dove non sono previsti obblighi di comunicazione delle performance, al contrario in Italia si hanno indici più precisi perché previsti tali obblighi). Questo perché temono che le proprie strategie possano essere impiegate da altri fondi riducendone il vantaggio competitivo, oppure nel caso opposto dei fondi falliti, perché si vuole evitare che la cattiva pubblicità possa intaccare la reputazione e la stabilità di altri fondi *hedge* gestiti dalla medesima SGR¹²⁶. Tenderanno invece ad aderire ai database i fondi che vogliono farsi

¹²³ Hedge Fund Research, Inc. (HFR) is a research firm specializing in the aggregation, dissemination and analysis of alternative investment information. HFR produces the HFR Database, a source of hedge fund performance and information. HFR also distributes the HFRI Index and HFRX Index – benchmarks for hedge fund industry performance. (Si v. www.hedgefundresearch.com).

¹²⁴ Preqin is a leading source of data and intelligence for the alternative assets industry. Operating from offices in New York, London, Singapore and San Francisco, the company provides comprehensive information on the private equity, real estate, infrastructure, hedge funds, and private debt industries, encompassing funds and fundraising, performance, fund *managers*, institutional investors, deals and fund terms. (Si v. www.preqin.com).

¹²⁵ Credit Suisse Group, società di servizi finanziari operante a livello mondiale, oltre a gestire un database sui fondi *hedge*, ha realizzato anche indici relativi alle performance di questo settore: Dow Jones Credit Suisse Hedge Fund Indexes (precedentemente nominato “Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Indices”).

¹²⁶ Si v. MondoHedge.

conoscere sul mercato, che intendono attrarre ulteriori fondi in gestione e che possono mostrare storie di rendimenti positivi¹²⁷.

Atra causa della divergenza dei dati sui fondi *hedge*, dipende dall'assenza di chiarezza circa la loro definizione. A seconda dei criteri, più o meno ampi, utilizzati dagli analisti, si potranno, infatti verificare diversi conteggi del numero dei fondi *hedge* e di conseguenza del patrimonio in gestione.

*“Alcuni analisti includevano fra gli hedge funds tutti i fondi che producevano rendimenti assoluti, perfino se questi fondi non effettuavano vendite allo scoperto”*¹²⁸

Queste tendenze hanno influito così, sugli indici di *hedge funds*, generando il cosiddetto “*backfill bias*” (o *instant-history bias*), ovvero una distorsione verso l'alto legata al fatto che quando un *hedge fund* aderisce ad un certo indice, l'indice viene ricalcolato anche per il passato per includere la storia disponibile di quello specifico fondo. La distorsione quindi nasce proprio dalla tendenza dell'indice ad includere maggiormente *hedge funds* che hanno avuto rendimenti positivi in passato, piuttosto che rendimenti storici negativi.

L'immagine parziale proposta da questi database dipende anche da altri motivi.

Il “*survivorship bias*” per esempio, è un'altra distorsione la quale prevede che in uno specifico indice non vengano compresi gli *hedge funds* chiusi e vengano eliminati dal calcolo, togliendone anche le performance passate. Dunque, dal momento che, generalmente le performance legate a fondi che stanno per chiudere sono più basse di quelle degli *hedge* che “sopravvivono” al mercato, ne consegue che gli indici tenderanno a sopravvalutare il rendimento di questa categoria di fondi.

Fatta questa doverosa premessa, andiamo ad analizzare alcuni dati relativi alla dimensione del settore a livello internazionale.

¹²⁷ ASSOGESTIONI, “*Il rendimento storico degli Hedge Funds*”, disponibile all'indirizzo <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,443,0,49.html/il-rendimento-storico-degli-hedge-funds>.

¹²⁸ Si v. TREMONT & TASS, “*The case for hedge funds*”, in www.tremontadvisers.com.

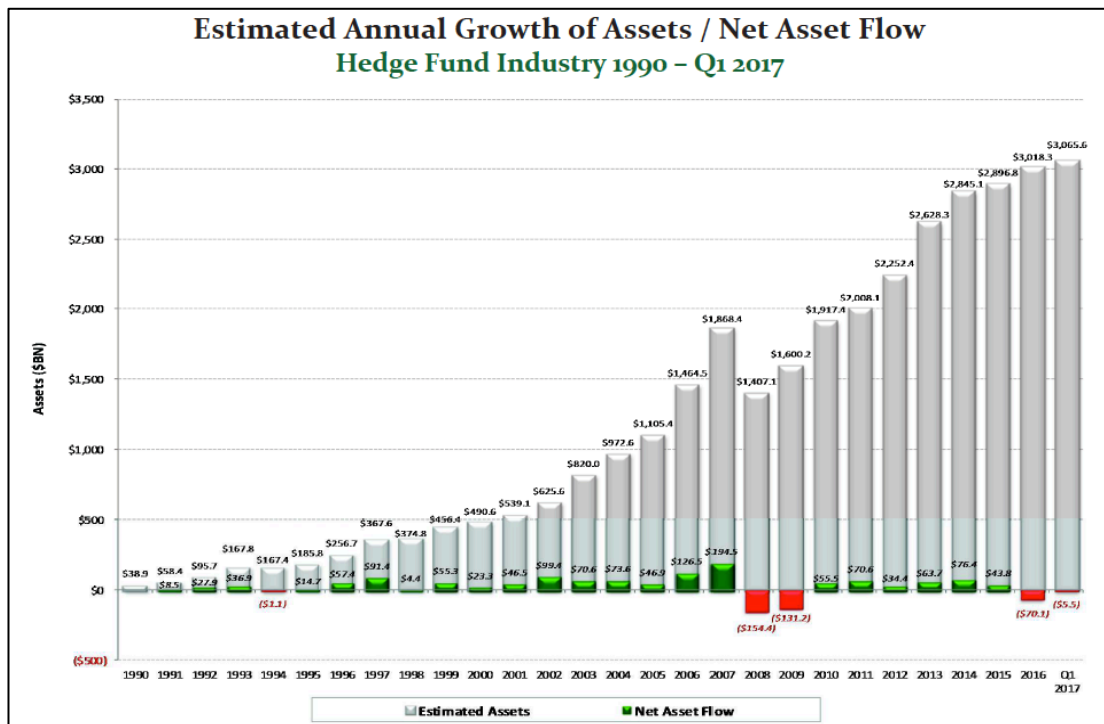


Figura 7 - Evoluzione della massa gestita dall'*hedge fund industry* mondiale. (Fonte: Hfr. Dati aggiornati ad Aprile 2017)

La figura 7 focalizza la sua attenzione sull'ammontare gestito e sui flussi netti generati dall'*hedge fund industry* mondiale, mostrandone l'andamento dal 1990 secondo i dati forniti da Hedge Fund Research. Questi ultimi sono aggiornati al primo trimestre del 2017 e sono espressi in miliardi di dollari.

Il grafico mette in luce il *trend* positivo degli *asset* gestiti dai fondi *hedge* dalla loro nascita fino ad oggi. Durante tutto il periodo analizzato, la forte crescita si interruppe solo nel 2008, a causa della crisi finanziaria dovuta ai mutui *subprime*, che ebbe ripercussioni su tutto il mondo economico e non solo finanziario, non tralasciando nemmeno gli *hedge funds*, ovvero i fondi che avrebbero dovuto trarre vantaggi anche da situazioni negative e disastrose.

La crescita precedente agli anni della crisi dipese da diversi fattori e secondo HFR in particolare da: opportunità (espansione del mercato globale), tecnologia (maggiori info grazie a tecnologie applicate agli investimenti), talento ed esperienza (*manager*), mercato favorevole (ciclo economico espansivo USA) e performance (risultati precedenti hanno favorito la crescita).

Un'importante ripresa è avvenuta nel maggio 2009, quando il patrimonio dei fondi *hedge* è tornato a crescere grazie alle nuove sottoscrizioni (circa 11,3 miliardi di dollari) e alle performance di marzo, aprile e maggio 2009.

Il settore degli *hedge funds* è aumentato a dismisura in termini di dimensioni. E' arrivato a gestire circa 3 mila miliardi di dollari, per alcuni dei più grandi investitori del mondo, come anche le pensioni pubbliche.

Nonostante queste cifre mostruose, la crescita degli ultimi anni ha rallentato molto il suo andamento, se confrontata con gli anni precedenti alla crisi del 2008.

Questo emerge anche analizzando i flussi netti degli ultimi anni (2016 e 2017), i quali mostrano più riscatti delle quote che investimenti, da parte dei clienti. Nel 2016 si registrano fino a 70 miliardi di dollari di riscatti, per motivi che verranno analizzati nei paragrafi successivi.

Spostando l'attenzione sull'ammontare gestito dalla sottocategoria dei *funds of funds* a livello mondiale, vediamo come l'andamento si discosti parzialmente da quello generale, precedentemente analizzato.

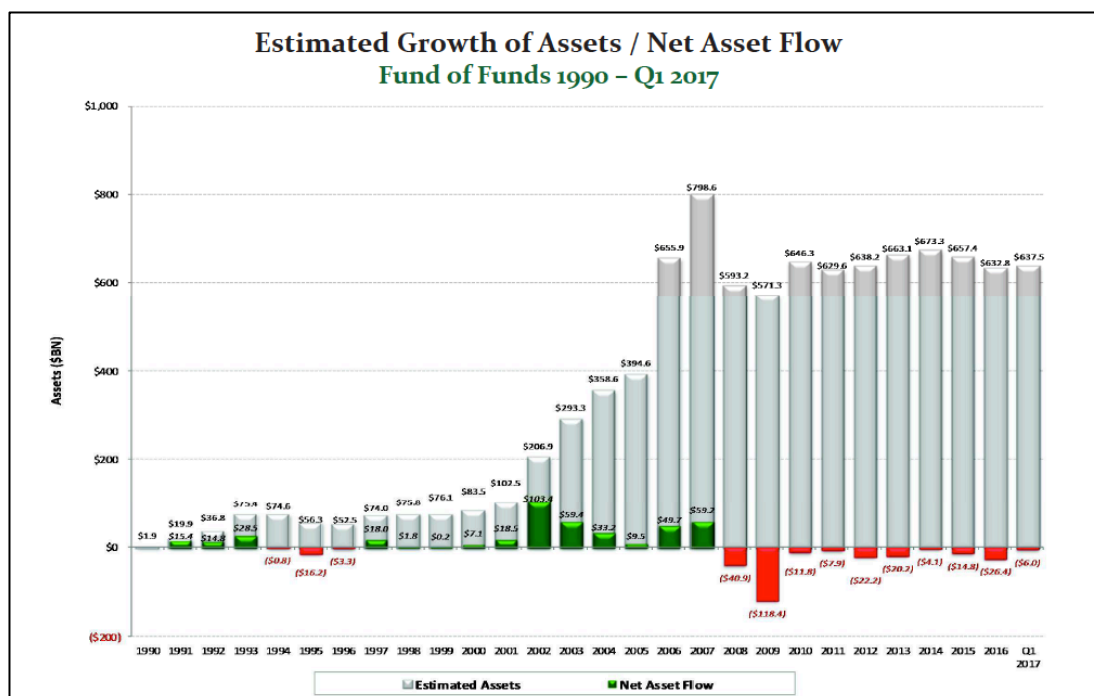


Figura 8 - Evoluzione della massa gestita dai *funds of funds* a livello mondiale (Fonte: HFR. Dati stimati aggiornati ad Aprile 2017)

Il grafico evidenzia una forte crescita, simile fino all'anno 2007, dove venivano gestiti circa 800 miliardi di dollari dalla sola categoria dei *funds of funds*. La differenza rispetto alla gestione generale dei fondi *hedge*, si nota in seguito alla crisi finanziaria del 2008. Infatti, in questo caso non si realizzerà più un *trend* costantemente positivo come quello generale, ma un andamento leggermente altalenante con piccole variazioni, che ad oggi non ha più portato al superamento delle masse gestite nel 2007. Negli anni seguenti alla crisi si sono generati infatti molte chiusure dei conti da parte degli investitori, che hanno perso la fiducia nei *funds of funds*, con un ultimo picco negativo relativo alla crisi del 2016 di circa 26 miliardi di dollari di ritiri.

Per una panoramica completa del settore *hedge* si prende in analisi anche il seguente grafico, relativo alle aree geografiche in cui si localizzano i centri di gestione dei fondi; e i successivi, riguardanti le categorie di *asset* in cui investono maggiormente i fondi.

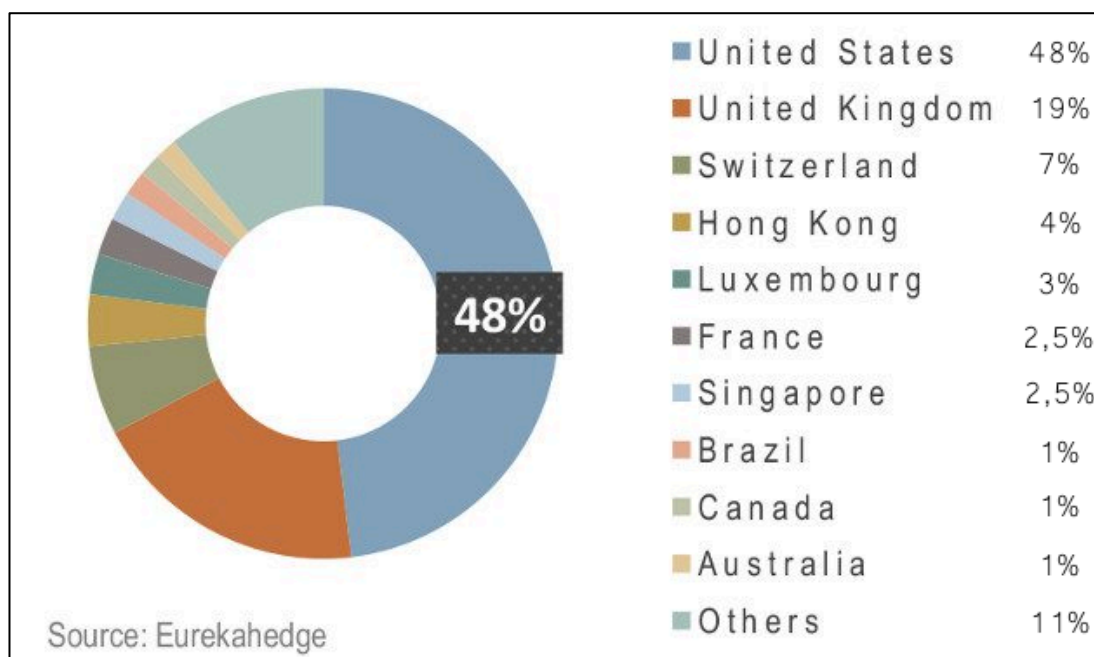


Figura 9 - Localizzazione head office *hedge funds* nel mondo. (Fonte: EurekaHedge. Dati aggiornati ad Aprile 2017)

I dati che emergono dal grafico si riferiscono unicamente alle sedi di gestione dei fondi *hedge*, non vengono prese in considerazione quindi le sedi *off-shore* dove si localizzano le strutture per convenienza legale e fiscale (Si v. Cap. 2).

La localizzazione più rilevante è prevista negli Stati Uniti con quasi il 50%, anche se in calo rispetto agli anni precedenti, quando gestiva circa i due terzi dei fondi attivi.

Segue l'Europa, con il Regno Unito che gestisce circa il 19% dei fondi mondiali e la Svizzera con il 7%. Altre minoranze sono previste poi da paesi asiatici come Hong Kong 4% e Singapore 2,5%. Mentre i paesi che nella figura 9 sono identificati con in nome "Others" e gestiscono complessivamente l'11% dei fondi, coincidono con altre minoranze europee e asiatiche come Germania, Russia, Cina, Taiwan e Italia.

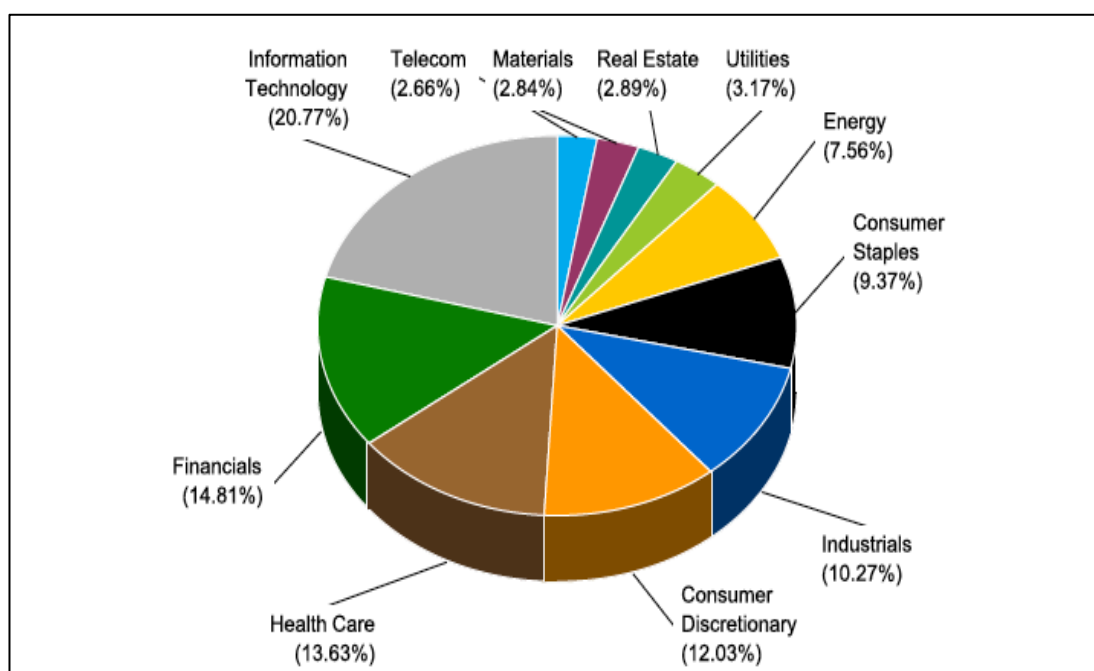


Figura 10 - Analisi settoriale. (Fonte: S&P500. Dati aggiornati a Dicembre 2016)

La figura 10 mette in luce una ricerca di Standar&Poor's che monitora i settori più rilevanti in cui investe il settore degli *hedge funds*.

Saldamente ai primi posti troviamo i settori delle Tecnologie con il 20,77% (in aumento rispetto agli anni passati) dei prodotti finanziari 14,81% e dell'*Health Care* 13,63% (assistenza, farmaci, biotecnologie).

Dato particolare riguardo la riduzione di investimenti nel settore *Consumer Discretionary* (12.03%), ovvero il settore dei beni di consumo durevoli, che spaziano dalle aziende manifatturiere alle aziende di produzione di auto o elettrodomestici, dalle aziende di abbigliamento alle società di servizi; in favore del settore *Consumer Staples* (9.37%), ovvero prodotti di prima necessità, come alimenti, bevande e tabacco. Motivo principale di questa inversione di impieghi riguarda, sicuramente, la minor correlazione che i beni di prima necessità hanno con gli andamenti economici, rispetto ai beni durevoli, maggiormente sensibili alle variazioni di mercato.

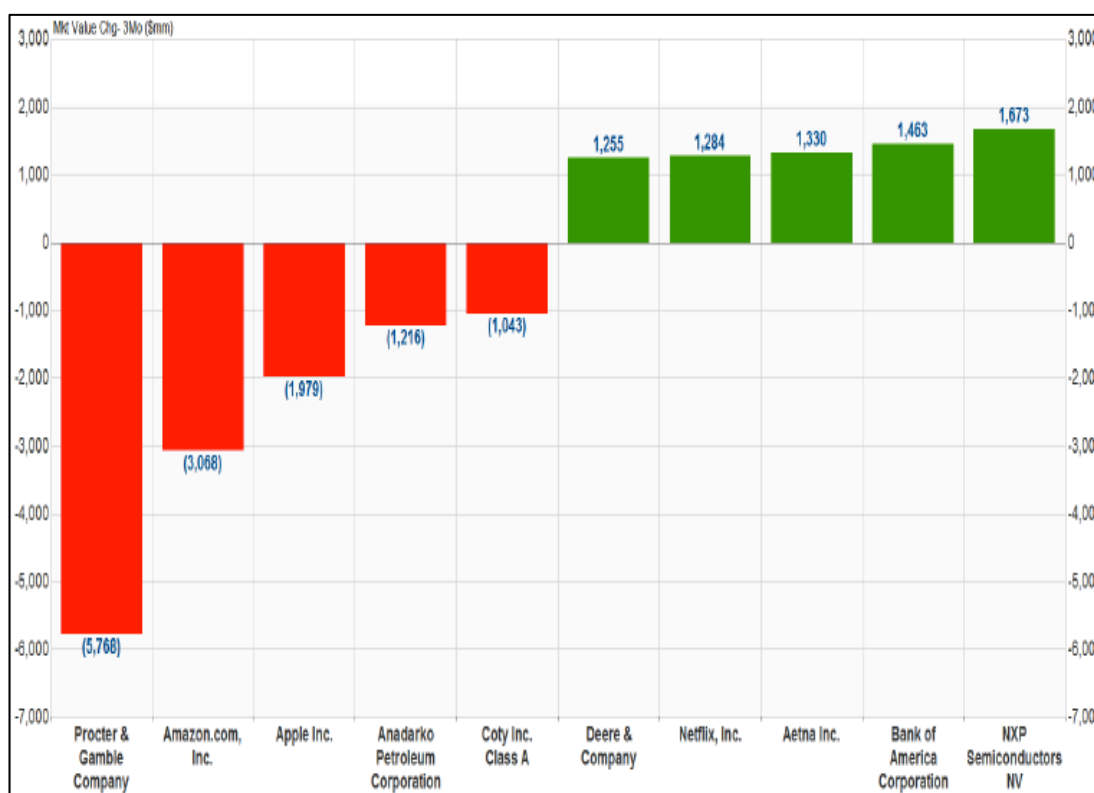


Figura 11 - Top 5 Buys/ Top 5 Sells. (Fonte: S&P500. Dati relativi a fine 2016).

Nella figura 11 soprastante si ha un focus sulle azioni più scambiate dagli *hedge funds* a fine 2016. Non sorprende i grandi acquisti riguardanti Netflix, Inc. (società in ascesa e leader nel settore dei servizi *On Demand*) circa 1,284 miliardi di dollari e NXP Semiconductors NV, individuato come maggiore “*buy*” dell’anno, con 1,673 miliardi di dollari; ma stupiscono invece le grandi vendite relative a Apple Inc., Amazon.com Inc. e Procter & Gamble Company, rispettivamente per 1,979, 3,068 e 5,768 miliardi di dollari.

4.1.1. La realtà nazionale

L'analisi del settore degli *hedge funds* all'interno del contesto nazionale, evidenzia un andamento degli ultimi anni non così differente da quello mondiale.

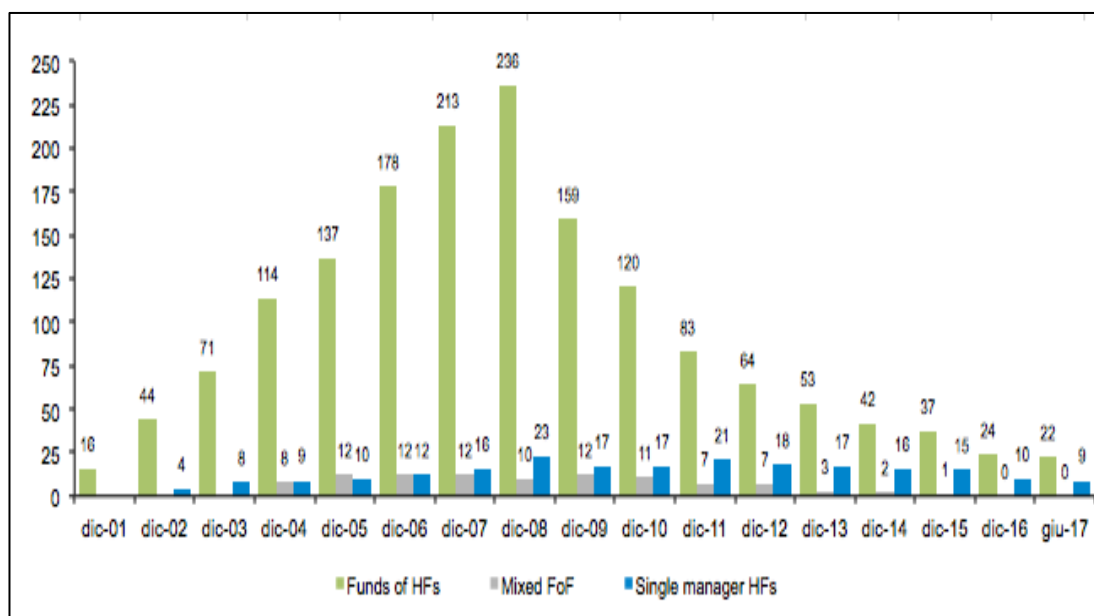


Figura 12 - L'evoluzione degli *hedge* in Italia (per numero). (Fonte: MondoAlternative. Dati stimati ed aggiornati a Giugno 2017)

La figura 12 presenta i dati relativi al numero di fondi *hedge* italiani a partire dall'anno 2001. Come si può notare, sono previste tre diverse forme per gli *hedge funds* in Italia:

- *Funds of hedge funds* (ampiamente analizzati nel par. 2.2.2.)
- *Mixed funds of funds*: ovvero quei fondi di fondi che oltre ad investire in *hedge funds*, comprendono anche fondi comuni nei loro portafogli;
- *Single Manager hedge funds*: nonché la categoria di fondi *hedge* puri, che realizzano strategie d'investimento gestendo un unico fondo.

Dal grafico emerge chiaramente, come già anticipato, che la forma di fondi di fondi sia quella più utilizzata nel nostro Paese, per le varie ragioni analizzate

precedentemente. L'apice è stato toccato a fine 2008 quando la dimensione italiana contava 269 fondi in totale (suddivisi in 236 fondi di fondi *hedge*, 10 fondi di fondi misti e 23 *hedge funds single manager*). Successivamente si è assistito ad una improvvisa riduzione dei prodotti, che ha poi dato vita ad un *trend* negativo costante e inarrestabile fino ai giorni d'oggi.

Oggi nel panorama italiano, sono scomparsi i fondi di fondi misti e si contano solamente 31 *hedge funds* attivi (suddivisi in 22 fondi di fondi e 9 fondi *single manager*).

Le motivazioni che spiegano questo inarrestabile calo sono diverse.

In primis, la crisi finanziaria del 2008, che come nel contesto mondiale, ha colpito duramente anche il mercato *hedge* italiano.

Inoltre la riduzione dei prodotti *hedge* è stata causata anche dal provvedimento previsto dal Decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze 5 Ottobre 2010, n. 197, il quale aboliva il limite di 200 sottoscrittori per i fondi speculativi. La conseguenza di tale abrogazione fu la fusione dei più piccoli fondi *hedge* tra loro, avvenuta anche per sopportare in maniera migliore i costi di *due diligence*, organizzazione e struttura che sono andati progressivamente aumentando.

Altre motivazioni, ad esempio, riguardano la progressiva introduzione di nuovi e alternativi strumenti finanziari e al ritorno all'investimento nei più sicuri fondi comuni. Ciò ha generato una dura "selezione" che ha condotto alla scomparsa dei fondi peggiori e più piccoli e alla sopravvivenza di quelli capaci di adeguarsi rapidamente e reinventarsi di continuo, specie nelle strategie di investimento adottate.

La figura 13 mostra invece l'andamento del patrimonio gestito dell'industria *hedge* nazionale, dal 2001 al Giugno 2017 secondo dati in miliardi di euro, stimati da Mondo Alternative.

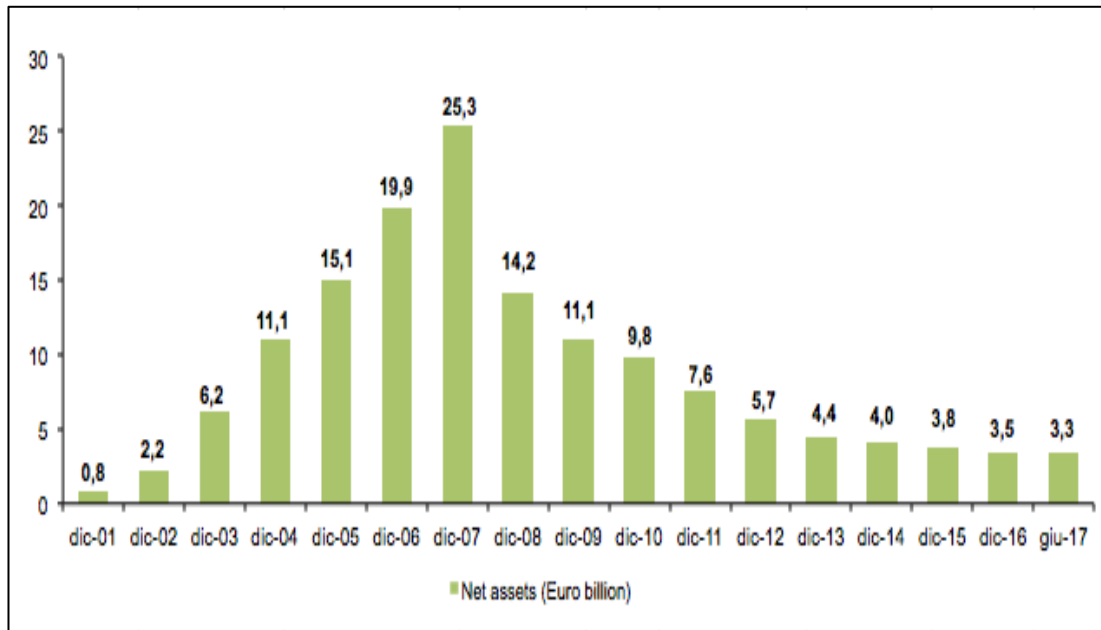


Figura 13 - Il patrimonio gestito dagli *hedge* italiani. (Fonte: MondoAlternative. Dati stimati e aggiornati a Giugno 2017)

Il *trend* evolutivo rispecchia le stesse variazioni di quello visto per il numero di fondi *hedge* nazionali, con una crescita continua sino al 2007 e successivamente un calo inarrestabile.

Nel 2007 il patrimonio totale in gestione ammontava a 25,3 miliardi di euro, mentre l'anno successivo è calato del 44% fino ad arrivare a 14,2 miliardi di euro.

Fra le varie cause di questa riduzione continua, l'analisi condotta da Mondo Hedge ha evidenziato uno sconcertante comportamento della clientela: fino a febbraio 2008 ha alimentato con nuove sottoscrizioni le masse in gestione, per poi abbandonare l'investimento dopo le significative perdite registrate dai fondi nell'ultimo trimestre del 2008. Stupisce che sottoscrittori sofisticati (compresi gli investitori istituzionali), come quelli a cui tipicamente si rivolgono gli *hedge funds*, possano aver commesso il grave errore di entrare in un investimento quando è ai massimi per poi uscire quando è ai minimi storici. Sembra dunque evidente che si sono introdotti in questa *asset class* semplicemente attratti dai suoi alti rendimenti degli ultimi anni, senza alcuna reale consapevolezza delle logiche di medio-lungo periodo tipiche di questi strumenti.

Ad oggi il patrimonio gestito dai fondi *hedge* italiani ammonta solamente a 3,3 miliardi di euro.

4.2. Valutazione delle performance

L'obiettivo di questo paragrafo è quello di mostrare l'andamento dei rendimenti ottenuti dal settore degli *hedge funds* negli ultimi anni, sia a livello internazionale che nazionale. Come vedremo, ciò che risulterà comune ad entrambi i contesti sarà un ulteriore calo dei risultati, registrato nell'anno appena passato, generato da diverse cause.

HFRI ASSET WEIGHTED COMPOSITE INDEX													
Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Annual
2007	1,10	0,68	0,96	1,78	1,99	0,73	0,08	-1,53	2,69	2,85	-2,20	0,53	9,96
2008	-2,69	1,50	-2,24	1,63	1,87	-1,33	-2,29	-1,44	-6,13	-6,84	-2,67	0,15	-19,03
2009	-0,09	-1,21	1,66	3,60	5,15	0,25	2,50	1,30	2,79	-0,20	1,52	1,28	19,98
2010	-0,76	0,66	2,49	1,19	-2,89	-0,95	1,61	-0,13	3,48	2,14	0,19	2,95	10,24
2011	0,41	1,23	0,06	1,48	-1,20	-1,18	0,23	-3,21	-3,89	2,69	-1,35	-0,45	-5,25
2012	2,78	2,06	-0,18	-0,51	-2,61	0,29	0,87	0,82	1,31	-0,38	0,41	1,44	6,36
2013	2,16	0,25	1,08	1,29	0,51	-1,71	1,07	-0,57	1,33	1,59	1,16	0,97	9,46
2014	-0,27	1,71	-0,41	-0,12	1,25	1,05	-0,46	1,09	-0,3	-0,46	1,44	-0,07	4,49
2015	0,91	1,73	0,58	0,26	0,78	-1,64	0,64	-2,32	-1,39	1,15	0,39	-1,06	-0,06
2016	-1,84	-0,91	0,61	0,45	0,52	-0,24	1,40	0,58	0,17	0,30	0,65	1,16	2,83
2017	0,65	1,03	0,30	0,51	0,37								2,90

Tabella 14 - Performance del HFRI Asset Weighted Composite Index da Gennaio 2007 a Maggio 2017. (Fonte: HFR)

La tabella 14 mostra in sintesi i risultati mondiali delle performance del settore *hedge* dal gennaio 2007 al maggio 2017, tramite l'indice: HFRI Asset Weighted Composite Index.

Si tratta di un indice globale, ponderato in termini di *asset*, costituito da oltre 2000 fondi *single manager* riportati nel database di HFR. Tali fondi riportano mensilmente le loro performance al netto delle commissioni in dollari, e gestiscono un minimo di

50 milioni di dollari o performance attive da dodici mesi. In oltre i fondi sono ponderati in base all'AUM¹²⁹ riportato da ciascuno di loro, per il mese precedente.

Dai risultati, emerge chiaramente come l'industria mondiale degli *hedge funds*, abbia subito tre grandi perdite nel corso degli ultimi dieci anni.

La prima e la più catastrofica, avvenuta in seguito alla crisi dei mutui *subprime* del 2008, la seconda relativa all'anno 2011 e la terza a cavallo dell'anno 2015 e 2016.

La stessa situazione si riscontra anche nel contesto nazionale, come ci mostrano i seguenti grafici.

INDICI LORDI ASSET WEIGHTED - versione base 1000						
	MH Generale ASSET Weighted	LOW & MEDIUM	HIGH	EQUITY	MULTY-STRATEGY	SPECIALIST
2007	0,54%	0,51%	0,83%	0,60%	0,53%	0,61%
2008	-1,96%	-1,97%	-2,29%	-1,59%	-1,98%	-1,62%
2009	0,75%	0,70%	0,86%	0,72%	0,74%	0,86%
2010	0,29%	0,26%	0,38%	0,20%	0,29%	0,28%
2011	-0,52%	-0,46%	-0,61%	-0,76%	-0,50%	-0,65%
2012	0,34%	0,26%	0,54%	0,30%	0,33%	0,41%
2013	0,82%	0,70%	1,12%	1,17%	0,81%	1,01%
2014	0,20%	0,16%	0,32%	-0,11%	0,21%	0,03%
2015	0,21%	0,26%	0,07%	0,41%	0,20%	0,35%
2016	-0,18%	-0,11%	-0,33%	-0,49%	-0,18%	-0,29%
2017	0,48%	0,38%	0,65%	0,45%	0,46%	0,85%

Tabella 15 - Performance degli indici per i *funds of funds* italiani da Gennaio 2007 a Giugno 2017. (Fonte: MondoAlternative)

¹²⁹ AUM – *Asset Under Management*, è una locuzione finanziaria che denota il valore di mercato di tutti i fondi gestiti da un'istituzione finanziaria (banche, fondi speculativi, ecc.) per conto dei propri clienti o degli investitori.

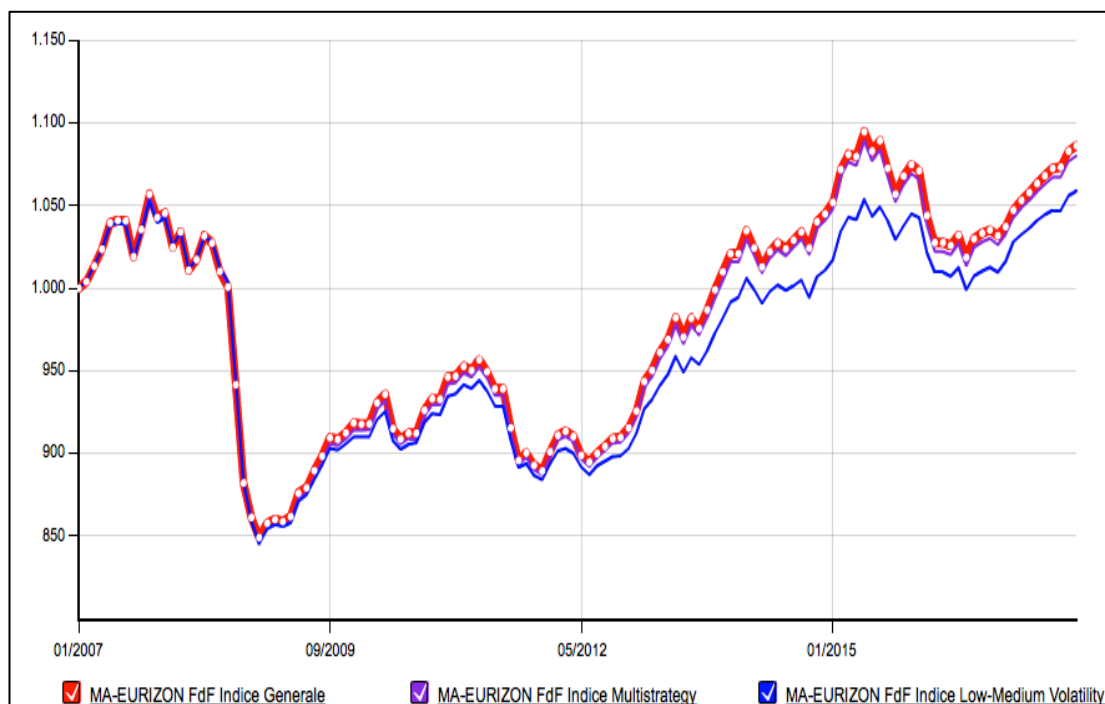


Figura 16 - Grafico delle performance dei precedenti indici da Gennaio 2007 a Giugno 2017. (Fonte: MondoAlternative)

Secondo la tabella 15, l'analisi delle performance dell'industria nazionale dei *funds of hedge funds*, avviene tramite l'uso di determinati indici, elaborati da MondoAlternative in collaborazione con Eurizon Alternative Investments.

Il principale di questi è l'indice MA-EURIZON FdF Indice Generale, il quale si suddivide nell'indice Multistrategy (a sua volta scomponibile in Low&Medium Volatility e High Volatility a seconda del livello di volatilità), i cui fondi implementano differenti strategie, e nell'indice Specialist (scomponibile in Equity e Other in base alla specializzazione) dove sono ricompresi i fondi che si focalizzano su una specifica strategia. All'interno di tali indici sono ricompresi solo i fondi che soddisfano le seguenti condizioni:

- Autorizzati da Banca d'Italia;
- Comunicato NAV per share e AUM a MondoAlternative;
- Sono inclusi per la prima volta al tempo t tutti i fondi che presentano una raccolta positiva almeno in $t-1$ e con un valore della quota diverso dal valore iniziale al tempo t ;
- Una volta incluso, il fondo continuerà a far parte dell'indice anche nel caso di liquidazione o fallimento;

- L'inclusione nel sotto-indice è preliminarmente affidata alle dichiarazioni del gestore e successivamente verificata e monitorata;
- Sono inclusi sia i fondi che hanno già raggiunto il numero massimo di sottoscrittori (e quindi chiusi), sia i fondi falliti (al fine di non subire distorsioni verso l'alto dell'indice, detto anche *survivorship bias*). In caso di fallimento di un fondo componente, a questo viene attribuita una performance di -100%.

Nel grafico 16 vengono rappresentati gli andamenti degli indici MA-EURIZON FdF Generale, MA-EURIZON FdF Multistrategy e MA-EURIZON FdF Low-Medium Volatility (evidenziati nella tabella 15).

Nella tabella 15, e ancora più chiaramente nel precedente grafico, emergono, come anticipato precedentemente, gli stessi andamenti visti per il contesto internazionale. Ovviamente le variazioni si registrano con intensità minore, ma i periodi in cui avvengono sono i medesimi.

Andiamo adesso ad analizzare le cause che negli ultimi dieci anni, hanno generato grandi perdite nel settore *hedge* sia a livello internazionale che nazionale.

Le significative perdite subite nel 2008 dall'industria *hedge* furono, come anticipato più volte, una conseguenza della devastante crisi dei mutui subprime.

L'indice HFRI Asset Weighted Composite chiuse l'anno con un sonoro -19,3%, mentre il peggior rendimento nel nostro paese fu registrato dai fondi di fondi *multistrategy* con elevata volatilità (-2,29%): la forte esposizione al rischio e la scarsa capacità di diversificazione (malgrado l'implementazione di varie strategie), trascinarono questi fondi in cospicue perdite.

Tale crisi finanziaria, però, colpì così duramente questo settore per tre principali motivi:

- *Bancarotta Lehman Brothers*: il fallimento della Lehman Brothers, generò dei disagi enormi al mondo *hedge*, questo perché essa rappresentava la principale controparte dei fondi speculativi nelle operazioni di *short selling* e

di lava. Controllava approssimativamente il 5% del business globale di *prime brokerage*, vale a dire circa 100 miliardi di dollari;

- *Divieto di vendite allo scoperto*: implementati a livello mondiale dagli interventi governativi (in Italia dalla CONSOB), in risposta all'indebitamento dei mercati finanziari. Per molti, tali divieti, rappresentarono l'elemento che più ha danneggiato gli *hedge funds*. Il blocco dello *short* ha infatti limitato la capacità operativa dei fondi e ha colpito in primo luogo i fondi con esposizioni corte sul settore finanziario, fatte in ottica di medio/lungo termine e non puramente di trading speculativo. Le conseguenze di questi divieti hanno causato molte perdite per i fondi *convertible arbitrage*, impossibilitati a coprire il loro portafoglio lungo sulle convertibili, e i *long/short equity*, sebbene in misura minore poiché dispongono di altri strumenti di copertura;
- *Crollo mercati azionari*: i più importanti su cui gli *hedge* investivano.

Le perdite relative all'anno 2011, registratesi sia negli indici nazionali che internazionali furono generate dalla crisi del debito sovrano nell'Area euro. Tale crisi trova sue radici nella crisi dei mutui *subprime* statunitensi, in seguito alla quale numerosi istituti di credito europei hanno sperimentato gravi difficoltà e sono stati salvati da interventi pubblici. Questi ultimi hanno esacerbato gli squilibri di finanza pubblica dei paesi più vulnerabili, concorrendo a provocare una contrazione del PIL a livello globale. I principali paesi in via di sviluppo hanno sperimentato una significativa riduzione dei propri tassi di crescita, mentre i paesi industrializzati hanno registrato una variazione del prodotto interno lordo negativa.

Il dissesto dei conti pubblici della Grecia, reso noto nell'ottobre 2009, ha segnato, tuttavia, il passaggio a una nuova fase della crisi, quella del debito sovrano, interrompendo la ripresa già incerta. La crisi ha avuto epicentro nei paesi periferici dell'eurozona (Portogallo, Irlanda e Grecia) per poi estendersi nel corso del 2011 a Spagna e Italia. Nel corso del 2010 è emersa la crisi del sistema bancario irlandese: il Governatore della banca centrale irlandese ha rivelato che le perdite delle banche domestiche ammontavano a 85 miliardi di euro (pari al 55% del PIL) e le istituzioni europee con la partecipazione del FMI hanno approvato un piano di sostegno per un ammontare pari a 85 miliardi di euro. A maggio 2011, UE, BCE e FMI (la cosiddetta

Troika) hanno concesso un prestito di 78 miliardi di euro anche al Governo portoghese. Le tensioni di questi paesi si sono riflesse immediatamente su tutti i principali mercati finanziari, ove si sono registrati cali di ampie dimensioni, in alcuni casi comparabili a quelli verificatisi nel corso della crisi del 1929.

La crisi si è manifestata in tutta la sua gravità a partire dai primi giorni di luglio 2011, quando ha investito anche l'Italia e in minor misura la Spagna.

Naturale quindi fu l'effetto a catena che portò ad elevate tensioni sui mercati finanziari e che quindi generò ingenti perdite anche per i fondi *hedge* internazionali e nazionali.

Il 2016 si è chiuso con un timido rialzo del 3% (figura 15) per l'industria mondiale *hedge*, nettamente battuta sia dai bond che *Wall Street*¹³⁰. Questo leggero rialzo, che segna un altro anno negativo, come i precedenti cinque, è frutto di una crisi verificatasi a cavallo tra il 2015 e il 2016 e di una sfiducia generale che ormai aleggia tra gli investitori, per il settore dei fondi *hedge*.

La crisi finanziaria, individuata sia dagli indicatori nazionali che nazionali tra la fine dell'anno 2015 e i primi mesi del 2016, è stata generata da diverse cause.

Alcune di queste riguardano:

- La caduta del prezzo del petrolio, che nei primi giorni di gennaio scese sotto i 28 dollari al barile per la prima volta dal 2003¹³¹;
- Il crollo del 15% dell'indice della borsa di Shangai, dopo anni di crescita incessante (il mercato è cresciuto del 150%). Il quale ha generato immediatamente una riduzione nei prezzi nel mercato delle materie prime;
- L'aumento dei tassi da parte della FED, che non accadeva dal 2008.

Tutte queste variazioni ebbero ripercussioni negative sul mercato europeo e americano, che generano inversioni a livello azionario (ovvero i titoli buoni diminuivano il loro prezzo più velocemente di quelli cattivi) e quindi grandi perdite

¹³⁰ M. FROJO, "Hedge fund, sfuma l'età d'oro. La concorrenza punta sull'hi-tech", in "La Repubblica", disponibile all'indirizzo http://www.repubblica.it/economia/affari-e-finanza/2017/03/13/news/hedge_fund_sfuma_let_delloro_la_concorrenza_punta_sullhi-tech-160502515/, marzo 2017.

¹³¹ G. SAUDELLI, "Il 2016 potrebbe essere l'anno di una nuova crisi finanziaria globale", in "Wall Street Italia", gennaio 2016.

per gli *hedge funds*, in particolare per quelli che applicavano strategie *equity* (come dimostra la tabella 15, per il contesto nazionale).

L'andamento negativo di questo settore non dipese solamente da questa crisi, ma come dicevamo prima, anche da una diffusa sfiducia generale.

Questi fondi non hanno offerto la protezione che ci si aspettava fossero in grado di garantire in periodi di crisi e nei corrispondenti cicli ribassisti¹³², “*non vanno più di moda*”, si cercano investimenti alternativi come i fondi di private *equity* o i fondi comuni e vengono ritenuti troppo costosi¹³³.

Per questi motivi, molti grandi clienti, a partire dalle assicurazioni, hanno ridotto le loro posizioni, ed è diventato sempre più difficile per i fondi raccogliere capitali o mantenere quelli in loro possesso. Addirittura, come riporta il grafico sottostante, generato da un'analisi di HFR, negli ultimi anni, le chiusure di *hedge funds* hanno superato le aperture¹³⁴. Tale grafico comunque non riporta quei fondi *hedge* appartenenti al fenomeno dello “*Shadow Banking*”¹³⁵

¹³² R. GIALANELIA, “*Hedge fund, ancorati al binomio rischio rendimento*”, in “FondiOnli.it, indirizzo diponibile <https://www.fondionline.it/news-fondi/00018058-hedge-fund-ancorati-al-binomio-rischio-rendimento.html>, Aprile 2017.

¹³³ A. GRECO, “*Gli hedge fund dietro la lavagna: costosi, poco creativi e in perdita*”, in “La Repubblica”, disponibile all'indirizzo http://www.repubblica.it/economia/affari-e-finanza/2016/05/16/news/gli_hedge_fund_dietro_la_lavagna_costosi_poco_creativi_e_in_perdita-139959991/, Maggio 2016.

¹³⁴ R. LEVY, “*Volete lanciare un hedge fund? Ecco cosa dovete sapere*”, in “Business Insider Italia”, disponibile all'indirizzo <https://it.businessinsider.com/volete-lanciare-un-hedge-fund-ecco-cosa-dovete-sapere/>, Aprile 2017.

¹³⁵ *Shadow Banking System* è il termine inglese in uso nel mondo finanziario per indicare il “sistema bancario ombra”, quello cioè che non sottostà ai controlli cui sono soggette tipicamente le banche tradizionali. Tale sistema è composto da *hedge funds*, fondi del mercato monetario, società veicolo (cioè società create appositamente da operatori finanziari, spesso banche, che esercitano attività sottoposte a controlli ordinari) e altri soggetti non bancari, non di rado basati in paradisi fiscali. Questi operatori non gestiscono i classici depositi bancari e per questo non devono sottostare alle restrizioni in vigore per le banche tradizionali, finalizzati a proteggere i risparmiatori che depositano i propri averi. Per lo stesso motivo, operano spesso sui mercati cosiddetti *over the counter* (Otc), dove i controlli sulle operazioni compiute sono molto meno rigidi. Tale sistema offre finanziamenti alternativi alle aziende con mancanza di liquidità, generando a sua volta debiti, attraverso il suo controverso processo di finanziamento. Lo *shadow banking* si regge su cartolarizzazioni e *wholesale funding*. Il problema sta negli eccessi. In un sistema ombra fatto di miriadi di fondi a volte troppo speculativi e squilibrati, una fetta che vale 34 mila miliardi è a rischio. Perché tali fondi rischiano improvvise fughe di clienti o dipendono troppo da finanziamenti a breve scadenza oppure hanno uno squilibrio tra attivi a lunga scadenza e passivi a brevissimi. Questi soggetti sono un rischio sistematico per i forti legami che hanno con il resto del mercato e con il sistema bancario tradizionale. (Si v. M. LONGO, “*Shadow banking: 34mila miliardi a rischio*”, in “Ilsole24ore”, disponibile all'indirizzo <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-05-11/shadow-banking-34mila-miliardi-rischio-063840.shtml?uid=AEL8uIKB>, Maggio 2017).

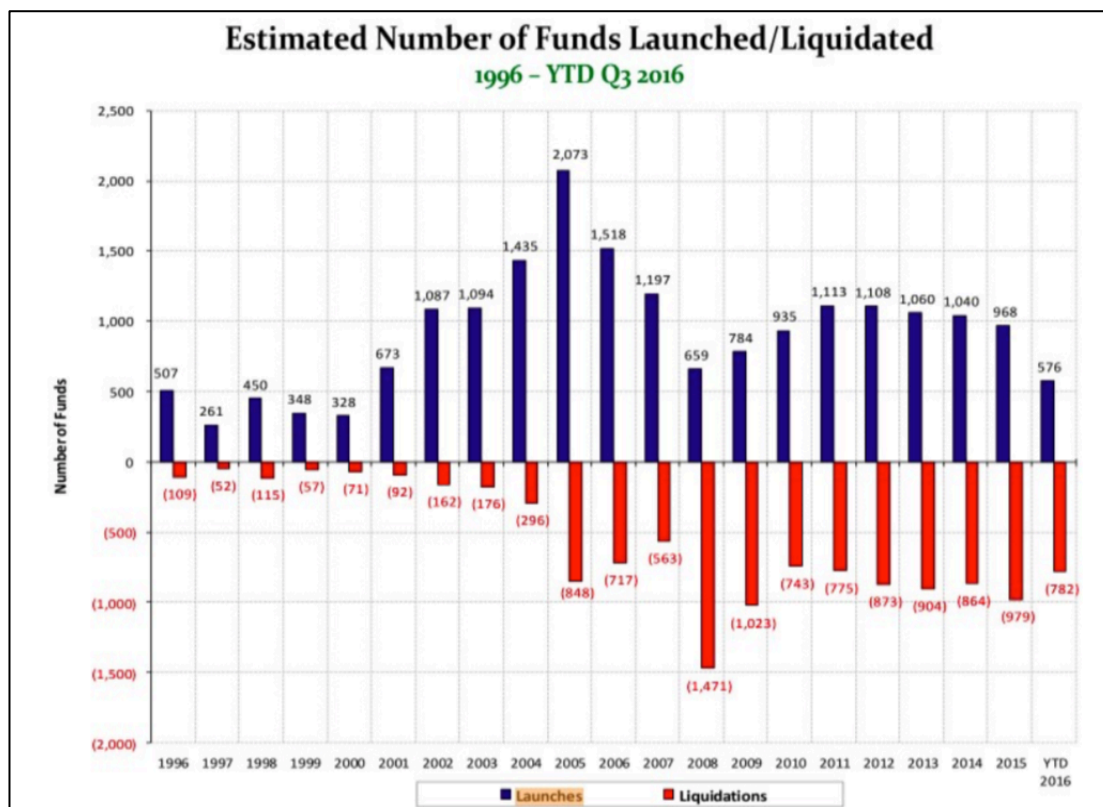


Figura 17 - Evoluzione aperture/chiusure hedge funds. (Fonte: HFR. Dati stimati e aggiornati a Settembre 2016)

Nonostante tutti questi aspetti negativi, il 2016 per qualcuno è stato comunque un anno positivo. Infatti i “magnifici sette gestori” di *hedge funds* hanno guadagnato 10,6 miliardi di dollari. Stiamo parlando delle eccellenze del settore come Daniel Och, George Soros e Seth Klarman¹³⁶. Questo però dimostra come, anche se nel settore i fondi stiano diminuendo a dismisura, i sopravvissuti continueranno a fare grandi profitti, risentendo solo minimamente dalla crisi attuale.

4.3. Prospettive future

Per la maggior parte dei fondi *hedge*, il 2016 è stato un anno difficile. Infatti come prima anticipato, anche se il mercato azionario è salito al suo massimo storico,

¹³⁶ R. LEVY, “I magnifici sette gestori di hedge fund che hanno guadagnato 10,6 miliardi nel 2016”, in “Business Insider UK”, disponibile all’indirizzo <https://it.businessinsider.com/i-magnifici-sette-ecco-chi-ce-alla-guida-degli-hedge-fund-di-maggior-successo-al-mondo/>, Febbraio 2017.

l'indice dei fondi *hedge* è salito solo del 3%. Questo a conferma dell'andamento dei cinque anni precedenti, durante i quali gli *hedge* degli Stati Uniti sono stati sovraperformati dai mercati azionari e obbligazionari. Alcuni grandi clienti, fondi pensione e assicuratori hanno iniziato ad allontanarsi totalmente da questo settore o a rivalutare le proprie allocazioni.

Le cause di queste scarsissime performance non sono né chiare né uguali per tutti i fondi *hedge*. Ciò che è chiaro è che le condizioni di mercato non hanno aiutato, la volatilità era bassa (prima della Brexit e dei voti presidenziali degli Stati Uniti), la crescita delle economie in via di sviluppo aveva rallentato il suo andamento (Cina) e i prezzi delle materie prime erano calati.

Gli *hedge funds* non si trovano ad affrontare un semplice periodo di performance sottotono, ma bensì una crisi critica, che se non gestita in tempo, potrebbe portare all'estinzione dell'intero settore.

L'adattamento ora può contribuire a garantire la sopravvivenza.

Secondo uno studio del *Boston Consulting Group*, che ha anche definito tre possibili scenari per il futuro del settore, sono diverse le tendenze che trasformeranno i fondi *hedge*:

- *Sfumatura dei confini*: le linee che hanno tradizionalmente distinto i fondi *hedge* dai loro clienti e concorrenti, in spazi adiacenti, sono sempre più sfumate. I maggiori clienti dei fondi di copertura, come i fondi sovrani e fondi pensione, stanno diventando più sofisticati, spesso utilizzando gli stessi strumenti e tecnologie dei fondi *hedge* per eseguire le proprie strategie di investimento. Alcuni clienti stanno in parte aggirando i fondi *hedge* e alcuni cercano accordi con loro. In un mercato in crescita, questa tendenza può avere un effetto limitato su tali fondi, specialmente su i più sofisticati. Tuttavia, in un mercato piatto o in contrazione, le conseguenze potrebbero essere ben più gravi. Allo stesso tempo, questa sfumatura dei confini tradizionali, crea anche opportunità per i fondi *hedge*. Le banche e i broker-dealers stanno rispondendo a nuove normative gravose e riducono i rendimenti contrattando le loro offerte sul mercato dei capitali. Ciò dà agli

hedge funds l'opportunità di entrare in nuove linee di business, come il prestito, il *market making* e l'offerta di servizi legati agli *asset*.

- *Corsa alle armi tecnologiche*: l'AUM in fondi *hedge* ha raggiunto circa 3 mila miliardi di dollari nel 2016, aumentando del 150% a partire dal 2011. Questa nuova dimensione ha reso più difficile per i fondi *hedge* operare solo nelle nicchie d'investimento, in cui possono generare *alfa*, e differenziarsi dai concorrenti. Per rimanere in vantaggio, i fondi *hedge* leader si affidano sempre più a tecnologie superiori che consentono l'accesso a nuove fonti di dati e le più avanzate tecniche analitiche e decisionali.

Tuttavia, l'accesso alle migliori competenze tecniche non è più scontato per tali fondi. Infatti, nel mondo economico post crisi finanziaria, il talento che una volta si orientava direttamente verso i fondi di copertura, oggi si indirizza verso aziende tecnologiche, *fintech* e altre startup digitali. L'industria finanziaria soffre di una reputazione danneggiata e della percezione che non sia più il luogo "*where the action is*". Laureati ambiziosi e talentuosi hanno infatti spostato il loro sguardo da *Wall Street* alla *Silicon Valley*.

- *Aumento della complessità*: la realizzazione di un *hedge fund* rappresenta un business sempre più complesso. I clienti stanno diventando più sofisticati e esigenti. Essi si aspettano un valore migliore: consigli su misura, che vanno oltre l'investire nel fondo, mandati su misura, più strategie di investimento differenziate e maggiore trasparenza. La concorrenza per trovare nuove fonti di *alfa*, sta portando gli *hedge funds* verso illiquidi e private *asset*, mettendo ulteriore pressione sulle tecnologie e sulle operazioni già tese. Inoltre la regolazione post crisi continua a crescere sia nel volume che nella rigidità, creando nuovi costi di conformità.
- *Pressione per le commissioni*: i fondi *hedge* si trovano ora ad affrontare un mercato di acquirenti in cui i proprietari di grandi *asset* stanno esercitando il loro potere di negoziazione. Molti non pagano più ai fondi *hedge* le tradizionali commissioni "*due e 20*"¹³⁷, ma invece vengono ad accordi individuali. Infatti, alcuni fondi hanno eliminato totalmente le spese di

¹³⁷ "*Persino due o tre anni fa, si poteva iniziare con due e 20. Ora si è fortunati con uno e qualcosa*", M. DOHERTY, della società di consulenza PivotalPath, sulle commissioni per la gestione degli *hedge funds*.

gestione, basandosi esclusivamente sulle commissioni di performance. Dall'altra parte però, è previsto che i fondi che investono in alternative liquide, promettendo rendimenti simili a quelli prodotti dagli *hedge funds*, ottengano commissioni di performance inferiori o nulle più commissioni di gestione ben al di sotto del 2%.

- *Continuato basso rendimento del settore*: essendo mutati i rendimenti delle tradizionali classi di *asset*, gli investitori continuano a rivolgersi a classi di *asset* alternative per i rendimenti, la diversificazione e i livelli di bilancio dei rischi che richiedono.
- *Concentrazione del mercato*: gli investitori istituzionali preferiscono i fondi *hedge "big name"*, cercando la sicurezza nella loro reputazione e nelle loro performance storiche. Infatti, mentre il mercato dei fondi *hedge* continua ad evolversi e molto denaro istituzionale affluisce al suo interno, i migliori "giocatori" stanno assumendo una quota sproporzionata del business. Alla fine del 2008, *hedge funds* con AUM di oltre 5 miliardi di dollari rappresentavano il 56% di tutti i beni del settore; entro la fine del 2015, la cifra arriverà al 71%.

Come le tendenze degli ultimi anni si svilupperanno è incerto, così come il loro significato per il settore *hedge*. Guardando avanti entro il 2020 però, tramite l'analisi del *Boston Consulting Group*, possiamo definire tre possibili scenari per l'evoluzione del settore: *Momentum*, *Slowdown* e *Disruption* (sintetizzati nell'immagine seguente).

EXHIBIT 1 Three Scenarios for Hedge Funds Through 2020			
	MOMENTUM	SLOWDOWN	DISRUPTION
Market dynamics	<ul style="list-style-type: none"> Investment performance back to 2010–2014 levels Low-yield era continues, and most asset owners maintain their hedge fund allocation New opportunities in capital market space create new revenue opportunities 	<ul style="list-style-type: none"> Investment performance back to 2010–2014 levels Low-yield era continues, and most asset owners maintain their alternative investment allocation Increasing competitive pressures divert volumes from hedge funds and erode fees; new revenue opportunities somewhat compensate for this loss Hedge funds need to invest to maintain position 	<ul style="list-style-type: none"> Performance remains subdued (similar to 2015 and 2016) Clients drawn away from hedge funds Increasing competitive pressures further divert remaining volumes from hedge funds and erode fees Hedge funds need to invest significantly to survive
Impact	<ul style="list-style-type: none"> AuM growth continues to follow historical average, reaching \$3.5 trillion by 2020 Market polarizes with the largest hedge funds and niche players thriving while the middle of the market is squeezed Margins erode slightly (–5%), driven by modest fee erosion Move into solutions, alternatives, and passive investment accelerates 	<ul style="list-style-type: none"> AuM flattens or slightly decreases, with new volumes managed either directly or with new entrants Market polarization accelerates with the largest hedge funds and niche players thriving while the middle of the market is squeezed Investors look to few trusted hedge funds to meet targets Margins reduced significantly (–20%) as a result of fee erosion and increased capex 	<ul style="list-style-type: none"> AuM shrinks significantly (20–30%) Market polarization accelerates with very large and niche players winning and a large portion of the middle of the market wiped out Margins reduced significantly (–20%) as a result of fee erosion and increased capex
Source: BCG analysis.			

Figura 18 - I tre possibili scenari per gli *hedge funds*. (Fonte: BCG analysis)

- *Momentum* (impulso): previsto ritorno ai livelli di performance del 2010–2014, continua l’era del basso tasso di rendimento ma molti proprietari di *asset* mantengono le loro posizioni nei fondi *hedge*. Nuovi spazi nel mercato di capitali creano nuove opportunità di ricavi.

L’AUM continua a crescere fino a 3,5 mila miliardi di dollari entro il 2020. Nel mercato si mantengono i grandi *hedge funds* e i gestori di nicchia, mentre i gestori medi vengono messi alle strette. I margini si riducono leggermente (–5%) guidati da una modesta diminuzione delle commissioni.

Risulta necessario individuare soluzioni di investimento alternative;

- *Slowdown* (rallentamento): medesima situazione per performance e rendimenti rispetto alla precedente, ma previsto un aumento della competitività ed erosione delle commissioni, che porterà anche a nuove opportunità di ricavi. Gli *hedge funds* avranno bisogno di investire per mantenere le loro posizioni.

L'AUM si appiattisce o inizia leggermente a diminuire. Il mercato prevede la stessa situazione della precedente, ma i margini si riducono significativamente (-20%), a causa dell'erosione delle commissioni;

- *Disruption* (sconvolgimento): le performance rimangono contenute, come quelle appena registrate negli anni 2015-2016. I clienti si allontanano dagli *hedge funds*, aumenta ulteriormente la pressione competitiva, riducendo il volume dei fondi e riducendo le commissioni. I fondi *hedge* hanno bisogno di investire significativamente per sopravvivere.

L'AUM si contrae consistentemente (20-30%). Il mercato spazza via una larga parte dei gestori di classe media e infine i margini si ridurranno in maniera ancora maggiore.

Nessuna di queste vie sarà facilmente percorribile.

Anche la visione più positiva, in cui l'industria riprenderà lo slancio degli anni precedenti, prevedrà una trasformazione. L'industria, probabilmente, si dividerà bruscamente. I grandi fondi *hedge* diventeranno ancora più grandi e sempre più simili ai gestori di *asset* tradizionali in termini di prestazioni, prezzi ed efficienza operativa. Altri continueranno invece, a vivere lo spirito originale del fondo *hedge*, con offerte limitate, elevate prestazioni e tasse cospicue. Mentre gli *hedge* di medio livello ristagneranno, perderanno talento e si allontaneranno progressivamente dal mercato.

Nello scenario più grave, lo sconvolgimento, la struttura del mercato risulterebbe completamente trasformata e i fondi *hedge* subirebbero una riduzione significativa in profitti, commissioni e bonus. (Vedi figura 19)

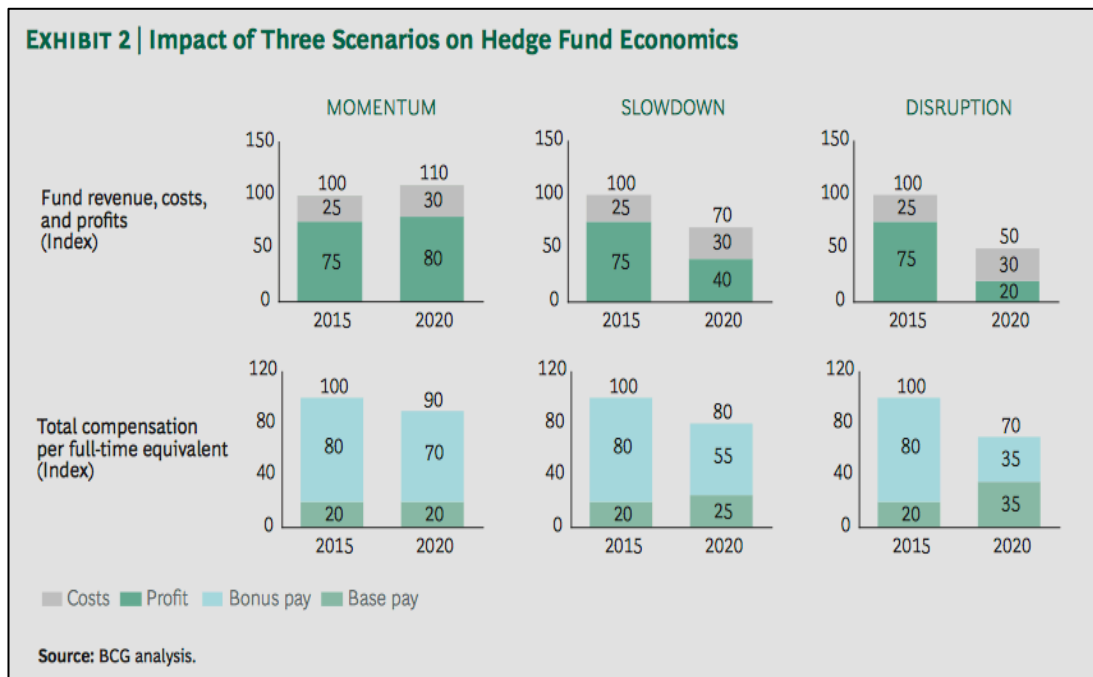


Figura 19 - Impatto dei tre scenari sull'economia degli *hedge funds*. (Fonte: BCG analysis)

Lo scenario del *momentum*, anche se è il più benigno, non rappresenta un dato scontato. Sfide più complesse potrebbero verificarsi e i fondi *hedge* dovranno essere pronti per anticiparle e per soddisfarle, nonostante si trovino ancora in una posizione di forza inferiore. Il fondo *hedge* del futuro dovrà fare le cose in modo molto diverso.

In primis dovrà abbracciare la rivoluzione tecnologica.

Con la tecnologia degli investimenti che avanza rapidamente, la ricerca di *alfa* superiori e il servizio clienti in aumento, crescerà sempre più l'utilizzo qualificato delle tecnologie di *data mining* (estrapolazione dati), di analisi e di modellistica di *market-and-portfolio*. Per acquisire competenze in queste aree, le aziende dovranno cambiare le modalità con cui ottengono le tecnologie, attraggono i talenti e gestiscono i propri sistemi interni:

- *Reperimento*: i fondi *hedge* avranno bisogno di più grandi "squadre di *intelligence*" per accedere alle migliori idee e competenze. Dovranno costruire nuovi modelli di *partnership* per sviluppare o ricercare tecnologie,

spesso collaborando con aziende di tecnologia o altri gestori di investimenti che potrebbero altrimenti diventare concorrenti;

- *Talento*: il modello di talento tradizionale del *hedge fund* è poco adatto per attrarre, sviluppare e trattenere talenti tecnologici. I fondi *hedge* necessitano di una nuova proposta di valore per i dipendenti, completi di una nuova tipologia di manager, di un ambiente di lavoro in stile tecnologico e anche di una posizione tecnologica importante come quella della *West Coast*. I fondi *hedge* devono diventare più basati sulla squadra e meno sul gestore, con una cultura che incoraggia l'innovazione;
- *Modello operativo*: mentre il progresso tecnologico accelera, i fondi *hedge* dovranno riorganizzarsi, in modo tale che facilitino l'adozione di nuove tecnologie. Ciò richiederà un'infrastruttura più flessibile e scalabile, con livelli di sicurezza sempre più alti, per proteggere i dati dei clienti e il capitale intellettuale del fondo *hedge*.

In *secundis*, dovranno attuare un focus, senza precedenti, sui clienti.

Nel mercato dei *buyers*, i clienti richiederanno sempre maggiori risorse ai fondi *hedge*: mandati su misura, servizi di consulenza a valore aggiunto, che vanno oltre gli investimenti particolari, e una più profonda integrazione tra *hedge fund*, loro clienti e clienti dei loro clienti. Per fornire questo miglior servizio, i fondi *hedge* dovranno cambiare *business models*, organizzazioni e strumenti aziendali:

- *Business models*: ci si aspetta una proliferazione di mandati su misura. Un numero crescente di grandi investitori richiederà il co-investimento nei mandati, come modo per ridurre le commissioni e acquisire capacità di gestione;
- *Organizzazioni*: Il miglioramento dei servizi di consulenza, di solito, richiede squadre di vendita e di servizio ai clienti, più grandi e più qualificate. Il personale che andrà ad interfacciarsi con la clientela, avrà bisogno di fondi di investimento cospicui, in modo tale che possa realizzare una migliore collaborazione con questi, al fine di adattare i mandati ai bisogni dei diversi clienti. Inoltre avranno bisogno di grandi squadre di supporto che possano eseguire analisi ad hoc per i clienti. Gli analisti del portafoglio e il personale

dei servizi dovranno poter agire quasi come estensioni delle “organizzazioni” dei loro clienti;

- *Strumenti*: i fondi *hedge* necessitano di strumenti che consentano ai clienti di accedere in tempo reale a informazioni chiave, inclusi dati di mercato, analisi di posizione e approfondimenti proprietari. Questi strumenti consentiranno agli *hedge funds* di influenzare i processi di investimento dei clienti, rendendo il fondo più trasparente e creando un legame unico tra le parti.

Infine, sarà necessario costruire un modello operativo agile e scalabile.

Le operazioni dei fondi *hedge* dovranno diventare flessibili o "agili", in modo che la connessione con i nuovi clienti possa essere stabilita rapidamente, i mandati potranno essere facilmente personalizzabili e nuove tecnologie potranno essere installate in pochi giorni, piuttosto che in mesi. Inoltre, l'efficienza, richiede anche che le operazioni siano scalabili, il che significa che i volumi delle masse gestite possano essere aumentati o diminuiti senza comportare un significativo aggravio sui costi. Sebbene la scalabilità derivi da un'offerta semplice, fornire ai clienti un servizio flessibile e personalizzato, inevitabilmente, introdurrà complessità. Un compromesso tra flessibilità ed efficienza dei costi sarà quindi inevitabile. Migliore sarà la tecnologia del fondo, migliore sarà il compromesso che si potrà ottenere.

Le operazioni e la tecnologia della maggior parte dei fondi *hedge* sono ormai lontani dall'ideale. La maggior parte si basa su *sistemi* sviluppati e mantenuti in proprio, che raggiungono una moderata agilità a un costo elevato. La revisione del modello operativo standard richiederà scelte radicali e grandi investimenti:

- *Scelte*: gran parte delle funzioni di supporto dei fondi *hedge*, potrebbero essere organizzate in maniera migliore e gestite da fornitori di terze parti, come i fornitori di tecnologia. Solo le attività fondamentali, quelle necessarie per differenziare veramente il principale investimento del fondo *hedge*, la gestione del cliente e la capacità di gestione del rischio, dovrebbero essere realizzate e mantenute in proprio;
- *Investimenti*: la trasformazione del modello di funzionamento richiede solitamente che la vecchia tecnologia e i precedenti processi vengano

eliminati e sostituiti. Si tratta di uno sforzo massiccio e pluriennale, durante il quale le nuove operazioni dovranno essere definite, realizzate, e testate, anche se nel mentre l'attività quotidiana dovrà continuare. Sebbene concettualmente semplice, la trasformazione comporterà notevoli spese di capitale e rischi di esecuzione.

I fondi *hedge* che potranno adottare tali cambiamenti e raggiungere il livello richiesto o la specializzazione, saranno preparati per affrontare le sfide in arrivo. Saranno in grado di mantenere i loro clienti, e la loro migliorata efficienza operativa permetterà loro di ottenere margini, nonostante le probabili riduzioni relative alle commissioni. Gli *hedge funds* che non riusciranno a riformare i loro modelli di business saranno fortunati a sopravvivere, incapaci di attirare talenti o investitori.

Il momento attuale del mercato e i bassi tassi di interesse, continueranno a sostenere l'industria per alcuni anni ancora.

Ma i gestori di *hedge funds* non potranno permettersi di esitare. Le sfide che gli si porranno davanti, dovranno essere affrontate attivamente, prima che sia troppo tardi.

Conclusioni

L'analisi fin qui svolta, ha avuto come obiettivo la descrizione del fenomeno dei fondi *hedge*, cercando di conferire chiarezza a questo settore di investimenti alternativi, così evanescente e sfuggente. L'analisi si articola secondo due differenti punti di vista.

Il profilo strettamente normativo (esaminando l'evoluzione legislativa in materia, passando da una disciplina nazionale alla nuova Direttiva AIFM) e il punto di vista economico, che delinea le caratteristiche, le tecniche di investimento e le *performance* generate dall'intero settore *hedge*.

Indubbiamente, il lavoro svolto dal legislatore europeo, che poi si è chiaramente ripercosso sul panorama italiano, risulta apprezzabile, in ragione soprattutto degli sforzi effettuati a tutela degli investitori e dei risparmiatori, soggetti sempre più indeboliti dal particolare contesto socio-economico e necessitanti di nuove tutele, in grado di fornire una rinnovata fiducia nei confronti dell'intero sistema finanziario.

Bisogna però, sottolineare come nel confronto con la disciplina italiana, la disciplina comunitaria, e quindi il nuovo Decreto 30/2015 con il quale è stata recepita nel nostro ordinamento, relativamente al settore degli *hedge funds*, non sia risultata come quella "rivoluzione copernicana" che i soggetti operanti nel settore si aspettavano.

Il livello di trasparenza, relativo a tali fondi, è senz'altro aumentato rispetto alla precedente disciplina prevista dal Decreto 228/1999, infatti si è realizzata una forte intensificazione dell'attività di *reporting* nei confronti delle autorità e dei clienti designati, trattando temi fino ad allora trascurati, come la dettagliata disciplina del *leverage*. Nonostante ciò permane, per tale categoria, una vastissima libertà, che addirittura prevede fattispecie in cui il regolamento del fondo non sia soggetto all'approvazione della Banca d'Italia.

Dal punto di visto economico invece l'introduzione del passaporto europeo, previsto dalla Direttiva AIFM, in contesti come quello italiano, dove il mercato dei fondi *hedge* è poco sviluppato, ha portato non molti effetti positivi, a scapito degli altri maggiormente competitivi.

Ciò emerge chiaramente dall'analisi dimensionale svolta nell'ultima sezione dell'elaborato. L'industria *hedge* sta attraversando un lungo periodo di crisi, che se non gestita in tempo, potrebbe portare all'estinzione dell'intero settore.

Molte dinamiche stanno trasformando gli *hedge funds*, ma il motivo principale che ha generato questa crisi è la diffusa sfiducia, da parte degli investitori, verso questo tipo di strumento. Nel corso degli anni, i fondi *hedge* non hanno offerto la protezione che ci si aspettava fossero in grado di garantire in periodi di crisi e nei corrispondenti cicli ribassisti. Tale comportamento non fu giustificabile per un prodotto la cui caratteristica era di resistere e ottenere profitti anche in situazioni straordinarie, a differenza dei classici fondi comuni. Così si generò un malcontento generale verso i fondi *hedge*, che insieme a diverse tendenze rischia di far sparire dal mercato questo strumento finanziario.

La soluzione individuata dagli esperti è l'adattamento, il cambiamento, per garantire la sopravvivenza. Molti studiosi, infatti, prevedono un futuro permeato da strutture *hedge* ibride e con l'industria che si incamminerà verso un processo di "pulitura" dei fondi mediocri, che non avranno la forza di riformare le loro strutture.

In definitiva, ci saranno sempre investitori a caccia di inefficienze o interessati a sviluppare e sperimentare strategie che puntino ad ottenere rendimenti superiori agli *asset* tradizionali, starà ai gestori *hedge* tornare a dimostrare la loro appetibilità.

BIBLIOGRAFIA

L. ACCIARI, M.BRAGANTINI, D.BRAGHINI, E.GRIPPO, P. IEMMA, M. ZACCAGNI, “*Contratti di finanziamento bancario, di investimento, assicurativi e derivati*”, 2016.

F. ANNUNZIATA, “*I fondi speculativi*”, in “*I contratti del mercato finanziario*”, Torino, 2011.

F. ANNUNZIATA, “*La gestione collettiva del risparmio e i fondi comuni d’investimento*”, in “*Manuale di diritto bancario e finanziario*”, a cura di F. CAPRIGLIONE, Wolters Kluwer, Trento, 2015.

F. ANNUNZIATA, “*Le categorie di OICR di diritto italiano dopo il recepimento dell’AIFMD*”, in “*Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*”, Milano, Marzo 2017.

P. ATHANASSIOU, “*Hedge Fund Regulation in the European Union*”, Kluwer Law International, 2009.

H. K. BAKER – G. FILBECK, “*Hedge funds: structure, strategies and performance*”, 2014.

H. K. BAKER, G. FILBECK, H. KIYMAZ, “*Mutual Funds and Exchange-Traded Funds: Building Blocks to Wealth*”, 2015.

R. BERTELLI – E. LINGUANTI, “*Analisi finanziaria e gestione di portafogli. Valutazione del rischio, tecniche di asset allocation, relative e absolute return, strumenti di analisi*”, 2015.

B. BEARDSLEY, R. FAGES, T. HAMMOUD, P. MOREL, R. SEN, “*Hedge funds: Down but Not Out*”, a cura di “*The Boston Consulting Group*”, Febbraio 2017.

M. BODELLINI, *“From systemic risk to financial scandals: the shortcoming of U.S. hedge fund regulation”*, in *“Brooklyn Journal Corporate Finance and Commerce”*, 2017.

F. BRUNO – A. ROZZI, *“Dalla sollecitazione all’investimento, all’offerta al pubblico di prodotti finanziari: una prima riflessione sul recepimento della Prospectus Directive nel mercato di capitali italiani”*, in *“Magistra Banca e Finanza”*, Luglio 2008.

T. CALDWELL, *“Introduction: the model for superior performance”*, 1995.

T. CALDWELL, *“Unified hedge fund classification”*, 1999.

D. CAPOCCI, *“The Complete Guide to Hedge Funds and Hedge Fund Strategies”*, 2013.

CAROTENUTO, *“Le misure attuative della Direttiva sui gestori dei fondi di investimento alternativi”*, Gennaio 2012.

A. DAMODARAN – O. ROGGI, *“Finanza aziendale. Applicazioni per il Management”*, Apogeo, 2015.

P. DE CARLI, *“Capitalismo avanzato e innovazione finanziaria”*, Giuffrè Editore, 2012.

DE GREGORI & PARTNERS, *“Investire in Hedge Funds”*, Milano, Aprile 2016.

A. DENEAULT, *“Offshore. Paradisi fiscali e sovranità criminale”*, 2015.

EUROHEDGE, *“EuroHedge Report”*, Maggio 2001.

- W. FUNG – D.A. HSIEH, “*A premier on hedge funds*”, working paper, 2013.
- W. FUNG – D.A. HSIEH, “*The Risk in the Hedge Fund Strategies: Theory and Evidence from trend followers*”, June 2015.
- M. GENTILI – R. VISCONTI, “*Gli Hedge Funds: modelli di business e valutazioni delle SGR speculative*”, in “*Banca e Banchieri*”, 2008.
- R. J. GILSON – R. H. KRAAKMAN, “*Markets efficiency after the fall: Where do we stand following the financial crisis?*”, 2008.
- S. GROSSMAN – J. STIGLIZ, “*On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*”, in “*The American Economic Review*”, 2008.
- E. GUFFANTI, “*La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni*”, in “*Le Società*”, Ottobre 2011.
- J. G. HAUBRICH, “*Some Lessons on the Long-Term Capital Management*”, Aprile 2007.
- J. C. HULL, “*Opzioni, futures e altri derivati*”, edizione italiana a cura di E. BARONE, Pearson, 2015.
- T. JAFFE – D. MACHAN, “*How the market overwhelmed the central banks*”, in “*Forbes*”, November 1992.
- A. KALETSKY, “*How Mr Soros made a billion by betting against the pound*”, in “*The Times*”, October 1992.
- T. KIRCHNER, “*Merger Arbitrage: How to Profit from Global Event-Driven Arbitrage*”, 2016.

J. LEDERMAN – R. A. KLEIN, *“Hedge Funds: Investments and Portfolio Strategies for Institutional Investors”*, Irwin, 1995.

V. LEMMA, *“The Shadow Banking System. Creating Trasparency in the Financial Market”*, Palgrave MacMillan, 2016.

M. LENER, *“Le garanzie nei finanziamenti dei fondi hedge (il cosiddetto prime brokerage)”*, Banca Borsa, 2007.

A.W. LO, *“Efficient Markets Hypothesis”*, in *“The New Palgrave Dictionary of Economics”*, a cura di S. N. DURLAUF – E. B. LAWRENCE, 2008.

C. L. LOOMIS, *“The Jones nobody keeps up with”*, in *“Fortune”*, April 1966.

L. LUCIANO, *“La direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi”*, in *Contratto e Impresa/Europa* n. 2/2011.

S. A. McCRARY, *“How To Create and Manage a Hedge Fund: a Professional Guide”*, 2012.

P. McGUIRE, *“Esposizione e grado di leva degli hedge funds: un’analisi temporale”*, Marzo 2015.

K. R. MIRABLE, *“Hedge Funds Investing: A Pratical Approach to Understanding Investor Motivation, Manager Profits and Fund Performance”*, 2016.

M. MOBOIUS, *“Mutual Funds: An Introduction to the Core Business”*, 2015.

M. MONTI – K. LEGUEL, *“Gestione alternativa: gli hedge funds nei portafogli tradizionali”*, in *“Rivista AIAF”*, 2005.

P. MUSILE TANZI, *“Manuale del Private Banker”*, 2016.

M. ORIANI – B. ZANABONI, *“Trattato di Private Banking e Wealth Management: il Private Banking, Volume I”*, 2016.

A. PACCES, *“The Role of Hedge Funds in Corporate Governance”*, Law Working Paper n. 353/2017, April 2017.

F. S. PARTNOY – R. S. THOMAS, *“Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation”*, in Vanderbilt University Law School and Economics Working Paper, 2006.

C. H. PEDERSEN, *“Efficiently Inefficient: How Smart Money Investments and Market Prices are Determined”*, 2015.

M. PELLEGRINI, *“Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi d’investimento”*, in *“Manuale di diritto bancario e finanziario”*, a cura di F. CAPRIGLIONE, Wolters Kluwer, Trento, 2015.

P. PIA, *“Hedge Funds: fondi speculativi o fondi di copertura?”*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2002.

F. PILUSO, *“Fondi Hedge attivisti nel contesto dello Shadow Banking: minaccia o opportunità?”*, 2015.

PRESIDENT’S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS, *“Hedge Fund, Leverage, and the Lessons of the Long-Term Capital Management”*, 1999.

J. RIVIERE, *“The future of Hedge Fund Regulation: A Comparative Approach, International finance seminar”*, April 2010.

J. ROHRER, *“The red-hot world of Julian Robertson”*, in *“Institutional Investors”*, May 1980.

M. ROSSI, “*Hedge Funds: una forma di investimento per pochi*”, in “Economia e Management 2”, 2005.

S. SATCHELL, “*Derivatives and Hedge Funds*”, 2016.

G. SAUDELLI, “*Il 2016 potrebbe essere l’anno di una nuova crisi finanziaria globale*”, in “Wall Street Italia”, Gennaio 2016.

N. SHILLER, “*Finanza shock. Come uscire dalla crisi dei mutui subprime*, Milano, 2008.

T. SCHNEEWES, “*Dealing with myths of Hedge Fund investment*”, in “The Journal of Alternative Investments”, 2002.

G. SOROS, “*Soros on Soros: Staying Ahead on the Curve*”, New York: John Wiley & Sons, Inc, 1995.

G. SOROS, “*The Alchemy of Finance*”, New York: John Wiley & Sons, Inc, 2003.

D. P. STOWELL, “*Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity*”, 2017.

D. A. STRACHMAN – R. S. BOOKBINDER, “*Fund of funds investing: A roadmap to portfolio diversification*”, 2013.

R. M. THALER, “*Misbehaving*”, New York – London, 2015.

TREMONT & TASS, “*The case for Hedge Funds*”, 2006.

D. ZETZSCHE, “*The Alternative Investment Fund Managers Directive*”, London, 2012.

SITOGRAFIA

ASSOGESTIONI, “*Il rendimento storico degli hedge funds*”, disponibile all’indirizzo <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,443,0,49,html/il-rendimento-storico-degli-hedge-funds>.

BORSA ITALIANA, *La direttiva MIFID*”, disponibile all’indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/mifid.htm>, 2007.

BORSA ITALIANA, “*Cosa è un fondo hedge?- parte prima*”, disponibile all’indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/fondohedge.htm>, 2010.

G. CANDITA, “*Hedge Funds*”, Centro Studi Finanza.it, disponibile all’indirizzo http://www.centrostudifinanza.it/index.php?option=com_content&view=article&id=45&Itemid=85, 2012.

G. DEFENDI, “*I Coefficienti alfa e beta*”, in “Milano Finanza”, disponibile all’indirizzo <https://www.milanofinanza.it/news/i-coefficienti-alpha-e-beta-201007281039564639>, 2011.

M. C. FURIO’, “*Hedge funds*”, in “ANSA.it”, disponibile all’indirizzo https://www.ansa.it/sito/notizie/economia/finanza_personale/static/hedgefund.html, 2011.

D. FRIEDLAND, Direttore della Magnum Group of Funds, in www.magnumfund.com, 2002.

R. GIALANELLA, “*Hedge fund, ancorati al binomio rischio rendimento*”, in “FondiOnli.it, indirizzo diponibile <https://www.fondionline.it/news-fondi/00018058-hedge-fund-ancorati-al-binomio-rischio-rendimento.html>, Aprile 2017

A. GRECO, “*Gli hedge fund dietro la lavagna: costosi, poco creativi e in perdita*”, in “La Repubblica”, disponibile all’indirizzo http://www.repubblica.it/economia/affari-e-finanza/2016/05/16/news/gli_hedge_fund_dietro_la_lavagna_costosi_poco_creativi_e_in_perdita-139959991/, Maggio 2016.

R. LEVY, “*I magnifici sette gestori di hedge fund che hanno guadagnato 10,6 miliardi nel 2016*”, in “Business Insider UK”, disponibile all’indirizzo <https://it.businessinsider.com/i-magnifici-sette-ecco-chi-ce-alla-guida-degli-hedge-fund-di-maggior-successo-al-mondo/>, Febbraio 2017.

R. LEVY, “*Volete lanciare un hedge fund? Ecco cosa dovete sapere*”, in “Business Insider Italia”, disponibile all’indirizzo <https://it.businessinsider.com/volete-lanciare-un-hedge-fund-ecco-cosa-dovete-sapere/>, Aprile 2017.

M. LONGO, “*Shadow banking: 34mila miliardi a rischio*”, in “Ilsole24ore”, disponibile all’indirizzo <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-05-11/shadow-banking-34mila-miliardi-rischio-063840.shtml?uuid=AEL8uIKB>, Maggio 2017.

M. MAGGI, “*Paradiso Cayman*”, in “L’Espresso”, disponibile all’indirizzo, <http://espresso.repubblica.it/affari/2013/03/05/news/paradiso-cayman-br-1.51400>, Marzo 2015.

Dipartimento di Economia e Finanza

**Tesi di laurea in Diritto dei mercati e degli intermediari finanziari
corso progredito**

**GLI *HEDGE FUNDS*: ANALISI NORMATIVA,
STRUTTURALE E PROSPETTICA, CON FOCUS SUL
PANORAMA NAZIONALE**

RELATORE

Prof. ssa Mirella Pellegrini

CORRELATORE

Prof. ssa Sabrina Bruno

CANDIDATO

Simone Dell'Aquila
Matr. 672931

ANNO

2016/2017

INDICE

Introduzione	6
---------------------	---

CAPITOLO I

Gli *Hedge Funds*: le origini e la regolamentazione

1.3. La nascita degli <i>Hedge Funds</i>	8
1.4. Il quadro normativo italiano ed europeo: la situazione prima della AIFMD	12
1.2.1. Il Decreto Ministeriale 24 Maggio 1999 n. 228	14
1.2.2. Le prospettive di regolazione sul piano comunitario	22
1.3. La Direttiva 2011/61/UE AIFM	26
1.3.1. Obiettivi e recepimento del testo normativo in Italia	30
1.3.2. Il Decreto Ministeriale 5 Marzo 2015 n. 30 e i FIA riservati	32

CAPITOLO II

Le peculiarità degli *Hedge Funds*

2.1. Definizione e caratteri degli <i>Hedge Funds</i>	40
2.1.1 Caratteristiche operative e funzionali	40
2.1.2. Struttura organizzativa	46
2.1.3. Il <i>Risk Management</i>	50
2.2. Forme di gestione alternative: fondi <i>off-shore</i> e fondi di <i>Hedge Funds</i>	52
2.2.1. Fondi <i>off-shore</i>	52
2.2.2. Fondi di <i>Hedge Funds</i>	54
2.3. I <i>Mutual Funds</i> : analogie e differenze	57

CAPITOLO III

Strategie d'investimento

3.1. Il processo di investimento in un <i>Hedge Fund</i>	63
3.2. Una complessa classificazione	64
3.3. La ricerca di un risultato assoluto	65
3.4. Strategie non direzionali	68
3.4.1. <i>Market neutral</i> o <i>Relative value</i>	68
3.4.1.1. <i>Convertible arbitrage</i>	69
3.4.1.2. <i>Fixed-income arbitrage</i>	71
3.4.1.3. <i>Equity Market neutral</i>	71
3.4.2. <i>Event-driven</i>	72
3.4.2.1. <i>Merger arbitrage</i>	74
3.4.2.2. <i>Distressed securities</i>	75
3.5. Strategie direzionali	76
3.5.1. <i>Long/short equity</i>	77
3.5.2. <i>Sector strategy</i>	78
3.5.3. <i>Emerging markets</i>	80
3.5.4. <i>Global macro</i>	81
3.5.5. <i>Short selling</i>	82

CAPITOLO IV

Performance e prospettive future

4.1. Dimensioni del settore	84
4.1.1. La realtà nazionale	91
4.2. Valutazione performance	94
4.3. Possibili scenari futuri	101

Conclusioni	111
Bibliografia	113
Sitografia	119

CAPITOLO I

GLI *HEDGE FUNDS*: LE ORIGINI E LA REGOLAMENTAZIONE

Il primo *hedge fund* della storia venne fondato, attraverso una *privata partnership*, da Alfred Winsol Jones nel 1949.

La strategia utilizzata da questo veicolo di investimento era piuttosto semplice, era prevista l'applicazione di due differenti tecniche, che se utilizzate singolarmente comportavano l'assunzione di elevati rischi, ma se opportunamente combinate, permettevano di realizzare una gestione più aggressiva assumendo un rischio relativamente contenuto. Le tecniche utilizzate erano: la "vendita allo scoperto" e la "leva finanziaria". Jones selezionando titoli "sottovalutati", con potenzialità di crescita superiori a quella prevista per il mercato di riferimento, e titoli "sopravvalutati con tendenza opposta, riteneva di poter ottenere alti rendimenti da un portafoglio limitando al massimo il rischio. In oltre assumeva le proprie posizioni utilizzando risorse finanziarie prese a prestito, garantite dal suo capitale (*leverage*), per incrementare le aspettative di guadagno. Emerge chiaramente come questa strategia permetteva di generare risultati positivi, indifferentemente dal *trend* di mercato (*market neutral*), qualificandosi come una strategia di contenimento del rischio. Ciò può risultare molto singolare, in quanto tale categoria di fondi, è oggi universalmente conosciuta per essere altamente speculativa e rischiosa.

Sulla scia dell'esempio di Jones, nacquero moltissimi fondi *hedge* negli anni successivi all'interno del panorama statunitense. I seguenti gestori applicarono strategie d'investimento simili alla primitiva, ma spesso anche più aggressive e speculative generando sia grandi successi, come il caso di George Soros, ma anche grandi insuccessi, come il caso LTCM, che rese necessaria e urgente la ricerca di una chiara regolamentazione, che potesse diradare quella foschia che caratterizzava l'universo *hedge*.

Verso la fine degli anni '90, tali fondi hanno iniziato ad imporsi anche in Europa seguendo il *trend* Usa, arrivando in poco tempo a gestire una raccolta di circa 7,3 miliardi di dollari. Questo ha fatto sì che anche in Europa iniziassero ad essere varate specifiche regolamentazioni per vigilare su questi ultimi. Inizialmente non esisteva

un approccio legislativo comunitario e ciascun Paese agiva in maniera autonoma, venendosi così a creare un panorama frammentato, piuttosto confuso e soprattutto in continua evoluzione. La svolta fondamentale arriverà solo attraverso l'emanazione della Direttiva Comunitaria AIFM 2011/61/UE (*Alternative Investment Fund Managers*), la quale andrà a disciplinare per la prima volta, in modo uniforme, la gestione dei fondi "alternativi" (non UCITS). Precisazione necessaria per il proseguo dell'elaborato è che, gli *hedge funds*, saranno estremamente toccati dalla precedente Direttiva perché appartenenti alla particolare categoria dei fondi "alternativi". Fino al completo recepimento della Direttiva AIFM, gli *hedge funds* in Italia vennero, quindi, disciplinati dalla vecchia normativa nazionale del 1999.

Col Decreto Ministeriale 24 Maggio 1999 n. 228 (modificato più volte nel corso della sua storia), la legislazione italiana introdusse nel nostro paese la nuova categoria dei fondi *hedge*. L'art. 16 individuava questa tipologia sotto il nome di "fondi speculativi", traduzione piuttosto forte, in quanto letteralmente il termine "*hedge*" era tradotto con "copertura" o "siepe", proprio per incarnare le strategie difensive utilizzate del suo creatore Jones. Dal sopracitato articolo, affiorano le diverse peculiarità strutturali e disciplinari dei fondi speculativi.

Dal primo comma, emergeva chiaramente, la caratteristica principale di tali fondi: grande "libertà", per quanto riguarda limiti e criteri di investimento. Potevano, infatti, derogare i divieti stabiliti dalla Banca d'Italia e definire politiche di investimento e profili di rischio del tutto diverse da quelle previste in via generale. A conferma della notevole flessibilità che la disciplina li riconosceva, non venivano formulate precise indicazioni sugli investimenti che potevano essere fatti. Tale ampia libertà veniva, però, bilanciata dall'imposizione di un'informativa all'investitore completa e trasparente che si esplicava nella redazione del "regolamento" del fondo. Quest'ultimo, infatti, doveva menzionare, oltre l'oggetto d'investimento, le limitazioni autoimposte, le modalità di sottoscrizione e rimborso delle quote, la rischiosità dell'investimento, le deroghe ai divieti e alle norme prudenziali di frazionamento e contenimento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia. Tutte queste informazioni furono inserite a beneficio dei sottoscrittori, i quali dovevano essere ben consapevoli di scegliere uno strumento con minori forme di

tutela e maggiore rischio, rispetto alle forme d'investimento tradizionale (comma 5 e 6). Dai precedenti commi, invece, emerge l'idea generale del fondo speculativo come fondo "tendenzialmente riservato", che acquista una posizione di nicchia all'interno dell'ambito del risparmio gestito in Italia. Pur non prevedendo, in maniera diretta, specifiche categorie di investitori, come capitava per i fondi "riservati", i fondi speculativi divennero oggetto soprattutto di investitori esperti o dotati di non scarse risorse finanziarie. Questo perché, la disciplina prevedeva una quota iniziale di ammontare minimo di 500.000 euro ed inoltre, era vietata l' "offerta al pubblico", quindi previste solo offerte personalizzate e non standardizzate, mediante contatti personali e diretti, andando così a restringere ulteriormente il *range* dei potenziali partecipanti. Inoltre altra particolarità individuata dal Decreto, era la definizione di una SGR speculativa, ovvero venivano previsti casi in cui i fondi speculativi potevano venire gestiti solamente da SGR che avevano come oggetto esclusivo l'istituzione o la gestione di tali fondi.

Contestualmente lo scoppio della crisi finanziaria del 2008, e lo svolgersi delle fasi più acute della stessa, posero all'attenzione dei regolatori internazionali una serie di pressanti questioni attinenti alla struttura e al contenuto della disciplina dei mercati finanziari. In tale ambito, risultò evidente, la necessità di pervenire sulla disciplina dei fondi "alternativi", per i quali si auspicava, da più parti, una revisione delle attuali regole, ed inoltre si palesò la debolezza complessiva dell'intero sistema finanziario e la responsabilità (reale o meno) a carico dell'industria dei fondi alternativi. In questo contesto, sulla scia della Direttiva UCITS 1985/611/CEE (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*), nacque la Direttiva AIFM 2011/61/UE , la quale aveva l'ambizioso obiettivo di creare un mercato europeo dei gestori dei fondi diversi dagli UCITS, mediante la definizione di un quadro di riferimento armonizzato per la regolamentazione in materia di autorizzazione, funzionamento e trasparenza del soggetto gestore.

La Direttiva AIFM va a disciplinare i "soggetti", ovvero i gestori dei fondi "alternativi" e non direttamente questi, al contrario della Direttiva UCITS. Questo perché la categoria dei fondi alternativi, definita come la tipologia di tutti gli organismi d'investimento collettivo che raccoglievano "*capitali da una pluralità di*

investitori al fine di investirli in conformità di una politica di investimento ben definita a beneficio di tali investitori” e che non necessitavano di un’autorizzazione ai sensi della Direttiva UCITS IV, era decisamente troppo vasta per prevedere singole disposizioni per specifiche situazioni.

Dunque, gli obiettivi della AIFMD, oltre a quello di generare una regolamentazione e una vigilanza uniforme a livello comunitario, per promuovere la commercializzazione dei fondi alternativi all’interno dell’Unione Europea, riguardavano la tutela degli interessi degli investitori, la salvaguardia degli investimenti e l’ampliamento della trasparenza nei confronti del mercato.

La Direttiva AIFM è stata recepita nell’ordinamento italiano attraverso un lungo procedimento normativo, conclusosi con il Decreto del Ministero dell’Economia e delle Finanze del 5 Marzo 2015, n. 30, di attuazione dell’art. 39 del TUF, concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli OICR italiani. Tale Decreto risulta fondamentale per il contesto *hedge* italiano, in quanto esso andrà ad abrogare il Decreto 228/1999, insieme alla disciplina dei “fondi speculativi”, ed introdurrà una nuova struttura delle categorie degli OICR italiani.

Secondo la giurisprudenza, gli *hedge funds* venivano riclassificati nella generica classe dei “fondi di investimento alternativi (FIA) italiani”, ma qualora, come di regola era previsto, l’investimento nel fondo fosse consentito solo ad investitori professionali, il TUF, inquadrava gli *hedge funds*, in una più specifica tipologia detta: “FIA italiani riservati”. La quale, tuttavia, non comprendeva solo i fondi *hedge*, ma anche i fondi “riservati” e qualsiasi altro fondo che fosse, per l’appunto, riservato a investitori professionali.

Dall’art. 14 del d.m. 30/2015, che definisce le peculiarità della nuova categoria di fondi, emergono le analogie e i contrasti rispetto alla precedente disciplina, regolante gli antecedenti fondi speculativi.

Il primo comma evidenzia il carattere “riservato” del fondo, in maniera diretta, a differenza dei fondi speculativi, definendo gli investitori professionali, come categoria prediletta tra i diversi clienti. Inoltre viene definita in maniera esplicita la scelta della forma “aperta” o “chiusa”, da utilizzare per l’istituzione del fondo, mentre nella fattispecie speculativa si presentava la stessa libertà di scelta, ma veniva

intuita dal contesto generale della normativa. Il comma successivo invece, permette la sottoscrizione di quote del fondo anche a investitori non professionali, ma con l'obbligo di un ammontare minimo di 500.000 euro. Tale obbligo, tra l'altro, riguarda solo questa categoria di investitori, infatti capita spesso che all'interno del regolamento del fondo vengono indicati distinti ammontare in base alle distinte categorie di clienti.

Anche in questo caso l'art. 14 prevede un regolamento del fondo abbastanza dettagliato, ed oltre a prevedere elementi di portata generale, come quelli previsti dalla normativa precedente, vengono individuati caratteri più specifici. Per esempio devono essere indicati il livello massimo della "leva finanziaria", il "limite d'investimento", le tecniche di investimento e diversi altri dettagli, tutto per aumentare la trasparenza di tali strumenti. Infine è previsto un ultimo comma che definisce la commercializzazione delle quote del fondo.

Inoltre, al di fuori del d.m. 30/2015, sarà prevista una vigilanza ulteriore per i fondi *hedge* rispetto agli anni precedenti, ripartita tra CONSOB e Banca d'Italia, a livello informativo, ispettivo e regolamentare, prevedendo anche sanzioni penali.

CAPITOLO II

LE PECULIARITÀ DEGLI *HEDGE FUNDS*

L'industria complessiva degli *hedge funds* è dominata da grande eterogeneità.

All'interno di questo settore però, si possono trovare alcune linee guida comuni a tutta la categoria.

L'obiettivo che viene sempre rispettato, nonché la principale caratteristica che distingue questi fondi, riguarda la realizzazione di una "performance assoluta". Gli *hedge funds* realizzano una gestione "attiva", indipendente dall'andamento del mercato, ovvero non si propone di replicare o superare un indice di borsa (preso come *benchmark*), ma fissa un valore assoluto da raggiungere ogni anno, mantenendo al tempo stesso, entro una soglia massima, il livello di volatilità della quota. Ulteriore caratteristica, che contraddistingue gli *hedge funds*, riguarda l'utilizzo di strumenti e strategie d'investimento sofisticate e non convenzionali, che li permettono di ottenere guadagni e vantaggi laddove la maggioranza degli investitori e dei fondi tradizionali perde denaro. Parliamo di:

- *Short selling*: operazione finanziaria che consiste nella vendita di strumenti finanziari non posseduti, con successivo riacquisto. Si effettua, se si ritiene che il prezzo al quale gli strumenti finanziari si riacquisteranno, sarà inferiore al prezzo inizialmente incassato attraverso la vendita;
- Utilizzo di *derivati* (opzioni e *futures*): strumenti molto utilizzati per aumentare a dismisura i rendimenti, ma allo stesso tempo anche i rischi corsi;
- *Hedging*: strategia di copertura, attraverso vendite allo scoperto ed uso di derivati;
- *Leverage*: indebitamento al fine di investire il denaro preso a prestito, in modo tale da aumentare i possibili guadagni, ma allo stesso tempo, con l'effetto collaterale, di aumentare anche le possibili perdite.

Altro elemento caratteristico degli *hedge funds* riguarda la regolamentazione a cui sono soggetti, piuttosto blanda (se comparata con i fondi comuni), la trasparenza e le regole cogenti di contenimento e concentrazione del rischio che ne derivano.

La struttura organizzativa tipica degli *hedge fund* italiani si differenzia rispetto a quella degli stessi fondi esteri, ma si può riscontrare una caratteristica comune: l'esternalizzazione della gestione operativa, o meglio, di parti rilevanti di tale gestione a soggetti terzi. Questo conferisce al fondo due vantaggi. Innanzitutto permette di ridurre i costi fissi, in quanto i costi della gestione operativa diventano costi variabili in base alla mole di lavoro esternalizzata. Inoltre tale struttura aiuta a risolvere le problematiche legate alla scarsa trasparenza del fondo: esternalizzare la gestione operativa a soggetti più grandi e con una certa reputazione nel mercato indica agli investitori che la gestione finanziaria è affidata a professionisti e quindi sottoposta ad un controllo continuo e più sicuro.

Il modello di struttura organizzativa di un *hedge fund* "estero" prevede la partecipazione di diversi soggetti: *Management Company*, il *Prime Broker*, l'*Administrator*, l'*Auditor* e gli investitori.

Il *Prime Broker* ricopre, probabilmente, il ruolo più importante, fornendo un insieme eterogeneo di servizi finanziari attraverso i quali si concretizzano le scelte maturate dai gestori sui mercati, e altri di supporto alle attività amministrative. Svolge un ruolo di finanziatore del gestore, concedendo linee di credito e prestando i titoli necessari per dar luogo a vendite allo scoperto e acquisendo direttamente idonee garanzie a fronte del credito erogato al fondo, inoltre è disposto ad assumersi il rischio di credito nei confronti dell'*hedge fund*. Inoltre svolge servizi di detenzione e deposito delle disponibilità liquide e dei valori mobiliari del fondo.

Nel modello organizzativo adottato dagli *hedge funds* italiani, questa figura è presente raramente ed è generalmente straniero, vista la quasi presenza nulla sul territorio italiano. Manca anche la figura dell'*Administrator*, ma sono presenti la Banca Depositaria, l'*Advisor* e una SGR come gestore (nella maggior parte dei casi è una SGR, ma ciò non toglie che possa essere un GEFIA o ogni altro soggetto autorizzato dall'art. 32-quarter del TUF) al posto della *Management Company*.

In realtà la forma principale con cui si concretizzano gli *hedge funds* in Italia è una forma di gestione alternativa: i *funds of funds*.

La struttura del fondo di fondi è generalmente l'unica percorribile per gli *hedge*, in quanto in Italia è quasi totalmente assente la figura indispensabile del "*Prime*

Broker” ed inoltre l’industria italiana dell’*hedge* è relativamente giovane, e probabilmente non possiede ancora all’interno il *know how* necessario alla costituzione di fondi puri che possano entrare in concorrenza diretta con case ben più radicate nel settore. I *fund of funds* sono fondi caratterizzati dal fatto che il loro portafoglio non sia composto da titoli e derivati, ma da quote di altri fondi, in questo caso *hedge*. Il compito del gestore è di scegliere e allocare il patrimonio a disposizione, in quote di *hedge fund* gestiti da altri gestori. Il fondo di fondi migliore è quello che riesce a selezionare i migliori fondi *hedge* degli altri gestori, per farlo sono previste analisi quantitative e qualitative, relative alle *performance* storiche, alle strategie d’investimento utilizzate, all’esperienza dei gestori e a molti altri dati.

Solitamente un fondo di fondi è meno rischioso di un fondo *hedge* in quanto è composto da fondi diversi non correlati fra loro, di conseguenza anche il rendimento ne risente, risulterà inferiore, se confrontato con quello realizzato dalle altre strategie degli *hedge*, ma più stabile. Inoltre sono previste diverse strategie che possono essere applicate nella selezione degli *hedge* da parte dei fondi di fondi, come: *target return*, *maximal return approach*, *dedicated strategy* e la *multistrategy*, la più comune in Italia.

Oltre alle peculiarità definite precedentemente, esistono altre caratteristiche che distinguono i fondi *hedge* dai *mutual funds* (fondi comuni d’investimento).

La particolare struttura commissionale è uno di questi elementi. I *mutual funds* in genere richiedono una remunerazione proporzionale agli *asset* in gestione. I gestori di *hedge funds* sono remunerati, invece, attraverso una commissione di gestione (*Management Fee*) fissa, pari a 1%-2,5% e una commissione sulle performance (*Performance Fee*) realizzate pari a 10%-30%.

Ulteriori differenze riguardano ad esempio: il calcolo del NAV, che nei *mutual* avviene giornalmente, mentre negli *hedge* avviene mensilmente; la durata del fondo, tempi molto più lunghi per gli *hedge*; quote minime di sottoscrizione molto più elevate per gli *hedge* rispetto ai *mutual*.

CAPITOLO III

STRATEGIE DI INVESTIMENTO

Contrariamente a quanto sarebbe naturale pensare, le strategie generalmente impiegate dagli *hedge funds* non sono né nuove, né monopolio di tali gestori. La maggior parte di queste, infatti, sono adottate da imprese e banche d'investimento di *Wall Street*, da alcuni decenni.

Gli *hedge funds* sfruttano un'ampia varietà di stili di investimento e rappresentano una realtà variegata. Le strategie impiegate mostrano un livello di differenziazione decisamente superiore a qualsiasi altra forma di investimento, proprio a causa della loro eterogeneità. Esistono dunque evidenti problemi quando si cerca di effettuare una classificazione delle diverse strategie perseguite dai gestori di fondi *hedge* che sia condivisa e onnicomprensiva. Le tecniche di investimento sono infatti potenzialmente infinite, poiché sono innumerevoli e in continua evoluzione le strategie intraprese dai *fund managers* e le loro combinazioni: ogni classificazione dei fondi *hedge* deve tener conto della presenza di fondi con natura ibrida, cioè che implementano comportamenti appartenenti a diversi stili di investimento.

Secondo le statistiche che riportano le quote di mercato detenute dalle maggiori strategie di *hedge funds*, risulta evidente come il peso delle strategie varia col mutare delle opportunità offerte dal mercato e in relazione al cambiamento della composizione degli investitori. Una strategia che consegue elevati rendimenti tende ad alimentare l'aumento dimensionale e numerico degli *hedge funds* che la perseguono, sia attraverso l'incremento del patrimonio, a seguito degli utili conseguiti e ai conferimenti di nuovi soci, sia attraverso la maggior attrattiva che esercita su potenziali nuovi gestori. Viceversa, una strategia che non raggiunge più le buone performance del passato, subisce un graduale abbandono o, in alternativa, una sorte di trasformazione.

Come si è precedentemente enunciato, ciò che contraddistingue gli *hedge funds* e che accomuna le sue strategie, è la ricerca di un risultato assoluto. Per raggiungere tale rendimento i gestori di *hedge funds* contano su due punti di forza: la notevole flessibilità con cui spaziano fra varie classi d'investimento e l'impiego di strategie

dinamiche, che frequentemente comportano l'uso della vendita allo scoperto, della leva finanziaria e degli strumenti derivati.

L'ampia varietà di strategie adottate dagli *hedge funds* deriva sostanzialmente da due diversi atteggiamenti che il gestore può assumere nella ricerca delle possibili distorsioni fra i prezzi del mercato finanziario.

Il primo approccio, cosiddetto *Directional* (o *Market Timing*), consiste in un continuo investimento e disinvestimento, in seguito alla previsione formulate circa i movimenti di prezzo che avrà il mercato o un particolare strumento finanziario. Sono le più aggressive, in quanto cercano di generare profitti scommettendo sulla direzione assunta dai prezzi delle valute, delle azioni e dei beni sui mercati. Esse sono tipicamente caratterizzate da un maggior volatilità di portafoglio e da *performance* non del tutto svincolate all'andamento del mercato di riferimento, molto più esposte rispetto alle strategie neutrali. Le tecniche che rientrano in questa classe sono: *long/short equity*, *sector strategy*, *emerging market*, *global macro* e *short selling*.

Al contrario, il secondo atteggiamento, detto *Non – Directional*, non formula previsioni sull'andamento del mercato o del singolo strumento, piuttosto tenta di trarre profitto sfruttando un'ampia e variegata serie di opportunità, derivanti da temporanee anomalie strutturali dei mercati o da sfasamenti di *pricing* di strumenti correlati. Rientrano in questo stile di investimento le seguenti categorie, che a loro volta si suddividono in subcategorie: *market neutral* e *event driven*.

Le strategie di *market neutral* non cercano di trarre vantaggio dall'andamento crescente o decrescente del mercato, ma hanno come obiettivo la creazione di un portafoglio neutro rispetto ai movimenti del mercato, attraverso la selezione di titoli che presentano anomalie nei prezzi. Tra le diverse subcategorie appartenenti a questa macro-classe, si individuano: *convertible arbitrage*, *fixed income arbitrage* e *equity market neutral*.

Le strategie *event driven*, invece, cercano di trarre vantaggio dalle opportunità che si verificano durante il ciclo di vita dell'impresa o che si presentano in seguito ad eventi societari straordinari e rilevanti (come ad esempio fallimenti, ristrutturazioni

finanziarie, fusioni, scorpori). L'opportunità di investimento è legata all'incertezza circa l'esito dell'evento, mentre la redditività del medesimo dipende dalla corretta capacità di previsione. La caratteristica peculiare che distingue questa macro-classe rispetto alla precedente è che il portafoglio è costituito per lo più da posizioni lunghe, ossia l'esposizione netta al mercato è positiva: in questo caso particolare è possibile ottenere dei profitti solo in caso di rialzo del mercato, anche se comunque non sono del tutto assenti strumenti di copertura. La chiave del successo di questa strategia è rappresentata dalla gestione del *deal risk*, vale a dire il rischio che un'operazione annunciata dall'impresa target possa poi non essere conclusa. Per tutelarsi dal rischio di erronee previsioni, è necessario elaborare accurate diversificazioni di portafoglio. Tra le subcategorie che utilizzano tale strategia si distinguono quelle che operano su più eventi aziendali (dette *event driven multistrategy*) da quelle che si specializzano in singole operazioni tra cui: *merger o risk arbitrage* e *distressed security*.

CAPITOLO IV

PERFORMANCE E PROSPETTIVE FUTURE

Stime attendibili circa la dimensione complessiva dell'universo *hedge funds* sono alquanto difficili da ottenere. Innanzitutto perché esistono diversi database che raccolgono dati sui rendimenti e sulle performance degli *hedge funds*, ad esempio quelli di HFR, Preqin e Credit Suisse. I quali si sovrappongono solo in minima parte e quindi forniscono dati che differiscono fra loro, anche in misura notevole.

Uno dei motivi principali, riguarda la forte riservatezza che caratterizza il settore. Gli *hedge funds* forniscono informazioni sui propri rendimenti difficilmente.

Questo perché temono che le proprie strategie possano essere impiegate da altri fondi riducendone il vantaggio competitivo, oppure nel caso opposto dei fondi falliti, perché si vuole evitare che la cattiva pubblicità possa intaccare la reputazione e la stabilità di altri fondi *hedge* gestiti dalla medesima SGR. Tenderanno invece ad aderire ai database i fondi che vogliono farsi conoscere sul mercato, che intendono attrarre ulteriori fondi in gestione e che possono mostrare storie di rendimenti positivi. A causa della divergenza dei dati sui fondi *hedge*, dipende dall'assenza di chiarezza circa la loro definizione. A seconda dei criteri, più o meno ampi, utilizzati dagli analisti, si potranno, infatti verificare diversi conteggi del numero dei fondi *hedge* e di conseguenza del patrimonio in gestione. Queste tendenze hanno influito così, sugli indici di *hedge funds*, generando il cosiddetto “*backfill bias*” (o *instant-history bias*), ovvero una distorsione verso l'alto legata al fatto che quando un *hedge fund* aderisce ad un certo indice, l'indice viene ricalcolato anche per il passato per includere la storia disponibile di quello specifico fondo. La distorsione quindi nasce proprio dalla tendenza dell'indice ad includere maggiormente *hedge funds* che hanno avuto rendimenti positivi in passato, piuttosto che rendimenti storici negativi.

L'immagine parziale proposta da questi database dipende anche da altri motivi.

Il “*survivorship bias*” per esempio, è un'altra distorsione la quale prevede che in uno specifico indice non vengano compresi gli *hedge funds* chiusi e vengano eliminati dal

calcolo, togliendone anche le performance passate. Dunque, dal momento che, generalmente le performance legate a fondi che stanno per chiudere sono più basse di quelle degli *hedge* che “sopravvivono” al mercato, ne consegue che gli indici tenderanno a sopravvalutare il rendimento di questa categoria di fondi.

Detto questo, le analisi sulla dimensione del settore vengono realizzate grazie a dati forniti da HFR e MondoAlternative, relativi alla massa di *asset* gestita dal settore e dal numero di fondi attivi, sia a livello internazionale, che nazionale.

Tramite i dati di Standar&Poor’s sono inoltre individuate le zone geografiche dove si realizzano maggiormente i fondi *hedge* e i settori del mercato in cui investono con più vigore. Le performance, invece, vengono valutate tramite indici, definiti dalle aziende di ricerca, relativi ai rendimenti degli *hedge funds*.

Ciò che emerge chiaramente da questo studio, è una costante ascesa del settore fino al 2008, e successivamente alla crisi dei mutui *subprime* un’involuzione generale dell’industria *hedge*, più marcata a livello nazionale, accompagnata da altre due crisi nelle performance, verificatesi nel 2011 e a cavallo tra il 2015 e il 2016.

Per la maggior parte dei fondi *hedge*, il 2016 è stato un anno difficile. Gli *hedge funds* non si trovano ad affrontare un semplice periodo di performance sottotono, ma bensì una crisi critica, che se non gestita in tempo, potrebbe portare all’estinzione dell’intero settore. L’adattamento, ora quindi, può contribuire a garantire la sopravvivenza. Secondo uno studio del *Boston Consulting Group* diverse tendenze trasformeranno i fondi *hedge*, generando uno dei tre possibili scenari futuri, che hanno previsto per il settore: *momentum*, *slowdown* e *disruption*. Nessuna di queste vie sarà facilmente percorribile. Anche la visione più positiva, prevedrà una trasformazione. Il fondo *hedge* del futuro dovrà fare le cose in modo molto diverso: in primis dovrà abbracciare la rivoluzione tecnologica; dovrà attuare un focus, senza precedenti, sui clienti; ed infine, sarà necessario costruire un modello operativo agile e scalabile. La revisione del modello operativo standard richiederà scelte radicali e grandi investimenti. I fondi *hedge* che potranno adottare tali cambiamenti e raggiungere il livello richiesto o la specializzazione, saranno preparati per affrontare le sfide in arrivo. Gli *hedge funds* che non riusciranno a riformare i loro modelli di business saranno fortunati a sopravvivere, incapaci di attirare talenti o investitori.

BIBLIOGRAFIA

L. ACCIARI, M.BRAGANTINI, D.BRAGHINI, E.GRIPPO, P. IEMMA, M. ZACCAGNI, “*Contratti di finanziamento bancario, di investimento, assicurativi e derivati*”, 2016.

F. ANNUNZIATA, “*I fondi speculativi*”, in “*I contratti del mercato finanziario*”, Torino, 2011.

F. ANNUNZIATA, “*La gestione collettiva del risparmio e i fondi comuni d’investimento*”, in “*Manuale di diritto bancario e finanziario*”, a cura di F. CAPRIGLIONE, Wolters Kluwer, Trento, 2015.

F. ANNUNZIATA, “*Le categorie di OICR di diritto italiano dopo il recepimento dell’AIFMD*”, in “*Gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR): fattispecie e forme*”, Milano, Marzo 2017.

P. ATHANASSIOU, “*Hedge Fund Regulation in the European Union*”, Kluwer Law International, 2009.

H. K. BAKER – G. FILBECK, “*Hedge funds: structure, strategies and performance*”, 2014.

H. K. BAKER, G. FILBECK, H. KIYMAZ, “*Mutual Funds and Exchange-Traded Funds: Building Blocks to Wealth*”, 2015.

R. BERTELLI – E. LINGUANTI, “*Analisi finanziaria e gestione di portafogli. Valutazione del rischio, tecniche di asset allocation, relative e absolute return, strumenti di analisi*”, 2015.

B. BEARDSLEY, R. FAGES, T. HAMMOUD, P. MOREL, R. SEN, “*Hedge funds: Down but Not Out*”, a cura di “*The Boston Consulting Group*”, Febbraio 2017.

M. BODELLINI, *“From systemic risk to financial scandals: the shortcoming of U.S. hedge fund regulation”*, in *“Brooklyn Journal Corporate Finance and Commerce”*, 2017.

F. BRUNO – A. ROZZI, *“Dalla sollecitazione all’investimento, all’offerta al pubblico di prodotti finanziari: una prima riflessione sul recepimento della Prospectus Directive nel mercato di capitali italiani”*, in *“Magistra Banca e Finanza”*, Luglio 2008.

T. CALDWELL, *“Introduction: the model for superior performance”*, 1995.

T. CALDWELL, *“Unified hedge fund classification”*, 1999.

D. CAPOCCI, *“The Complete Guide to Hedge Funds and Hedge Fund Strategies”*, 2013.

CAROTENUTO, *“Le misure attuative della Direttiva sui gestori dei fondi di investimento alternativi”*, Gennaio 2012.

A. DAMODARAN – O. ROGGI, *“Finanza aziendale. Applicazioni per il Management”*, Apogeo, 2015.

P. DE CARLI, *“Capitalismo avanzato e innovazione finanziaria”*, Giuffrè Editore, 2012.

DE GREGORI & PARTNERS, *“Investire in Hedge Funds”*, Milano, Aprile 2016.

A. DENEAULT, *“Offshore. Paradisi fiscali e sovranità criminale”*, 2015.

EUROHEDGE, *“EuroHedge Report”*, Maggio 2001.

- W. FUNG – D.A. HSIEH, “*A premier on hedge funds*”, working paper, 2013.
- W. FUNG – D.A. HSIEH, “*The Risk in the Hedge Fund Strategies: Theory and Evidence from trend followers*”, June 2015.
- M. GENTILI – R. VISCONTI, “*Gli Hedge Funds: modelli di business e valutazioni delle SGR speculative*”, in “*Banca e Banchieri*”, 2008.
- R. J. GILSON – R. H. KRAAKMAN, “*Markets efficiency after the fall: Where do we stand following the financial crisis?*”, 2008.
- S. GROSSMAN – J. STIGLIZ, “*On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*”, in “*The American Economic Review*”, 2008.
- E. GUFFANTI, “*La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni*”, in “*Le Società*”, Ottobre 2011.
- J. G. HAUBRICH, “*Some Lessons on the Long-Term Capital Management*”, Aprile 2007.
- J. C. HULL, “*Opzioni, futures e altri derivati*”, edizione italiana a cura di E. BARONE, Pearson, 2015.
- T. JAFFE – D. MACHAN, “*How the market overwhelmed the central banks*”, in “*Forbes*”, November 1992.
- A. KALETSKY, “*How Mr Soros made a billion by betting against the pound*”, in “*The Times*”, October 1992.
- T. KIRCHNER, “*Merger Arbitrage: How to Profit from Global Event-Driven Arbitrage*”, 2016.

J. LEDERMAN – R. A. KLEIN, *“Hedge Funds: Investments and Portfolio Strategies for Institutional Investors”*, Irwin, 1995.

V. LEMMA, *“The Shadow Banking System. Creating Trasparency in the Financial Market”*, Palgrave MacMillan, 2016.

M. LENER, *“Le garanzie nei finanziamenti dei fondi hedge (il cosiddetto prime brokerage)”*, Banca Borsa, 2007.

A.W. LO, *“Efficient Markets Hypothesis”*, in *“The New Palgrave Dictionary of Economics”*, a cura di S. N. DURLAUF – E. B. LAWRENCE, 2008.

C. L. LOOMIS, *“The Jones nobody keeps up with”*, in *“Fortune”*, April 1966.

L. LUCIANO, *“La direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi”*, in *Contratto e Impresa/Europa* n. 2/2011.

S. A. McCRARY, *“How To Create and Manage a Hedge Fund: a Professional Guide”*, 2012.

P. McGUIRE, *“Esposizione e grado di leva degli hedge funds: un’analisi temporale”*, Marzo 2015.

K. R. MIRABLE, *“Hedge Funds Investing: A Pratical Approach to Understanding Investor Motivation, Manager Profits and Fund Performance”*, 2016.

M. MOBOIUS, *“Mutual Funds: An Introduction to the Core Business”*, 2015.

M. MONTI – K. LEGUEL, *“Gestione alternativa: gli hedge funds nei portafogli tradizionali”*, in *“Rivista AIAF”*, 2005.

P. MUSILE TANZI, *“Manuale del Private Banker”*, 2016.

M. ORIANI – B. ZANABONI, *“Trattato di Private Banking e Wealth Management: il Private Banking, Volume I”*, 2016.

A. PACCES, *“The Role of Hedge Funds in Corporate Governance”*, Law Working Paper n. 353/2017, April 2017.

F. S. PARTNOY – R. S. THOMAS, *“Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation”*, in Vanderbilt University Law School and Economics Working Paper, 2006.

C. H. PEDERSEN, *“Efficiently Inefficient: How Smart Money Investments and Market Prices are Determined”*, 2015.

M. PELLEGRINI, *“Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi d’investimento”*, in *“Manuale di diritto bancario e finanziario”*, a cura di F. CAPRIGLIONE, Wolters Kluwer, Trento, 2015.

P. PIA, *“Hedge Funds: fondi speculativi o fondi di copertura?”*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2002.

F. PILUSO, *“Fondi Hedge attivisti nel contesto dello Shadow Banking: minaccia o opportunità?”*, 2015.

PRESIDENT’S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS, *“Hedge Fund, Leverage, and the Lessons of the Long-Term Capital Management”*, 1999.

J. RIVIERE, *“The future of Hedge Fund Regulation: A Comparative Approach, International finance seminar”*, April 2010.

J. ROHRER, *“The red-hot world of Julian Robertson”*, in *“Institutional Investors”*, May 1980.

M. ROSSI, “*Hedge Funds: una forma di investimento per pochi*”, in “Economia e Management 2”, 2005.

S. SATCHELL, “*Derivatives and Hedge Funds*”, 2016.

G. SAUDELLI, “*Il 2016 potrebbe essere l’anno di una nuova crisi finanziaria globale*”, in “Wall Street Italia”, Gennaio 2016.

N. SHILLER, “*Finanza shock. Come uscire dalla crisi dei mutui subprime*, Milano, 2008.

T. SCHNEEWES, “*Dealing with myths of Hedge Fund investment*”, in “The Journal of Alternative Investments”, 2002.

G. SOROS, “*Soros on Soros: Staying Ahead on the Curve*”, New York: John Wiley & Sons, Inc, 1995.

G. SOROS, “*The Alchemy of Finance*”, New York: John Wiley & Sons, Inc, 2003.

D. P. STOWELL, “*Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity*”, 2017.

D. A. STRACHMAN – R. S. BOOKBINDER, “*Fund of funds investing: A roadmap to portfolio diversification*”, 2013.

R. M. THALER, “*Misbehaving*”, New York – London, 2015.

TREMONT & TASS, “*The case for Hedge Funds*”, 2006.

D. ZETZSCHE, “*The Alternative Investment Fund Managers Directive*”, London, 2012.

SITOGRAFIA

ASSOGESTIONI, “*Il rendimento storico degli hedge funds*”, disponibile all’indirizzo <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,443,0,49,html/il-rendimento-storico-degli-hedge-funds>.

BORSA ITALIANA, *La direttiva MIFID*”, disponibile all’indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/mifid.htm>, 2007.

BORSA ITALIANA, “*Cosa è un fondo hedge?- parte prima*”, disponibile all’indirizzo <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/fondohedge.htm>, 2010.

G. CANDITA, “*Hedge Funds*”, Centro Studi Finanza.it, disponibile all’indirizzo http://www.centrostudifinanza.it/index.php?option=com_content&view=article&id=45&Itemid=85, 2012.

G. DEFENDI, “*I Coefficienti alfa e beta*”, in “Milano Finanza”, disponibile all’indirizzo <https://www.milanofinanza.it/news/i-coefficienti-alpha-e-beta-201007281039564639>, 2011.

M. C. FURIO’, “*Hedge funds*”, in “ANSA.it”, disponibile all’indirizzo https://www.ansa.it/sito/notizie/economia/finanza_personale/static/hedgefund.html, 2011.

D. FRIEDLAND, Direttore della Magnum Group of Funds, in www.magnumfund.com, 2002.

R. GIALANELLA, “*Hedge fund, ancorati al binomio rischio rendimento*”, in “FondiOnli.it, indirizzo diponibile <https://www.fondionline.it/news-fondi/00018058-hedge-fund-ancorati-al-binomio-rischio-rendimento.html>, Aprile 2017

A. GRECO, “*Gli hedge fund dietro la lavagna: costosi, poco creativi e in perdita*”, in “La Repubblica”, disponibile all’indirizzo http://www.repubblica.it/economia/affari-e-finanza/2016/05/16/news/gli_hedge_fund_dietro_la_lavagna_costosi_poco_creativi_e_in_perdita-139959991/, Maggio 2016.

R. LEVY, “*I magnifici sette gestori di hedge fund che hanno guadagnato 10,6 miliardi nel 2016*”, in “Business Insider UK”, disponibile all’indirizzo <https://it.businessinsider.com/i-magnifici-sette-ecco-chi-ce-alla-guida-degli-hedge-fund-di-maggior-successo-al-mondo/>, Febbraio 2017.

R. LEVY, “*Volete lanciare un hedge fund? Ecco cosa dovete sapere*”, in “Business Insider Italia”, disponibile all’indirizzo <https://it.businessinsider.com/volete-lanciare-un-hedge-fund-ecco-cosa-dovete-sapere/>, Aprile 2017.

M. LONGO, “*Shadow banking: 34mila miliardi a rischio*”, in “Ilsole24ore”, disponibile all’indirizzo <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2017-05-11/shadow-banking-34mila-miliardi-rischio-063840.shtml?uuid=AEL8uIKB>, Maggio 2017.

M. MAGGI, “*Paradiso Cayman*”, in “L’Espresso”, disponibile all’indirizzo, <http://espresso.repubblica.it/affari/2013/03/05/news/paradiso-cayman-br-1.51400>, Marzo 2015.