L'OFFERTA DEI FONDI DI FONDI SPECULATIVI IN ITALIA*

*Valter Lazzari, Andrea Cardani, Ettore Comi***

L'offerta dei fondi di fondi speculativi in Italia

A partire dall'aprile del 2001 il comparto del risparmio gestito italiano ha assistito alla proliferazione degli hedge fund, veicolo finanziario per la gestione professionale in monte del risparmio alternativo al tradizionale fondo comune, da cui anche la definizione di fondo alternativo.

Il Decreto del Ministero del Tesoro n. 228 del 1999 (D.Min.Tes. 228/99) e il susseguente regolamento della Banca d'Italia del 20 settembre 1999 definiscono la versione italiana del fondo hedge, denominata fondo speculativo. Lo caratterizzano per la peculiarità esclusiva di essere gestito con strategie finanziarie che derogano tanto ai divieti quanto ai limiti di contenimento e frazionamento del rischio e di potersi configurare in una qualsiasi forma giuridica ipotizzabile compresa tra gli estremi della forma aperta e di quella chiusa esplicitate dalla normativa.

Il gestore di fondi speculativi può generare rendimenti per i sottoscrittori attraverso (Fung e Hsieh 1997, Lazzari 2000) scelte di "localizzazione" degli investimenti (quali attività acquistare?), di "direzione" della scommessa (posizione lunga per partecipare al rialzo del mercato o corta – vendite allo scoperto – per trarre profitto da trend negativi?) e di "scala" (facoltà di moltiplicare il controvalore delle posizioni rispetto al patrimonio in gestione). La sua discrezionalità decisionale è maggiore di quella dei gestori di fondi comuni costretti dalla normativa alle sole scelte di localizzazione, per altro vincolate e rese statiche dall'obbligo di indicare a regolamento il benchmark di riferimento.

L'altra faccia della medaglia di questa maggiore discrezionalità consiste nel più rilevante rischio operativo a cui si espone chi sottoscrive quote di fondi alternativi invece di quote dei più tradizionali fondi comuni (Giuliani e Lazzari 2003). Di qui la preoccupazione dei legislatori delle piazze finanziarie *onshore* di limitare sotto il profilo quantitativo e/o qualitativo l'accesso ai prodotti alternativi. Oltre al generale divieto di sollecitare in qualsiasi forma le sottoscrizioni, possono sussistere vincoli al numero massimo o sulla natura degli investitori ammessi nel fondo (ad esempio, in Italia 200 sottoscrittori, ciascuno apportante una somma non inferiore a 500.000 €). Pur concretizzandola in modo diverso, le giurisdizioni *onshore* condividono la logica di riservare l'accesso agli hedge fund ai soli investitori dotati di ingenti risorse finanziarie e capaci di porre in essere e monitorare un rapporto di mandato ad alto contenuto relazionale.

In Italia, l'aspra competizione nel segmento della clientela di *high net worth individual* e in quello degli investitori istituzionali sempre più interessati a forme di risparmio gestito in grado di produrre rendimenti disancorati dall'andamento dei sottostanti mercati finanziari ha innescato una rincorsa all'offerta di fondi *hedge* da parte sia di società indipendenti, sia di grandi gruppi bancari nazionali ed internazionali.

In questa prima fase di sviluppo, il comparto dei fondi speculativi è stato così trainato più dall'offerta che dalla domanda, quest'ultima soffocata in parte dalle limitazioni regolamentari e in parte dalla scarsa conoscenza di questi prodotti. A metà del 2002 erano già 35 i fondi operativi e 14 le sgr "speculative" (sgrs) a cui la normativa riserva questa tipo di attività, con altre 15 in attesa dell'autorizzazione di Banca d'Italia.

I fondi offerti a tale data erano solo fondi di fondi hedge (ffh), anche detti fondi di secondo livello. Si tratta di veicoli i cui capitali sono investiti in quote di hedge fund "di primo livello" o "puri" (hfp), presenti per lo più negli USA e nelle piazze *off-shore*, i cui gestori si impegnano in una delle tante possibili strategie d'investimento alternativo, dalle tradizionali *long/short equities* e *global macro*, a quelle più di nicchia dei vari arbitraggi (*convertible bond, fixed income, merger*) e di *emerging market*.

Fattori operanti sia sul versante della domanda che su quello dell'offerta spiegano uno sviluppo dell'industria italiana così sbilanciato verso i ffh, a scapito degli hfp.

Dal lato della domanda, la scarsa familiarità con i prodotti alternativi ha suggerito agli investitori di avvicinarsi al comparto con un approccio graduale. Il fondo di fondi, sia perché consente un maggior frazionamento tecnico del rischio, sia perché sottopone i gestori degli hfp al controllo professionale di un gestore di secondo livello, è apparso come la soluzione migliore. L'elevata quota minima d'accesso ai fondi speculativi, posta all'inizio dal Legislatore a un milione di euro, due volte il valore mediano riscontrabile negli hedge fund attivi nel mondo (Van Hedge 2003), ha rafforzato l'attrattività della soluzione del ffh, precludendo a gran parte degli investitori interessati al comparto alternativo la possibilità di provvedere direttamente alla diversificazione tramite acquisto diretto di un portafoglio di hfp.

Dal lato dell'offerta, il prodotto ffh si è imposto per la relativa semplicità di gestione rispetto agli hfp sotto il profilo sia finanziario, sia operativo. Finanziariamente, l'industria dell'asset management italiana ha da tempo maturato importanti esperienze nell'attività di fund allocation e di selezione dei gestori, mentre risulta carente di figure professionali esperte nelle strategie di *trading* tipiche degli hfp. Operativamente, queste strategie sono, comunque, difficili da realizzare in Italia a causa dell'inesperienza del sistema finanziario italiano con il servizio di prime brokerage per esse indispensabile. Non solo mancano intermediari con la necessaria esperienza, ma si avverte anche la carenza degli istituti giuridici necessari per permettere l'efficiente produzione ed erogazione di questo servizio.

Sebbene si siano ormai colmate le principali lacune normative in materia, a fine 2002 gli hfp si erano ritagliati una fetta del tutto marginale del mercato. Solo tre erano attivi e il loro patrimonio non superava il 3,6% del totale investito nei fondi speculativi.

Scopo del presente lavoro è indagare l'economia e la finanza dei fondi di fondi hedge di diritto italiano. L'analisi copre 32 dei 35 esistenti a giugno 2002, gestiti da 12 sgrs sulle 14 operative. Delle due sgrs non coperte dall'analisi, una era ancora nello stadio di iniziale *start up* e non riportava dati significativi, mentre l'altra ha preferito non sottoporsi allo scrutinio.

Sebbene il mercato dei ffh sia in continua crescita, tanto che a novembre 2002 si contano 16 sgrs e 43 ffh autorizzati alla raccolta, il campione mantiene alla data di redazione finale (dicembre 2002) un'elevata rappresentatività. I fondi monitorati rappresentano ancora l'87% degli asset under management (aum) nel comparto alternativo.

Il primo paragrafo traccia una mappa della tipologia dei fondi di fondi speculativi attivi in Italia per strategia di investimento e volatilità obiettivo. Il secondo illustra il carattere estremamente prudente delle scelte finanziarie compiute da questi fondi illustrando la loro cautela nell'approccio all'investimento in hfp gestiti da manager privi di sufficiente *track record* e, soprattutto, l'estremo frazionamento dei loro portafogli, che si dimostra essere frutto di scelte strategiche consapevoli riflesse nei regolamenti e nelle *guidelines* interne delle relative sgrs, più che una situazione occasionale casualmente esistente al momento della *survey*. Il terzo paragrafo esamina le scelte sulla scala degli investimenti offrendo evidenza di un generalizzato basso ricorso diretto alla leva finanziaria da parte dei gestori italiani, come anche della loro scarsa propensione a detenere liquidità.

Nel quarto paragrafo sono discusse le modalità e i costi di partecipazione ai fondi, mentre il quinto dettaglia la struttura dei compensi relativi al servizio di gestione in termini di aliquote commissionali dichiarate e delle clausole definenti la loro procedura di calcolo. Nei successivi tre paragrafi si giustifica l'assenza nel panorama italiano dei meccanismi di equalizzazione nonostante quasi tutti i fondi ricorrano alla clausola dell'high water mark; si discutono i problemi connessi all'esistenza del doppio livello commissionale tipico dei fondi di fondi e si illustrano le altri componenti di costo gravanti sul fondo. Il nono paragrafo pone in risalto l'insieme delle frizioni che limitano la liquidità dell'investimento per i sottoscrittori determinando ritardi di esecuzione delle decisioni di ingresso e di uscita e mantenendo estesi periodi di incertezza sulle condizioni di prezzo alle quali esse possono essere realizzate. Il decimo paragrafo riassume e conclude.

1. Le tipologie di fondi di fondi hedge

Secondo stime di Van Hedge (2003) sono operativi nel mondo più di 1200 ffh. Grazie ad essi, tra investitore e gestori di primo livello si frappone un intermediario specializzato nella costruzione di fondi integralmente investiti in quote di hfp.

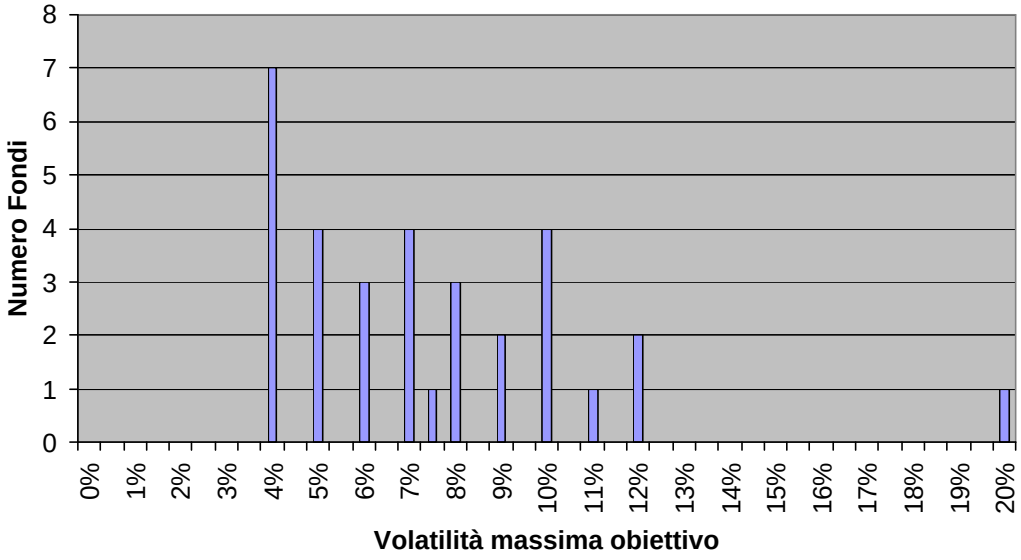
Nel comparto alternativo, l'intermediario che gestisce un fondo di fondi non rende solo un servizio di fund allocation, di fund picking e di diversificazione al pari di quanto accade nel segmento tradizionale. Esso migliora pure il grado di divisibilità delle opportunità di investimento, altrimenti carente a causa dell'elevato valore della quota minima d'ingresso richiesta dai singoli hfp, e apre una via privilegiata di accesso a opportunità di investimento altrimenti non disponibili quali sono gli hfp di maggiore successo, restii, in genere, ad accettare nuovi sottoscrittori perché vicini alla *full capacity*.

Dei 32 ffh di diritto italiano, 25 sono *multistrategy* in quanto assemblano nel loro portafoglio quote di hfp tra loro eterogenei. Questi ffh diversificano sia il rischio finanziario connesso alle strategie di investimento perseguite dagli hfp, sia il "rischio gestore", vale a dire il rischio operativo dipendente da errori o dolo resi possibili da carenze personali, strutturali e organizzative di chi gestisce i fondi di primo livello.

Degli altri sette ffh, due si propongono come veicoli *single strategy* limitando gli investimenti ai soli hfp impegnati nella strategie *L/S Equity* con definita specializzazione settoriale. I restanti cinque sono fondi *global equity*. I due fondi *single strategy* ricercano la diversificazione del rischio operativo "gestore", tenendo aperta una scommessa piena sul rischio finanziario relativo alla strategia long/short e al settore azionario prescelto. Si caratterizzano, pertanto, lungo la doppia dimensione della strategia di investimento e dell'*asset class* impiegata per realizzarla. La caratterizzazione per *asset class* costituisce l'unico elemento comune agli ultimi cinque ffh, detti di *global equity* per il loro obiettivo di assicurare un servizio di *style allocation* (sono, quindi, fondi *multistrategy*) scegliendo degli hfp attivi sul solo mercato azionario.

La Figura 1 mostra la distribuzione delle volatilità obiettivo dichiarate.

Figura 1: Distribuzione dei fondi di fondi speculativi italiani per volatilità obiettivo (da analisi dati relativi a giugno 2002)



L'offerta di ffh ha assecondato l'approccio cautelativo adottato dalla domanda. Un terzo dei fondi (11 su 32) dichiara un obiettivo di volatilità inferiore o pari al 5% annuo, livello tipico di un investimento in titoli di Stato. Solo un fondo su 32 propone un obiettivo di volatilità del 20% annuo, in linea con quella dei mercati azionari. Già il secondo fondo per rischio finanziario dichiarato quantifica l'obiettivo di volatilità al 12%.

La Tabella 1 segmenta l'analisi per tipologia di ffh. I fondi *multistrategy* si propongono come un prodotto assai meno rischioso sotto il profilo finanziario dei fondi *global equity* e settoriali. La volatilità obiettivo dei primi presenta una media e una mediana pari al 6%; quella dei secondi raggiunge e supera il 10%. Tutti i fondi con volatilità obiettivo non superiore al 5% sono *multistrategy* (categoria *low volatility*). I restanti 14 prodotti *multistrategy* propongono volatilità obiettivo mai superiore al 10%, distribuendosi equamente tra una categoria di volatilità intermedia (dal 5% al 7,5%) e una di volatilità elevata (dal 7,5% al 10%).

Tabella 1: Obiettivo di rischio dei fondi di fondi speculativi italiani (06/2002)

Tipologie di fondi di fondi offerti				
	Numero	Media delle volatilità obiettivo	Mediana delle volatilità obiettivo	CUTOFF (Standard deviation)
MULTISTRATEGY				
Low	11	4%	4%	<= 5%
Medium	7	7%	7%	5% < SD <= 7,5%
High	7	9%	9%	> 7,5%
Totale MS	25	6%	6%	
GLOBAL EQUITY	5	10%	11%	
SETTORIALI	2	15%	15%	
TOTALE	32	7%	7%	

2. Le caratteristiche dei portafogli dei fondi di fondi speculativi

La diversificazione del rischio finanziario relativo alle strategie d'investimento perseguite dagli hfp e quella del rischio operativo connesso a eventuali lacune organizzative, procedurali e personali dei relativi gestori costituiscono i due servizi essenziali resi dai ffh.

Per realizzarli i gestori di secondo livello devono aggregare e gestire un portafoglio composto da una pluralità di fondi tra loro caratterizzati da una bassa correlazione. In ipotesi di pesi identici assegnati a tutte le componenti, l'effetto diversificazione cresce all'aumentare del numero di attività inserite in portafoglio. Con riferimento a portafogli di azioni, Evans e Archer (1968) osservano come il beneficio marginale del numero di attività sul rischio del portafoglio decresca rapidamente, esaurendosi una volta raggiunta la dozzina di titoli. Elton e Gruber (1977) perfezionano l'analisi mostrando come, in media, il 51% circa della deviazione standard media di un portafoglio sia eliminata quando il numero delle azioni presenti passi da uno a dieci. Aumentando ancora la numerosità, con portafogli composti prima da 20, poi da 30 titoli, il beneficio marginale si contrae di molto permettendo, in media, un ulteriore abbattimento della standard deviation solo del 7% e del 5%. La misura precisa di questi benefici di diversificazione dipende dai valori della matrice di varianze e covarianze tra i rendimenti dei titoli che di volta in volta si registrano e che sono diversi da mercato a mercato. L'indicazione qualitativa dell'analisi, però, mantiene una sua validità generale.

Scelte ottimali di diversificazione inducono a inserire in portafoglio un numero di attività tale che il beneficio marginale da esse apportato in termini di riduzione del rischio idiosincratico non scenda sotto il costo marginale rappresentato dai maggiori oneri di transazione derivanti dalla gestione di un portafoglio più articolato. Poiché "quasi tutto" il rischio idiosincratico di un portafoglio azionario sparisce nelle fasi iniziali della diversificazione, la logica di Markowitz (1952) difficilmente giustifica portafogli azionari in cui siano presenti più di una trentina di titoli.

Nel caso di portafogli di hedge fund, il problema di definire fino a che punto sia ottimale diversificare le posizione assunte si ripropone in termini analoghi, ma con alcune importanti differenze.

In primo luogo, la correlazione esistente tra i rendimenti degli hfp è minore di quella riscontrabile tra titoli azionari quotati su di uno stesso mercato per almeno tre motivi:

a) la dinamicità delle posizioni assunte dai singoli gestori;
b) l'eterogeneità delle strategie poste da essi in essere e delle conseguenti determinanti dei rendimenti degli hfp;
c) la bassa esposizione al rischio di mercato o sistematico realizzata dai fondi non direzionali, anche detti *market neutral*.

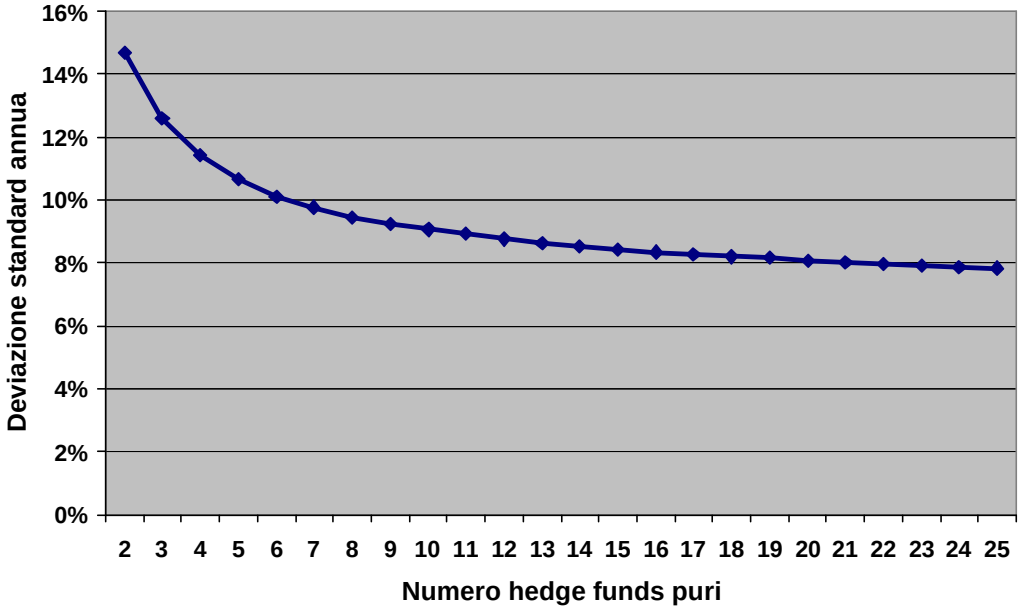
In secondo luogo, le varianze dei rendimenti degli hfp sono in media assai minori di quelle dei titoli azionari, sia perché si tratta di portafogli diversificati su almeno una decina di posizioni, sia perché i fondi non direzionali evitano il rischio di mercato esponendosi solo ad altre forme di rischio sistematico *(extra market risk)* definenti la strategia prescelta e di rilevanza quantitativa decisamente inferiore.

In terzo luogo, le covarianze tra i fondi hedge sono, se possibile, ancora più instabili di quelle tra titoli azionari causando il problema di possibili *diversification implosion* sottolineato per primo da Fung e Hsieh (1997). La dinamicità delle scelte di investimento può modificare radicalmente il grado di correlazione tra i rendimenti di due hfp a seconda della fase di mercato in atto.

Una simulazione condotta da Wintner (2001) indica che nel comparto degli investimenti alternativi i portafogli composti da 5 fondi sono già in grado di sfruttare al meglio i benefici della diversificazione e che oltre il decimo fondo la riduzione attesa del rischio del portafoglio è del tutto irrilevante. In questo esercizio, i parametri rilevanti, ossia volatilità dei rendimenti e correlazioni tra rendimenti sono assunti a priori dall'Autore in modo arbitrario, anche se di valore analogo a quelli tipici dei fondi *hedge*.

Grazie a un database mantenuto da HFR Research di 269 hfp con completo *track-record* dei rendimenti sul periodo 01/1994 – 12/2001, si è cercato di valutare la validità dell'indicazione di Wintner nel concreto. Mediante un campionamento casuale senza reimmissione, da questo database si sono costruiti 5000 ipotetici portafogli *equally weighted* composti da un numero di hfp variabile tra 1 e 25. Si è, quindi, provveduto a calcolare l'effettiva standard deviation del rendimento realizzato nel periodo da ciascuno di questi portafogli.

Figura 2: Beneficio della diversificazione su hfp reali (database: HFR)

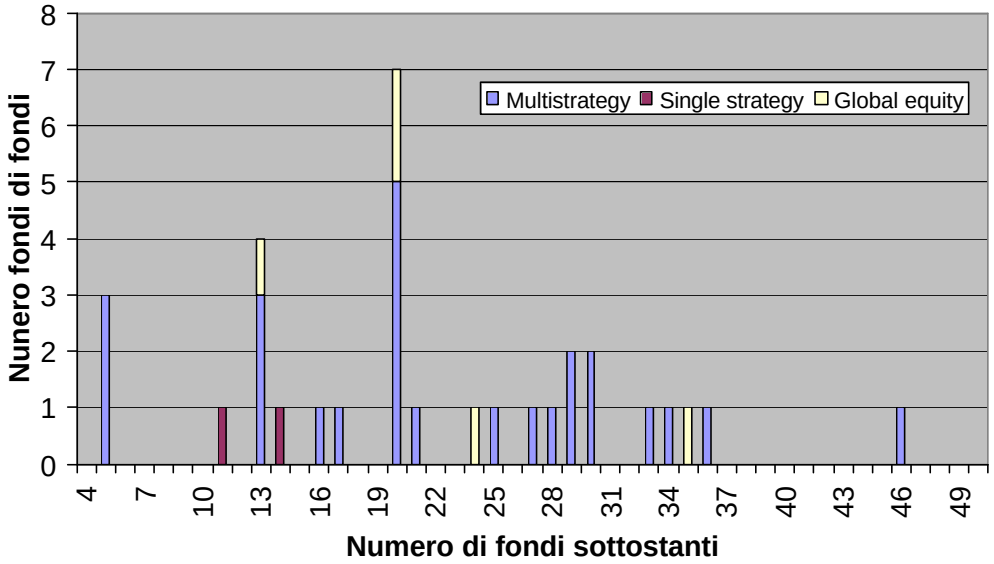


La figura 2 illustra i risultati. Essi divergono da quelli ottenuti da Wintner rivelandosi, nonostante le differenze prima sottolineate, più simili a quelli riportati per il mercato azionario. Portafogli composti da 5 hfp riducono il rischio definito in termini di volatilità solo di un terzo. La loro standard deviation, pari in media al 10%, è, infatti, i due terzi di quella dei singoli fondi. Con 10 posizioni il rischio diversificabile si riduce dell'85%, mentre occorrono portafogli di 17 hfp per eliminare il 95% del rischio idiosincratico.

Il beneficio marginale di diversificazione apportato dall'inserimento di un addizionale hfp nel portafoglio di un ffh non si esaurisce così velocemente come suggerito da Wintner. Portafogli composti fino a un massimo di 15 o 20 fondi paiono giustificabili in un'ottica alla Markowitz.

L'esperienza italiana, tuttavia, pare essersi sviluppata su linee almeno altrettanto prudenziali. La Figura 3 mostra la distribuzione del numero di fondi presenti nei portafogli dei diversi ffh alla data dell'indagine (giugno 2002).

Figura 3: Distribuzione dei fondi di fondi speculativi italiani per numero di hedge fund puri in portafoglio (giugno 2002)



Solo tre dei trentadue ffh attivi in Italia si conformano alle indicazioni di Wintner componendo portafogli costituiti da cinque hfp. Questa scelta, però, non dipende da considerazioni di ordine finanziario circa l'ottimalità della diversificazione conseguita, quanto piuttosto da deliberate strategie di contenimento dei rischi operativi perseguite dall'investment manager, lo stesso per i tre fondi, nella fase di avvio dell'attività.

I restanti 29 ffh mostrano zelo nel frazionare le posizioni, investendo in un numero di fondi variabile da 11 a 46. Tale zelo pare eccessivo in relazione alle indicazioni ricavabili dallo studio di Wintner e, in parte, anche dai risultati della simulazione effettuata a partire dagli hfp inclusi nel database HFR che suggerisce l'inopportunità di tenere aperte più di una ventina di posizioni.

La Tabella 2 mostra, infatti, come nel panorama italiano 20 costituisca la mediana del numero di investimenti in essere per i ffh e ne rappresenti anche la moda, essendo ben 7 i ffh che optano per questa numerosità di posizioni. La media è, per contro, leggermente superiore risultando pari a 21,6 fondi. In nove casi i portafogli contengono trenta o più fondi, con la situazione limite di un ffh che gestisce un portafoglio composto da ben 46 distinte posizioni.

Tabella 2: Frazionamento del portafoglio dei fondi di fondi italiani (06/2002)

	Numero fondi sottostanti				
	Media	Mediana	MAX	min	Significatività
Minimo	15,3	15	25	5	29
Massimo	26,3	25	50	5	25
Effettivo	21,6	20	46	5	32

La tabella riporta il numero effettivo, oltre a quelli minimo e massimo indicati dalle *guidelines* dei gestori, di fondi puri presenti nei portafogli dei fondi di fondi italiani.

Un frazionamento così marcato dei portafogli non sembra configurabile come un fatto accidentale da associare al momento in cui è intervenuto il campionamento. La Tabella 2, infatti, riporta anche quanto previsto dalle *guidelines* che le sgrs si sono date in merito al numero minimo e al numero massimo delle posizioni inseribili nei portafogli dei loro ffh. Il numero minimo di posizioni indicato è, in media, pari a 15,3, valore prossimo a quello che l'esperienza storica suggerisce essere il massimo accettabile, stando alla simulazione condotta. Il tetto al numero di posizioni presenti allo stesso tempo in portafoglio è posto, in media, dalle guidelines a 26, raggiungendo in un fondo la punta massima di 50.

Se si confronta l'evidenza qui riportata con quella proposta da un'analisi di Tass Management (1999) sui ffh attivi nel mondo, appare come l'esperienza italiana diverga assai dallo standard di frazionamento dei portafogli dei ffh riscontrabile in altri contesti. Tass rileva come la mediana del numero delle posizioni presenti nei portafogli dei ffh interpellati sia pari a 4 e la media non raggiunga i 5. Anche se il campione di analisi non è rappresentativo dell'intera popolazione di ffh, sia per l'incompletezza del database di Tass, sia per il tasso di risposta ai questionari pari a solo il 24%, è difficile sostenere che in esso vi sia una sproporzionata presenza dei gestori meno inclini a frazionare il portafoglio dei propri fondi.

L'apparente ipertrofia dei ffh italiani è tanto più sorprendente se si considera che, per effetto della loro recente costituzione, il patrimonio ottenuto in gestione è ancora ridotto e la disponibilità di informazioni proprietarie sulle opportunità di investimento resta scarsa. Valutare un hfp di potenziale interesse comporta costi non irrilevanti. Sottoscriverne le quote, inoltre, non è sempre agevole in termini di approntamento della contrattualistica necessaria ad assolvere gli obblighi di custodia e a gestire i rapporti coi *clearer*. Effettuare investimenti di importo limitati può risultare difficile in hfp di successo interessati da un eccesso di richieste di sottoscrizione. L'assistenza di un advisor, del resto, viene spesso ricercata proprio per mantenere sotto controllo i costi di analisi e amministrativi e per assicurare un canale di accesso privilegiato ai gestori degli hfp desiderati.

Tuttavia, risulta possibile razionalizzare l'apparente eccesso di diversificazione dei gestori di ffh italiani sulla base di solide ragioni attinenti sia la domanda, sia l'offerta di hfp.

Dal lato della domanda, si deve notare come la volatilità dei rendimenti non esaurisca il profilo di rischio da attenuare con la diversificazione. L'operatività in gran parte *off-shore* e *over-the–counter* degli hfp attivi nel mondo espone i gestori dei ffh a un rischio di *default* esacerbato dalla possibilità di comportamenti fraudolenti o negligenti da parte dei gestori di primo livello in genere sottoposti a bassa o nulla regolamentazione. Un modo per limitare tale rischio consiste nel rafforzare la diversificazione di portafoglio, fidando sulla ridotta correlazione tra eventi di insolvenza nella popolazione degli hfp. Se, da un lato, l'allargamento del portafoglio

dei fondi attenua l'impatto di un'eventuale fallimento di uno tra essi, dall'altro, aumenta la probabilità che l'evento si realizzi. E' opportuno, quindi, accompagnarlo con l'adozione di ferree procedure di due diligence.

Dal lato dell'offerta, va rilevato come gli hfp spesso pongono limiti discrezionali alla possibilità di sottoscrivere o liquidare le quote. Questi limiti diventano più stringenti quanto maggiore è l'incidenza delle somme da riscattare o da versare rispetto al patrimonio del fondo. Un frazionamento del portafoglio eccessivo se valutato secondo i dettami della teoria sulla diversificazione di Markowitz, può allora risultare ottimale se inteso come soluzione al problema del rischio di liquidità in cui incorre il gestore di un ffh. Si propone qui un interessante parallelo con i fondi comuni azionari tradizionali, soliti a frazionare il loro portafoglio su almeno una settantina di titoli, invece della trentina suggerita dalla teoria, al fine di minimizzare i costi di transazione derivanti dall'impatto sui prezzi di mercato esercitato dai loro stessi ordini.

La Tabella 3 mostra come, tra i ffh *multistrategy*, quelli con un obiettivo di volatilità inferiore ricercano un maggior frazionamento del portafoglio, inserendo un numero di fondi in mediana pari a 29, contro i 17 di quelli presenti nei ffh a media volatilità e i 20 di quelli ad alta volatilità e dei *global equity*.

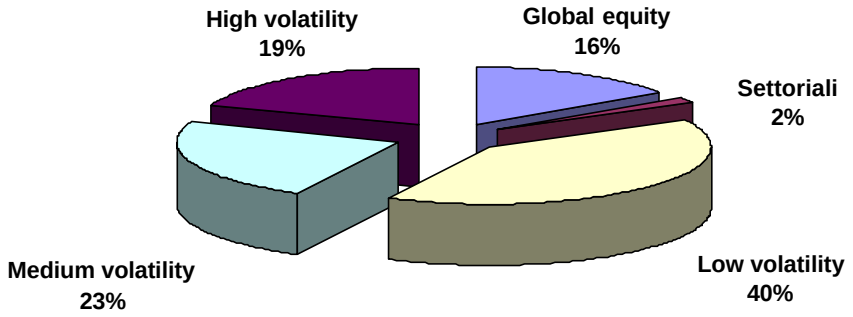
Tabella 3: Frazionamento del portafoglio dei fondi di fondi speculativi italiani *multistrategy* e *global equity* (giugno 2002)

Numero Sottostanti ai Multistrategy					
	Fondi Multistrategy LOW volatility				
	Media	Mediana	MAX	min	Significatività
Minimo	16,0	18	20	5	10
Massimo	31,1	30	50	5	9
Effettivo	24,5	29	36	5	11
	Fondi Multistrategy MEDIUM volatility				
	Media	Mediana	MAX	min	Significatività
Minimo	13,3	15	20	5	6
Massimo	26,0	20	50	5	5
Effettivo	18,9	17	34	5	7
	Fondi Multistrategy HIGH volatility				
	Media	Mediana	MAX	min	Significatività
Minimo	17,5	20	25	5	6
Massimo	26,0	25	40	5	5
Effettivo	21,9	20	46	5	7
Numero Sottostanti ai Global Equity Multistrategy					
	Media	Mediana	MAX	min	Significatività
Minimo	16	15	20	10	5
Massimo	22,5	25	25	15	4
Effettivo	22,4	20	35	13	5

La tabella riporta il numero effettivo, oltre a quelli minimo e massimo indicati dalle guidelines dei gestori, di fondi puri presenti nei portafogli dei fondi di fondi italiani.

L'evidenza si presta a una duplice interpretazione. Il maggior frazionamento dei fondi *low volatility* può essere una strategia funzionale al contenimento del rischio di mercato e di credito, oppure una necessità imposta dalla maggior dimensione media di questo tipo di fondi in presenza di vincoli massimi di concentrazione dell'investimento nei singoli hfp espressi in termini di valore assoluto, invece che in percentuale.

Figura 4: Incidenza delle diverse categorie di fondi di fondi speculativi sul totale degli asset under management (giugno 2002)



Infatti, a fronte di un'incidenza sul numero totale dei ffh pari a poco meno del 30%, la categoria dei fondi *low volatility* cattura oltre il 40% del totale delle aum (Figura 4). I patrimoni di questi fondi presentano una mediana di 72 milioni di euro, valore di oltre il 60% superiore all'analogo dato riscontrabile per i fondi *global equity* e quelli *medium volatility* rispettivamente pari a 45 e 41 milioni (Tabella 4).

Tabella 4: Patrimonio gestito dai fondi di fondi speculativi (giugno 2002)

	Media (Mln €)	Mediana (Mln €)
Multi Strategy LOW	62	72
Multi Strategy MEDIUM	57	41
Multi Strategy HIGH	46	21
Global equity	53	45
Settoriali	15	15

Dalla tabella si evince anche come i prodotti presenti sul mercato siano ancora lontani dalla minima *capacity* implicata dalla normativa, pari a 100 milioni di euro (inizialmente 100 sottoscrittori con versamento minimo di un milione; ora 200 con versamento minimo di 500.000 €).

La diversificazione di portafoglio risulta meno spinta nei due ffh *single strategy* settoriali, le cui scelte si conformano maggiormente alle indicazioni suggerite dalla teoria di portafoglio à la Markowitz. Per entrambi le *guidelines* gestionali suggeriscono di mantenere un numero minimo di posizioni pari a dieci e un numero massimo attorno alla quindicina. Al momento dell'analisi, nel pieno rispetto di queste guidelines, i due fondi presentavano un portafoglio composto da quote di 14 e 11 hfp distinti. La loro minore propensione al frazionamento può dipendere sia da un più ristretto gruppo di hfp oggetto di potenziale investimento, sia da vincoli di scala conseguenti al combinato effetto della ridotta massa gestita (la media dei due fondi è di 15 milioni di euro) e delle soglie minime di sottoscrizione praticate dagli hfp, sia, infine, dalla presenza di minori benefici di diversificazione potendo la stessa ora agire solo sul rischio operativo e di credito, ma non su quello finanziario inerente le strategie di investimento.

Oltre che dal numero di fondi presenti in portafoglio, la propensione dei gestori di ffh a diversificare gli investimenti emerge anche dai limiti espliciti alla concentrazione delle posizioni previsti *ex regolamento*, e quindi inderogabili, in forza di *policy* interne imposte dal consiglio di amministrazione della sgrs a gestori e comitati di investimento.

La tabella 5 mostra come su 27 regolamenti di fondi analizzati, solo 12, ossia il 45% del totale, prevedono un limite di concentrazione per quote di singoli OICR presenti in portafoglio. Ove previsto, il limite è in genere posto al 25% del patrimonio del fondo, valore massimo e mediano della distribuzione, anche se alcuni regolamenti si mostrano più stringenti a riguardo imponendo un tetto che può scendere fino al 15%.

Tabella 5: Limiti alla concentrazione degli investimenti nei fondi di fondi speculativi (giugno 2002)

Limitazioni						
	FFH che prevedono il limite	Media	Mediana	MAX	min	Significatività
Limitazione OICR						
Ex regolamento	**12**	22%	25%	25%	15%	27
Policy interna	**26**	13%	10%	40%	5%	26
Effettivo	**12**	8%	8%	15%	3%	12
Limitazione Style	**13**	34%	33%	50%	15%	32
Limitazione manager emergenti						
% sul FFH	**14**	14%	15%	20%	0%	14
% singolo manager	**11**	2%	1%	5%	0%	11

Di 26 fondi è, invece, stato possibile recuperare informazioni sui vincoli alla concentrazione in singole posizioni dettati dalle *policy* interne delle rispettive sgrs. Essi risultano assai più stringenti di quelli sanciti dal regolamento, con un valore mediano pari a solo il 10% del patrimonio del fondo e un valore medio del 13%. In media, quindi, si tratta di limiti molto prossimi a quelli imposti per via normativa ai fondi comuni tradizionali da cui si desume che molti ffh, di fatto, rinunciano alla possibilità loro concessa dalla regolamentazione di mantenere posizioni concentrate.

La preferenza dei gestori di secondo livello per posizioni fortemente diversificate trova ulteriore conforto nel dato sulla concentrazione massima registrata in concreto. Per i 12 fondi che hanno reso noto questo dato, la posizione più rilevante presente in portafoglio rappresenta in media l'8% del patrimonio in gestione (8% è anche il valore mediano). L'investimento principale conta da un minimo del 3% a un massimo del 15% dei patrimoni dei fondi esaminati. Anche il già ristretto margine di manovra in merito alla concentrazione dei rischi lasciato dalle *policy* interne viene, nei fatti, utilizzato con estrema parsimonia.

Nessuno dei 27 regolamenti esaminati prevede clausole limitanti la percentuale investita in hfp appartenenti a una medesima categoria definita per stile di gestione. La sezione del regolamento relativa a "Scopo e Caratteristiche del Fondo" si limita a riportare l'elenco degli stili di gestione in cui il ffh intende risultare "prevalentemente" investito. L'elencazione è in genere piuttosto articolata, lasciando ampia discrezionalità di manovra al gestore. Perfino nei fondi *global equity*, i regolamenti non precludono alla sgrs la facoltà di inserire hfp che operano su altre asset class.

L'introduzione di limiti di concentrazione in hfp che condividono uno stesso stile di gestione tramite la formalizzazione di *guidelines* interne ricorre solo in 13 dei 32 fondi. Quando presente, esso varia da un minimo del 15% a un massimo del 50%, con un valore medio e mediano pari a 1/3.

Poiché gli hfp sono in genere poco esposti al rischio generale di mercato e molto esposti al rischio finanziario delle strategie perseguite e al rischio operativo, la fiducia personale nelle capacità, correttezza e

diligenza del gestore diventa il fattore determinante delle scelte allocative del manager di un ffh. In questo contesto risulta difficile sottostimare l'importanza cruciale che assume l'analisi del *track record* professionale e personale del gestore nel guidare l'intero processo di investimento di un hfp.

Laddove il *track record* manchi, la scelta del ffh di sottoscrivere quote di fondi gestiti da manager emergenti presenta un profilo di rischio molto accentuato. Per contenerlo, un certo numero di ffh è soggetto a limiti individuali o globali di esposizione nei confronti di manager privi di *track record*. Per 14 ffh l'ammontare complessivo investibile trova un tetto che varia dal 20% allo 0% del patrimonio, con una mediana del 15% e una media del 14%. In 11 ffh, invece, la *survey* rileva come viga un vincolo massimo di investimento in ciascun manager di limitata esperienza variabile dal 5% allo 0%, con una media del 2% e una mediana dell'1%. Un limite dello 0% implica che i relativi fondi non rientrano nell'universo delle attività investibili.

L'esatta definizione di manager emergente varia a seconda del ffh considerato. Alcuni ffh etichettano come emergenti i gestori con meno di 18 mesi di rendimenti a cadenza mensile; altri abbassano il limite a 6 mesi di storia. In media i vincoli agli investimenti si applicano a quei veicoli gestiti da manager con meno di 12 mesi di esperienza.

3. Scelte di scala

Siccome i fondi speculativi possono derogare alle norme di frazionamento e contenimento dei rischi, essi non sono sottoposti ai limiti quantitativi e temporali di indebitamento previsti per i fondi comuni: esposizione debitoria massima del 10% del patrimonio in gestione e per una durata non superiore a 6 mesi.

I fondi speculativi possono, così, far uso della leva per fini diversi dalla semplice gestione degli sfasamenti temporali nei flussi di tesoreria, ad esempio per assumere posizioni aggressive al fine di trarre profitto dalle opportunità di mercato. Il loro regolamento, tuttavia, deve contenere indicazioni in merito alle modalità di ricorso alla leva consentito al gestore.

A parte un'unica eccezione, nei regolamenti dei propri fondi le sgrs si riservano la possibilità di ricorrere alla leva per valori compresi tra il 20% e il 100% dell'attivo del fondo sia per esigenze di tesoreria, sia per sfruttare opportunità di mercato. Dei 29 fondi in cui tale facoltà è prevista, dieci aggiungono una clausola specifica che consente l'utilizzo della leva per un ammontare pari alle sottoscrizioni già avvenute ma ancora da regolare. Due fondi ne limitano l'efficacia alla sola fase di avvio del fondo.

Nonostante il contenuto dei regolamenti, le interviste con i gestori hanno permesso di appurare che dei 29 fondi in cui l'uso della leva è ammessa, solo in nove i gestori sono pronti a ricorrervi per sfruttare le opportunità di mercato. In altri 15 casi, i gestori vedono nell'indebitamento del fondo solo uno strumento di risoluzione di crisi di liquidità. I gestori dei restanti quattro fondi hanno preferito non rivelare le loro intenzioni a riguardo. Trattandosi di ffh, tuttavia, i sottoscrittori possono trovare che il loro investimento è sottoposto a leva indipendentemente dalle scelte di indebitamento operate dal gestore di secondo livello. I fondi puri presenti nel loro portafoglio, infatti, assumono posizioni per un multiplo del patrimonio gestito, generando nel ffh una leva "indiretta".

Se la possibilità di ricorrere alla leva consente agli hedge fund di assumere pozioni per importi eccedenti il loro patrimonio, in modo simmetrico l'assenza di un benchmark offre loro la libertà di non dover essere costantemente *fully invested* nelle strategie finanziarie che ne definiscono l'attività. Essi possono, anzi, mantenere quote, anche consistenti, del patrimonio ricevuto in gestione parcheggiate in strumenti di mercato monetario, qualora il manager ritenga non vi siano interessanti opportunità di mercato da cogliere.

Questa discrezionalità, pur in sintonia con la logica del rendimento assoluto propria dei prodotti di investimento alternativo, consente, però, ai manager di percepire commissioni di gestione e di performance senza rendere il servizio promesso, configurando così un vero e proprio rischio di *shirking*. Per contenerlo è possibile prevedere l'introduzione di un *hurdle rate*, ossia riconoscere le commissioni di performance solo sulla parte di rendimento del fondo eccedente quello offerto nel periodo dagli strumenti di liquidità disponibili sul mercato, in genere i titoli di Stato a breve termine. Come si vedrà in seguito, tuttavia, questa prassi presenta controindicazioni non irrilevanti e risulta poco diffusa tra i veicoli di investimento alternativi.

Mancando una soluzione ultimativa al rischio di *shirking*, per evitare spiacevoli equivoci nelle relazioni con gli investitori, è opportuno che il regolamento degli hedge fund assicuri totale trasparenza sulla *policy* che il gestore intende perseguire circa la possibilità di non essere sempre *fully invested* nelle strategie dichiarate.

Nel caso dei fondi di fondi speculativi italiani, solo una sgrs garantisce piena *disclosure* a riguardo, esplicitando a regolamento che il gestore si riserva la facoltà di mantenere un massimo del 50% del patrimonio del fondo investito in strumenti di mercato monetario.

La *survey* condotta presso i gestori rivela, per altro, come per i 18 fondi rispetto ai quali si è ottenuta la risposta, la *policy* della sgrs è di garantire un costante e pressoché integrale impiego delle risorse nelle strategie dichiarate, con posizioni in strumenti di liquidità mantenuti a livelli minimi: 3,8% del patrimonio del fondo in media; 5% come mediana.

L'utilizzo dei derivati, affatto naturale nei fondi hedge di primo livello, trova scarse giustificazioni nell'ambito dei fondi di fondi. L'unico motivo per cui un ffh può assumere posizioni in derivati è dato dal desiderio di assicurare la copertura del rischio di cambio derivante dagli investimenti in fondi di primo livello.

4. Modalità e costi di partecipazione al fondo

La normativa sul contenuto minimo del regolamento dei fondi speculativi non differisce da quella dei fondi comuni tradizionali, ad eccezione dell'obbligo aggiuntivo di indicare la natura speculativa del fondo e il rischio che ne può derivare. Di conseguenza, essi devono indicare nel regolamento modalità e costi per gli investitori della partecipazione al fondo.

Malgrado l'estrema libertà concessa nella definizione di una ampia serie di clausole, i regolamenti delle sgrs italiane risultano omogenei in relazione alle modalità previste per la sottoscrizione e il riscatto delle quote. La novità del prodotto e una disciplina normativa e regolamentare non ancora assestata e di incerta interpretazione hanno consigliato alle sgr speculative di replicare la struttura di schemi di regolamento già passati al vaglio dell'autorità di vigilanza al fine di rendere più spedito e sicuro il processo di approvazione dei regolamenti dei fondi. Anche la concentrazione delle competenze in capo a un ristretto numero di studi legali ha favorito la tendenza alla standardizzazione dei contenuti dei regolamenti, in totale contrasto con l'estrema

varietà di soluzioni che, in teoria, dovrebbe caratterizzare i prodotti di investimento alternativo, massima espressione dell'autonomia negoziale delle parti.

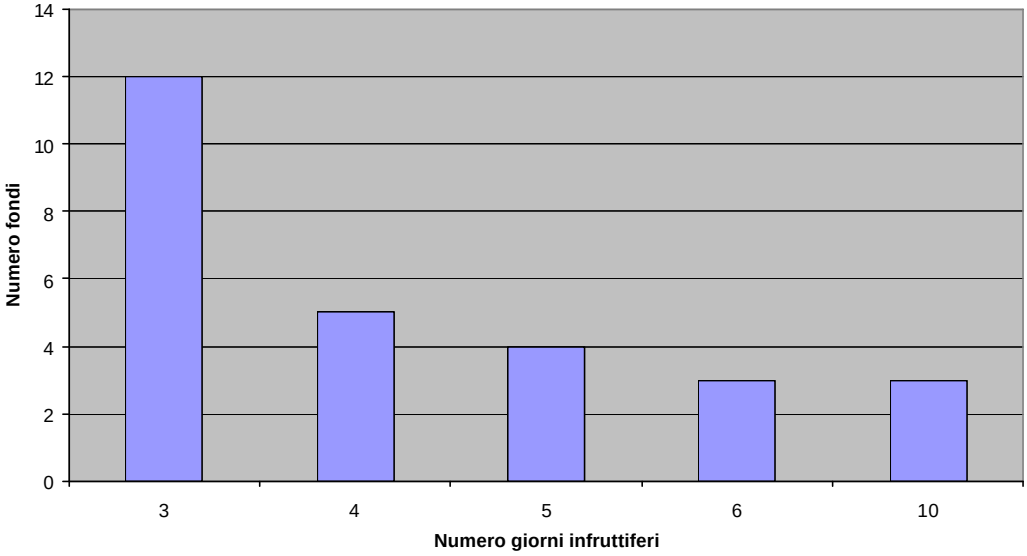
La normativa lascia la possibilità di configurare i fondi speculativi con soluzioni organizzative affatto peculiari e distinte da quelle della forma chiusa e della forma aperta previste esplicitamente nella normativa per i fondi comuni tradizionali.

Nonostante l'ampia discrezionalità, le sgrs hanno optato sempre per una periodicità mensile delle sottoscrizioni, allineandosi così alla tendenza prevalente nei mercato esteri. Dei 450 ffh censiti da HFR a livello mondiale, il 78% prevede l'ingresso con cadenza mensile e solo il 12,4% con cadenza settimanale. Una cadenza mensile degli ingressi significa che il fondo prevede 12 *entry dates* o giorni di sottoscrizione per anno solare.

La partecipazione ai fondi si realizza attraverso la sottoscrizione di quote o l'acquisto, a qualsiasi titolo, dei certificati rappresentativi delle stesse. La sottoscrizione avviene a fronte del versamento dell'importo corrispondente al valore delle quote. A riguardo, occorre distinguere il "giorno di sottoscrizione" dal "giorno di versamento". Il primo definisce la data da cui decorre la presenza dell'investitore nel fondo e, quindi, la sua partecipazione ai rendimenti dello stesso. Il secondo, invece, è il giorno entro il quale l'investitore deve trasferire al gestore del fondo la somma che intende apportare al fine di poter far decorrere la sua partecipazione al fondo dal primo giorno di sottoscrizione possibile, ossia dalla prima *entry date* prevista.

Dal giorno di versamento al giorno di sottoscrizione la somma investita resta accreditata dalla sgrs su un conto infruttifero ("conto afflussi") aperto a favore del sottoscrittore, il quale si trova così costretto a sopportare quale ulteriore onere di ingresso nel fondo il costo opportunità dato dai mancati interessi sulla somma versata.

Figura 5: Permanenza dei capitali apportati sul conto "afflussi" infruttifero



Il grafico mostra il periodo intercorrente tra il giorno di versamento e quello di sottoscrizione.

La Figura 5 mostra come il periodo minimo che deve intercorrere per regolamento tra il giorno di versamento e il giorno di sottoscrizione vari in modo sensibile. Sebbene per dodici fondi tale periodo risulti di soli tre giorni, per altri tre l'investitore si trova costretto a parcheggiare il proprio capitale su un conto

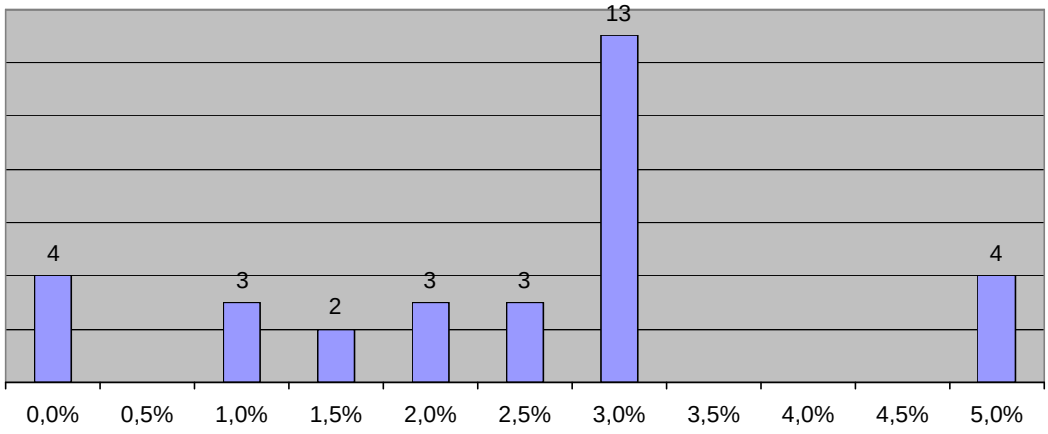
infruttifero per ben dieci giorni con un costo opportunità in termini di mancati interessi non irrilevante. Questo onere aggiuntivo di sottoscrizione costituisce un ricavo implicito per la sgrs che propone il ffh

La procedura di sottoscrizione comporta per l'investitore un altro costo implicito sotto forma di un'aleatorietà nel prezzo di sottoscrizione, e quindi, per dato capitale apportato, nel numero delle quote assegnate, destinata a risolversi solo con un congruo numero di giorni dopo l'entry date rilevante. Il calcolo del valore della quota del ffh (Nav o net asset value) nel giorno di sottoscrizione, e quindi il prezzo di carico per l'investitore al netto di eventuali commissioni di ingresso, può essere finalizzato solo dopo che alla sgrs sono stati comunicati i NAV definitivi (hard Nav) di tutti i fondi puri presenti in portafoglio. Il numero massimo di giorni che l'investitore in un fondo di fondi speculativi può essere costretto ad attendere per conoscere il prezzo a cui il suo ingresso viene regolato è indicato nel regolamento e varia da un minimo di 12 a un massimo di 31.

Il sottoscrittore può essere tenuto a pagare una commissione di ingresso. I regolamenti di tutti i fondi speculativi italiani analizzati la prevedono, attribuendo, però, alla sgrs il potere discrezionale di ridurla o azzerarla. Pertanto la commissione di sottoscrizione indicata nel regolamento deve intendersi come tetto massimo al costo esplicito di accesso al fondo per l'investitore.

La Figura 6 mostra come il 40% dei fondi indichi una commissione di ingresso pari al 3% dell'importo sottoscritto, valore che costituisce la moda e la mediana della distribuzione. Solo quattro fondi non prevedono questa voce di costo, mentre, all'opposto, altri quattro caricano una commissione del 5%, aliquota massima riscontrata. Il valore medio per tutti i fondi considerati è del 2,45%.

Figura 6: Distribuzione delle commissioni di sottoscrizione richieste dai fondi di fondi speculativi italiani (giugno 2002)



Il vincolo dell'investimento minimo di 500.000 € nel fondo speculativo non si applica agli apporti successivi al primo effettuati da uno stesso sottoscrittore. Questi ulteriori apporti devono però consistere in una somma che sia multiplo di un taglio minimo definito nel regolamento del fondo. A riguardo i fondi speculativi italiani convergono su tre importi: 25.000 € in 17 casi; 50.000 € in 6 casi e 100.000 € in 9 casi.

5. La struttura dei compensi per il servizio di gestione

Nei fondi comuni tradizionali i manager percepiscono la loro remunerazione soprattutto sotto forma di commissioni di gestione definite come percentuale fissa del patrimonio medio del periodo. Le commissioni di performance, parametrate all'*active return* realizzato, ossia al rendimento eccedente la rivalutazione di un parametro di riferimento detto *benchmark*, sono spesso assenti o, se previste, assumono una rilevanza modesta.

La situazione si rovescia nei fondi alternativi. I loro manager fanno affidamento sulla commissione di gestione solo per la copertura delle spese d'esercizio dell'attività, lasciando che siano quelle di performance, calcolate in percentuale all'apprezzamento del NAV, a generare gli utili desiderati.

La moda e la mediana delle commissioni di gestione praticate dai fondi hedge attivi nel mondo sono pari all'1% (Van Hedge 2003). Tale valore è analogo a quello riscontrabile nei fondi comuni tradizionali, ma si applica a masse gestite in genere assai inferiori. Siccome la mediana dei patrimoni dei fondi *hedge* a inizio 2003 si aggirava sui 33 milioni di dollari, non è raro il caso di manager di fondi alternativi che traggono dalla commissione di gestione importi non superiori ai 330.000 dollari l'anno.

Una quota preponderante degli hedge fund richiede, invece, commissioni di performance pari a un quinto dei rendimenti realizzati. Contrariamente ai fondi comuni tradizionali, l'intero rendimento, e non solo la parte eccedente il benchmark di riferimento, costituisce la base di calcolo della commissione di performance. Sempre stando ai dati di Van Hedge, solo il 18% dei fondi alternativi impone una barriera (*hurdle rate*) da superare affinché il manager guadagni il diritto a percepire questo compenso.

Poiché nulla è dovuto dal gestore ai sottoscrittori in caso di rendimenti negativi o inferiori all'*hurdle rate* prefissato, se previsto, le commissioni di performance costituirebbero una forma di compenso asimmetrico per il gestore il quale si trova, così, a detenere una posizione lunga di x opzioni call sul fondo stesso, ove x è la percentuale di partecipazione al rendimento del fondo che definisce la commissione di performance.

Per evitare che tale asimmetria incentivi il manager a perseguire strategie d'investimento troppo aggressive, l'89% dei fondi speculativi censiti da Van Hedge (2003) prevede la clausola dell'*high water mark.* Grazie ad essa nessuna *performance fee* risulta dovuta se non viene superato il precedente massimo storico toccato dal NAV. I gestori non possono così percepire alcun compenso premiante a fronte di un semplice recupero di perdite pregresse. La commissione di performance non si trasforma in una commissione di volatilità a danno dei sottoscrittori e con effetti perversi sugli incentivi del gestore.

La clausola dell'*high water mark* attenua il problema dell'asimmetria del compenso rappresentato dalle commissioni di performance. I gestori di fondi che incorrono in perdite vedono, infatti, scivolare *out of the money* le opzioni call implicitamente detenute sul fondo, il cui valore tende quindi a deprezzarsi (Ingersoll et al. 1998).

Sebbene efficiente in un'ottica *ex ante*, in quanto aumenta il grado di avversione al rischio dei manager interessati a proteggere il valore delle loro opzioni *call* sul fondo, la clausola dell'*high water mark* diventa paradossalmente essa stessa causa di grave inefficienza in un'ottica *ex post*, ossia una volta che il fondo abbia subito gravi perdite (Lazzari 2000). I gestori potrebbero, infatti, tentare di contrastare il deprezzamento delle loro opzioni finite *out of the money* aumentando la volatilità del sottostante, ossia del fondo, a scapito dell'interesse dei sottoscrittori. A questo inconveniente si può ovviare solo in due modi. Il primo consiste nella

liquidazione del fondo; il secondo nell'azzerare la clausola di *high water mark* riportando *at the money* l'opzione implicita nelle *performance fee*.

A livello globale, i ffh presentano commissioni di gestione in media un poco più elevate e commissioni di performance più contenute degli hfp.

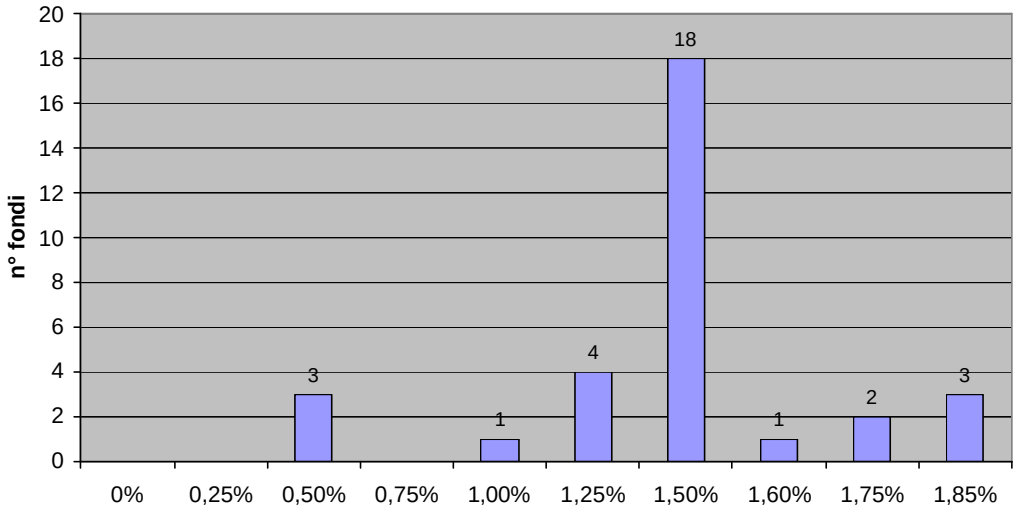
Tabella 6: Commissioni di gestione e performance nei FFH

	Management fee		Performance fee	
	Fondi speculativi	Dato mondiale (HFR)	Fondi speculativi	Dato mondiale (HFR)
MEDIA	1,41%	1,33%	11%	8,69%
MEDIANA	1,50%	1,25%	10%	10%

La *management fee* media dei 450 ffh censiti da HFR è pari a 1,33% (mediana di 1,25%), valore prossimo a quello di 1,4% riportato da Coke e Fothergill (2001). Le commissioni di performance dei ffh, per contro, presentano un valore medio pari all'8,69% e uno mediano del 10%. La mediana è inferiore della media per l'esistenza di un certo numero di ffh privi di commissione di performance, eventualità pressoché del tutto assente tra i hfp.

Rispetto ai dati globali, i ffh italiani presentano un *pricing* di poco maggiore, chiedendo in media 8 *basis point* in più dei prodotti analoghi disponibili su altre piazze finanziarie in termini di *management fee*. Il divario si amplia a 25 *basis point* se calcolato rispetto al valore mediano. Circa il 60% dei ffh italiani applica una *management fee* pari all'1,5%, con valori variabili da un minimo dello 0,5% a un massimo dell'1,85% entrambi praticati da tre fondi (Figura 7).

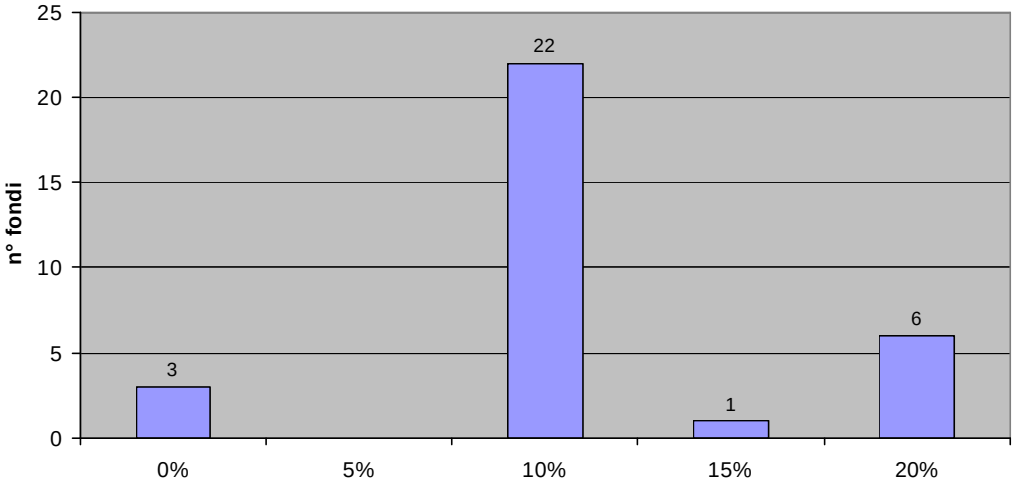
Figura 7: Distribuzione della *management fee* nei fondi di fondi speculativi (06/2002)



In termini di *performance fee*, i ffh italiani si differenziano dagli analoghi veicoli esteri solo nel valore medio, ma non in quello mediano. Per entrambi i gruppi, la mediana è pari al 10%, mentre la media dei ffh italiani, pari all'11%, supera di ben 2,3 punti percentuali quella dei ffh presenti nel database globale mantenuto da HFR (Tabella 6).

Fatta eccezione per i tre fondi di fondi speculativi italiani che, investendo solo in hfp affiliati evitano di replicare le commissione di performance sui due livelli, tutti gli altri le applicano in misura almeno pari al 10% dell'incremento di valore della quota, con una punta massima del 20% ricorrente in tre casi (Figura 8).

Figura 8: Distribuzione della *management fee* nei fondi di fondi speculativi (06/2002)



Poiché tutti i ffh italiani valorizzano le quote a cadenza mensile, questa è anche la periodicità di calcolo e di imputazione al fondo delle commissioni di gestione e di performance da parte della sgrs. Non sempre, però, le commissioni imputate sono immediatamente liquidate. In cinque fondi, infatti, il ciclo di liquidazione delle commissioni di gestione è trimestrale e in un fondo è semestrale (Tabella 7).

Negli altri 26 casi, invece, ricorre una liquidazione su base mensile. Una situazione analoga è riscontrabile per le commissioni di performance riguardo alle quali si osserva addirittura un caso di liquidazione annuale. Cicli di liquidazione superiori a quelli di calcolo e imputazione determinano un implicito ricorso alla leva da parte dell'hedge fund in forza del debito che si instaura così con la sgrs. Stante l'attuale struttura commissionale e la contenuta volatilità dei rendimenti dei ffh, il fenomeno mantiene tuttavia dimensioni trascurabili in termini di impatto sul profilo di rischio e rendimento dei fondi.

Tabella 7: Ciclo di liquidazione delle commissioni di gestione e d'incentivo

Liquidazione Management fee	
	Numero fondi
mensile	26
trimestrale	5
semestrale	1
annuale	0
Liquidazione Performance fee	
	Numero fondi
mensile	22
trimestrale	5
annuale	2

Solo uno dei fondi speculativi italiani che applicano la commissione di performance non ricorre alla clausola della *high water mark*, presente quindi nel 96,6% dei casi (tabella 8).

Tabella 8: Clausole relative al calcolo delle commissioni di performance

Clausole Performance fee			
	Fondi speculativi		Dato mondiale (HFR)
	Numero	%	%
HWM	28	96,6%	64%
Hurdle rate	0	0,0%	6%
HWM+Hurdle rate	2	6,9%	28,70%
Azzeramento HWM	6	25,0%	nd

In due fondi, pari al 6,9% del campione, essa è accompagnata dalla presenza di un *hurdle rate*, meccanismo altrimenti assente dal panorama dei fondi speculativi italiani. E' questo un fattore di differenziazione del mercato dei fondi alternativi italiani da quello internazionale, giacché tra i ffh inclusi nel database di HFR l'*high water mark* appare assai meno di frequente, ricorrendovi solo in due casi su tre, mentre più comune sembra essere l'*hurdle rate* applicato nel 29,7% dei veicoli.

La pressoché assoluta assenza di *hurdle rate* tra i ffh di diritto italiano non è un aspetto in sé negativo. Se da un lato, offre alle sgrs la possibilità di incassare commissioni di performance a fronte di investimenti in strumenti di pura liquidità, dall'altro si evita di incentivare comportamenti indebitamente aggressivi da parte dei gestori. L'*hurdle rate*, infatti, rende *out of the money* la *call option* implicita nelle *performance fees.*

Per contro, la diffusione pressoché totale della clausola di *high water mark* tra i prodotti domestici non dovrebbe comportare il rischio di una mortalità eccessiva dei veicoli di investimento, e neppure offrire incentivi a strategie troppo aggressive da parte di gestori preoccupati di recuperare le passate perdite del fondo. Trattandosi di ffh, spesso iperdiversificati e con minima volatilità, la probabilità di *drawdown* così rilevanti da consigliare, in presenza di una clausola di *high water mark*, la liquidazione del fondo è minima. Inoltre, sei dei 28 fondi che prevedono detta clausola ne temperano gli effetti con periodici azzeramenti delle barriere rappresentate dai precedenti massimi storici del NAV riportando *at the money* l'opzione *call* implicita nelle *performance fee*. Azzerare l'*high water mark* equivale, infatti, a procedere al *resetting* del prezzo di esercizio dell'opzione *call* posto pari al valore del sottostante, ossia al Nav corrente del fondo.

Ove previsto, l'azzeramento ha in genere luogo alla fine di ciascun anno solare e potrebbe determinare un costo aggiuntivo per gli investitori la cui permanenza nel fondo non si esaurisce all'interno di un unico anno di calendario. Essi possono trovarsi costretti a pagare commissioni di performance a fronte di un semplice recupero di perdite realizzate nei precedenti anni di permanenza nel fondo o, anche, il *resetting* al ribasso del prezzo di esercizio aumenta il valore dell'opzione regalata al gestore sotto forma di *performance fee*.

6. I meccanismi di equalizzazione

Tutti i fondi speculativi italiani che ricorrono alla clausola dell'*high water mark* hanno trascurato di introdurre sistemi di equalizzazione (equalizzatori), nell'attribuzione delle commissioni di performance a ciascun sottoscrittore[1]. Si tratta di meccanismi volti ad assicurare che la *performance fee* percepita dall'*investment manager* sia suddivisa tra i sottoscrittori in modo equo, risultando esattamente proporzionale al guadagno realizzato da ciascuno di essi durante la permanenza nel fondo.

La struttura organizzativa degli hedge fund italiani, tutti legalmente patrimoni autonomi a proprietà indivisa dei sottoscrittori (*unit trust*) e con molteplici date di sottoscrizione e di riscatto, fa sì che la presenza della clausola di *high water mark* possa determinare indebiti trasferimenti di ricchezza tra le parti in gioco. Il rischio è condiviso anche dagli hedge fund *off shore* strutturati come *corporation*, mentre non è presente nelle tradizionali strutture giuridiche statunitensi della LP (limited partnership) e della LLC (*limited liability company*), ove ciascun partecipante mantiene un proprio distinto *capital account*.

In presenza di molteplici *entry dates*, un investitore, sottoscrivendo un *hedge fund* organizzato come *unit trust* o come *corporation* dopo una caduta del valore della quota, può evitare di riconoscere la commissione d'incentivo sui rendimenti realizzati finché il NAV del fondo non recupera il precedente massimo storico.

La funzione degli equalizzatori è di prevenire il rischio di *free riding* da parte degli investitori che hanno avuto la fortuna o la capacità di tempificare l'ingresso nel fondo dopo un suo deprezzamento.

Nonostante le apparenze, il costo del *free riding* non grava, però, sul gestore bensì sugli altri sottoscrittori. L'*high water mark*, infatti, non comporta alcuna rinuncia da parte del gestore alle sue commissioni di performance, ripartendone solo l'onere tra i sottoscrittori in modo non più proporzionale al guadagno realizzato da ciascuno di essi.

La causa di questa distorsione sta nel non considerare quale componente attiva del patrimonio del fondo il valore dello scudo contro future commissioni di performance fornito dalla caduta del NAV del fondo sotto i precedenti massimi storici. Per esempio, una discesa del valore del fondo da 100 milioni di € a 60 milioni di €, in presenza di una commissione di performance del 20%, determina un *fee shield* il cui valore nominale, in caso di recupero totale delle perdite, è di ben 8 milioni di €. Il suo valore di mercato è inferiore, ma sempre positivo, sia per il ritardo temporale connesso al suo godimento (occorre attendere che il fondo recuperi il suo valore), sia per l'aleatorietà del godimento stesso (non essendovi certezza sul futuro recupero del valore).

Poiché i fondi speculativi italiani sono costituiti come patrimonio autonomo di proprietà indistinta dei sottoscrittori, i nuovi sottoscrittori beneficiano del *fee shield* al pari dei precedenti investitori senza riconoscerne il valore nel prezzo pagato per la quota.

Il gestore, non vedendo in alcun modo messe a rischio le sue commissioni di performance, può solo lamentare, riguardo la clausola di *high water mark,* il rischio di dover riportare come performance del fondo un rendimento inferiore a quello creato dalla sua gestione.

E' questa una immediata conseguenza della possibilità per i nuovi sottoscrittori di un fondo che si è deprezzato di entrare a farne parte pagando la quota un prezzo inferiore al suo effettivo valore. La conseguente diluizione del patrimonio del fondo su un numero eccessivo di quote obbliga a ripartire i futuri guadagni del fondo su un numero maggiore di quote con un inevitabile effetto depressivo sull'incremento percentuale del prezzo della singola quota.

La presenza della clausola di *high water mark* in assenza di equalizzatore nei fondi speculativi italiani comporta problemi di redistribuzione della ricchezza, ma non di inefficienza nella creazione di valore dal momento che non induce il gestore a compiere scelte finanziarie subottimali. Non vi è, infatti, ragione di temere alterazioni sugli incentivi a cui il gestore risponde se si eccettuano quelle potenzialmente indotte, per via indiretta, dalle possibili distorsioni nel *reporting* delle performance. Queste, però, dovrebbero risultare trascurabili sia per la loro ridotta dimensione quantitativa, sia per il loro impatto generalizzato su tutti i fondi

che impedisce, a priori, di definire le possibili conseguenze sul gioco competitivo tra gestori e sia per la limitata trasparenza di mercato che caratterizza il comparto degli investimenti hedge e che rende pressoché inapplicabili i meccanismi di *tournament* basati sulle performance riportate ricorrenti, invece, tra i tradizionali fondi comuni.

L'unico effetto reale sull'efficienza sistemica che, in assenza di equalizzatore, la clausola di *high water mark* può, in teoria, comportare riguarda le scelte ex ante degli investitori, Essi potrebbero essere scoraggiati dall'investire in fondi hedge per effetto del rischio riconducile a potenziali redistribuzioni di ricchezza tra gli investitori. Se così fosse, l'assenza di equalizzatore sarebbe causa di una subottimale allocazione di portafoglio da parte degli investitori stessi che sottopeserebbero rispetto all'ottimo gli strumenti d'investimento alternativo. La portata effettiva di questo rischio teorico appare, però, abbastanza trascurabile stante la bassa volatilità dei fondi di fondi hedge, spesso analoga a quella di un portafoglio obbligazionario a breve e medio termine, e l'impossibilità di pianificare il *timing* di entrata e di uscita dai fondi per sfruttare l'opportunità di *free riding,* a causa delle frizioni presenti nel ciclo di sottoscrizione e di riscatto delle quote di cui al successivo paragrafo 9,

A parte il caso degli hedge fund più volatili, quali quelli macro o *emerging market*, e a elevatissima liquidità (periodicità settimanale), la complessità e la scarsa trasparenza dei meccanismi di equalizzazione comportano costi aggiuntivi espliciti di amministrazione del fondo, sopportati dal fondo stesso e quindi dai suoi sottoscrittori, e costi impliciti in termini di difficoltà di comunicazione tra questi e il gestore in genere assai superiori al beneficio derivante dall'evitare il rischio di redistribuzione della ricchezza tra chi partecipa al fondo. Ciò appare tanto più vero nei fondi che prevedono un azzeramento periodico automatico del livello dell'*high water mark.*

L'esperienza dei fondi speculativi italiani, che ignorando i meccanismi di equalizzazione, diverge da quella mondiale in cui si assiste, invece, a una progressiva diffusione di tali schemi, non deve pertanto valutarsi negativamente, almeno finché l'offerta sarà costituita soprattutto da fondo di fondi a basso rischio, alcuni dei quali persino con azzeramento periodico dell'*high water mark*.

Altrettanto opportuna, pare la scelta dell'autorità di vigilanza di lasciare la scelta relativa all'introduzione dell'equalizzatore all'autonomia contrattuale delle parti, in piena rispondenza allo logica propria del comparto degli investimenti alternativi.

Tuttavia, al fine di assicurare la massima trasparenza bilaterale nei rapporti tra investitori e fondo, parrebbe opportuno valutare la possibilità di introdurre l'obbligo di indicare nel regolamento dei fondi speculativi privi di equalizzatore la possibilità di redistribuzione di ricchezza tra i sottoscrittori quale uno dei possibili fattori di rischio in cui incorre il sottoscrittore.

7. Trasparenza e conflitti d'interesse tra gestore e sottoscrittori

I sottoscrittori dei ffh sopportano un duplice livello di commissioni. Le provvigioni riconosciute al gestore multimanager, evidenziate nel regolamento del fondo, decurtano il *gross asset value* (GAV) della quota che, però, sconta già le commissioni di gestione e performance pretese dai manager degli hfp in cui il ffh è investito.

Il duplice livello commissionale comporta sia un problema di carente trasparenza informativa, sia uno di errato sistema di incentivi per il manager del ffh.

Motivo della carenza informativa è la non chiara indicazione nel regolamento dei ffh degli oneri sopportati a favore dei gestori degli hfp inseriti in portafoglio. Nessuna normativa impone di esplicitarli in modo preciso e puntuale a meno che non si tratti di un ffh *"single manager"*, vale a dire di un veicolo il cui gestore rientra nel perimetro del gruppo societario cui appartengono anche i gestori degli hfp che ne costituiscono l'intero universo degli investimenti possibili.

L'errato sistema degli incentivi dipende dalla possibilità per il gestore del ffh di operare una selezione degli hfp, contemperando l'interesse degli investitori ad ottimizzare il profilo di rischio e rendimento dell'investimento, con il proprio interesse a ottimizzare la combinazione di valore atteso e volatilità dei propri ricavi complessivi.

Nei ffh *single manager* la composizione del portafoglio può, così, risultare indebitamente distorta a favore degli hfp che prevedono maggiori commissioni. In quelli multimanager la distorsione può favorire gli hfp i cui gestori sono disposti a stipulare con la sgrs del ffh più generosi accordi di retrocessione delle commissioni percepite. Sebbene gli incassi derivanti da accordi di retrocessione parrebbero competere al ffh[2] in quanto ricavi prodotti dal patrimonio dello stesso o sconto sul prezzo di listino di un servizio di gestione acquistato, essi sono, invece, acquisiti dal gestore multimanager anche se risulta difficile individuare la prestazione di un corrispondente servizio.

La pratica delle retrocessioni commissionali può, quindi, comportare sia problemi d'equità nella distribuzione della ricchezza tra le parti, sia problemi di efficienza nelle scelte allocative degli investimenti da parte dei fondi di fondi. Possono risultare violati gli obblighi del gestore di contenere i costi a carico degli investitori[3]; di individuare i casi in cui le condizioni contrattuali convenute con i soggetti che prestano servizi ai fondi gestiti confliggano con gli interessi dei loro sottoscrittori; di assicurare che il patrimonio degli OICR non sia gravato da oneri altrimenti evitabili o escluso dalla percezione di utilità ad esso spettanti.

Una ricerca di Linciano e Marrocco (2002) sui fondi *multimanager* tradizionali ha evidenziato che l'esistenza di accordi di retrocessione influenza le scelte d'investimento delle società di gestione del risparmio tradizionali nell'85% dei casi esaminati. Poiché le sgr ottengono dalle retrocessione più di un quarto dei ricavi totali prodotti dal fondo di fondi gestito, la distorsione negli incentivi del gestore è rilevante. Pur mancando analoghe analisi sul comparto degli investimenti alternativi, la sua maggior opacità rispetto a quello degli investimenti tradizionali lascia ritenere che il fenomeno possa proporsi con pari, se non addirittura, maggiore rilevanza.

Sul piano della trasparenza, inoltre, l'assenza dell'obbligo per i fondi speculativi di redigere e distribuire un prospetto informativo, in forza del divieto di sollecitazione dell'investimento, apre il problema di come assicurare il rispetto della normativa secondaria che impone alle sgr di illustrare nel prospetto del fondo tutti i redditi e le altre utilità percepite a fronte della prestazione del servizio di gestione collettiva, non direttamente derivanti a titolo di commissioni gestionali[4].

Nel complesso, quindi, sotto il profilo della trasparenza e del rischio di possibili conflitti di interesse i ffh *single manager* presentano meno criticità per gli investitori di quelli *multimanager*. I tre ffh *single manager* italiani devono, infatti, riportare nel regolamento l'importo globale delle provvigioni ottenuto sommando entrambi i livelli commissionali, mentre l'assoluta uniformità delle struttura dei costi degli hfp costituenti il loro universo investibile impedisce incentivi distorti quanto alle scelte di *fund allocation*.

8. Altri costi addebitati al fondo speculativo

Oltre alle commissioni di gestione e di performance, dirette ed indirette, i ffh sopportano le seguenti altri voci di costo che, per dato GAV, comprimono il NAV della quota e i rendimenti per i sottoscrittori:[5]

→ il compenso dovuto alla Banca depositaria;

→ le spese di revisione e certificazione dei rendiconti del fondo;

→ le spese legali e giudiziarie sostenute nell'esclusivo interesse del fondo;

→ i costi di intermediazione inerenti la compravendita degli strumenti finanziari;

→ gli oneri fiscali;

→ il contributo di vigilanza alla Consob.

Tra questi oneri, il compenso alla banca depositaria è, di gran lunga, il più rilevante per il fondo. Il servizio di custodia degli strumenti finanziari presenta un costo parametrato al controvalore della massa gestita dal fondo fissato, in genere, tra i 5 e gli 8 *basis point*, o anche tra i 500 e gli 800 € per milione di € di patrimonio.

Il costo appare elevato se si considera che, stante la composizione del patrimonio dei ffh, è improprio parlare di un vero e proprio servizio di custodia. Gli hfp domiciliati *off shore* o negli USA si limitano a riconoscere la sottoscrizione ricevuta tramite l'invio di un messaggio elettronico, senza però emettere nessuna quota da sottoporre a un servizio di custodia o di *asset servicing*. Non a caso quando il servizio di banca depositaria è reso da un soggetto che appartiene allo stesso gruppo della sgrs, il suo prezzo più che si dimezza, attestandosi su valori compresi tra 1,2 basis point e 3,5 basis point.

L'elenco delle banche depositarie, con l'indicazione della rispettiva quota di mercato per numero di fondi e masse gestite è indicata nella tabella 9.

Tabella 9: Banche depositarie dei fondi di fondi speculativi italiani (6/2002)

	Numero fondi serviti	Quota mercato (AUM)
Ras Bank	9	28,7%
Monte Paschi Siena	8	26,5%
Intesa Bci	3	14,1%
Banca Popolare Milano	3	13,3%
Banca Popolare Verona	3	6,5%
Credito Italiano	3	6,1%
Banca IMI	3	4,7%
Totale	**32**	**100,0%**

Le attività di revisione e di controllo del bilancio d'esercizio sono delegate a società di revisione (tabella 10) che esigono per i servizi prestati un compenso medio compreso tra i 5.000 ed i 6.000 € all'anno per fondo, con una sensibilità ridotta alla dimensione del patrimonio gestito.

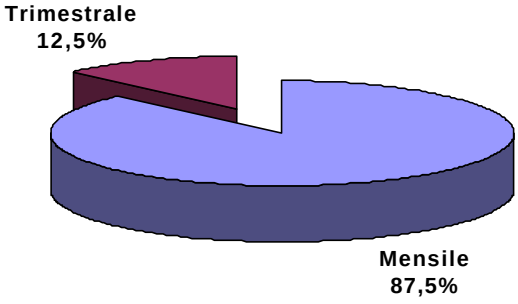
Tabella 10: Gli auditor dei fondi speculativi italiani

	Numero fondi	Quota mercato (AUM)
Arthur Andersen	16	70,3%
Deloitte&Touche	4	7,1%
KPMG	3	6,5%
PGAM	3	6,1%
Price Water House	3	4,7%
Totale	**29**	**94,7%**

9. La liquidità del fondo

Contrariamente al ciclo di sottoscrizione, organizzato su cadenza mensile in tutti i fondi speculativi italiani, quello di riscatto delle quote risulta strutturato con modalità e tempi diversi da fondo a fondo. Le sgrs hanno, pertanto, seguito strategie differenti nel definire la liquidità dei ffh proposti attraverso le scelte relative alle *exit date* ammesse, al termine di preavviso per le richieste di rimborso, alle clausole di *lock-up* o di blocco dei rimborsi e ai tempi previsti per la materiale liquidazione della quota.

Figura 9: Ciclo di liquidazione (*exit date*) nei fondi di fondi speculativi (06/2002)



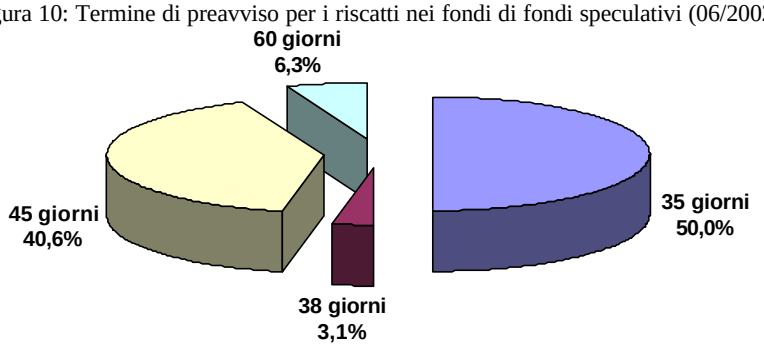
Oltre l'87% dei ffh italiani prevede le date di uscita a cadenza mensile. Solo il 12,5% opta per la cadenza trimestrale (Figura 9).

I gestori italiani si dimostrano così più attenti alle esigenze di liquidità dei sottoscrittori di quanto facciano i loro colleghi esteri. Dei 450 ffh censiti da HFR a livello globale, solo il 41.5% offre la liquidità mensile delle quote, mentre la cadenza trimestrale ricorre nel 39% dei casi. Cicli di riscatto più veloci sono rari giacché la liquidità settimanale si ha solo nel 2,7% dei fondi. Al contrario, nient'affatto trascurabile è l'eventualità di incappare in *exit date* annuali, soluzione prevista nel 14,3% dei casi.

Le società di gestione dei ffh possono imporre a chi riscatta le quote di osservare un certo termine di preavviso nell'inoltro della richiesta di rimborso (*advance notice*). La metà dei ffh italiani richiede un preavviso di almeno 35 giorni sull'exit date prevista (Figura 10). L'altra metà impone termini più lunghi, variabili da 38 a 60 giorni, con un picco di frequenza su 45 giorni (40,6 % dei ffh).

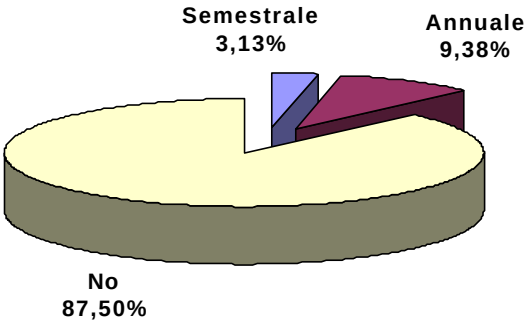
E' questa un'ulteriore dimensione del concetto di liquidità in cui l'industria domestica degli investimenti alternativi si compara favorevolmente a quella internazionale presentando un termine di preavviso medio inferiore di 6 giorni (43 giorni contro 49) e uno mediano inferiore di ben 8,5 giorni (36,5 contro 45).

Figura 10: Termine di preavviso per i riscatti nei fondi di fondi speculativi (06/2002)



Solo quattro dei ffh italiani, pari al 12,5% del campione, impone delle clausole di *lock up* obbligando i sottoscrittori a un periodo di permanenza minima nel fondo che in tre casi è di un anno e in uno di soli sei mesi (Figura 11).

Figura 11: Durata del lock up nei fondi di fondi speculativi (06/2002)



Inoltre, in tre casi su quattro il vincolo non è stringente, ma può essere superato col pagamento di una penale *(redemption fee)* fissata in un fondo al 10% del valore della quota e negli altri due al 2%. La severità del *lock up* è ulteriormente mitigato dal fatto che queste percentuali denotano solo il limite superiore della effettiva *redemption fee* dal momento che i regolamenti dei fondi attribuiscono alla sgrs totale discrezionalità nella sua applicazione.

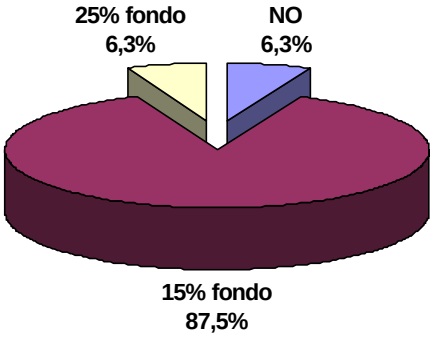
L'introduzione del *lock up* non configura una scelta strategica aziendale a livello di sgrs dal momento che i quattro fondi in cui è prevista risultano gestiti da ben tre sgrs diverse.

Anche questa dimensione rivela la particolare attenzione dei gestori italiani verso il profilo di liquidità dei loro prodotti. Tra i ffh censiti a livello modiale da HFR, la clausola di *lock up* ricorre nel 30% dei casi e quattro volte su cinque presenta durata annuale.

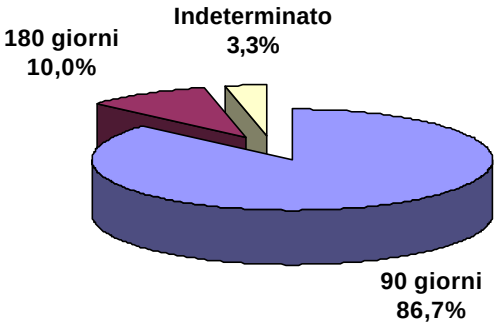
Un ulteriore limite alla liquidità della quota di un ffh sta nella possibilità che può riservarsi il gestore di rinviare l'esecuzione dei riscatti richiesti qualora l'incidenza complessiva sul patrimonio del fondo delle richieste di rimborso riferite a una medesima *exit date* risulti così elevata che, se soddisfatte, comprometterebbero seriamente la performance del fondo stesso. In ben 30 dei 32 ffh italiani (Figura 12, parte A), pari al 93,7% del campione, i gestori si riservano questa facoltà qualora le richieste di rimborso da soddisfare in una stessa exit date superino una certa percentuale del patrimonio del fondo fissata da alcuni al 15% (87,5% dei casi) e da altri al 25% (6,3% dei casi).

Figura 12: Facoltà di rinviare i rimborsi in presenza di richieste di riscatto eccessive

Parte A: Incidenza percentuale dei riscatti sul patrimonio del fondo che attiva la facoltà



Parte B: Periodo massimo di rinvio consentita



Le richieste di rimborso inevase devono, però, trovare soddisfazione, ai sensi del regolamento, entro un termine massimo che decorre dall'exit date a cui erano riferite. Nella stragrande maggioranza dei casi (86,7%) i regolamenti lo quantificano in 90 giorni (Figura 12, parte B), mentre alcuni fondi optano per un periodo di 180 giorni (10%).

Solo il regolamento di un fondo non pone limiti temporali al differimento, limitandosi a prevedere una priorità di rimborso delle richieste rimaste inevase in tutte le *exit dates* successive.

Le *exit date* cadono sempre in corrispondenza del giorno successivo a quello di valorizzazione della quota del fondo. Il calcolo del Nav di un ffh è, però, un processo lungo e complicato che necessità di diversi giorni per essere correttamente adempiuto. Prima della sua conclusione risulta impossibile dare corso all'esecuzione dei rimborsi richiesti.

Nei ffh il calcolo del NAV risulta particolarmente lento in quanto il gestore di secondo livello deve ricevere dagli *administrator* di tutti gli hfp presenti nel suo portafoglio il NAV delle rispettive quote; aggregare queste informazioni per ottenere, direttamente o tramite un proprio *administrator*, il GAV del proprio ffh; dedurre da questo le commissioni di propria pertinenza e ogni altro costo per legge attribuibile al fondo al fine di ottenere il NAV al quale regolare sottoscrizioni e riscatti (Lazzari et al., 2003).

Soprattutto la prima di queste tre fasi può rivelarsi lunga e laboriosa. A causa delle complesse posizioni assunte dagli hfp, spesso in strumenti finanziari trattati *over the counter* e a bassa liquidità, se non addirittura in derivati difficili da prezzare in modo oggettivo, i gestori dei ffh possono attendere anche più di una settimana per disporre del dato relativo all'*hard NAV* di tutti gli hfp posseduti.

La tabella 11 mostra il tempo massimo che i gestori si riservano per il calcolo del valore netto della quota dei ffh. Si va da un minimo di 12 giorni, termine che si è però dato un solo fondo, a un massimo di 31 giorni, periodo scelto da ben 5 fondi. La moda e la mediana è di 25 giorni, ritardo comune a 22 dei 32 fondi considerati.

Tabella 11: Periodo massimo ammesso per calcolo e diffusione del Nav del fondo

Giorno del mese	Numero fondi
12	1
15	3
25	22
26	1
31	5

Il ritardo nel calcolo del Nav coincide con il tempo che un sottoscrittore che richiede il riscatto delle quote deve attendere per conoscere l'esatto valore del rimborso che, quindi, appare soggetto a un'alea piuttosto prolungata. Non è, invece, il tempo di attesa necessario per ottenere il rimborso. Una volta determinato e pubblicato il NAV, infatti, le sgrs si riservano un ulteriore periodo di quattro o cinque giorni per trasferire l'importo dovuto agli investitori.

Tra calcolo del NAV e successiva liquidazione dell'importo, il capitale disinvestito da un fondo speculativo si rende disponibile per l'investitore da un minimo di 16 a un massimo di 35 giorni dopo l'*exit date* prevista (tabella 12), senza che nessun interesse o rendimento venga riconosciuto per questo periodo di attesa all'investitore.

Tabella 12: Tempo necessario per la liquidazione della quota a partire dall'*exit date* (giorni infruttiferi di rimborso)

Giorni	Numero fondi
16	1
20	3
25	3
30	20
35	5
Media 29.3	

Questo mancato interesse costituisce per l'investitore un costo opportunità dell'investimento nel ffh. Esso, però, si traduce solo in parte in ricavo a favore della sgrs. Essa, a sua volta, è costretta a sopportare tempi di attesa per vedersi liquidate le quote riscattate dei fondi sottostanti possedute a meno di non riuscire a controbilanciare le richieste di rimborso ricevute con gli afflussi di capitali derivanti da nuove sottoscrizioni.

10. Conclusioni

L'analisi del mercato italiano dei fondi di fondi speculativi, per il momento pressoché equivalente a quella del mercato hedge *tout-court*, evidenzia come l'offerta abbia privilegiato prodotti a basso grado di rischio. I gestori si sono impegnati in strategie di pronunciata diversificazione; hanno proposto ai sottoscrittori volatilità obiettivo contenute; hanno lasciato poco spazio all'utilizzo della leva per fini speculativi; hanno mostrato

estrema cautela verso le opportunità di investimento costituite da hfp gestiti da manager privi di *track record* sufficientemente lunghi.

Il *pricing* dei prodotti è solo marginalmente più elevato di quello riscontrabile all'estero. La leggera maggiorazione potrebbe rappresentare il *premium pricing* tipicamente applicato al lancio di prodotti nuovi o potrebbe essere la traduzione monetaria dei vantaggi non di prezzo di cui godono i fondi italiani rispetto a quelli esteri quando offerti alla clientela domestica[6].

Non si deve inoltre dimenticare che i fondi speculativi di diritto italiano non sono un prodotto esattamente comparabile agli *hedge fund* disponibili sugli altri mercati. La normativa italiana è una delle poche a sottoporre a regolamentazione e supervisione sia il gestore, sia il veicolo d'investimento alternativo, mentre, in genere, i prodotti hedge si caratterizzano per la totale assenza di regolamentazione[7]. Il maggior costo medio dei fondi speculativi italiani rispetto alle esperienze estere, in quest'ottica, potrebbe rappresentare l'onere che gli investitori sono chiamati a sopportare per la riduzione del rischio operativo consentito dal sistema di regolamentazione e vigilanza pubblica del comparto *hedge*.

Alcune differenze nelle modalità di calcolo delle commissioni tra l'esperienza italiana e la *best practice* internazionale, segnatamente il mancato ricorso a meccanismi di equalizzazione nel calcolo delle *performance fee*, non sono frutto di un ritardo "tecnologico" dell'industria domestica, quanto piuttosto il prodotto razionale di un'analisi dei costi e dei benefici di una loro applicazione ai tipi di fondi al momento offerti.

L'offerta domestica di fondi hedge si differenza in media da quella delle altre piazze finanziarie anche per una maggiore attenzione alla liquidità dei prodotti con cicli di sottoscrizione e riscatti quasi uniformemente assestati su base mensile, contenuti termini di preavviso e un ricorso limitato alle clausole di *lock up*. Restano, invece, ancora abbastanza lunghi i tempi di liquidazione del Nav che, però, dipendono necessariamente dai ritardi con cui si ottiene il valore delle quote degli hfp, tutti stranieri, presenti in portafoglio.

Nel complesso, la struttura dell'offerta domestica si compara in media favorevolmente a quella presente in giurisdizioni con una maggiore tradizione nell'offerta di fondi alternativi per grado di attenzione ai rischi finanziari e operativi, nonché per la liquidità dei prodotti. Solo l'analisi *ex post* del *track record* dei fondi domestici attualmente in formazione potrà illuminare sull'esistenza o meno di carenze nel patrimonio di risorse professionali e informative dell'industria domestica rispetto alle più affermate esperienze estere.

Bibliografia

Archer, S.H., J.L. Evans, 1968, Diversification and reduction of dispersion: an empirical analysis, *Journal of Finance 23*, 761-767.

Coke, C., M. Fothergill, 2001, Funds of Hedge Funds: an introduction to multimanager funds, *Journal of Alternative Investments 4*, 7-16.

Elton, E., N. Gruber, 1977, Risk reduction and portfolio size: an analitical solution, *The Journal of Business 50*, 415-437.

Fung, W., D.A. Hsieh, 1997, Empirical Characteristics of Dynamic Trading Strategy: the case of hedge funds, *Review of Financial Studies 10*, 275-302.

Giuliani, N., V. Lazzari, 2003, Un'analisi comparata degli hedge funds, *Liuc Papers 130*, serie Financial markets and corporate governance 4.

Goetzmann, W., J.E. Ingersoll, S.A. Ross, 1998, High-Water Marks, *NBER Working Papers 6413.*

Lazzari, V., 2000, Economia e finanza degli hedge funds, *Banca Impresa e Società*, n.3, 383-413.

Lazzari, V., 2003, Modelli organizzativi e operativi delle sgr speculative italiane, *Liuc Papers 129*, serie Financial markets and corporate governance 3.

Linciano, N., E. Marrocco, 2002, Fondi di fondi e accordi di retrocessione, *Quaderno di Finanza Consob 49*.

Markowitz, H., 1952, Portfolio Selection, *Journal of Finance 7*, 77-91.

Wintner, B.A., 2001, How Many Hedge Funds Are Needed To Create A Diversified Fund Of Funds, Asset Alliance Corporation.

Van Hedge Fund Advisor International, 2003, www.vanhedge.com.

Note

[*] La presente ricerca si è avvalsa del supporto finanziario fornito dal Ministero dell'Istruzione, Università e Ricerca.

[**] Istituto di economia aziendale, Università Cattaneo LIUC, Castellanza (VA).

[1] In quelli privi dell'*high water mark*, cade il presupposto stesso della possibile introduzione di un equalizzatore. Tre ffh di diritto italiano rientrano in questa categoria.

[2] La soluzione rappresenta la *best practice* che permetterebbe una soluzione *ex ante* dei conflitti d'interessi.

[3] Regolamento Consob n. 11522/98 art.48 lett. e).

[4] Regolamento Consob n. 11522/98 art. 49 comma 2.

[5] Le spese in questione sono *ex lege* a carico del fondo, Capitolo IV sez.II paragrafo 9.1 Provvedimento 1 Luglio 1998.

[6] Ad esempio, a livello fiscale, per i privati residenti in Italia, i redditi dei fondi speculativi italiani sono sottoposti a una ritenuta del 12,5% a titolo d'imposta versata dal fondo stesso, mentre quelli degli hedge fund esteri sono tassati all'aliquota marginale del sottoscrittore. La situazione si ribalta nei confronti di sottoscrittori stranieri per i quali recuperare la ritenuta a titolo d'imposta pagata dal fondo risulta problematico e può configurare un rischio di doppia imposizione.

[7] Ad esempio, il Regno Unito regolamenta e sottopone a vigilanza i gestori, ma non il veicolo che, risultando proibito, è costituito sotto la giurisdizione di un centro *offshore*. Negli Usa il veicolo è sempre deregolamentato, mentre il gestore può rientrare o meno nel perimetro di intervento della SEC.