



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Economia dei mercati e degli intermediari finanziari

***“Hedge fund: caratteristiche, struttura e normativa
di questa tipologia di fondi d’investimento
alternativi”***

RELATORE

Prof. Alfredo Pallini

CANDIDATO

Michele Gennaro
Matr.214891

ANNO ACCADEMICO 2018/2019

Indice

Introduzione	p.5
Capitolo 1 - Gli hedge funds: le origini e le peculiarità	p.7
1.1 La nascita degli <i>hedge funds</i>	p.7
1.2 Definizione e caratteristiche degli <i>hedge funds</i>	p.9
1.2.1 Caratteristiche operative e funzionali	p.9
1.2.2 Struttura organizzativa	p.12
1.2.3 <i>Risk management</i>	p.15
1.3 Forme di gestione alternative: fondi <i>off-shore</i> , fondi di <i>hedge funds</i> e <i>mutual funds</i>	p.16
1.3.1 Fondi <i>off-shore</i>	p.17
1.3.2 Fondi di <i>hedge funds</i>	p.17
1.3.3 I <i>mutual funds</i> : analogie e differenze	p.20
Capitolo 2 - La regolamentazione degli <i>hedge funds</i>	p.23
2.1 Il quadro normativo precedente alla direttiva AIFMD	p.23
2.1.1 La regolamentazione nazionale: Il Decreto Ministeriale 24 Maggio 1999 n. 228	p.23
2.1.2 La necessità di una regolamentazione sul piano comunitario	p.26
2.2 L'avvento di una regolamentazione sul piano comunitario: la Direttiva 2011/61/UE	p.28
AIFM	
2.2.1 Il recepimento del testo normativo in Italia: Il Decreto Ministeriale 5 Marzo 2015 n. 30 e i FIA riservati	p.30
Capitolo 3 - Le strategie di investimento degli <i>hedge funds</i>	p.37
3.1 Il processo d'investimento in un <i>hedge fund</i>	p.37
3.2 La ricerca di un risultato assoluto	p.38
3.3 Strategie direzionali	p.39
3.4 Strategie non direzionali	p.44
3.4.1 Market neutral o Relative value	p.44
3.4.2 Event driven	p.46
Capitolo 4 - Dimensione, performance e prospettive future del settore	p.49
4.1 Dimensione del settore	p.49
4.1.1 La realtà nazionale	p.54
4.2 Valutazione delle performance	p.58
4.3 Prospettive future	p.62
Conclusioni	p.69
Bibliografia	p.71
Sitografia	p.75

Introduzione

Nel presente lavoro, verrà di seguito trattato il tema degli *hedge fund*, analizzando la normativa, le caratteristiche distintive, le strategie d'investimento e le prospettive future che contraddistinguono tale tipologia di fondi. Per lungo tempo questa categoria di fondi è stata avvolta da un alone di mistero, che molto probabilmente ha favorito i loro rendimenti, ma d'altra parte ha anche alimentato la formulazione da parte dell'ambiente esterno che lo circonda di idee e concetti sbagliati sull'argomento. La prima difficoltà, da cui deriva l'incertezza che circonda tale categoria di fondi, si riscontra nel tentativo di fornire una definizione univoca¹. Infatti, anche all'interno della letteratura economica non esiste una definizione accademica che possa racchiudere tutte le caratteristiche degli *hedge funds*. Proprio per tale motivo, sono innumerevoli le definizioni, che, seppure non divergono sostanzialmente tra di loro, risentono della sensibilità e dalle finalità dello studioso che li tratta, andando così ad alimentare la confusione intorno a questo settore. Per molto tempo e parzialmente anche al giorno d'oggi, si crede che gli *hedge funds* siano prodotti del risparmio gestito, che tramite le loro strategie d'investimento, cercano di produrre alti rendimenti a prezzo di elevati rischi. In più, molti studiosi ritengono che essi siano addirittura dannosi per l'integrità del sistema finanziario e che il loro carattere fortemente speculativo abbia giocato un ruolo fondamentale nelle recenti crisi finanziarie. In particolare, gli *hedge funds*, nonostante tali accezioni negative, si differenziano però dalle altre forme di risparmio gestito collocandosi in un'area precisa: essi, infatti, attuano una gestione attiva del portafoglio ricercando rendimenti assoluti positivi a prescindere dall'andamento dei mercati in cui investono, grazie ai minori vincoli nella strategia di gestione e nella scelta dell'*asset allocation* a cui sono sottoposti.

Sembra quindi necessario, cercare di fornire una definizione quanto più precisa e chiara di *hedge fund*, andando ad analizzare le varie peculiarità, la storia e la normativa che caratterizza tale settore.

Nel primo capitolo verrà fatto un *excursus* storico su tali fondi, per poi proseguire con le peculiarità che li contraddistinguono esaminando la struttura organizzativa e successivamente confrontando le varie forme di gestione alternativa: in particolare, la struttura organizzativa con cui si presentano principalmente tali fondi nel nostro paese, i *funds of funds*.

Il secondo capitolo affronterà lo sviluppo normativo all'interno del panorama nazionale, osservando i diversi cambiamenti che hanno portato gli *hedge funds* ad essere denominati inizialmente come fondi speculativi e successivamente ad essere inseriti nella categoria dei FIA riservati in seguito alla regolamentazione sul piano comunitario.

¹ Sul caso, vi è un aneddoto di F.S. PARTNOY e R.S. THOMAS riportato nel loro libro ("*Gap Filling, Hedge Funds, and Financial Innovation*"). In tale aneddoto, parlano di un incontro sugli *hedge funds* organizzato nel 2003 dalla U.S. *Securities and Exchange Commission (SEC)*, l'autorità di vigilanza sul mercato mobiliare negli Stati Uniti. A tale evento parteciparono vari esponenti del settore, ed uno di loro si lamentò che i regolamenti federali ed alcune pubblicazioni del settore utilizzavano circa 14 diverse definizioni di "*hedge funds*".

Il terzo capitolo approfondirà le strategie di investimento messe in atto dagli *hedge funds*. Queste sono innumerevoli e molto diverse fra di loro, ma ciò che le accomuna è il fine ultimo (comune a tutte): la ricerca di un rendimento assoluto, tramite l'adozione di un approccio attivo della gestione. Le strategie si dividono in due macro-classi (le quali si ramificano in altre sottocategorie), che si analizzeranno in tale capitolo, e prendono il nome di: strategie direzionali e non direzionali.

Infine, nell'ultimo capitolo saranno analizzate le dimensioni dell'industria degli *hedge funds*, sia a livello nazionale che internazionale. In particolare, si prenderanno in considerazione le performance dei fondi, le raccolte gestite e il numero di fondi *hedge* attivi sul mercato, tenendo sempre conto di tali fattori sia in relazione al panorama nazionale che globale. In conclusione, si vedrà un interessante studio sulle prospettive future di tale settore, che analizza le varie tendenze che stanno avendo ed avranno un forte impatto sul settore *hedge* relativamente ai prossimi cinque anni.

Capitolo 1

Gli *hedge funds*: le origini e le peculiarità

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. Nel 1996, grazie ad un articolo sulla rivista *Fortune*, il successo di Jones diventò di dominio pubblico e per la prima volta si adoperò il termine *hedge fund*. La strategia d'investimento impiegata da Jones prevedeva l'applicazione di due differenti tecniche, che se utilizzate singolarmente implicavano 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 "sopravvalutati", con tendenza opposta, riteneva di poter ottenere alti rendimenti da un portafoglio limitando al massimo l'esposizione al 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 prese a prestito, garantite dal suo capitale (*leverage*)³. Con questa strategia era in grado di "coprire" il fondo dal rischio di mercato: infatti, in un mercato rialzista, i titoli sottovalutati dovrebbero apprezzarsi in misura superiore all'andamento generale del mercato; mentre i titoli sopravvalutati 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, generando risultati positivi in entrambi i casi, risulta indifferente al trend di mercato. Il successo ottenuto da questo *hedge fund*, non dipese esclusivamente da una strategia "vincente", ma anche da due peculiari caratteristiche:

²Alfred 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 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%, circa).
- L'investimento dei capitali dei gestori nel fondo medesimo, per limitare i conflitti d'interesse (allineando gli obiettivi con quelli dei clienti).

Altra caratteristica fondamentale di questo fondo era l'assenza di una gerarchia decisionale: infatti, ciascun manager di portafoglio era libero di gestire una certa percentuale del capitale della società. 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. Alla fine degli anni '60, secondo un'indagine del *Securities and Exchange Commission*⁴, si contavano pressoché 140 fondi *hedge*, con un patrimonio gestito di circa 2 miliardi di dollari. Ma alcuni tratti distintivi del primo *hedge fund* andavano scomparendo, fino ad arrivare agli anni '80, quando i gestori dei fondi *hedge* iniziarono a adottare strategie più speculative. Il concetto di *hedge fund* assimilato ad uno strumento speculativo deriva dalla fama di George Soros. "È 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 se 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"⁵. 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);

⁴ La *Securities and Exchange Commission* (SEC) è l'ente federale statunitense preposto alla vigilanza della borsa valori.

⁵T. 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 di tali fondi, tuttavia, è stata caratterizzata anche da grandi insuccessi. Il più famoso fallimento di un *hedge fund* fu quello del *Long-Term Capital Management (LTCM)*, fondato nel 1994, per il quale due economisti, Myron Scholes e Robert Merton, misero a punto un modello economico moltiplicatore di perdite e guadagni, ottenendo per questo il premio Nobel per l'economia nel 1997. Grazie al meccanismo messo a punto dai due matematici, nei primi due anni di vita l'LTCM aveva aumentato dell'80% la sua dotazione iniziale. Tuttavia nel 1998, con andamenti ribassisti anche lievi, il fondo aveva praticamente azzerato la sua liquidità, e venne per questo successivamente rilevato e svenduto dal Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti d'America.

1.2 Definizione e caratteristiche 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 racchiudere tutte le sue caratteristiche; vengono, infatti, indicati come strumenti di investimento alternativi (i fondi speculativi, i fondi di fondi), in ogni caso in contrapposizione con le forme di gestione del risparmio di tipo tradizionale (le quali sono regolate da leggi e regolamenti specifici che ne limitano l'operatività e il rischio che possono assumere). La filosofia di gestione di tali fondi 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.⁶

1.2.1. Caratteristiche operative e funzionali

L'industria degli *hedge funds* è dominata da grande eterogeneità, ma vi sono alcune linee guida comuni a tutto il settore. L'obiettivo principale di tale categoria di fondi è quello di generare un "*rendimento assoluto*", che non sia in nessun modo correlato con alcun indice di riferimento, ma che sia comunque superiore a quello ottenibile da altri fondi che si limitano a replicare quel determinato indice. Usando una terminologia più

⁶M. GENTILI – R. VISCONTI, "*Gli hedge funds: modelli di business e valutazioni delle SGR speculative*", in "Banca e banchieri", 2008.

tecnica, si può dire che gli *hedge funds* vanno alla ricerca di un elevato *alfa*⁷, cioè: l'extra rendimento prodotto dal gestore del fondo rispetto ad un *benchmark*, quella parte del ricavo che, a differenza del *beta*⁸ non dipende dall'andamento del mercato di riferimento. Riuscire ad ottenere *alfa* implica un lavoro molto dispendioso (implica l'analisi di una mole di dati economici e finanziari) e un costo sostenuto (rinvenibile nelle commissioni che il gestore del fondo richiede). 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 è da intendersi non solo come risultato migliore rispetto a quello raggiunto dai fondi "tradizionali", ma soprattutto il risultato positivo ottenuto in presenza di un andamento negativo del mercato ("*market neutral*"), raggiungibile attraverso strategie di investimento sofisticate ed in particolar modo attraverso l'uso della *short selling*. Tali strategie d'investimento rappresentano ulteriori caratteristiche che contraddistinguono gli *hedge funds*, le quali gli permettono di 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), 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*

⁷Si 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%. È 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-ebeta-201007281039564639>, 2011)

⁸ 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-lalente/fondohedge.htm>, 2010)

richiede un margine di garanzia per l'operazione. Una delle caratteristiche principale di tale operazione è che il profitto potenziale risulta limitato, perché vi è un limite inferiore al deprezzamento, pari a 0. Parallelamente, per il venditore allo scoperto, la perdita potenziale è illimitata. È questo il motivo per cui, come già ribadito in precedenza, il *broker* non solo congela i fondi provenienti dalla vendita allo scoperto, a garanzia ed a copertura del successivo riacquisto, ma richiede anche un ulteriore importo (il margine di garanzia) per tutelarsi dalla possibilità che il venditore riesca a ricoprirsi riacquistando i suddetti strumenti finanziari con prezzi considerevolmente maggiori a quelli di vendita. Il *broker*, ovviamente, provvede a svincolare il margine nel momento in cui gli strumenti vengono riacquistati e, di conseguenza, la posizione viene chiusa. Per un determinato periodo, la vendita allo scoperto fu vietata dalla CONSOB per tutti i titoli finanziari e per quelli di società oggetto di aumenti di capitale, per poi riammetterla nel maggio del 2009⁹. Inoltre, tale operazione non è permessa ai fondi comuni canonici di diritto italiano, secondo la Direttiva UCITS, in modo tale da evitare l'esposizione del fondo a rischi eccessivi.¹⁰

- Utilizzo di derivati (opzioni¹¹ e *futures*¹²), 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 e 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 nel complesso salirà, 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.

⁹ P. DE CARLI, "Capitalismo avanzato e innovazione finanziaria", 2012

¹⁰ 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.

¹¹ 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).

¹² I contratti *futures*, al pari dei contratti *forward*, sono accordi tra due parti per comprare o vendere un'attività a una certa data futura, 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).

- *Leverage* (o leva finanziaria), l'indebitamento allo scopo di investire il denaro preso a prestito. I fondi che ricorrono a questo mezzo investono due volte (nel caso delle azioni) o tre volte (nel caso di acquisto di obbligazioni) il loro patrimonio netto, ma a volte 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, ma si tratta comunque di un'arma a doppio taglio, poiché consente di amplificare geometricamente guadagni e perdite. Un fondo può ottenere la leva finanziaria in due modi:
 1. Il ricorso al credito: aumenta i rendimenti potenziali per gli investitori nel fondo, perché questi sono ottenuti su un portafoglio di attività maggiore delle disponibilità che essi vi hanno investito (*balance sheet leverage*).
 2. 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.

L'ultimo elemento di dettaglio, degli *hedge funds*, riguarda la regolamentazione a cui sono soggetti, piuttosto blanda (se comparata con i fondi comuni), così come la trasparenza e le regole 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 composizione del portafoglio e al 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.¹³

1.2.2. Struttura organizzativa

¹³ 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, 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.

La struttura organizzativa tipica degli *hedge funds* 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", il quale prevede la partecipazione di diversi soggetti:

- La *Management Company* (società di gestione) è il soggetto che prende le decisioni strategiche del fondo e gestisce i processi di investimento. Le compete, inoltre, anche la scelta del grado di rischio a cui sono soggetti i sottoscrittori ed ha un'ampia autonomia decisionale nella definizione del portafoglio, al fine di realizzare investimenti ottimali rispetto alla combinazione rischio-rendimento.
- 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*¹⁴, effettuando le transazioni finanziarie disposte dal gestore con la massima riservatezza. Il *Prime Broker* svolge il ruolo di finanziatore del gestore, concedendo linee di credito e prestando i titoli necessari per dar luogo a vendite allo scoperto ed acquisendo direttamente idonee garanzie a fronte del credito erogato al fondo. Inoltre, egli 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 dispone. Contemporaneamente, il *Prime Broker* opera uno stringente controllo sulle esposizioni generali al rischio dell'*hedge fund*, al fine di assicurare condizioni di stabilità finanziaria. Tra i servizi svolti dal *Prime Broker* vi sono altresì quelli di detenzione e deposito delle disponibilità liquide e dei valori mobiliari del fondo, la cura del processo di compensazione e liquidazione, nonché, la registrazione di tutte le operazioni di mercato. Infine, proprio per la conoscenza approfondita del fondo, si propone quale intermediario nella promozione del fondo e facilita l'approccio all'investimento ad una cerchia più ampia di potenziali investitori.

¹⁴ 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).

- 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. Egli svolge le attività di *back office*, gestisce la contabilità del fondo, registra le transazioni di acquisto e di vendita di quote del fondo, svolge l'attività di *compliance* verso gli organi di vigilanza. Inoltre, deve certificare l'attività del fondo, redigendo rapporti dettagliati sul patrimonio del fondo rivolti al manager. Egli deve anche controllare che il fondo rispetti il proprio regolamento, che i principi contabili vengano applicati correttamente, deve provvedere al calcolo del NAV¹⁵ (*Net Asset Value*) del fondo e deve liquidare le commissioni al gestore. L'amministratore deve anche stabilire commissioni di performance stabili ed equilibrate. 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*, invece, ha il compito di certificare che il NAV del fondo, calcolato dall'*Administrator*, sia corretto e che sia calcolato secondo i criteri stabiliti dalle normative vigenti. Secondo stime di *Van Research* circa il 96% dei fondi esistenti, seguiti ed analizzati, presentano bilanci certificati da un *auditor* esterno.

- 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.

¹⁵ 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).

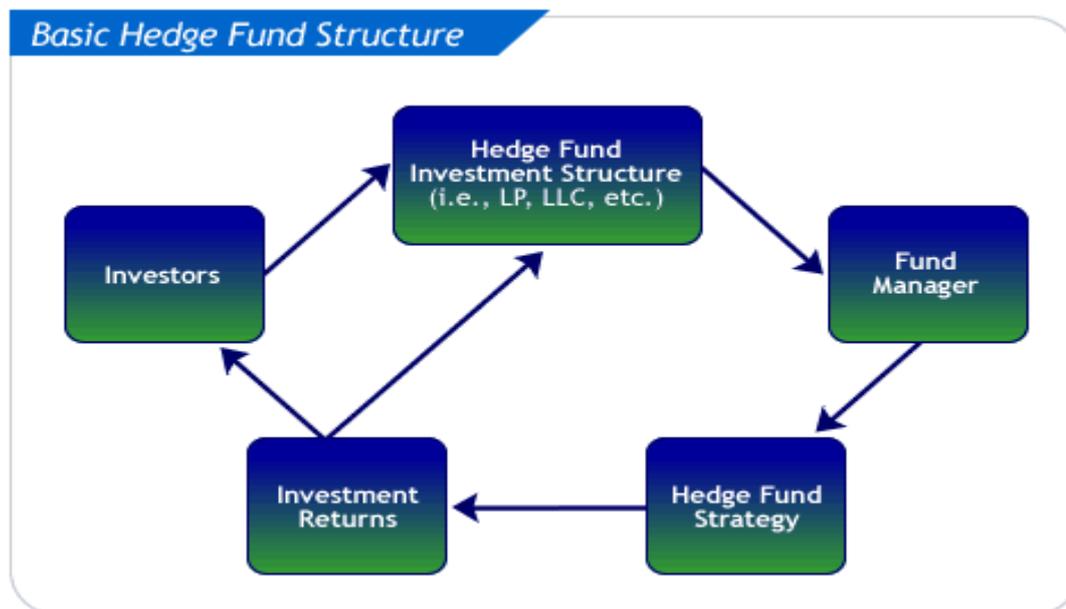


Figura 1 - Struttura degli hedge fund, RND RESOURCES INC

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 gestore¹⁶, 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, stabilisce le strategie di investimento e il loro grado di rischio. Inoltre, svolge le funzioni amministrative del fondo; 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 investimento¹⁷ ed inoltre è consentito anche al *Prime Broker* nel rispetto di determinate regole. È previsto un unico soggetto depositario per ciascun OICR (art. 47 TUF) ed i suoi compiti riguardano principalmente il controllo del deposito di strumenti finanziari e, eventualmente, di somme di denaro del fondo. Per di più, 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

¹⁶ 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.

¹⁷F. 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.

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 rischio del fondo.

1.2.3. Il *Risk Management*

Le prestazioni del fondo dipendono dall'abilità e dalle intuizioni del manager, che sono funzioni dei risultati conseguiti. Uno dei principali elementi che il gestore deve saper definire per ottenere 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 ad un *hedge fund* è diverso a seconda che si tratti del gestore o del sottoscrittore. In quest'ultimo caso (del sottoscrittore), il rischio è legato alla tipologia di fondo scelto.

Tra i rischi che si possono citare troviamo:

- *Rischio di mercato*: legato all'andamento delle variabili che influenzano i mercati finanziari ed ha la sua più insita manifestazione quando si ricorre alla leva finanziaria;
- *Rischio di credito*: si manifesta quando le controparti di transazioni finanziarie si rivelano insolventi e non sono in grado di adempiere ai loro obblighi di pagamento di interessi e di rimborso del capitale; 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 ad un prezzo inferiore a quello desiderabile.

Alcuni *hedge funds* in realtà non si proteggono dai rischi (per esempio sfruttando le strategie "global macro"), tuttavia, la maggior parte di tali fondi cerca di proteggersi in un modo o in un altro nei confronti del rischio, basandosi su un utile stabile e continuo, anziché su temporanei ed immensi. Inoltre, 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. Per di più, offrono due altri vantaggi: da una parte, in tempi di relativa discontinuità e instabilità dei mercati, possono contribuire alla conservazione del capitale; dall'altra parte, in fasi di *trend* a più lungo termine e con una chiara direzione di

mercato consentono di partecipare alla loro *performance* positiva. Come per tutti i fondi di investimento in generale, anche per gli *hedge funds*, esistono gestori più bravi e 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.

1.3 Forme di gestione alternative: fondi *off-shore*, fondi di *hedge funds* e *mutual funds*

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

1.3.1. Fondi *off-shore*

I Fondi *off-shore*¹⁸, domiciliati nei paradisi fiscali¹⁹, 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 ed 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, offrendo maggiore liquidità per gli investitori. Il fondo *off-shore* può nascere ad opera di un gestore che decide di orientare la propria attività verso investitori non residenti nel suo territorio di provenienza, oppure per cercare un'alternativa ai vincoli posti dall'autorità nazionale. Un altro vantaggio offerto dall'allocatione 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

¹⁸I 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*.

¹⁹Le 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).

hedge fund domestico, con un organo coordinatore che svolge le funzioni di gestione centralizzata, situato nel paese estero, ed 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, allo stesso tempo, gode di una più vasta possibilità di raccolta ed una conseguente soglia minima di investimento inferiore, in quanto non è soggetto a limitazioni nel numero di investitori.

1.3.2. Fondi di *hedge funds*

La scelta, praticamente obbligata, della struttura *funds of funds* si individua come una delle caratteristiche comuni ai prodotti *hedge* italiani, insieme al frequente coinvolgimento di operatori stranieri, come consulenti, i quali apportano un'elevata 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 alla questione c'è chi sostiene che sia possibile costituire un *hedge fund* a strategia singola di diritto italiano appoggiandosi ad un *prime broker* straniero)²⁰. 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 settore²¹. I *funds of funds* sono fondi caratterizzati da un portafoglio non composto da titoli e derivati, ma bensì da quote di altri fondi, in questo caso *hedge funds*. 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 funds* gestiti da altri manager. 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 fondi *hedge* più redditizi. Il processo di scelta comprende:

- *Analisi quantitativa*: 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*: 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.

²⁰ 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

²¹ 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.

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 del gestore e di strategia. Di conseguenza, anche il rendimento ne risente: esso risulterà inferiore, se confrontato con quello realizzato dalle strategie degli *hedge*, ma sicuramente più stabile. 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 in *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, 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 ed i fondi vengono selezionati in modo da garantire la minor volatilità possibile relativamente 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 si scelgono i singoli gestori che riescono ad avere i rendimenti migliori in tali scenari.
- *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 portafoglio²².

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 in confronto all'acquisto di quote di fondi tradizionali, in particolare, 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. 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

²²D.A. STRACHMAN – R.S. BOOKBINDER, “*Fund of funds investing: A roadmap to portfolio diversification*”, 2013.

fund of funds è di più semplice gestione rispetto a un *hedge* puro, che invece necessita di molta esperienza in ambito di strategie finanziarie.

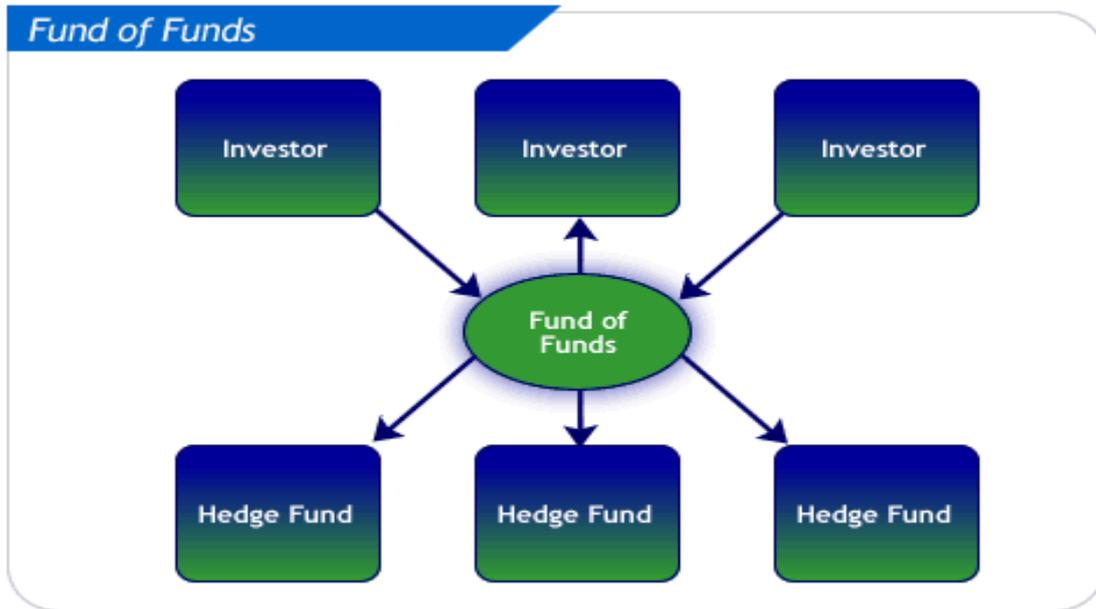


Figura 2 – Struttura dei fondi di fondi, RND RESOURCES INC.

1.3.3 I *mutual funds*: analogie e differenze

Il termine “*Mutual Funds*” è comunemente utilizzato negli Stati Uniti per designare i nostri “fondi comuni di investimento”, nonché la forma contrattuale in cui si concretizzano gli OICR²³ secondo l’ordinamento italiano. Anche gli *hedge funds* fanno parte di questa famiglia, infatti, entrambe realizzano il servizio fondamentale della gestione del risparmio collettivo. Al contempo però, presentano numerose differenze tra di loro che di seguito verranno analizzate. In primis, i *mutual funds* si ispirano a strategie di “gestione passive”, legate al concetto di benchmark. Essi hanno lo scopo di replicare l’andamento di un indice di mercato, imitandone la sua composizione e rendendo praticamente nulla la libertà del gestore nella fase di *asset allocation*. Mentre gli *hedge funds*, come già ci è noto, sono orientati al raggiungimento di una performance assoluta. I fondi comuni prevedono una regolamentazione molto dettagliata, vi sono restrizioni per quanto 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 ed un controllo di livello inferiore. Altro aspetto di rilievo, che differenzia questi due tipi di fondi, riguarda la particolare strategia commissionale. I *mutual funds* in genere richiedono una remunerazione proporzionale agli *asset* in gestione. I gestori di *hedge*

²³F. 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, 2015.

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*²⁴) realizzate pari al 10%-30% dell'utile annuo o trimestrale. Le *performance fees* costituiscono una forma di incentivo riconosciuta al gestore, per evidenziarne il ruolo 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* rappresenta una soglia di rendimento residuale al di sotto del quale il gestore non ha diritto a percepire nessuna commissione di incentivo. La ragione di tale previsione consiste nella protezione dell'investitore, che in caso di rendimento basso si troverebbe a corrispondere una *performance fee* del tutto "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.

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 necessitando, quindi, di una immobilizzazione più lunga dei capitali degli investitori. Si definisce *lock-up period*: la soglia temporale all'interno della quale, 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), inoltre, 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*, invece, non possono proteggere i portafogli dai mercati in declino, se non vendendo parte dei titoli in portafoglio o rimanendo liquidi. Infatti, la loro caratteristica principale (che li

²⁴ 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."

differenzia molto dagli *hedge funds*) è quella di detenere posizioni *long-only* sulle varie *asset class* detenute in portafoglio. 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*, al contrario, vengono valutati nella maggior parte dei casi su base mensile. Un'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 a 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)²⁵, ciò non toglie che in ogni regolamento di *hedge fund* 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; mentre, la trasparenza garantita dagli *hedge funds* è estremamente ridotta e carente, infatti, strategie e tecniche di gestione sono altamente riservate, la composizione del portafoglio non viene comunicata al pubblico e viene fornita un'informativa minima solo agli investitori del fondo.

²⁵ Si v. art. 14, comma 2, d.m. 30/2015.

Capitolo 2

La regolamentazione degli *hedge funds*

2.1 Il quadro normativo precedente alla AIFMD

Durante la loro storia, gli *hedge funds* sono stati soggetti ad un livello di regolamentazione meno stringente, se confrontati con analoghi prodotti d'investimento, ma non è corretto affermare che in passato siano stati l'emblema della mancanza di regole nel settore degli investimenti. Sia nell'Unione Europea che negli Stati Uniti, ben prima delle recenti riforme, rispettivamente AIFMD e *Dodd-Frank Act*²⁶ gli *hedge funds* erano soggetti ad un discreto livello di regolamentazione e vigilanza, tuttavia non paragonabile a quello dei fondi comuni. È solo verso la fine degli anni '90, con l'avvento in Europa degli *hedge*, che si iniziò a varare specifiche regolamentazioni per questi tipi di fondi. Inizialmente ciascun Paese aveva un proprio corpo di regole che disciplinavano tali strumenti di investimento, venendosi così a creare un panorama europeo molto confuso e frammentato. La svolta fondamentale arriverà solo attraverso l'emanazione della Direttiva Comunitaria AIFM²⁷2011/61/UE (*Alternative Investment Fund Managers*), la quale andrà a disciplinare per la prima volta, in modo uniforme, la gestione dei fondi "alternativi" (non UCITS, *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*), nei quali sono ricompresi anche gli *hedge funds*. Fino al completo recepimento della Direttiva AIFM, i fondi *hedge* in Italia rimasero, quindi, disciplinati dalla vecchia normativa del 1999²⁸, che ora si illustrerà nello specifico ricostruendo tutto l'*iter formandi* della regolamentazione che ha caratterizzato il nostro Paese nel recente passato.

2.1.1 La regolamentazione nazionale: il Decreto Ministeriale 24 Maggio 1999 n.228

La legislazione italiana introdusse gli *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. 58/98²⁹. Il Decreto individuava il "*regolamento recante le norme per la determinazione dei criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento*", andando quindi ad indicare le diverse categorie di questi e le loro specifiche caratteristiche. In particolar modo, all' art.16 di questo decreto emergeva una novità: per la prima volta, sotto il nome di fondi speculativi, entravano a far parte dell'ordinamento italiano gli *hedge funds*. Dall'emanazione della normativa, all'approvazione delle prime Società di Gestione speculative ed alla

²⁶ "*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 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.

²⁷ Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio sui Gestori di Fondi di Investimento Alternativi, adottata l'8 giugno 2011. Ampiamente trattata nei paragrafi successivi.

²⁸ Decreto del Ministro del Tesoro n°228 del 24 Maggio 1999.

²⁹ 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.

successiva autorizzazione dei regolamenti dei singoli fondi passeranno circa due anni, finché nel 2001, con un ritardo di circa cinquant'anni rispetto alla loro nascita, vennero lanciati in Italia i “primi fondi speculativi” tramite *Cicto Kairos*³⁰, seguiti a ruota da quelli di *ERSEL Hedge*. Da lì in poi iniziarono a crescere, sia in quantità che in qualità, sotto lo schema americano, prevedendo anche la loro quotazione a partire dal 2005. Dopo questa piccola digressione storica è necessario analizzare, comma per comma, le peculiarità e le caratteristiche dei fondi speculativi descritte nell'art.16 della Direttiva n.228/99.

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 SGR³¹ possono istituire fondi speculativi il cui patrimonio è investito in beni, anche diversi da quelli individuati nell'articolo 4, comma 2³², 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.”*

Dal primo comma emerge la grande libertà concessa a tali fondi, circa i limiti ed i criteri d'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 gli riconosceva, non venivano formulate precise indicazioni sugli investimenti che potevano essere fatti, ed inoltre, venivano sottratti alla classificazione tra fondi “aperti” e “chiusi”³³.

³⁰ Cicto Kairos è una joint venture tra il gruppo Cicto - 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.

³¹ 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. BORSA ITALIANA, Agosto 2008, <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/sgr.htm>)

³² “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)

³³ 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.)

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

Inizialmente, 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. 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). Il limite riguardava solo la quota iniziale, mentre per i conferimenti successivi non era previsto. Il mercato dei fondi speculativi, pur non prevedendo, in maniera diretta, specifiche categorie di investitori, diventarono tendenzialmente riservati a investitori esperti e dotati di risorse finanziarie.

- *“4. Le quote dei fondi speculativi non possono essere oggetto di offerta al pubblico”*.

Questo comma va ad evidenziare il concetto di un fondo “tendenzialmente riservato”, infatti, vietando l’offerta al pubblico delle quote del fondo, furono previste solo offerte personalizzate e non standardizzate, mediante contatti personali e diretti, restringendo ulteriormente così il *range* dei potenziali partecipanti.

- *“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.”*

- *“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 scelta dei diversi profili di rischio, era 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 anche le limitazioni autoimposte, le modalità di sottoscrizione e rimborso delle quote, la rischiosità dell’investimento e le deroghe ai divieti ed alle norme prudenziali di frazionamento e contenimento del rischio stabilite dalla Banca d’Italia³⁴. Tutte

³⁴ P. PIA, *“Hedge funds: fondi di copertura o fondi speculativi?”*, Settembre 2002.

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.”*

Con il provvedimento del 20 Settembre 1999, la Banca d'Italia stabilì che questa regola dovesse essere applicata in via generale, dunque, fu previsto che in ogni caso 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 2007³⁵. Successivamente, come riporta il comma 7, fu annunciato che, salve le procedure amministrative, le quali definivano condizioni e limiti per il rilascio delle autorizzazioni alla prestazione dei servizi, una società di gestione di risparmio potesse gestire e promuovere, indifferentemente, fondi speculativi e fondi di tipo diverso.

2.1.2 La necessità di una regolamentazione sul piano comunitario

Con lo scoppio della crisi nel 2008 saltò all'occhio dei legislatori internazionali una serie di pressanti questioni relative alla struttura ed al contenuto della disciplina dei mercati finanziari. In tale contesto, risultò evidente, la necessità di pervenire sulla disciplina dei fondi “alternativi”, per i quali si auspicava da più parti una revisione delle precedenti regole. Al di là del dibattito 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 introdotti dalla direttiva e, dall'altro la sottoposizione a forme di vigilanza e controllo dei gestori stessi (Direttiva 2011/61/UE AIFM). Come evidenziava Guffanti³⁶: *“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*

³⁵ *“L'unico 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).

³⁶ E. GUFFANTI, *“La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni”*, in *“Le Società”*, Ottobre 2011.

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 OICVM³⁷, attraverso la quale 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 garantendo una tutela quanto più efficace e omogenea agli investitori.³⁸ Le due direttive citate precedentemente (UCITS e AIFMD) possono essere viste come due versioni complementari dello stesso disegno comunitario. Mentre la prima ha

³⁷ “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)

³⁸ ASSOGESTIONI: “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.”

ad oggetto i fondi comuni di investimento, la seconda riguarda i fondi alternativi, ricoprendo tutti quei soggetti che non rientrano nell'ambito di applicazione della UCITS, tra cui: *hedge funds*, fondi di *private equity*, fondi di *venture capital*, fondi immobiliari, fondi di materie prime, infrastrutturali e altri particolari tipologie di fondi istituzionali. La proposta di direttiva (AIFMD) prevedeva l'introduzione di regole per l'accesso al mercato dei gestori di fondi alternativi, per il controllo ed il monitoraggio dei rischi e pone limiti all'uso della leva finanziaria. La proposta inizialmente risultò di difficile gestione, perché uno dei punti più critici 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 eterogenee, per cui 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 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 nazionale³⁹, che portò alla nascita della direttiva solo nel 2011.

2.2 L'avvento di una regolamentazione sul piano comunitario: 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, che 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 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, comprendeva diverse tipologie di fondi oltre agli *hedge funds*, come fondi di *private equity*, fondi immobiliari, di infrastrutture, di materie prime, di *venture capital* e ogni altro tipo fondo tipicamente riservato ad investitori istituzionali. Un 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 ed alla vigilanza nazionale (successivamente modificate per dare attuazione alla Direttiva AIFM). La scelta di disciplinare i GEFIA (gestori UE di FIA), piuttosto che i FIA stessi, è dovuta alla grande eterogeneità dei fondi "non UCITS" nei

³⁹ 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)"

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 amministrano o uno o più FIA comunitari o extra-comunitari;
- Gestori non UE che amministrano 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 (valida in tutti i paesi dell'Unione Europea) 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 necessari per l'autorizzazione sono molto simili a quelli previsti per i gestori UCITS, infatti, questi possono richiedere un'autorizzazione AIFMD senza fornire ulteriori informazioni o documenti, oltre quelli già forniti per l'autorizzazione a gestire UCITS. L'*iter* autorizzativo si conclude generalmente entro tre mesi, dopo di che il gestore ottiene il "passaporto europeo" necessario per gestire e commercializzare FIA nel territorio comunitario. L'autorizzazione a gestire/commercializzare fondi alternativi può essere richiesta sia dal FIA stesso⁴⁰, 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*". Questi sono forniti a condizione che siano svolte le funzioni "*minime*", che comprendono la gestione del portafoglio e del rischio. Le funzioni "*supplementari*", invece, comprendono amministrazione⁴¹, commercializzazione⁴² e attività collegate agli attivi del fondo d'investimento⁴³. In più, il regime di vigilanza prevede oltre al rispetto da parte dei GEFIA di requisiti di capitale ed organizzativi, anche il rispetto di regole di condotta e di estesi obblighi informativi nei confronti delle autorità di vigilanza. La Direttiva AIFM per assicurare una piena e completa informazione agli investitori, riguardo l'attività del fondo e la gestione dei rischi dello stesso, 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. 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. Inoltre, ove ritenuto

⁴⁰ 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.

⁴¹ 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, distribuzioni dei proventi, emissione e rimborso quote/azioni, regolamento dei contratti, tenuta delle registrazioni contabili.

⁴² 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.

⁴³ 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.

necessario, l'autorità competente dello Stato Membro di origine del gestore, previa notifica all'Autorità Europea dei mercati finanziari (ESMA⁴⁴), al Comitato Europeo sul Rischio Sistemico (CERS⁴⁵) ed alle autorità competenti del FIA in questione, può imporre dei limiti al livello di leva finanziaria che un GEFIA può utilizzare, per garantire la stabilità e l'integrità dell'intero sistema finanziario. È previsto, infatti, un ruolo attivo per l'ESMA e il CERS nell'attuazione del quadro regolamentare di controllo e vigilanza istituito dalla nuova normativa.

2.2.1 Il recepimento del testo normativo in Italia: Il Decreto Ministeriale 5 Marzo 2015 n. 30 e i FIA riservati

Il fine della direttiva AIFMD, quindi, era quello di creare regole comuni per l'autorizzazione e la vigilanza dei fondi di investimento alternativi, garantendo un soddisfacente livello medio di tutela. Inoltre, l'obiettivo era di creare una circostanza 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 tipi di prodotti, sfruttando l'introduzione del "passaporto europeo". Nel complesso la Direttiva mira a:

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

Il recepimento di tale direttiva nell'ordinamento italiano è stato caratterizzato da un lungo procedimento normativo. Il Decreto Legislativo 4 Marzo 2014 n. 44 diede inizio alla procedura e apportò profonde modifiche al Testo Unico della Finanza (TUF), riguardo al quadro normativo della disciplina della gestione collettiva del risparmio. In questo lungo procedimento vi sono state molte modifiche al TUF, tra cui: l'introduzione di nuove tipologie di prodotti e soggetti (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 del TUF) e la

⁴⁴ 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).

⁴⁵ 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 macroprudenziale del sistema finanziario europeo.

rivisitazione della disciplina relativa al depositario (soggetti ammissibili, compiti e responsabilità).⁴⁶ Tale processo di recepimento è stato completato con una serie di provvedimenti da parte della CONSOB, della Banca d'Italia e del Ministero dell'Economia e delle Finanze. Specificatamente, queste Autorità sono intervenute, ciascuna nei propri ambiti di competenza, nei seguenti documenti:

- *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.

- *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;

- *Regolamento Intermediari*.

Relativamente alle regole di condotta che si devono osservare nella commercializzazione degli OICR;

- *Regolamento Emittenti*

Riguardante le regole inerenti all'offerta al pubblico delle azioni o quote degli OICR.

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, in attuazione dell'art. 39 del TUF, concernente la determinazione dei criteri generali a cui devono uniformarsi gli OICR italiani. Tale Decreto, che si analizzerà in seguito, ha ricoperto un ruolo fondamentale per la nuova normativa inerente agli *hedge funds*, infatti, con la sua entrata in vigore c'è stata una svolta radicale nel mondo della gestione del risparmio collettivo. Il regolamento mette in atto l'art. 39 del Decreto Legislativo 24 Febbraio 1998, n. 58 (TUF) riguardante la determinazione dei criteri generali a cui dovevano uniformarsi gli Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) italiano. La grande importanza della normativa deriva dal fatto che, il presente decreto del 3 aprile 2015 (data di entrata in vigore), va ad abrogare il decreto del Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica del 24 maggio 1999, n. 228 (regolamento relativo ai criteri generali di uniformazione dei fondi comuni d'investimento). Soprattutto, va a ridefinire la “struttura delle categorie degli OICR italiani” riclassificando le diverse tipologie di OICR di diritto italiani in cinque macrocategorie:

1. *OICVM;*
2. *FIA aperti e chiusi;*

⁴⁶ “L'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>”.

3. *FIA immobiliari*;
4. *FIA riservati*;
5. *OICR garantiti*.

Con la recente disciplina, 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”. 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”⁴⁷. Dopo questa breve digressione, esaminando nel dettaglio l’art.14 del D.M. 30/2015, verranno esposte di seguito le caratteristiche più importanti, le similitudini ed i contrasti della nuova disciplina dei fondi rispetto alla precedente disciplina prevista dall’ art.16 del D.M. 228/1999, che regolava gli antecedenti fondi speculativi.

- *“1. Il gestore può istituire FIA italiani riservati a investitori professionali in forma aperta o chiusa.”*
Il gestore di un FIA italiano riservato, può essere uno qualsiasi dei soggetti autorizzati alla gestione collettiva del risparmio⁴⁸, ma normalmente si individua nella società di gestione del risparmio (SGR). Riguardo la definizione di “investitori professionali, si deve prendere in considerazione il Regolamento CONSOB “Intermediari” n.16190 del 2007, che apportò profonde modifiche ed in particolar modo arrivò a formulare una tripartizione degli investitori, distinti in *clienti professionali (privati o pubblici)*, *controparti qualificate* e *clienti al dettaglio*. Tale regolamento definisce “professionale” come 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”*. Essi sono distinti in clienti professionali *pubblici* e *privati*, i due sottogruppi a loro volta si dividono in ulteriori categorie: *di diritto*⁴⁹, ovvero i soggetti autorizzati e regolamentati, le “imprese di grandi dimensioni” che soddisfano determinati requisiti e gli investitori istituzionali; *su richiesta*, ovvero clienti al dettaglio che richiedono all’intermediario di essere trattati come clienti professionali, purché siano rispettate determinate procedure e requisiti. La facoltà di scegliere tra la forma “aperta” o “chiusa” del FIA era prevista anche dal precedente Decreto 228/1998 che regolava i fondi speculativi. Altra novità introdotta dal Decreto 30/2015 è la nuova definizione data ai fondi OICR chiusi e aperti: *“Negli Oicr aperti i partecipanti avranno il diritto di chiedere il rimborso delle proprie azioni non più*

⁴⁷ “*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)

⁴⁸ “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)

⁴⁹ 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)

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. 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.”*

Quando i fondi possono prevedere l'accesso sia agli investitori professionali che non professionali, questi possono essere definiti come FIA “al dettaglio”. Nel caso in cui sia possibile la partecipazione dei clienti non professionali deve essere previsto all'interno del regolamento o dello statuto del fondo. Riguardo l'obbligo di sottoscrivere quote con un importo minimo di 500.000 euro per gli investitori non professionali, si nota che tale obbligo non è previsto per la categoria opposta (investitori professionali). Capita spesso, infatti, che nei regolamenti dei nuovi *hedge funds* vengano indicati distinti requisiti di accesso in base alle due distinte categorie di investitori, secondo il volere del gestore del fondo. Rimane, invece, stabile la dinamica relativa alla non frazionabilità della quota iniziale investita. Sono previste però due eccezioni per altre due distinte categorie ai commi successivi del medesimo articolo.

- *“3. I FIA immobiliari riservati possono essere commercializzati a enti pubblici, che non hanno le caratteristiche per essere classificati come clienti professionali pubblici ai sensi del decreto ministeriale 11 novembre 2011, n. 236, limitatamente al caso in cui la partecipazione di tali soggetti al FIA immobiliare avvenga attraverso il conferimento diretto di beni immobili o di diritti reali immobiliari, ivi compresi i rapporti concessori, per operazioni di valorizzazione del patrimonio pubblico ai sensi dell'articolo 33 del decreto-legge 6 luglio 2011, n. 98, convertito nella legge 15 luglio 2011, n. 111.”*
- *“4. I componenti dell'organo di amministrazione e i dipendenti del gestore possono sottoscrivere quote o azioni di FIA italiani riservati da essi gestiti anche per un importo inferiore a quello indicato al comma 2.”*

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

Tale comma prevede che vengano specificate le categorie di investitori alle quali il FIA è riservato, cosa che in passato non accadeva, in quanto il fondo speculativo era riservato solamente in maniera “indiretta”.

- *“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.”*

A differenza della precedente normativa, che indicava elementi di portata più generale da includere all’interno del regolamento, adesso, oltre a questi elementi richiamati dall’art. 37, commi 1 e 2⁵⁰ TUF per qualsiasi fondo comune d’investimento e art. 35-quater e 35-quinquies per Sicav e Sicaf, sono previsti alcuni caratteri più specifici. Sono indicate, infatti, le circostanze particolari in cui il regolamento del fondo non è soggetto all’approvazione della Banca d’Italia e nella quale nemmeno alcune delle sue norme prudenziali relative al rischio vengono seguite. Le altre novità, introdotte dalla Direttiva AIFM, riguardano l’indicazione del “limite di investimento” del FIA e del livello massimo di “leva finanziaria” da essi utilizzato. Quest’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 ad 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.

⁵⁰ 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)

Inoltre, nel caso in cui i fondi investano in crediti è previsto che la leva finanziaria non possa superare il limite di 1,5. Infine, si denota che tale comma va ad evidenziare 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.”

I FIA italiani sono OICR aperti la cui offerta al pubblico richiede la pubblicazione di un prospetto informativo autorizzata dalla CONSOB. La legge esenta l’offerente dall’obbligo di pubblicare un prospetto autorizzato dalla CONSOB qualora l’offerta delle quote del fondo sia riservata a “clienti professionali” (come di norma accade per gli *hedge fund*). In questi casi è previsto 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 precedentemente 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 pubblico⁵¹, può essere condotta solo previa notifica⁵² alla CONSOB che, d’intesa con la Banca d’Italia, comunica al gestore che l’offerta può essere avviata.

Infine, l’ultimo aspetto del panorama normativo sugli *hedge funds* che resta da trattare è la “vigilanza”, ripartita per finalità tra CONSOB e Banca d’Italia. La prima effettua controlli inerenti ai rapporti con gli investitori (regole di condotta, *disclosure*, etc.); mentre la seconda autorizza le SGR e vigila per quanto concerne i profili prudenziali e di rischio sistemico, inerenti alla gestione collettiva del risparmio. In entrambi i casi, si tratta di vigilanza informativa, ispettiva e regolamentare, assistita tra l’altro, da sanzioni penali.⁵³

⁵¹ Art. 43, comma 1, TUF.

⁵² 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).

⁵³ Art. 2632 c.c. e art. 170-bis, TUF.

Capitolo 3

Le strategie di investimento degli *hedge funds*

3.1 Il processo di investimento in un *hedge fund*

Il portafoglio di un fondo *hedge* è il risultato di un processo d'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, solitamente si suddivide in tre fasi:

1) “Pianificazione dell’investimento.”

In questo stadio, l’investitore deve definire gli obiettivi che intende raggiungere in relazione alla costruzione del proprio portafoglio finanziario. Questi riguardano il rendimento atteso, il grado di rischio, il tasso di volatilità, il livello di *leverage* utilizzato, la trasparenza, la perdita massima, e la liquidità del fondo. Affinché questi risultino funzionali alla scelta dell’investimento è necessario attribuirgli dei parametri da usare come linee guida. Quest’ultimi possono essere fissati dagli investitori o dagli stessi organi normativi.

2) “Ricerca e selezione della struttura e delle strategie atte a soddisfare i bisogni e i parametri precedentemente stabiliti.”

Per quanto riguarda la struttura possiamo fare alcune considerazioni: se l’investitore non ha priorità riguardo al controllo e alla gestione dei suoi capitali può investire in un *hedge fund* puro, altrimenti deve optare per un conto a gestione separata. Inoltre, se egli non avrà i fondi necessari ad effettuare una efficiente diversificazione del rischio, deve ricorrere ad un fondo di fondi *hedge*. Per ciò che concerne le strategie, si rileva che non tutte sono idonee al tipo di investimento che si vuole effettuare. Ad esempio, se il rendimento che si vuol cercare di ottenere 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) “Scelta del gestore”.

L’investitore effettua ricerche sui singoli *hedge fund* e seleziona quelli che maggiormente rispecchiano i suoi obiettivi. Per arrivare alla scelta del gestore, egli effettua sia un’analisi quantitativa che qualitativa⁵⁴.

Il processo d’investimento, però, non termina con la scelta del fondo, ma prevede un costante e continuo monitoraggio delle attività messe in atto dai gestori per assicurare la conformità degli stili di gestione e delle strategie adottate agli obiettivi prefissati.

3.2. La ricerca di un risultato assoluto

Come precedentemente riportato, ciò che contraddistingue gli *hedge funds* e ne accomuna le strategie sottostanti, 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. 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:

- *Directional* (o *Market Timing*). Consiste in un continuo investimento e disinvestimento, in seguito a previsioni sui movimenti di prezzo che avrà uno strumento finanziario o il mercato.
- *Non directional*. Si concentra sull’individuazione di 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. 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”. Proprio per questo, esistono 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. Secondo le

⁵⁴ Le medesime che abbiamo visto nel caso dei *funds of funds* quando devono individuare i fondi *hedge* in cui investire.

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 ed 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 sorta di trasformazione.

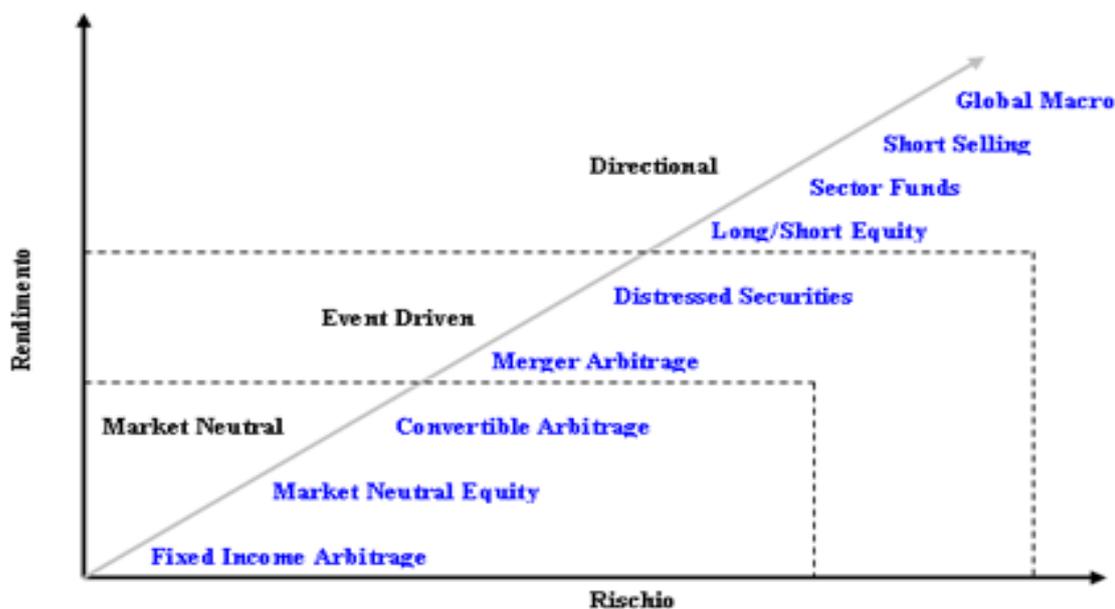


Figura 3 - Classificazione delle strategie d'investimento in base al binomio rischio-rendimento.

3.3. Strategie Direzionali

Le strategie direzionali sono le più aggressive, in quanto cercano di generare profitti scommettendo sulla direzione assunta dai prezzi delle azioni, delle valute e dei beni sui mercati. Le caratteristiche che contraddistinguono questo tipo di tattiche sono la maggiore volatilità dei portafogli e le performance non del tutto svincolate dall'andamento del mercato di riferimento e quindi sono molto più esposte rispetto alle strategie neutrali. Le strategie direzionali vengono anche denominate *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 di mercato in percentuale, mentre, il secondo rileva 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 loro.⁵⁵

Le tecniche che rientrano in questa classe sono:

- 1) *Long/short equity*: il concetto base della strategia (maggiormente diffusa che rappresentava nel 2005 il 28% dell'industria) è di assumere posizioni lunghe in titoli azionari che si ritiene possano avere una performance superiore al mercato, facendo un abbondante ricorso al *leverage* per accrescere la redditività dell'investimento e di vendere allo scoperto i titoli azionari che, al contrario, si ritiene possano avere una performance inferiore a quella del mercato. Gli esperti di strategie di *hedge* azionario combinano investimenti azionari primari lunghi con vendite allo scoperto di titoli azionari o opzioni su indici azionari, in quanto l'obiettivo dei gestori *long/short* è la costruzione di un portafoglio azionario i cui rendimenti non dipendano dall'andamento del mercato, ma solo dalla loro abilità di selezionare le azioni con prospettive migliori. I loro portafogli vanno quindi dalle posizioni lunghe nette alle posizioni corte nette, a seconda delle condizioni del mercato conseguendo guadagni quando le prime si apprezzano e le seconde si deprezzano. I gestori possono avere una esposizione positiva nei confronti del mercato (*net long bias*) o una esposizione negativa (*net short bias*). Generalmente l'esposizione netta al mercato è positiva, tendendo quindi ad avere una correlazione positiva con l'andamento dei mercati azionari. I gestori sono, però, anche a conoscenza del fatto che i prezzi dei singoli titoli possono (come spesso accade) fluttuare in risposta a fattori non legati all'evoluzione del mercato nel suo complesso. Occorre in ogni modo effettuare un'adeguata *stock selection* al fine di guadagnare sia nelle fasi di rialzo sia in quelle di ribasso del mercato. Una caratteristica fondamentale di tale strategia è che le posizioni corte vengono utilizzate per generare un profitto, piuttosto che per fornire una copertura sulle posizioni lunghe. 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*. I *manager* 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) ed alla diversificazione tra i settori di investimento, in modo da separare la *performance* del portafoglio da quella di uno specifico contesto.

⁵⁵ K.R. MIRABLE, "Hedge Fund Investing: A Practical Approach to Understanding Investor Motivation, Manager Profits and Fund Performance", 2016.

2) *Sector strategy*: i gestori di *hedge funds* che perseguono l'approccio all'investimento noto come *sector funds* restringono l'universo di investimento esclusivamente su un settore specifico o specializzandosi su una determinata e prescelta area geografica, sfruttando un particolare vantaggio informativo. Come in ogni strategia *long/short*, il punto di partenza del processo d'investimento consiste nella ricerca e nell'identificazione dei titoli su cui assumere posizioni lunghe o corte. Si tratta di scegliere titoli in crescita, che presentano valori degli utili e dei flussi di cassa ampiamente scontati rispetto al valore intrinseco della società, o identificare quei titoli sottovalutati dal mercato. Di fondamentale importanza, è l'attenzione che i gestori devono prestare verso qualsiasi elemento di carattere macroeconomico, monetario o ciclico, in grado di influire sia sul mercato azionario nel suo complesso, che sul settore specifico; inoltre, sarà necessario analizzare il microambiente dell'azienda al fine di monitorare il corretto posizionamento dell'azienda *target* all'interno dello specifico settore in cui opera. Il portafoglio settoriale è solitamente caratterizzato dalla presenza congiunta di due componenti: posizioni di base e posizioni di copertura. Del primo gruppo fanno parte titoli tenuti a lungo termine che genereranno la maggior parte dei ritorni della strategia; mentre, nel secondo gruppo, si trovano i titoli venduti allo scoperto (ritenuti sopravvalutati), titoli a fini di speculazione e titoli di copertura. I settori in grado di offrire numerose occasioni d'investimento sono:

- *Long/short equity technology-media-telecommunication*: i gestori specializzati in questo settore cercano di individuare le società in base ai fallimenti e all'evoluzione dell'innovazione tecnologica;
- *Long/short equity biotech*: si tratta di società con un ampio potenziale di sviluppo che forniscono farmaci di vario genere. La promozione o la bocciatura di tali farmaci da parte del mercato genera forti movimenti nei prezzi dei titoli delle case produttrici.
- *Long/short equity gold*: tale strategia si caratterizza per l'assunzione di posizioni lunghe e corte su investimenti collegati all'oro e ad altri materiali preziosi, come l'argento e il platino.

3) *Emerging markets*: la strategia dei mercati emergenti si focalizza sull'investimento in strumenti finanziari dei paesi emergenti caratterizzati da mercati e da 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: i *fund managers* individuano ed acquistano i titoli sottovalutati a causa delle inefficienze di mercato, prima che venga apportata una correzione al mercato stesso. Questa strategia è una delle più rischiose per diversi motivi, tra cui: i mercati emergenti possiedono una volatilità maggiore rispetto a quelli sviluppati; offrono scarse opportunità di copertura, infatti, le vendite allo scoperto sono limitate perché sono ostacolate dalla illiquidità dei titoli, da possibili sviluppi politici imprevisti ed inoltre il mercato dei contratti derivati non è così sviluppato da offrire un valido controllo del rischio. A causa della mancanza di adeguati strumenti di copertura, questa

tipologia di *hedge funds* assumono prevalentemente posizioni *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 grande rilievo. Per questa strategia la fase di ricerca risulta fondamentale. I gestori, prima di investire in una società, effettuano esami macroeconomici sul paese di appartenenza, poiché se lo stato dovesse attraversare una crisi politica, l'impatto sull'economia e sulle singole imprese potrebbe essere fortissimo.

- 4) *Global macro*: i fondi Macro, definiti come "*Global Asset Allocators*" sono *hedge funds* di enormi dimensioni, in quanto sono caratterizzati dallo spostamento di ingenti masse di capitali in grado di condizionare l'intero mercato, dato che possono investire in ogni mercato utilizzando qualsiasi strumento finanziario. I fondi che utilizzano questa strategia sono quelli più noti; si pensi ad esempio al *Quantum Fund*, il fondo di *George Soros*, uno dei grandi guru della finanza mondiale che ha attirato molta attenzione su di sé, e sul mondo degli *hedge 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 (Sistema Monetario Europeo)⁵⁶. Per identificare le opportunità d'investimento, i gestori usano un approccio di tipo *top-down*, in quanto le scelte delle posizioni si basano sull'analisi delle variabili macroeconomiche e politiche relative ai diversi paesi in cui decidono di allocare i capitali a loro disposizione, per individuarne le tendenze prevalenti e cercare di catturarne i relativi rendimenti. Con la strategia macro si cerca di anticipare i cambiamenti nei prezzi sui mercati finanziari assumendo spesso posizioni direzionali. Dopo aver identificato il *trend* da anticipare, con l'analisi *top-down*, il gestore tramite l'analisi dei mercati finanziari cerca di individuare il giusto momento di ingresso sul mercato e lo strumento finanziario più idoneo. La performance del fondo dipende quindi unicamente dalla qualità e dalla tempistica delle previsioni dei gestori. Solitamente chi opera con questa strategia agisce su mercati estremamente liquidi come azioni, obbligazioni, valute e materie prime, facendo uso spesso di strumenti derivati, *swap*, *forward*, opzioni, *futures* ed altri titoli, e ricorrendo in particolare alle vendite allo scoperto e alla leva finanziaria per aumentare l'impatto dei movimenti del mercato. Ogni decisione presa dal gestore deve essere coerente non solo con la sua visione macroeconomica, ma anche con il profilo di rischio dell'intero portafoglio, in quanto il principale obiettivo di questa strategia, considerata spesso tra le più rischiose ma anche tra le più proficue, è la conservazione del capitale. A tal proposito i gestori sono sempre molto restii nel rivelare le proprie idee di investimento e quindi tale strategia presenta una scarsa trasparenza nei confronti degli investitori.

⁵⁶ Analizzato nel paragrafo 1.1

5) *Short selling*: i gestori di fondi specializzati nello *short selling*, definiti in passato gli "*Alter Ego di Wall Street*", sono guidati dallo scopo di vendere titoli di cui non sono in possesso nella speranza di poterli riacquistare in un momento successivo ad un prezzo più basso, lucrando sulla differenza. I gestori che utilizzano tale strategia cercano di trarre profitto dalla diminuzione del valore di mercato di alcuni titoli azionari. Il manager vende allo scoperto i titoli che ritiene sopravvalutati: se il valore dei titoli subirà una flessione, il gestore otterrà profitti, al contrario, se i prezzi dei titoli aumentano, si concretizzerà una perdita. 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 suo 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 ad 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.

È 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*). Altrettanto

frequente è l'utilizzo della vendita allo scoperto per finalità speculative. La differenza principale con le altre strategie è che, mentre la *long position* è caratterizzata da perdite potenziali finite e guadagni potenziali infiniti, una speculazione sulla *short position*, invece, può comportare una perdita potenzialmente illimitata e dei guadagni potenziali finiti. Il risultato positivo di questa operazione dipende dall'abilità del gestore di attuare una corretta scelta dei titoli e di determinare il giusto *timing* in cui svolgere l'operazione. Il titolo che maggiormente si adatta ad essere venduto allo scoperto deve presentare le seguenti caratteristiche: elevato flottante, sopravvalutazione e scarse disponibilità finanziarie della società emittente.

3.4 Strategie Non direzionali

Le strategie non direzionali non formulano previsioni sull'andamento dei mercati, ma tentano di trarre profitto sfruttando varie opportunità derivanti da temporanei sfasamenti di prezzo o da anomalie strutturali del mercato stesso. Si usano, per tale strategia, sia posizioni lunghe che corte su titoli per approfittare di momentanee differenze di prezzo, eliminando così del tutto il rischio sistematico. Questo stile di investimento comprende due sottocategorie: *market neutral o relative value* e le strategie *event driven*.

3.4.1 Market neutral o relative value

I gestori di *hedge funds* tramite questa strategia non vanno alla ricerca di profitto tramite l'andamento crescente o decrescente del mercato, bensì, l'obiettivo è creare un portafoglio neutro rispetto ai movimenti che caratterizzano il mercato. L'investimento *market neutral*, nel modello del *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, può essere descritto come investimento a *beta* nullo (eliminando così il rischio sistematico) e con un elevato *alfa*⁵⁷. Altra caratteristica, che contraddistingue tale strategia è l'elevato ricorso all'indebitamento, grazie al quale è possibile amplificare la redditività dei portafogli (dato che gli scarti di prezzo causati dalle inefficienze del mercato sono molto limitati, c'è bisogno di un cospicuo investimento per conseguire un

⁵⁷ Il CAPM sostiene che il rendimento atteso di uno specifico investimento è funzione di due parametri: il rendimento atteso da attività prive di rischio ed il premio medio per il rischio.

$$R_p = \alpha + \beta \times R_m$$

il *beta* (β) è il coefficiente che misura il comportamento di un titolo rispetto al mercato, ovvero la variazione che un titolo storicamente assume rispetto alle variazioni del mercato.

Il coefficiente alfa fornisce la misura dell'extra rendimento atteso da ciascun titolo sottovalutato ed è calcolato dalla differenza fra il rendimento medio atteso e quello prevedibile sulla base del premio per il rischio ed il beta del titolo. Alfa rappresenta quindi l'abilità del gestore nell'attività di stock picking ovvero di scelta dei titoli da includere in portafoglio il cui rendimento è indipendente dal mercato. ANSA.it

profitto ragionevole). Inoltre, un'altra peculiarità è l'elevata flessibilità di cui gode un portafoglio del genere, dovuta anche alla possibilità di vendere allo scoperto i titoli ritenuti sottovalutati. Tra le sottocategorie appartenenti a tale macro-classe, vi sono:

- 1) *Convertible arbitrage*: tale strategia inizia con l'analisi delle società che emettono obbligazioni convertibili al fine di individuare quelle sottovalutate che presentano discrepanze di prezzo rispetto al titolo sottostante. Quindi si procede con l'acquisto delle obbligazioni convertibili e la vendita allo scoperto del titolo azionario sottostante, cercando di generare profitti dal *mismatch* fra i due titoli e di coprirsi dall'esposizione al mercato. Infatti, in questo modo le due posizioni sono inversamente correlate, le fluttuazioni in una posizione sono compensate da quelle opposte nell'altra ed il risultato dovrebbe essere la neutralità ai movimenti del mercato. Tenendo fede alla natura neutrale della strategia, gli specialisti del fondo 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 rifletteranno il prezzo dell'azione in modo più preciso in un mercato in rialzo. I rischi relativi al *convertible arbitrage* sono: il rischio di interesse, che i gestori riducono grazie all'utilizzo di opzioni o tramite l'acquisto di obbligazioni a breve scadenza; il rischio di liquidità, dato dalla minore liquidità dei titoli obbligazionari; la volatilità del mercato azionario e i rischi relativi alla società emittente che possono provocare un'oscillazione nei prezzi dei titoli (acquisizioni e ricapitalizzazioni).
- 2) *Fixed income arbitrage*: questa strategia prevede l'assunzione di posizioni lunghe e corte in compensazione su titoli del reddito fisso simili tra di loro (buoni del tesoro, titoli garantiti, obbligazioni societarie, *swap*, debito dei paesi di mercati emergenti), i cui valori sono storicamente correlati, ma il cui rapporto risulta temporaneamente sfasato. L'obiettivo del *fixed income arbitrage* è la neutralizzazione dalle fluttuazioni dei tassi di interesse, acquistando titoli sottovalutati dal mercato e vendendo allo scoperto titoli per i quali si prevede una riduzione di valore. La scelta di titoli altamente correlati ai tassi di interesse comporta che un aumento dei tassi influirà negativamente sulla posizione lunga e positivamente su quella corta, quindi, si realizzerà un guadagno quando il rapporto tra i titoli rientra nel *gap* stimato dai manager. Per contenere il rischio si cerca di costruire portafogli che azzerino la *duration*⁵⁸ complessiva delle due posizioni, tramite l'acquisto di titoli con durata simile per controbilanciare gli effetti dovuti ad una variazione dei tassi di interesse. I gestori, inoltre, per individuare le discrepanze di prezzo analizzano anche i *rating* creditizi, i flussi di cassa, le curve di volatilità e di rendimento ed infine fanno anche uso delle analisi di scenario. Una caratteristica

⁵⁸ La correlazione tra titoli simili è calcolata tramite la *duration* che misura la sensibilità del prezzo di un'obbligazione alle oscillazioni dei tassi di interessi. Le obbligazioni con *duration* più lunghe saranno più sensibili ad una variazione dei tassi di interesse e quindi più pericolose.

importante di tale strategia è la necessità della leva finanziaria per ottenere rendimenti adeguati: infatti, dal momento che si costruiscono arbitraggi su *spreads* molto ridotti, l'indebitamento diventa un elemento necessario per avere una moltiplicazione dell'utile.

- 3) *Equity market neutral*: i gestori di *hedge funds* che implementano tale strategia costruiscono portafogli composti da posizioni lunghe in titoli per i quali si prevedono *performance* superiori di quelle del mercato e posizioni corte su attività per le quali si formulano previsioni al ribasso. Il fine principale è quello di 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*), in modo tale da avere un beta prossimo allo zero. Il *fund manager* per ottenere tale risultato deve continuamente monitorare l'andamento dei prezzi e ribilanciare il portafoglio, perché anche una piccola variazione del *pricing* di tali titoli ha un effetto diretto sul valore del *beta*. Inoltre, tale strategia implica una spiccata capacità del gestore nel selezionare i titoli e nell'individuare il *timing* migliore per effettuare tali operazioni.

3.4.2 *Event driven*

Le strategie *event driven* non dipendono dalla direzione del mercato, ma cercano di trarre profitto dalle opportunità derivanti da cambiamenti di rilievo e straordinari, come fusioni, acquisizioni, scorpori, scalate ostili, ristrutturazioni e riacquisto di azioni che impattano sul valore dei titoli societari. Caratteristica principale dei portafogli che perseguono tale strategia è l'assunzione per lo più di posizioni lunghe sui titoli societari, che permette di ottenere profitti solo in caso di rialzo nei prezzi delle attività, anche se non sono del tutto assenti strumenti di copertura. L'abilità dei gestori risiede nel prevedere esattamente l'esito dell'evento attraverso contatti con operatori del settore e quindi gestire il *deal risk*⁵⁹ insito in tali investimenti. Per diminuire il rischio di erronee previsioni oltre alla diversificazione del portafoglio, si utilizza l'imposizione di massimali sui singoli investimenti per diminuire il rischio specifico, mentre, per ridurre il rischio sistematico si fa ricorso ad una attenta gestione del *leverage* e tramite operazioni di copertura (vendita allo scoperto e opzioni). Tale strategia si suddivide in due sottocategorie che trattano diversi eventi aziendali tra cui:

- 1) *Merger arbitrage*, che pone la sua attenzione su operazioni di acquisizione e fusione. Di solito, le società oggetto di acquisizione incrementano il loro valore di mercato, anche se potrebbero non raggiungere il prezzo offerto dall'acquirente. L'opportunità di trarre profitto da tale investimento nasce

⁵⁹ Il rischio che l'operazione, precedentemente annunciata dalla società, possa non essere compiuta.

dal fatto che, molto spesso, i titoli delle società oggetto di acquisizione sono negoziati a sconto rispetto al valore che effettivamente potrebbero raggiungere al completamento della fusione. Il differenziale tra il prezzo offerto e quello effettivo è detto *spread*, nella maggior parte dei casi, esso è positivo e rappresenta la remunerazione dei gestori di tali portafogli per il periodo che intercorre tra l'annuncio e il perfezionamento della fusione e per il rischio che egli si assume nel caso in cui tale fusione non si concluda. Maggiore è il rischio che la transazione non vada a buon fine e più grande sarà l'ampiezza dello *spread*. Solitamente, i *fund managers* per gestire il rischio effettuano varie ricerche sull'operazione di acquisizione o fusione, in modo tale da assegnare una probabilità ai vari esiti della transazione. I gestori che utilizzano questa strategia operano, solitamente, in due diversi modi: o prendono una posizione sui titoli societari dopo che l'annuncio dell'operazione è stato dato, oppure, cercano di anticipare tale evento attraverso l'acquisto di titoli prima che l'annuncio venga diffuso al pubblico. Il maggior rischio corso dai *merger arbitrage managers* è quello che la possibile fusione o acquisizione non si concluda.⁶⁰ Per ridurre i rischi relativi a tale strategia si riduce il ricorso alla leva finanziaria, si cerca di diversificare il portafoglio, si ricorre ad opzioni *put*⁶¹ ed è anche necessario limitare l'assunzione di posizioni rilevanti in queste transazioni. Inoltre, alcuni *managers*, anticipando il fallimento di alcune operazioni, invertono la strategia e assumono posizioni corte sulle azioni delle società *target*.

- 2) *Distressed securities*: tale strategia rivolge l'attenzione ad azioni, obbligazioni e crediti di società che sono in condizioni di dissesto, di risanamento economico o di ristrutturazione. Di solito, questi titoli sono negoziati a prezzi scontati a causa delle incertezze sul recupero delle imprese sottostanti. I prezzi di questi titoli scendono ulteriormente quando i loro detentori decidono di venderli in seguito ai dissesti finanziari dell'impresa. In tale contesto, i gestori di questi fondi cercano di trarre profitto assumendo posizioni lunghe sui titoli di tali società scommettendo, in pratica, sul buon esito dell'operazione di risanamento. Per selezionare le società in cui investire, scommettendo su una loro ripresa, si effettuano svariate analisi atte a definire le cause che hanno spinto i loro titoli al ribasso. È possibile, ad esempio, che la società si sia o eccessivamente diversificata, ma abbia ancora un *core business* solido; 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 problemi di *management* che possono essere risolti tramite un cambio ai vertici aziendali. La caratteristica che contraddistingue i *distressed securities* è l'assenza della leva finanziaria, in quanto sono già caratterizzati da un elevato indebitamento implicito, perché

⁶⁰ Varie cause possono impedire la fusione o l'acquisizione di società, tra cui: reazioni negative del mercato, leggi antitrust, indecisioni del management.

⁶¹ Si può ricorrere a tale alternativa quando lo *spread* a disposizione sia tale che il profitto potenziale possa agevolmente coprire il costo di acquisto delle *put*.

negoziati a sconto rispetto al valore di parità. Infine, un'altra peculiarità è la scarsa correlazione con i mercati finanziari, dato che si basa su eventi interni a società in difficoltà.

Capitolo 4

Dimensione, performance e prospettive future del settore.

4.1 Dimensione del settore

Esistono diversi *database* che raccolgono dati relativi alle performance ed ai rendimenti degli *hedge funds*, come *HFR*⁶², *Credit Suisse*⁶³ e *Preqin*⁶⁴, ma a volte queste società forniscono dati anche molto divergenti fra di loro. Inoltre, come già accennato, questo settore è caratterizzato da una forte riservatezza⁶⁵. Proprio per questo, stime attendibili su tale categoria di fondi sono molto difficili da rilevare. Fatta questa premessa sui limiti dei dati disponibili sul settore dei fondi *hedge*, si andranno ad analizzare i dati relativi alla dimensione di questo settore a livello internazionale.

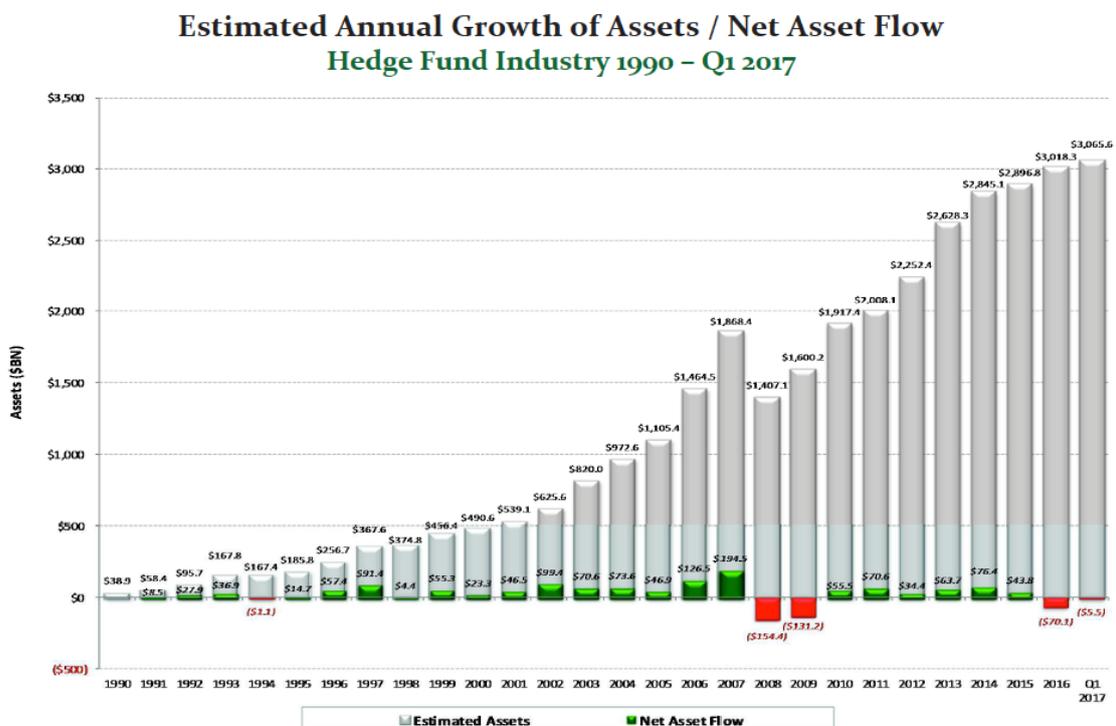


Figura 4 - Evoluzione della massa gestita dall'*hedge fund industry* mondiale. (Fonte: Hfr. Dati aggiornati ad Aprile 2017)

⁶² *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).*

⁶³ *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.*

⁶⁴ *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).*

⁶⁵ *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.*

Dalla figura precedente è possibile ricavare dati sull'ammontare gestito e i flussi netti generati da questi fondi dal 1990 al 2017, secondo dati forniti da HFR. Come si evince dal grafico, gli *hedge funds* dalla loro nascita ad oggi hanno registrato un *trend* positivo. La forte crescita si è interrotta solo a seguito della crisi sui mutui *subprime*, nel 2008, la quale ebbe effetti sull'intero settore finanziario. La crescita del settore precedente alla crisi è dipesa da diversi fattori tra cui l'espansione del mercato globale, la nascita di nuove tecnologie ed un ciclo economico espansivo soprattutto negli USA. L'*hedge fund industry* ebbe una ripresa solo nel Maggio del 2009, quando, grazie alle nuove sottoscrizioni di quote ed a performance positive relative ai mesi precedenti, il patrimonio di tali fondi tornò a crescere. Relativamente agli anni recenti, la crescita è rallentata se confrontata al periodo precedente alla crisi; infatti, nel 2016 ci sono stati più riscatti che investimenti da parte dei clienti (si registrano, infatti, circa 70 miliardi di dollari di riscatti). Alla fine del 2017, invece, ci sono stati i maggiori afflussi di capitali dal secondo trimestre del 2011 ed è stato completato il primo anno di performance senza un calo mensile dal 2003. Il capitale totale del settore degli *hedge funds* è aumentato di 59 miliardi di dollari, raggiungendo 3.21 trilioni di dollari (il sesto record trimestrale consecutivo per il capitale totale del settore).⁶⁶ Mentre, nel 2018 il deflusso di capitale è stato di 34 miliardi di dollari (circa l'1% del capitale totale del settore) andando a ridurre così il capitale totale degli hedge fund a 3.11 trilioni di dollari e causando la chiusura di circa 580 hedge funds (il numero più elevato dagli ultimi 10 anni)⁶⁷, contro le 552 nuove aperture. La causa principale del disinvestimento è stata un'alta volatilità dei mercati finanziari nel periodo considerato. Nel primo trimestre del 2019, però, vi è stata un'inversione di rotta concludendo tale periodo con la più forte performance del settore dal 2006.

⁶⁶ Dati relativi a "*Hedge fund research*" (HFR).

⁶⁷ Finanza, "grandi speculatori": l'anno nero degli hedge fund. In 580 hanno chiuso i battenti di Alessandro Platerotì (15 dicembre 2018) da Il Sole 24 Ore.

Spostando, invece, l'attenzione sui *funds of funds*, si nota che l'andamento di tale settore si discosta parzialmente da quello degli *hedge funds*.

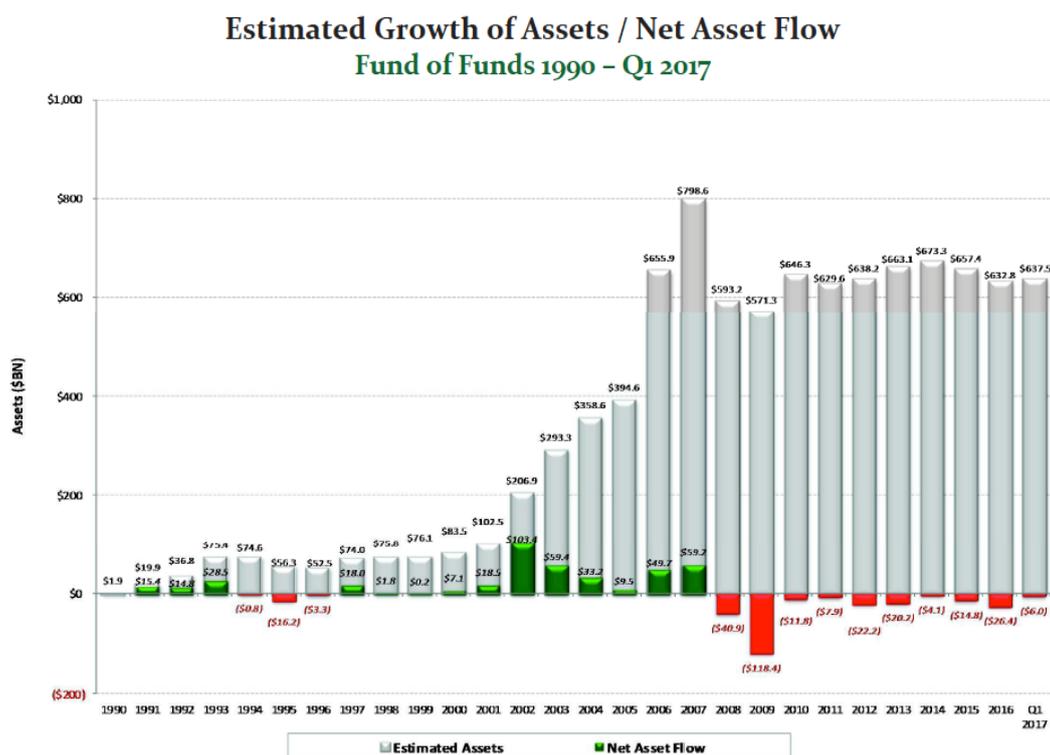


Figura 5 - Evoluzione della massa gestita dai *funds of funds* a livello mondiale (Fonte: HFR. Dati stimati aggiornati ad Aprile 2017).

Il grafico sopra riportato non si differenzia in modo sostanziale da quello precedentemente analizzato fino al 2007, dove l'ammontare gestito dai *funds of funds* era pari a 800 miliardi di dollari. Una tendenza differente si ha negli anni successivi alla crisi del 2008, infatti, c'è stato un andamento altalenante con piccole variazioni, che non hanno mai superato le masse gestite da questi fondi nel 2007. Come si nota dai dati forniti dalle società precedentemente citate, negli anni successivi alla crisi c'è stato un ingente disinvestimento da parte degli investitori, con un ultimo picco negativo in seguito alla crisi del 2016, durante la quale vi sono stati ritiri per 26 miliardi di dollari.

Relativamente alle aree dove si concentrano la maggior parte di fondi *hedge*, si prenderà in analisi il seguente grafico.

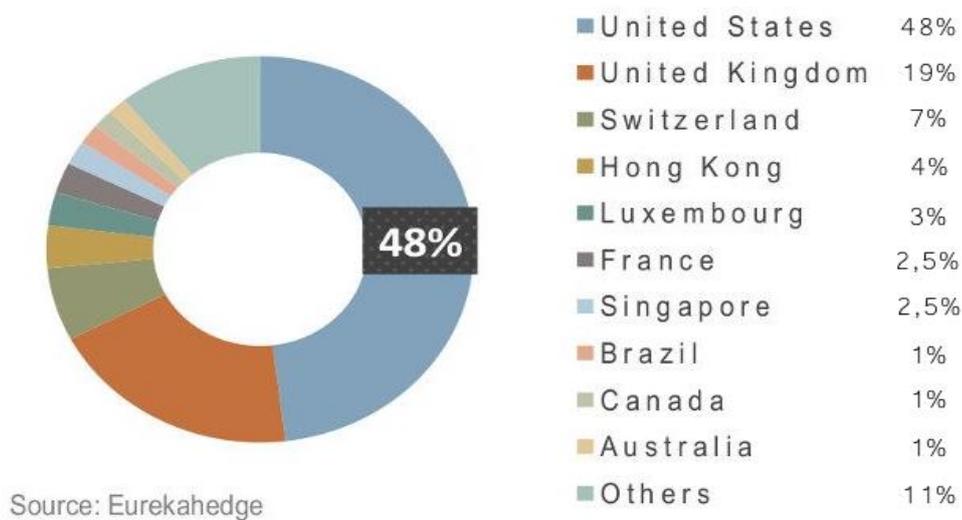


Figura 6 - Localizzazione head office *hedge funds* nel mondo. (Fonte: EurekaHedge. Dati aggiornati ad Aprile 2017)

Come si denota, la localizzazione più rilevante dei fondi *hedge* è presente negli Stati Uniti, con quasi il 50% delle masse gestite, anche se in calo rispetto agli anni precedenti. Successivamente vi è il Regno Unito che amministra il 19% e la Svizzera col 7%. In seguito, ci sono anche i paesi asiatici che, però, rappresentano ancora una minoranza del mercato (Hong Kong 4% e Singapore 2,5%).

Mentre relativamente ai settori in cui il mondo degli *hedge funds* investe, vi è uno studio di Standard&Poor's.

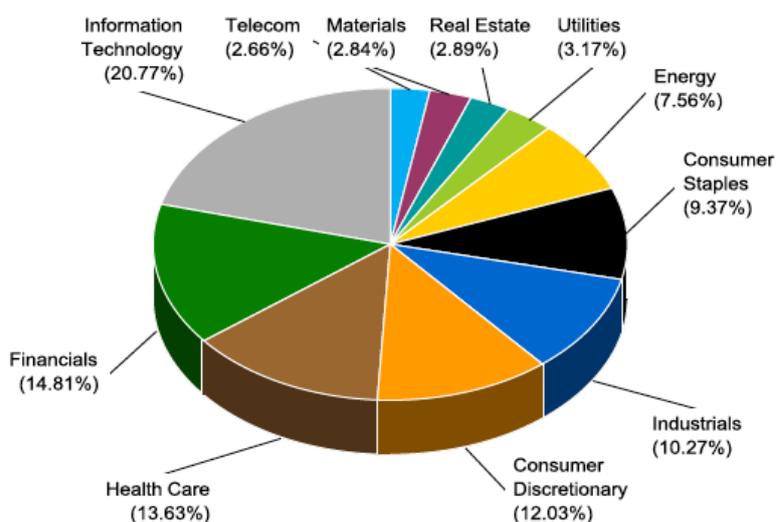


Figura 7 - Analisi settoriale. (Fonte: S&P500. Dati aggiornati a Dicembre 2016)

I settori dove gli *hedge funds* allocano prevalentemente i loro fondi sono quelli delle tecnologie con quasi il 21% degli investimenti totali, seguito dai prodotti finanziari (circa il 15%) e l'*health care* (circa il 14%). Dati rilevanti di questo studio evidenziano una riduzione degli investimenti nei settori dei beni di consumo durevoli a favore del settore dei prodotti di prima necessità (essendo meno legati agli andamenti economici dei mercati).

Exhibit 17: Very Important Positions (VIP) for hedge funds

New stocks in basket listed in bold; holdings as of December 31, 2017; pricing as of February 15, 2018

50 stocks that most frequently appear among the largest 10 holdings of hedge funds

Company	Ticker	Sub-sector	Equity cap (\$ bn)	No. of funds with 10 to 200 positions owning stock 31.Dec.17	No. of funds with stock as top 10 holding 31.Dec.17	Average portfolio weight when stock ranks among top 10 holdings	% of equity cap owned by hedge funds 31.Dec.17	Total return YTD
Amazon.com Inc.	AMZN	Internet & Direct Marketing Retail	\$704	106	90	8 %	2 %	25 %
Facebook Inc.	FB	Internet Software & Services	429	114	70	6	4	2
Time Warner Inc.	TWX	Movies & Entertainment	74	84	65	9	19	4
Alphabet Inc.	GOOGL	Internet Software & Services	654	83	54	7	3	4
Microsoft Corp.	MSFT	Systems Software	715	84	52	7	2	9
Bank of America	BAC	Diversified Banks	336	68	48	7	2	9
NXP Semiconductors	NXPI	Semiconductors	40	60	44	10	41	(0)
Alibaba Group Hldg (ADR)	BABA	Internet Software & Services	473	65	41	7	2	9
Visa Inc.	V	Data Processing & Outsourced Services	222	68	38	7	4	7
Comcast Corp.	CMCSA	Cable & Satellite	187	53	35	6	4	0
Apple Inc.	AAPL	Technology Hardware Storage & Peripherals	888	57	34	6	1	3
Citigroup Inc.	C	Diversified Banks	204	55	28	6	2	4
Nvidia Inc.	NFLX	Internet & Direct Marketing Retail	121	36	28	9	9	46
PayPal Holdings	PYPL	Data Processing & Outsourced Services	94	45	28	6	4	6
Wells Fargo & Co.	WFC	Diversified Banks	296	34	25	6	1	(0)
Charter Communications	CHTR	Cable & Satellite	90	44	24	9	9	8
Aetna Inc.	AET	Managed Health Care	58	40	23	7	12	(2)
Constellation Brands	STZ	Beverages & Wineries	37	28	23	6	17	(5)
Caesars Entertainment Corporation	CZR	Casinos & Gaming	9	45	22	7	33	4
JPMorgan Chase	JPM	Diversified Banks	401	40	21	5	1	9
Broadcom Limited	AVGO	Semiconductors	102	36	20	6	6	(2)
DowDuPont Inc.	DWDP	Diversified Chemicals	168	44	20	5	3	1
Monsanto Co.	MON	Fertilizers & Agricultural Chemicals	53	32	20	7	12	4
Mastercard Inc.	MA	Data Processing & Outsourced Services	182	40	19	6	2	16
Dell Technologies Inc Class V	DVMT	Systems Software	14	37	18	6	28	(15)
Micron Technology	MU	Semiconductors	50	36	18	9	11	6
Berkshire Hathaway	BRK.B	Multi-Sector Holdings	503	25	17	11	1	3
FleetCor Technologies	FLT	Data Processing & Outsourced Services	18	26	17	8	14	2
MGM Resorts Intl	MGM	Casinos & Gaming	20	29	17	7	20	5
Norstar Media Group, Inc. Class A	NXST	Broadcasting	3	26	17	7	32	(5)
Ally Financial Inc.	ALLY	Consumer Finance	13	24	16	8	17	(1)
Delta Air Lines	DAL	Airlines	38	40	16	7	8	(5)
XPO Logistics, Inc.	XPO	Air Freight & Logistics	11	22	16	10	21	0
IQVIA Holdings Inc.	IQV	Life Sciences Tools & Services	21	22	15	5	22	4
Liberty Media Corp. Series C Liberty SiriusXM	LSXMK	Cable & Satellite	9	22	15	6	18	5
Priceline Group	PCLN	Internet & Direct Marketing Retail	91	35	15	6	7	8
Allergan plc	AGN	Pharmaceuticals	55	28	14	8	7	1
JD.com Inc. (ADR)	JD	Internet & Direct Marketing Retail	67	25	14	7	8	14
Liberty Interactive Corporation Ventures Series A	LVNTA	Internet & Direct Marketing Retail	5	22	14	8	29	3
QUALCOMM Inc.	QCOM	Semiconductors	96	21	14	5	4	2
Activision Blizzard	ATVI	Home Entertainment Software	54	21	13	6	6	14
Boeing Co.	BA	Aerospace & Defense	212	18	13	5	2	21
DXC Technology	DXC	IT Consulting & Other Services	29	21	13	6	11	7
GoDaddy, Inc. Class A	GDDY	Internet Software & Services	7	16	13	7	22	11
Liberty Broadband Corp. Class C	LBRDK	Cable & Satellite	14	21	13	7	22	8
Rockwell Collins	COL	Aerospace & Defense	22	18	13	5	11	1
ServiceNow Inc.	NOW	Systems Software	26	22	13	5	9	17
Zayo Group Holdings, Inc.	ZAYO	Alternative Carriers	9	23	13	7	23	2
Autodesk Inc.	ADSK	Application Software	25	24	12	6	13	8
Adient plc	ADNT	Auto Parts & Equipment	6	19	11	10	25	(19)
Average			\$159	40	25	7 %	12 %	5 %
Median			56	35	18	7	9	4

Note: Constituents will reflect the new composition of the basket when it is rebalanced following the close on February 23, 2018.

Source: Solactive, FactSet, data compiled by Goldman Sachs Global Investment Research

Figura 8 - I 50 titoli che più frequentemente compaiono tra i 10 maggiori portafogli di hedge fund. (Fonte: Goldman Sachs Global Investment Research. Dati aggiornati a Febbraio 2018)

Nella tabella precedente, invece, sono elencate le 50 azioni che più frequentemente sono incluse nei 10 fondi speculativi più redditizi e conosciuti, ovvero, le *Very Important Position for hedge fund (VIP)*⁶⁸.

4.1.1 La realtà nazionale

L'analisi del settore degli *hedge funds* nel contesto nazionale, svolta principalmente da MondoAlternative⁶⁹, evidenzia un andamento non dissimile dal panorama mondiale.

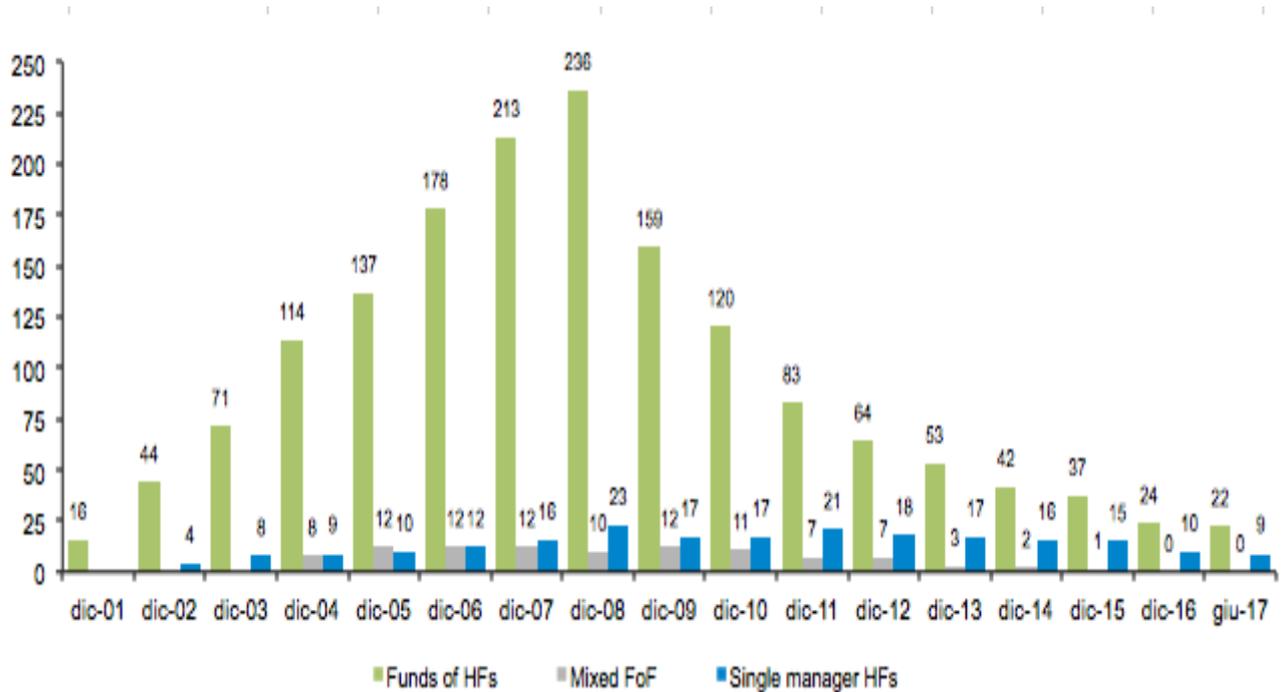


Figura 9 - L'evoluzione degli *hedge* in Italia (per numero). (Fonte: MondoAlternative. Dati stimati ed aggiornati a Giugno 2017)

L'analisi svolta a partire dall'anno 2001, prevede tre diverse forme per i fondi *hedge* in Italia:

1. *Funds of hedge funds*⁷⁰;
2. *Single managers hedge funds*: che rappresentano la categoria di fondi hedge puri;
3. *Mixed funds of funds*: fondi di fondi che investono sia in hedge funds, sia in fondi comuni.

⁶⁸ Indice VIP di *Goldman Sachs*, che riassume le 50 scommesse più popolari nel mondo dei fondi speculativi.

⁶⁹ MondoAlternative è un'iniziativa di MondoInvestor S.r.l., nata nel 2000 come MondoHedge per rispondere alle vaste esigenze informative sul mondo della finanza alternativa. MondoAlternative è riconosciuto dagli operatori, dalle istituzioni e dal mercato come il provider più autorevole e affidabile per l'informazione finanziaria sugli investimenti alternativi, coprendo, oltre agli hedge fund e alle strategie absolute return in formato Ucits, il mondo del Private equity, del Private debt, delle Infrastrutture, delle Commodity e del Real estate.

⁷⁰ Analizzati nel paragrafo 1.3.2.

Dal grafico si può desumere, come già anticipato, che la forma di fondi di fondi è quella più diffusa in Italia (per le ragioni elencate nei capitoli precedenti). Il picco dell'industria *hedge* è stato nel 2008, quando nel nostro Paese erano presenti 269 fondi suddivisi in 236 fondi di fondi, 23 *hedge fund* puri e 10 fondi di fondi misti. Negli anni a venire si è assistito però ad un trend negativo del settore dei fondi speculativi. Infatti, a fine 2017⁷¹, i fondi si erano ridotti a 31, suddivisi in 9 *hedge fund* puri e 22 fondi di fondi, mentre i fondi misti scomparirono. Tra le motivazioni che hanno portato a questo incredibile calo vi sono:

- La crisi del 2008 che ha colpito inevitabilmente anche il mercato italiano ed il relativo comparto degli *hedge funds*;
- Il provvedimento previsto dal Decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze n.197, del 5/10/2010, che aboliva il limite di 200 sottoscrittori per i fondi speculativi, ha avuto come conseguenza il consolidamento del settore e quindi la fusione fra i vari fondi *hedge* per sfruttare vantaggi relativi ai costi;
- Il ritorno all'investimento nei più sicuri fondi comuni.

A tutto ciò, ne è conseguita una dura selezione nel settore, che ha visto la scomparsa dei fondi peggiori ed incapaci ad adattarsi al cambiamento; mentre i fondi migliori, capaci a reinventarsi continuamente, sono sopravvissuti.

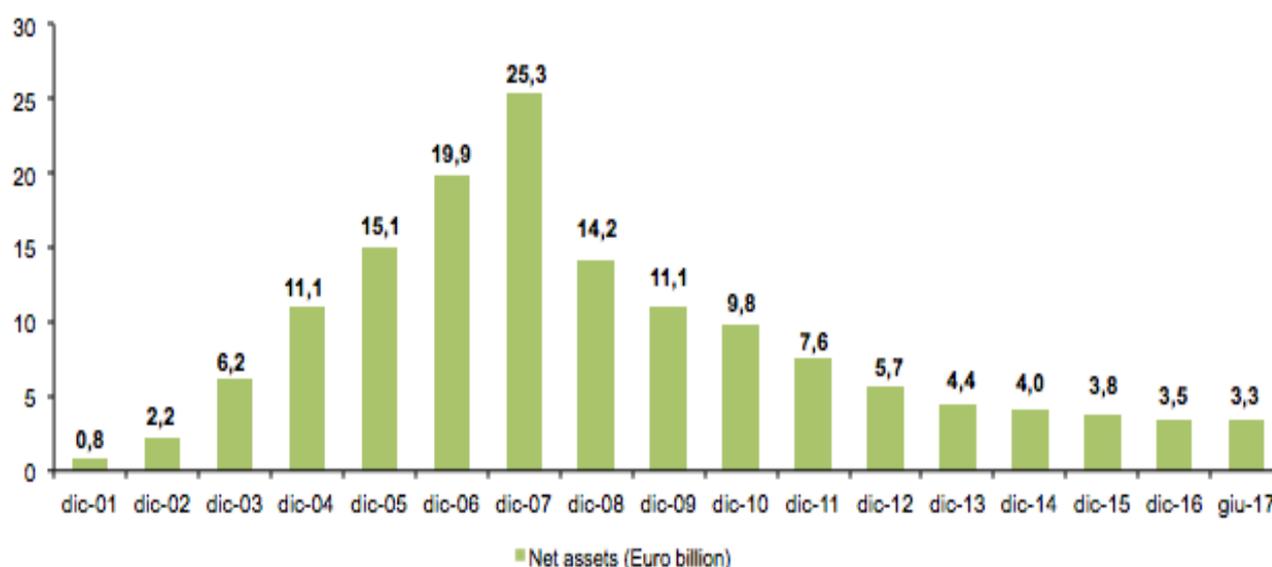


Figura 10 - Il patrimonio gestito dagli *hedge* italiani. (Fonte: MondoAlternative. Dati stimati e aggiornati a Giugno 2017)

⁷¹ Dati disponibili fino al 2017 su MondoAlternative.

Il grafico precedente, fornito da MondoAlternative, analizza l'andamento del patrimonio gestito dagli *hedge funds* in Italia dal 2001 al 2017. La tendenza è simile a quella vista per l'andamento del numero di fondi *hedge* nel nostro paese. Infatti, dopo un *trend* positivo fino al 2007, che ha portato ad un patrimonio totale in gestione di 25,3 miliardi di euro, gli anni successivi hanno visto un brusco rallentamento. Nel 2008 il patrimonio in gestione era sceso a 14 miliardi di euro con un calo netto del 44%. Una delle cause principali sembra essere la totale inconsapevolezza delle logiche di lungo termine tipiche di questi fondi. Infatti, molti clienti, anche quelli istituzionali, hanno iniziato ad investire in tali fondi solo quando erano ai massimi storici per poi uscirne dopo le significative perdite registrate alla fine del 2008. Gli investimenti in *hedge funds*, negli anni seguenti, sono sempre diminuiti, fino ad arrivare al 2017, quando l'ammontare gestito era di soli 3,3 miliardi di euro, con un calo netto dell'87% dal 2007.

Mentre, per quanto riguarda le politiche di investimento perseguite dai gestori dei fondi hedge nel nostro Paese, vi è un'analisi fornita da FIDA⁷².

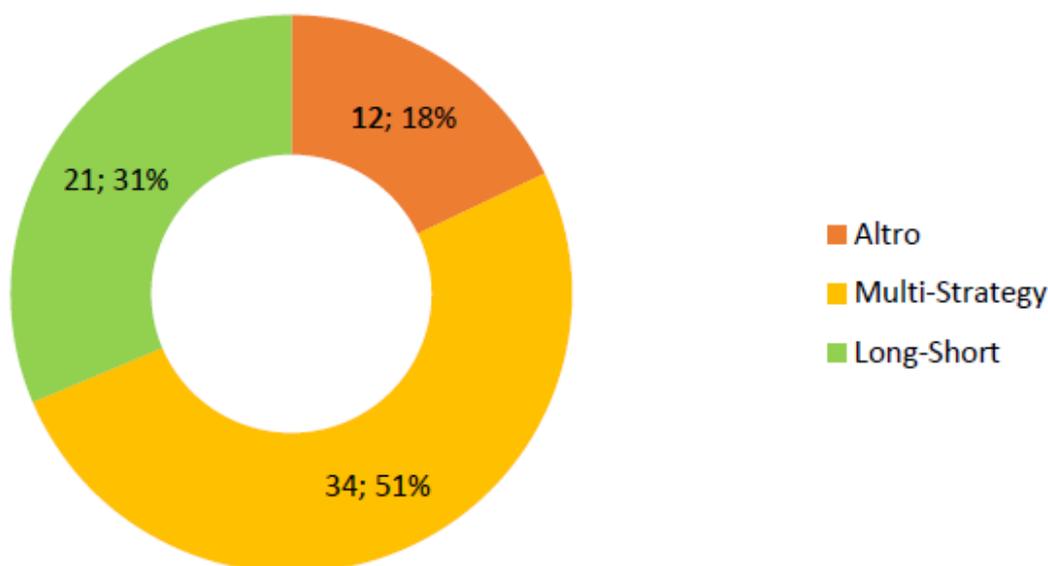


Figura 11 - Fondi *hedge* suddivisi in base alla politica di investimento perseguita (Fonte: FIDA. Dati stimati ed aggiornati a Luglio 2018)

Le strategie che prevalgono in Italia sono principalmente due: *Multi-Strategy*⁷³ con una quota sul totale di quasi il 51%, *Long-Short* con il 31% e le restanti politiche di investimento coprono il 18%.

⁷² FIDA è un provider indipendente di dati di alta qualità sia sui fondi che su azioni, obbligazioni, indici e derivati. La nostra specializzazione è sui fondi e in generale sul risparmio gestito, settore in cui siamo tra i pochi fornitori indipendenti, che significa che raccogliamo i dati direttamente alla fonte degli asset manager. FIDA è poi fornitore di ricerca in campo finanziario e di soluzioni software personalizzate. La copertura dei nostri servizi si estende a livello europeo. (<http://www.fidaonline.com>).

⁷³ Strategia analizzata nel paragrafo 1.3.2.

Fondi speculativi - performance

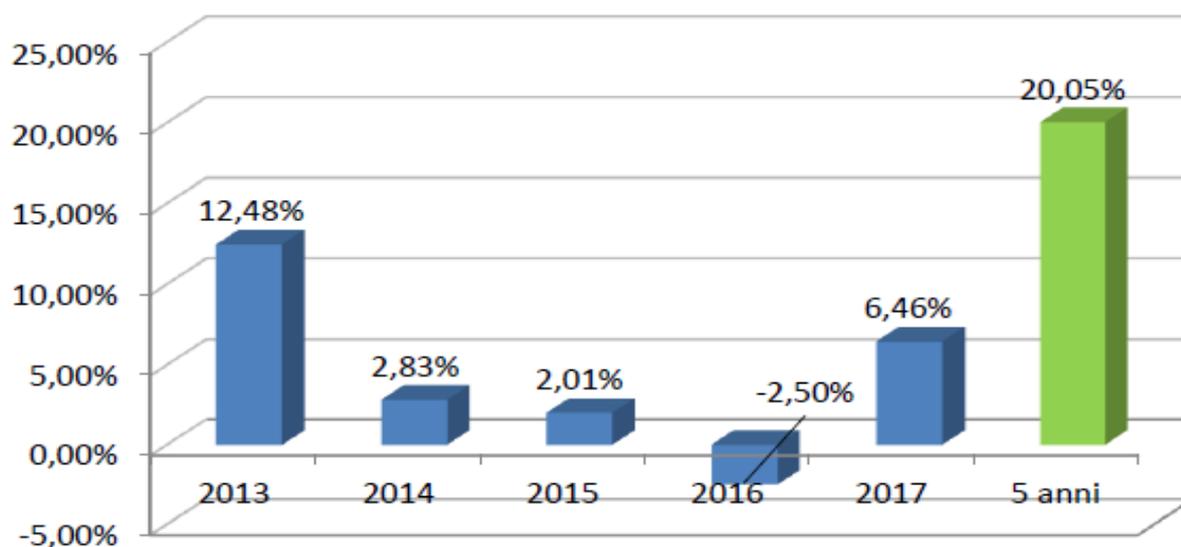


Figura 12 - Performance dei fondi speculativi italiani relative agli anni 2013-2018 (Fonte: FIDA. Dati stimati ed aggiornati a Luglio 2018)

Andando, invece, ad analizzare il rendimento medio dei fondi speculativi negli anni più recenti (dal 2013 al 2018), le performance sono state positive, infatti nei 5 anni considerati vi è stato un rendimento totale del 20% (circa il 3,7% annuo). Il rendimento peggiore si è registrato nel 2016, dove vi è stata una performance negativa del 2,5%, mentre l'anno più proficuo è stato il 2013 con un rendimento di circa il 12,5%.

4.2 Valutazione delle performance

Questo paragrafo ha la finalità di analizzare l'andamento dei rendimenti nel settore degli *hedge funds*, sia a livello internazionale che nazionale.

YEAR	JAN	FEB	MAR	APR	MAY	JUN	JUL	AUG	SEP	OCT	NOV	DEC	YTD
2019	1.44%	0.69%	0.84%	1.35%									4.39%
2018	2.38%	-1.46%	-0.40%	0.18%	0.50%	0.18%	0.06%	0.21%	0.13%	-1.25%	-0.59%	-0.55%	-0.68%
2017	0.65%	1.04%	0.29%	0.50%	0.36%	-0.21%	0.90%	0.70%	0.12%	1.57%	0.06%	0.49%	6.66%
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%
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%
2014	-0.27%	1.71%	-0.41%	-0.12%	1.25%	1.05%	-0.46%	1.09%	-0.30%	-0.46%	1.44%	-0.07%	4.49%
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%
2012	1.87%	1.45%	0.05%	-0.03%	-1.34%	-0.41%	1.44%	0.77%	0.99%	-0.20%	0.51%	1.32%	6.56%
2011	0.45%	1.46%	0.15%	1.80%	-1.32%	-1.40%	0.76%	-2.01%	-2.28%	1.16%	-0.58%	-0.22%	-2.10%
2010	-0.02%	0.66%	1.88%	1.40%	-2.75%	-0.24%	1.33%	0.44%	2.91%	1.98%	-0.23%	2.98%	10.69%
2009	1.28%	0.12%	0.72%	1.57%	3.60%	1.15%	2.25%	1.44%	2.60%	0.09%	1.75%	0.77%	18.73%
2008	-1.86%	1.37%	-1.84%	0.72%	1.98%	-0.52%	-2.74%	-1.68%	-6.66%	-5.85%	-1.26%	-2.27%	-19.05%

Figura 13 - Performance del *HFRI Asset Weighted Composite Index* da Gennaio 2008 ad Aprile 2019.

(Fonte: HFR)

L'*HFRI Asset Weighted Composite Index* è un indice globale, ponderato in termini di *assets*, composto da oltre 1.500 fondi *single manager* riportati nel *Database* HFR. Tali fondi riportano mensilmente il loro rendimento al netto di tutte le commissioni, hanno un minimo di 50 milioni di dollari in gestione o performance attive da dodici mesi. L'*HFRI Asset Weighted Composite Index* non include i *Funds of Hedge Funds*. I fondi componenti tale indice sono ponderati in base all'*AUM*⁷⁴ riportato da ciascun fondo per il mese precedente⁷⁵. Come emerge chiaramente dalla tabella la perdita più rilevante degli ultimi anni è stata quella conseguente

⁷⁴ *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.

⁷⁵ Definizione data da *Hedge Fund Research*. (<https://www.hedgefundresearch.com/hfri-indices-index-descriptions>)

alla crisi dei mutui *subprime* del 2008 (circa il 19%), mentre le perdite successive relative agli anni 2011 e 2015, caratterizzati anch'essi dalla crisi, sono state più contenute (rispettivamente del -2,1% e -0,06%). L'andamento negli altri anni, invece, è stato tendenzialmente positivo.

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%

Figura 14 - Performance degli indici per i *funds of funds* italiani da Gennaio 2007 a Giugno 2017.

(Fonte: MondoAlternative)

La tabella precedente elaborata da MondoAlternative analizza, invece, l'industria nazionale dei fondi di *hedge funds* tramite diversi indici. All'interno degli indici sopra riportati sono ricondotti solo fondi che rispettano alcuni prerequisiti:

- Devono essere autorizzati da Banca d'Italia;
- Comunicano il NAV e l'AUM a MondoAlternative;
- Vengono 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 farà parte dell'indice anche in caso di fallimento o liquidazione (al fine di non subire distorsioni verso l'alto dell'indice⁷⁶, infatti, in caso di fallimento viene attribuita una performance di -100%);
- Sono inclusi i fondi che hanno raggiunto il numero massimo di sottoscrittori (quindi chiusi);
- Infine, l'inclusione nei sotto indici è rimessa alle dichiarazioni dei gestori e successivamente monitorata e verificata.

⁷⁶ Il cosiddetto *survivorship bias* con la quale si indica uno dei più frequenti errori di giudizio commesso da tutti in continuazione: quello di prendere una decisione considerando un campione che contiene solo i vincitori ed i sopravvissuti.

In generale, da tale tabella emergono gli stessi andamenti visti per il contesto internazionale, con variazioni di intensità minore.

Le cause che hanno generato grosse perdite sia nel contesto nazionale che sovranazionale sono molto simili. Una delle più rilevanti, come già anticipato precedente, è stata la crisi dei mutui *subprime*, dove l'indice *HFRI Asset Weighted Composite* perse il 19,3%, mentre in Italia la perdita più rilevante si è registrata tra i fondi di fondi *multistrategy* con elevata volatilità (-2,29%), ma in generale tutte le categorie persero terreno. I tre principali motivi per cui tale crisi colpì così duramente il settore degli *hedge funds* furono:

- Il divieto di vendite allo scoperto, implementato a livello internazionale in risposta all'elevato indebitamento dei mercati finanziari, che limitò la capacità operativa degli *hedge funds*;
- La bancarotta di *Lehman Brothers*, seguita a ruota dalle altre banche, le quali rappresentavano le principali controparti per le operazioni di *short selling* e di *leverage*;
- Il crollo dei mercati azionari, che raffiguravano gli *assets* più importanti in cui i fondi *hedge* investivano.

Le perdite che si sono verificate nel 2011, invece, furono generate dalla crisi del debito sovrano nell'Area euro, che portò ad una contrazione del PIL (Prodotto Interno lordo) a livello globale e fu una conseguenza diretta della precedente crisi dei mutui *subprime*. La crisi del 2008 mise in gravi difficoltà le banche europee che furono salvate da interventi pubblici, scambussolando in seguito l'intero settore finanziario. La crisi dell'Area euro iniziò nel 2009 con il dissesto dei conti pubblici della Grecia, seguita da Portogallo ed Irlanda. Per queste nazioni le istituzioni europee in collaborazione con il Fondo Monetario Internazionale (FMI)⁷⁷ approvarono dei piani di sostegno. Nel luglio del 2011, la crisi si manifestò in tutta la sua gravità colpendo anche l'Italia e la Spagna, portando tensioni su tutti i mercati finanziari e, ovviamente, generò ingenti perdite anche per il settore degli *hedge funds*.

Un'altra crisi che colpì duramente i mercati finanziari si verificò anche a cavallo tra il 2015 e il 2016 e fu la conseguenza di:

- Un aumento dei tassi da parte della FED (*Federal Reserve*), che non accadeva dal 2008;
- Un calo vertiginoso nel prezzo del petrolio che scese sotto i 28 dollari al barile per la prima volta dal 2003;
- Il crollo del 15% dell'indice della borsa di Shanghai, dopo anni di crescita incessante.

⁷⁷ Organizzazione internazionale a carattere universale composta dai governi nazionali di 189 Paesi e insieme al gruppo della Banca Mondiale fa parte delle organizzazioni internazionali dette di *Bretton Woods*, dal nome della località in cui si tenne la conferenza che ne sancì la creazione.

Questa crisi fece precipitare sia il mercato americano sia quello europeo, portando inevitabilmente anche ad un calo nei rendimenti degli *hedge funds*. Però, l'andamento negativo del settore *hedge* non fu dovuto solo alla crisi del 2016, ma fu anche la conseguenza di una diffusa sfiducia generale, poiché questi fondi non sono riusciti ad offrire la protezione che ci si aspettava fossero in grado di garantire in periodi di crisi e nei corrispondenti cicli ribassisti. Proprio per questo, molti clienti ridussero i loro investimenti in questa categoria di fondi, preferendogli molto spesso i fondi comuni di investimento o i fondi di *private equity*. Infatti, come si evince dall'analisi di HFR, negli ultimi anni, le chiusure di *hedge funds* hanno superato le aperture.

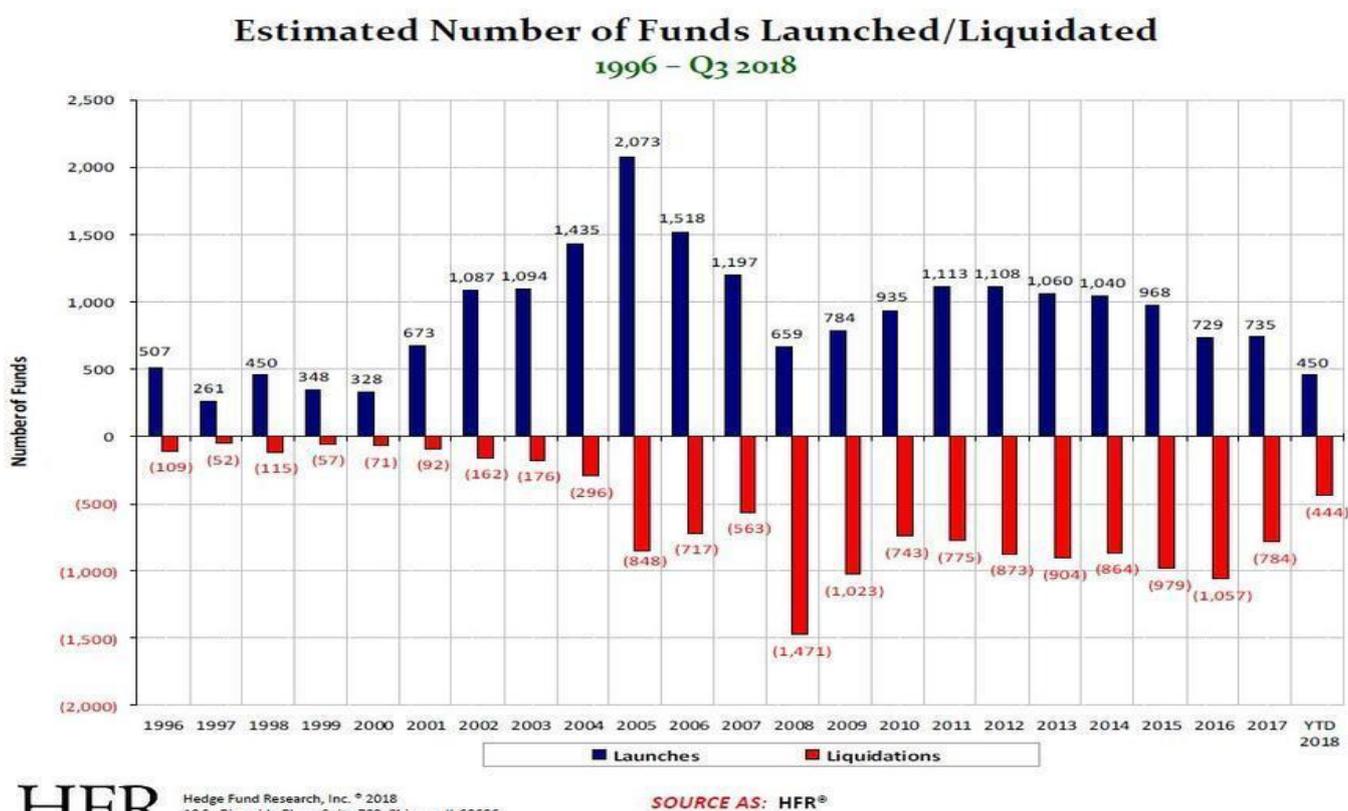


Figura 15 - Evoluzione aperture/chiusure hedge funds. (Fonte: HFR. Dati stimati e aggiornati a Settembre 2018)

Dal grafico è evidente la difficoltà di molti fondi, che negli anni recenti sono stati costretti a cessare la loro attività. Per tre anni di fila, infatti, dal 2015 al 2017, vi sono state più chiusure di fondi che lanci. Mentre, per quanto riguarda l'anno appena passato (2018) ci sono stati solo 450 lanci (il numero di aperture di *hedge funds* non era così basso dal 2000), ma vi è stato anche un numero ridotto di chiusure (444) rispetto agli anni recenti.

Nonostante tutti questi aspetti negativi le eccellenze del settore hanno continuato a guadagnare, infatti, i 20 migliori gestori di *hedge fund*, secondo la classifica⁷⁸ annuale stilata da *LCH Investments*⁷⁹, hanno guadagnato 23,2 miliardi di dollari per i loro investitori l'anno scorso; mentre il resto del settore ha perso 64,2 miliardi di dollari in questo periodo tumultuoso per i mercati finanziari. Questo dimostra come, anche se i fondi stiano diminuendo a dismisura, i migliori sono riusciti a sopravvivere anche quando i mercati azionari sono crollati, grazie ad un approccio all'investimento che non è in alcun modo legato alle oscillazioni del mercato.

4.3 Prospettive future del settore

Dopo gli anni di crisi sui mercati che hanno influito sulle prestazioni degli *hedge funds*, il 2016 è stato un anno altrettanto difficile per questi fondi, infatti, anche se il mercato azionario è salito ad uno dei suoi massimi storici, l'indice dei fondi *hedge* è salito solo di circa il 3%. Il 2017, invece, è stato caratterizzato da una crescita di circa il 7%, mentre il 2018 si è contraddistinto per una decrescita di entità irrilevante (-0,68%). Le cause di questi rendimenti bassi non sono uniformi per tutti i fondi *hedge*, ma alcuni fattori non hanno aiutato. Il periodo precedente alla Brexit e alle presidenziali degli Stati Uniti, infatti, è stato caratterizzato da una bassa volatilità e da una crescita lenta delle economie in via di sviluppo. In generale, gli *hedge funds* alla fine del 2016 si sono trovati a dover affrontare una crisi profonda che poteva portare, nel peggiore dei casi, all'estinzione del settore, se non fossero riusciti a adattarsi alle nuove esigenze del mercato.

Nonostante ciò, le analisi fornite da alcuni istituti, come *Preqin*, prevedono alcune tendenze affascinanti per questo settore. In particolare, la società sopracitata, in un rapporto intitolato “*The Future of Alternatives: The Classes of 2023*”, fa una previsione a cinque anni su questo settore, basandosi sulle opinioni di più di 300 gestori di fondi e 120 investitori istituzionali. I risultati di tale rapporto saranno riassunti sotto vari aspetti:

- Crescita del settore.

Sulla base delle indagini e delle opinioni del settore, si prevede che il settore degli *hedge funds* crescerà del 31% nei prossimi cinque anni, raggiungendo i 4,7 trilioni di dollari gestiti a partire dai 3,6 trilioni di dollari attuali. Da notare però, che si tratta dell'aumento più piccolo in termini percentuali tra tutte le classi di attività alternative, ma in termini di crescita del capitale netto è il secondo livello più elevato dopo il settore del *private equity* (1,8 trilioni di dollari), che secondo *Preqin* supererà il settore degli *hedge*, attestandosi come il più grande settore alternativo con 4,9 trilioni di dollari gestiti.

⁷⁸ La classifica si basa sui guadagni netti, dopo le imposte, dei sette manager dal momento dell'istituzione del fondo.

⁷⁹ “*LCH Investment Groups aim is to becoming the leading conglomerate in Cambodia providing world-class products and services that enhance our stakeholderis value. We operate on international, transparent standards and focus on compliance with national and international laws and regulations.*” (<https://www.lch-investment.com/>)

Assets under Management by Asset Class

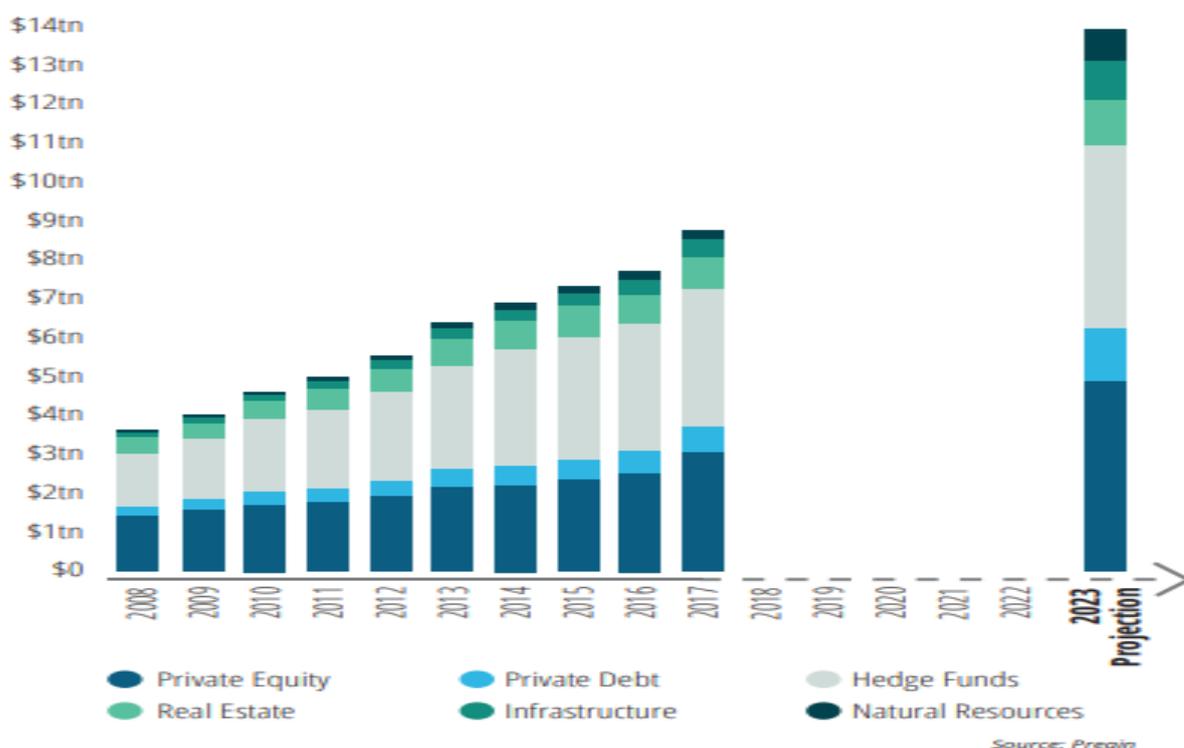
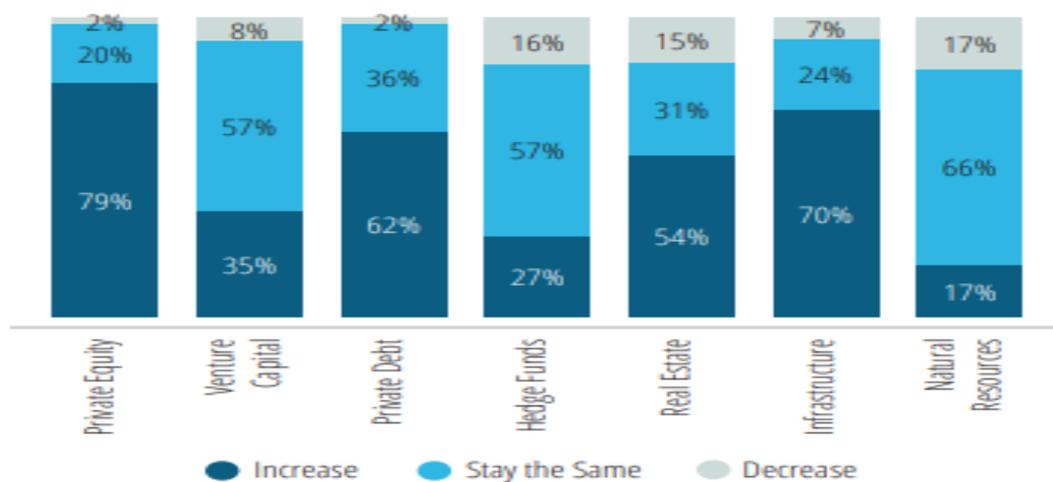


Figura 16 - Previsione delle attività in gestione per classe di attività. (Fonte: Preqin. Dati stimati ed aggiornati a Giugno 2018)

- Maggiore esposizione a strategie illiquide.

Il 27% degli investitori in *hedge funds* prevede di aumentare i loro investimenti in tali fondi, mentre solo il 16% prevede una diminuzione. Anche se la crescita prevista non è particolarmente consistente, non lo è nemmeno la percentuale di investitori che intende ridurre le loro allocazioni. Per ciò, si prevede una crescita costante, in quanto la maggior parte dei gestori e degli investitori ipotizza di mantenere relativamente stabile il livello di esposizione verso gli *hedge funds*, sostenendo la tendenza vista negli ultimi anni. In generale, le previsioni per il settore dei fondi alternativi sono descritte dal grafico seguente.

Investors' Projected Change in Allocations over the Next Five Years



Source: Preqin Investor Survey, June 2018

Figura 17 - Cambiamento previsto nelle allocazioni degli investitori nei prossimi cinque anni. (Fonte: Preqin. Dati stimati ed aggiornati a Giugno 2018)

- Modesta crescita nelle allocazioni in *hedge funds*.

Dati i buoni rendimenti e le distribuzioni record nel settore del *private capital*, non sorprende che gli investitori stiano iniziando a spostarsi verso alternative illiquide, nel tentativo di diversificare ulteriormente e costruire portafogli più sofisticati. Tuttavia, le proiezioni di una crescita modesta, relativa agli investimenti in *hedge funds*, potrebbero non essere così sfavorevoli per il settore come suggeriscono i risultati. Nel corso dell'ultimo decennio, si è notato un numero sempre maggiore di investitori che costruiscono portafogli di *hedge funds* sempre più ampi, con un'esposizione generalmente maggiore verso tali fondi, che in *private capital assets*. Infatti, gli investitori di *private equity*, in genere, assegnano il 9%-10% del loro portafoglio in *assets class*; mentre, si attestano al 14%-15% per l'investitore medio in *hedge fund*. Quindi, sebbene Preqin si aspetta che le allocazioni in fondi *hedge* rimangano relativamente stabili tra molti gruppi di investitori istituzionali, è probabile che vi sarà un'intensa attività intorno a questo settore, perché gli investitori continueranno a rimborsare e riequilibrare le loro partecipazioni a seconda dei loro obiettivi tattici e delle condizioni del mercato in generale.

- La tipologia di investitori nel settore degli *hedge funds*.

Interrogati sui tipi di investitori attivi nel settore, il 76% dei *managers* di *hedge funds* intervistati ritiene che la quota di capitale che ricevono dalle istituzioni crescerà. In particolare, una parte rilevante degli intervistati (66%) ritiene che i *family offices*⁸⁰ saranno le fonti di capitale più preziose, seguita dal 52%

⁸⁰ "Sono (o almeno dovrebbero esserlo) strutture indipendenti nate e organizzate per fornire soluzioni integrate a un patrimonio aziendale o familiare", dice a Patrimoni Roberto Lenzi, avvocato patrimonialista che ha fondato nel 1990 un multi family office. "I

che dichiara siano le fondazioni, ed infine dal 46% che ritiene siano fondi sovrani e piani di dotazione. Inoltre, rispettivamente il 38 % e il 36%, invece, ritiene che saranno il settore privato e i fondi pensione pubblici.

Se si considerano le origini dei patrimoni conferiti ai primi *hedge funds*, si nota che gli investimenti degli individui e delle famiglie con un elevato patrimonio netto era fondamentale. È quindi interessante osservare come l'industria sembra che stia per tornare al punto di partenza, infatti, dopo quindici anni di crescita alimentata da capitali istituzionali, c'è ora l'aspettativa che il benessere di massa guiderà di nuovo la crescita. Però, per attirare questo capitale, i gestori potrebbero dover adattare la loro offerta di prodotti alle diverse esigenze di questi investitori.

- Consolidamento del settore.

Nonostante la rapida crescita post-crisi del numero di gestori attivi nel settore, dal 2016 il numero totale di *hedge funds* ha raggiunto un suo livello stazionario. Ciò coincide, soprattutto, con il drastico calo del numero di nuovi manager che entrano nel settore ogni anno. Ad oggi, sono circa 14.800 gli *hedge funds* attivi, cifra che si è mantenuta stabile dalla fine del 2017 e relativamente invariata rispetto alla fine del 2015. Riguardo alle previsioni per i prossimi cinque anni, i gestori di *hedge* sono in gran parte uniti (91%) nella convinzione che ci sarà un ulteriore consolidamento del settore entro il 2023; mentre il 26% prevede significativi livelli di consolidamento. Come si può evincere dal grafico sottostante, si tratta della quota maggiore di consolidamento previsto tra tutte le classi di attività alternative.

servizi che possono offrire vanno dalla pura consulenza, in ambito finanziario mobiliare e assicurativo finanziario, a quelli a contenuto patrimoniale su asset semplici o complessi; alla pianificazione a supporto del patrimonio immobiliare; alla asset protection e attività connesse al passaggio generazionale o connesse alla pianificazione del patrimonio aziendale; fino a servizi di natura legale, fiscale, successoria, societaria connessi alla pianificazione del patrimonio personale e societario nel suo complesso; consulenza in opere d'arte e assistenza in attività filantropiche". (Si v. Aldo Bolognini Cobianchi., "Si fa presto a dire Family office", in "Milano Finanza", disponibile all'indirizzo <https://www.milanofinanza.it/news/si-fa-presto-a-dire-family-office-201705241509249104>)

Consolidation in Alternatives within the Next Five Years, According to Fund Managers

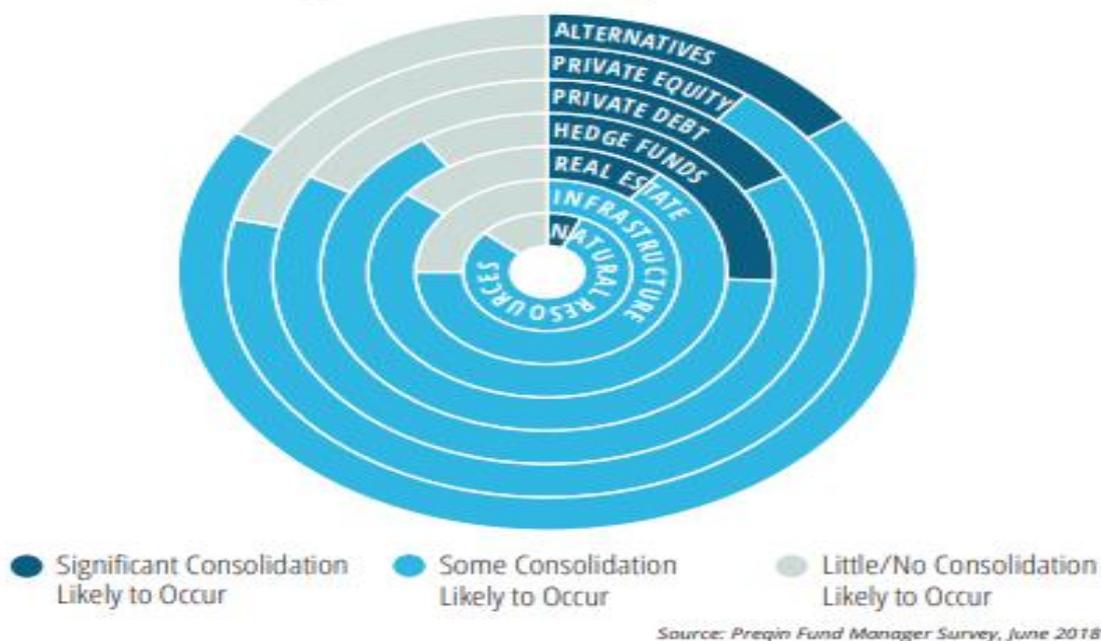


Figura 18 - Consolidamento nelle varie classi di attività alternative entro i prossimi cinque anni, secondo i gestori di fondi. (Fonte: Preqin. Dati stimati ed aggiornati a Giugno 2018)

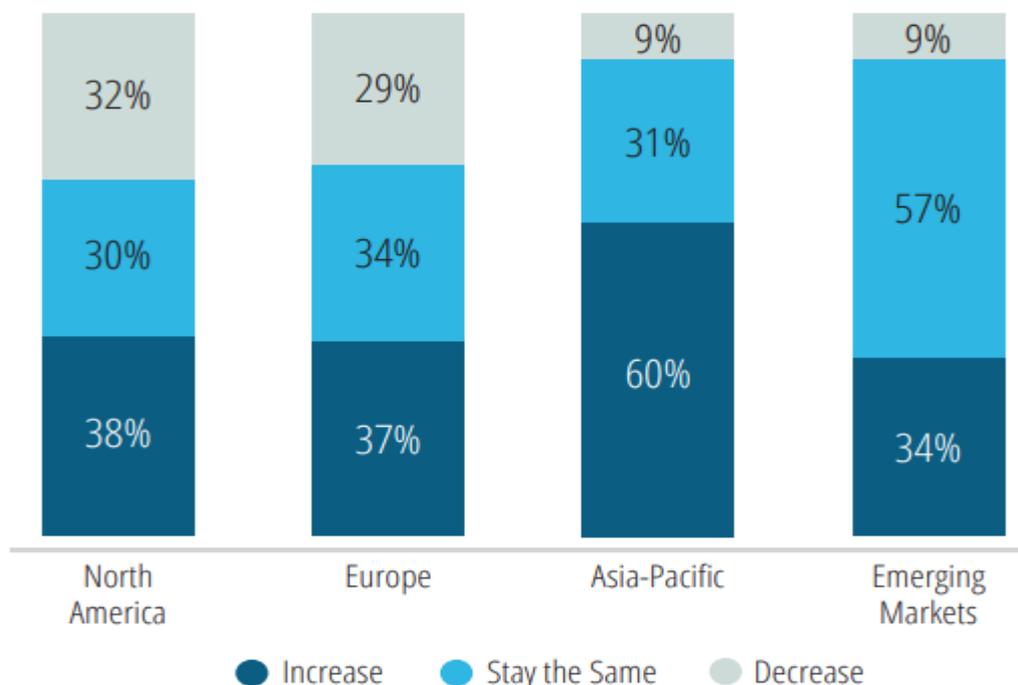
Se le previsioni di Preqin si riveleranno fondate, il numero di fondi *hedge* attivi si stabilizzerà o diminuirà leggermente nei prossimi cinque anni. Inoltre, man mano che l'ecosistema degli investitori si evolve in qualcosa di sempre più complesso, lo stesso varrà per le richieste di tali investitori. Quindi, l'ambiente che si prospetta presenterà probabilmente sfide importanti per i gestori di *hedge funds* e solo coloro che riusciranno a dimostrare il loro valore agli investitori e ad adattarsi alle loro mutevoli esigenze sopravviveranno.

- Lo sviluppo regionale dei fondi *hedge*.

Come risaputo, il Nord America rappresenta la fonte dominante di capitale per gli *hedge funds*, ma il 42% degli intervistati ritiene che la quota di capitale fornita dagli investitori nordamericani diminuirà nei prossimi cinque anni; mentre gli investitori di altre regioni aumenteranno la loro esposizione verso i fondi *hedge*. Rispettivamente il 64% e il 59% degli intervistati, infatti, ritiene che l'afflusso di capitali da parte di investitori europei e dell'area dell'Asia-Pacifico, aumenterà entro il 2023. Invece, per i mercati emergenti, una gran parte dei manager prevede un aumento dei capitali provenienti dal Medio Oriente (37%) e dalla Cina (29%).

In generale, le variazioni previste, per i prossimi cinque anni, dai gestori nel livello di capitale proveniente da ogni regione è stata esposta nella tabella che segue.

Fund Managers' Projected Change in Level of Capital Sourced from Each Region over the Next Five Years



Source: Preqin Fund Manager Survey, June 2018

Figura 19 - Variazione prevista dai gestori di fondi di investimento alternativi nel livello di capitale proveniente da ciascuna regione nei prossimi cinque anni. (Fonte: Preqin. Dati stimati ed aggiornati a Giugno 2018)

- L'influenza della tecnologia.

Per quanto riguarda l'intelligenza artificiale (IA)⁸¹ e le *machine learning*⁸², l'88% dei manager intervistati prevede che, entro il 2023, queste strategie avranno una grande rilevanza nel settore degli *hedge funds*. Alla domanda su quale area del loro business trae maggior vantaggio dai progressi tecnologici, la maggior parte dei gestori di fondi *hedge* ha risposto le *fund operations*. La misura

⁸¹“L'intelligenza artificiale è una disciplina appartenente all'informatica che studia i fondamenti teorici, le metodologie e le tecniche che consentono la progettazione di sistemi hardware e sistemi di programmi software capaci di fornire all'elaboratore elettronico prestazioni che, a un osservatore comune, sembrerebbero essere di pertinenza esclusiva dell'intelligenza umana.” (Si v. Marco Somalvico, in Wikipedia all'indirizzo https://it.wikipedia.org/wiki/Intelligenza_artificiale)

⁸² Il *Machine Learning* permette ai computer di imparare dall'esperienza; c'è apprendimento quando le prestazioni del programma migliorano dopo lo svolgimento di un compito o il completamento di un'azione (anche errata, partendo dall'assunto che anche per l'uomo vale il principio “sbagliando si impara”). (Si v. Nicoletta Boldrini, “Cos'è il Machine Learning, come funziona e quali sono le sue applicazioni”, in NetworkDigital360 all'indirizzo <https://www.ai4business.it/intelligenza-artificiale/machine-learning/machine-learning-cosa-e-applicazioni/>)

dell'impatto e della durata delle nuove tecnologie – come la *blockchain*⁸³, le criptovalute⁸⁴, i *big data*⁸⁵ e le *AI/machine learning* – rimane da vedere, ma l'opinione diffusa è che tali tecnologie miglioreranno l'efficienza nel ridurre i costi e nel trovare fonti di alpha.

In ultima analisi, il modo in cui i gestori di *hedge funds* si adattano e si evolvono per soddisfare le diverse esigenze degli investitori determinerà il loro successo e la loro longevità. Molti possono aprire uffici, locali per accogliere un bacino di investitori più dinamico a livello regionale, ampliare la loro gamma di prodotti o investire in nuove tecnologie e approcci, ma in qualsiasi area in cui i manager scelgono di evolvere, è sicuramente l'atto di evolvere che farà la differenza. La storia degli *hedge funds*, infatti, mostra che molto può cambiare in soli cinque anni.

⁸³ La *blockchain* (letteralmente "catena di blocchi") è una struttura dati condivisa e immutabile. È definita come un registro digitale le cui voci sono raggruppate in "pagine" (dette blocchi), concatenate in ordine cronologico, e la cui integrità è garantita dall'uso di primitive crittografiche. Sebbene la sua dimensione sia destinata a crescere nel tempo, è immutabile in quanto, di norma, il suo contenuto una volta scritto non è più né modificabile né eliminabile, a meno di non invalidare l'intera struttura. (Si v. Blockchain in Wikipedia all'indirizzo <https://it.wikipedia.org/wiki/Blockchain>)

⁸⁴ Le criptovalute sono a tutti gli effetti delle monete virtuali che permettono di compiere operazioni in sicurezza e anonimato. Esse possono essere considerate come degli strumenti digitali che basano il proprio funzionamento sui principi della crittografia. Le criptovalute sono state pensate con lo scopo di eliminare l'intermediario finanziario che emette denaro contante e per questo sono svincolate da qualsiasi tipo di autorità. Il funzionamento delle criptovalute si basa sulle attività di mining, processi in cui i computer tendono a risolvere problemi matematici generando in cambio tali monete virtuali. Fondamentale è anche il concetto di Blockchain, registro pubblico di tutte le transazioni in criptovalute. (Si v. Criptovalute in ForexWiki all'indirizzo <http://www.forexwiki.it/Criptovalute>)

⁸⁵ Il termine *big data* ("grandi masse di dati" in inglese), o mega dati, indica genericamente una raccolta di dati così estesa in termini di volume, velocità e varietà da richiedere tecnologie e metodi analitici specifici per l'estrazione di valore o conoscenza. Il termine è utilizzato in riferimento alla capacità (propria della scienza dei dati) di analizzare ovvero estrapolare e mettere in relazione un'enorme mole di dati eterogenei, strutturati e non strutturati, allo scopo di scoprire i legami tra fenomeni diversi (ad esempio correlazioni) e prevedere quelli futuri. La disciplina può essere vista come un'evoluzione dei tradizionali metodi di business intelligence, allargata a moli di dati ancor più variegata e soprattutto più voluminose. (Si v. Big data Da Wikipedia all'indirizzo https://it.wikipedia.org/wiki/Big_data)

Conclusioni

Questo progetto di tesi ha avuto come fine la descrizione dei fondi *hedge*, cercando di dare chiarezza al settore dei fondi di investimento alternativi, da sempre circondato da un alone di mistero. L'analisi, come si può dedurre, si articola sotto due differenti punti di vista.

Il primo è strettamente normativo; mentre il secondo analizza il punto di vista economico e va a delineare le caratteristiche, le tecniche di investimento e le performance del settore degli *hedge funds*.

Il primo punto di vista ha messo in luce l'evoluzione da un impianto normativo nazionale ad uno comunitario, grazie alla ricezione della Direttiva AIFM (*Alternative Investment Fund Managers*). Il lavoro svolto dal legislatore europeo aveva come fine ultimo l'armonizzazione dell'impianto normativo a livello comunitario, cercando di fornire una direzione unitaria che regolasse tutto il settore dei fondi di investimento alternativi. Inoltre, ha implementato la tutela dei risparmiatori e degli investitori, introducendo norme in grado di rinnovare la fiducia verso l'intero sistema finanziario dopo le gravi crisi degli anni recenti. La ricezione del Decreto 30/2015, infatti, con la conseguente abolizione della precedente disciplina nazionale che regolava i fondi speculativi (Decreto 228/1999), ha aumentato la trasparenza verso gli investitori e verso le autorità regolamentari tramite un'implementazione dell'attività di *reporting* ed è andata a delineare in modo preciso temi fino a quel momento trascurati, come il ricorso al *leverage*. Tale normativa a livello comunitario, però, non ha ostacolato la grande libertà di gestione che contraddistingueva i fondi di investimento alternativi, non paragonabile a quella fornita ai fondi comuni (per il maggior livello di regolamentazione e vigilanza che sono tenuti a sopportare). Inoltre, l'introduzione del "passaporto europeo", previsto dalla Direttiva AIFM, ha avuto molti effetti positivi nel contesto italiano dove il mercato dei fondi *hedge* è ancora poco sviluppato, ma ha portato ad una maggiore competizione nei contesti dove tale categoria di fondi è maggiormente presente e ben consolidata.

Nell'analisi sulla dimensione e sulle performance del settore, è scaturito come l'industria dell'*hedge* sia stata duramente colpita dalle recenti crisi. Infatti, negli ultimi anni molti fondi sono stati costretti a cessare la propria attività a fronte delle dure prove che hanno dovuto affrontare. Una delle cause è stata la sfiducia generale, da parte degli investitori, verso questo tipo di *asset class*, dovuta all'andamento negativo nei recenti periodi di crisi. Nel corso degli ultimi anni, infatti, gli *hedge funds* non sono stati in grado di fornire il cosiddetto rendimento assoluto, cioè performance non correlate all'andamento del mercato e che non risentano della volatilità dello stesso (aspetto che caratterizzava principalmente tali fondi e riusciva a distinguerli dalle altre tipologie). Tale malcontento generale, negli anni successivi alla crisi dei *mutui subprime*, prospettò un serio rischio di estinzione per l'intero settore.

Nonostante ciò, negli anni recenti (dal 2009 ad oggi) l'industria degli *hedge* sembra essere in leggera ripresa, infatti: gli ultimi anni sono stati tendenzialmente positivi in termini di rendimento, solo tre anni tra gli ultimi dieci sono stati caratterizzati da rendimenti negativi, ma di entità praticamente irrilevante.

Ciò che conferma la tendenza è l'analisi fornita da *Preqin*, analizzata in modo dettagliato nel quarto capitolo, sulle prospettive future del settore degli *hedge funds*. Si prospetta che nei prossimi cinque anni ci sia una crescita dell'industria degli *hedge*, nonostante sia previsto anche un consolidamento per tale settore. Si prevede, inoltre, che cambierà la tipologia di investitori che fornirà capitali a tali fondi, in particolare, si prospetta uno spostamento dalla categoria degli investitori istituzionali verso famiglie e fondazioni. Tutto ciò, richiederà ai gestori di adattare la loro offerta alle necessità della nuova clientela. Un ultimo aspetto, che emerge da tali previsioni, è un aumento degli investimenti in *hedge funds* provenienti da aree ritenute, fino a pochi anni fa, "periferiche" ed il ruolo importante che andrà a giocare la tecnologia nell'industria dei fondi *hedge* nei prossimi cinque anni.

In generale, gli *hedge funds* nel corso dei prossimi anni dovranno affrontare nuove sfide, che dovranno essere fronteggiate attivamente, cercando continuamente di adattarsi all'ambiente che li circonda e di soddisfare le esigenze di una clientela in costante evoluzione.

Bibliografia

F. Stefanini, *“Hedge Funds.Strategie d’investimento. Tipologie, performance, rischio e rendimento dei fondi più ricchi del mercato”*, 2005.

F. Stefanini, *“Investment strategies in Hedge Funds”*, 2006.

K. R. Mirabile, *“Hedge fund investing: a practical approach to understanding investor motivation, manager profits, and fund performance”*, 2016.

T. Seides, *“So you want to start a hedge fund?: lessons for Managers and Allocators”*, 2016.

H. K. Baker, G. Filbeck, *“Hedge Fund: Structure, Strategies, and Performance”*, 2017.

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

M. Gentili – R. Visconti, *“Gli Hedge Funds: modelli di business e valutazioni delle SGR speculative”*, in *“Banca e Banchieri”*, 2008.

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

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”*, 2017.

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

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

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

De Gregori & Partners, *“Investire in Hedge Funds”*, Aprile 2016.

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

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

F. S. Partnoy, R. S. Thomas, *“GAP FILLING, HEDGE FUNDS, AND FINANCIAL INNOVATION”*, 2006.

V. Della Corte, S. Federico, A. Felettigh, *“Looking through cross-border positions in investment funds: evidence from Italy”*, in Banca d’Italia, 2018.

G. Cinquemani, G. Siciliano, *“QUANTO SONO GRANDI I VANTAGGI DELLA DIVERSIFICAZIONE? UN’APPLICAZIONE ALLE GESTIONI PATRIMONIALI IN FONDI E AI FONDI DI FONDI”*, in CONSOB, 2001.

A. Di Cesare, P. A. Stork, C. G. de Vries, *“Risk measures for autocorrelated hedge fund returns”*, in Banca d’Italia, 2011.

Hedge Fund Research, *“HEDGE FUND LIQUIDATIONS RISE IN THIRD QUARTER, REVERSING TREND FROM FIRST HALF OF 2018”*, 2018.

Hedge Fund Research, “*HFRI COMPLETES PERFECT 2017 WITH STRONG DECEMBER GAIN*”, 2018.

Hedge Fund Research, “*QUANT CTA STRATEGIES SURGE IN OCTOBER*”, 2017.

Hedge Fund Research, “*ENERGY HEDGE FUNDS SURGE TO BEST GAIN SINCE APRIL 2016*”, 2018.

A. Bensted, “*PREQIN QUARTERLY UPDATE: HEDGE FUNDS Q1 2019*”, in Preqin, 2019.

A. Bensted, “*PREQIN QUARTERLY UPDATE: HEDGE FUNDS Q2 2018*”, in Preqin, 2018.

L. Lodi, “*Fondi Speculativi italiani*”, in FIDA, 2018.

Alter Domus, Aksia LLC, AXA Investment Managers, Backstop Solutions, BNP Paribas Asset Management, Campbell Lutyens, Capital Dynamics, Credit Suisse, Eaton Partners, EQT, Fortius, Golden Gate Ventures, Hone Capital, Institutional Limited Partners Association (ILPA), Kirkland & Ellis, KPMG, LaSalle Investment Management, Magna Entertainment Partners, Monroe Capital, National Pension Service of Korea, Pantheon, SEI Investment Manager Services, State Street, Stirling Infrastructure, “*THE FUTURE OF ALTERNATIVES*”, in Preqin, 2018.

Sitografia

ANSA, “*Che cos'è un Hedge Fund?*”, disponibile all'indirizzo https://www.ansa.it/sito/notizie/economia/finanza_personale/static/hedgefund.html.

Starting finance, “*COSA SONO I FONDI DI INVESTIMENTO?*”, disponibile all'indirizzo <http://www.startingfinance.com/fondi-di-investimento/>.

ANSA, “*Strategie Investimento Hedge Fund*” disponibile all'indirizzo https://www.ansa.it/sito/notizie/economia/finanza_personale/static/hedgefund8.html.

Wall Street Italia, “*Hedge Fund*”, disponibile all'indirizzo <https://www.wallstreetitalia.com/trend/hedge-fund/>.

ASSOGESTIONI, “*Hedge Fund*”, disponibile all'indirizzo <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,403,0,49,html/hedge-funds>.

Borsa Italiana, “*Glossario finanziario-Hedge Fund*”, disponibile all'indirizzo <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/hedge-fund.html>.

Borsa Italiana, “*Cosa è un fondo hedge*” disponibile all'indirizzo <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/fondohedge.htm>.

C. Gagliarducci, “*Che cosa sono gli hedge fund e come investirci*”, in Money.it, disponibile all'indirizzo <https://www.money.it/Che-cosa-sono-gli-hedge-funds>.

Medium, “*Alfred Winslow Jones: The Father of the Hedge Fund Industry*”, disponibile all'indirizzo <https://medium.com/@rainfundai/alfred-winslow-jones-the-father-of-the-hedge-fund-industry-698d069c0d53>.

Wikipedia, “*Alfred Winslow Jones*” disponibile all’indirizzo https://en.wikipedia.org/wiki/Alfred_Winslow_Jones.

L. Scialò, “*Hedge fund, cosa sono, come funzionano e le commissioni*”, in Web Economia, disponibile all’indirizzo <https://www.webeconomia.it/hedge-fund/1793/amp/>.

Borsa Italiana, “*Glossario finanziario-Arbitrage fund*”, disponibile all’indirizzo <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/arbitrage-fund.html>.

ASSOGESTIONI, “*Fondi comuni di investimento*” disponibile all’indirizzo <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,394,0,49,html/fondi-comuni-di-investimento>.

ASSOGESTIONI, “*Gestioni patrimoniali*” disponibile all’indirizzo <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,396,0,49,html/gestioni-patrimoniali>.

D. Filoma, “*Fondi comuni d’investimento e gli hedge funds*”, in Starting finance, disponibile all’indirizzo <http://www.startingfinance.com/hedge-funds-fondi-comuni/>.

Hedge Fund Research; “*HFR Global Hedge Fund Industry Report - Year End 2017 published*”, disponibile all’indirizzo <https://www.hedgefundresearch.com/news/hfr-global-hedge-fund-industry-report-year-end-2017-published>.

Hedge Fund Research, “*HEDGE FUND INDUSTRY CAPITAL FALLS FROM RECORD ON INVESTOR OUTFLOWS*”, disponibile all’indirizzo <https://www.hedgefundresearch.com/news/hedge-fund-industry-capital-falls-from-record-on-investor-outflows>.

L. Antonelli, “*Goldman Sachs a investitori retail: hedge fund pronti a liquidazione titoli VIP*”, in Finanza On line, disponibile all’indirizzo <https://www.finanzaonline.com/notizie/goldman-sachs-investitori-retail-hedge-fund-pronti-liquidazione-titoli-vip>.

Data Wrapper,” *Goldman’s Very Important Positions (VIP) for hedge funds*”, disponibile all’indirizzo <https://datawrapper.dwcdn.net/wmW6a/3/>.

Plateroti, “*Finanza, “grandi speculatori”: l’anno nero degli hedge fund. In 580 hanno chiuso i battenti*”, in Il sole 24 ore, disponibile all’indirizzo <https://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2018-12-14/l-anno-nero-hedge-fund-580-hanno-chiuso-battenti-221743.shtml?uuid=AE65HezG>.

Hedge Fund Research, “*HFRI Indices - Index Descriptions*”, disponibile all’indirizzo <https://www.hedgefundresearch.com/hfri-indices-index-descriptions>.

J. Comtois, “*Hedge fund launch total at lowest level since 2000, HFR says*”, in Pension&Investments, disponibile all’indirizzo <https://www.pionline.com/article/20190322/ONLINE/190329956/hedge-fund-launch-total-at-lowest-level-since-2000-hfr-says>.

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/affariefinanza/2016/05/16/news/gli_hedge_fund_dietro_la_lavagna_costosi_poco_creativi_e_in_perdita-139959991/.

Financial times, “*Hedge fund premier league fared better than rivals in 2018*”, disponibile all’indirizzo <https://www.ft.com/content/c005ab40-2188-11e9-8ce6-5db4543da632>.

E. Guzun, “*Hedge Fund Assets Expected to Rise by a Third by 2023*”, in HEDGENORDIC, disponibile all’indirizzo <https://hedgenordic.com/2018/10/hedge-fund-assets-expected-to-rise-by-a-third-by-2023/>.

RND, “*PRIVATE EQUITY, ALTERNATIVE FUNDS, HEDGE FUNDS*”, disponibile all’indirizzo <http://rndcompliance.com/hedge-fund-consulting/typical-hedge-fund-strategies-and-their-definitions/>.

A.Bensted, “*The Future of Hedge Funds: Trends to Watch*”, in *CFA Institute*, disponibile all’indirizzo <https://blogs.cfainstitute.org/investor/2018/12/19/the-future-of-hedge-funds-four-trends-to-watch/>.