UN'ANALISI COMPARATA DEGLI HEDGE FUND*

Valter Lazzari[#], *Nicola Giuliani*[##]

1. Introduzione

Il mercato mondiale dei servizi di gestione professionale del risparmio ha registrato nell'ultimo decennio la progressiva affermazione di veicoli alternativi di gestione in monte dei patrimoni, in gergo noti come hedge fund. Secondo alcune statistiche AIMA, l'associazione dei gestori di investimenti alternativi, il patrimonio complessivo da essi gestito è cresciuto a livello globale da 600 milioni a 6 miliardi di US$ in un decennio, con un tasso medio di crescita prossimo al 30% annuo. L'espansione deriva dal crescente favore incontrato dagli hedge fund sia nel tradizionale mercato statunitense, sia nei mercati europei a lungo rimasti in gran parte chiusi a questo prodotto.

Nonostante la sua popolarità, l'espressione hedge fund è impropria sotto il profilo etimologico ed è imprecisa a livello concettuale. E' etimologicamente impropria in quanto questi veicoli d'investimento non trovano da tempo nella copertura del rischio né il loro tratto dominante, né il loro minimo comune denominatore (Lazzari 2000). Più appropriato pare il termine di "fondo di investimento alternativo". E' concettualmente imprecisa in quanto viene utilizzata per indicare una gamma assai eterogenea di veicoli di investimento in monte. L'eterogeneità non è relativa solo a dettagli istituzionali derivanti dalle differenze tra i quadri normativi e regolamentari delle diverse giurisdizioni, ma interessa anche la dimensione economico-finanziaria.

Il presente lavoro si pone l'obiettivo di accomodare all'interno di un quadro interpretativo unitario e coerente, i veicoli di investimento in monte (*investment pool* o schemi di investimento collettivi o fondi comuni in senso lato) che rientrano sotto la generica, imprecisa, ma universale, definizione di hedge fund. L'analisi comparata del diritto dei mercati e degli intermediari finanziari degli Stati in cui gli schemi di investimento alternativi sono popolari rivela come il termine hedge fund individui veicoli d'investimento disegnati per ridurre l'incidenza dei vincoli normativi e di vigilanza gravanti sulla produzione ed erogazione dei servizi di gestione professionale del risparmio in monte, ove possibile selezionando opportunamente gli obblighi a cui restare esposti e quali evitare.

Le differenze istituzionali riscontrabili tra gli hedge fund attivi nel mondo non riflettono altro che la necessità di ricorrere a soluzioni diverse da Paese a Paese per abbassare l'esposizione del veicolo d'investimento agli oneri normativi, fiscali e di vigilanza. Le differenze economiche e finanziarie tra

hedge fund, invece, si materializzano una volta che, riappropriatesi di un'ampia autonomia negoziale nel disegno del mandato, gestore e investitori possono strutturarlo nel modo più rispondente alle loro esigenze e meglio capace di minimizzare i costi di transazione.

La necessità di abbattere i costi di transazione presenti nel rapporto di mandato tra investitori e gestori, classico caso di *principal agent problem à la Ross* (1973), estendendo la capacità negoziale delle parti, dà anche ragione di una struttura dell'industria degli investimenti alternativi caratterizzata da un forte ricorso all'esternalizzazione dei servizi ancillari da parte delle società di gestione con l'emergere della figura del prime broker, dell'administrator e della banca depositaria.

Si giustifica, così, come il ruolo di queste figure, nonché la suddivisione dei compiti tra di esse, si configuri in modo diverso a seconda dell'accezione di hedge fund che ci si trova a confrontare. Non è irrilevante nel definire il ruolo e le funzioni del prime broker e dell'administrator il fatto che essi supportino l'attività di un hedge fund statunitense, dalla chiara valenza di *private investment vehicle*, o quella di un hedge fund italiano, configurato come schema di investimento collettivo autorizzato e regolato.

Il lavoro è organizzato come segue. Il secondo paragrafo fornisce lo schema interpretativo della finalità e della struttura della regolamentazione sui mercati finanziari utile per comprendere i motivi e le forme con cui regolatore e autorità di vigilanza provvedono a disciplinare il comparto degli hedge fund. Alla luce di questo schema, il terzo paragrafo propone l'analisi di come si declini negli USA il veicolo d'investimento individuato dal termine hedge fund. Il quarto paragrafo illustra le motivazioni che hanno portato all'insorgenza degli hedge fund sulle piazze off-shore delineandone, di conseguenza, ruoli e forme consolidati nel tempo. Il quinto paragrafo illustra come lo sforzo di ottimizzare l'uso combinato di veicoli on e off-shore abbia fatto emergere strutture articolate attraverso cui i gestori hedge possono soddisfare al meglio, sotto il profilo fiscale e regolamentare, le esigenze di investitori soggetti a giurisdizioni e a forme di tassazione diverse. Il sesto paragrafo esamina come i fondi off-shore abbiano accettato di sottoporsi a forme di giurisdizione privata e extraterritoriale quale quella offerta dalla quotazione sui mercati di piazze off-shore o quasi off-shore. Il settimo paragrafo discute la diversa concezione del fondo hedge che si sta affermando in Europa analizzando soprattutto il caso irlandese e quello italiano, ossia i due Paesi che per primi hanno proposto questa versione alternativa del prodotto hedge. L'ottavo paragrafo esamina il ruolo e la funzione dei *service provider* di cui un hedge fund si avvale, prime broker *in primis*, mostrando come non siano invarianti al modello di hedge fund proposto. Il nono paragrafo conclude.

2. La normativa sui mercati finanziari

Il mercato dei servizi di gestione professionale del risparmio è soggetto a un'ampia disciplina normativa e regolamentare, nonché a una intensa e profonda attività di vigilanza affidata ad autorità amministrative con poteri quasi legislativi, quasi esecutivi e quasi giudiziali, il cui fine è di:

a) assicurare la protezione dell'investitore;
b) garantire integrità ai mercati, ossia lo svolgimento di ordinate e corrette transazioni;

c) contenere il rischio sistematico, evitando che l'insorgere di situazioni di crisi limitate possa ripercuotersi a catena sulle altre istituzioni del sistema.

La disciplina a tutela degli investitori mira a preservare la fiducia del pubblico e, in particolare, quella dei soggetti meno esperti in tema di natura e rischi connessi alle operazioni finanziarie loro proposte, nei confronti dei mercati e degli intermediari. Mantenere questa fiducia è cruciale per l'efficiente funzionamento dell'intero sistema giacché servizi e prodotti finanziari hanno la natura di *credence goods*, ossia di beni la cui qualità non risulta determinabile con certezza né prima, né dopo la loro fruizione. Solo una generale fiducia nel sistema finanziario può indurre i soggetti meno esperti a utilizzare l'intera gamma dei servizi offerti dagli intermediari e a operare sui mercati.

La normativa finalizzata ad assicurare l'integrità del mercato deve facilitare un efficiente processo di scoperta dei prezzi delle attività finanziarie sui mercati, prevenendo pratiche manipolative configuranti casi di cd. *market abuse*.

L'intervento pubblico volto a prevenire e contenere il rischio sistematico si rende necessario per il rischio di contagio che fenomeni isolati di illiquidità e insolvenza possono comportare stante sia la numerosità di interrelazioni esistente tra gli operatori e gli intermediari, sia la natura di credence goods (Spencer 2000) propria dei prodotti e servizi finanziari causa di forti esternalità negative esemplificate dal tradizionale esempio della corsa agli sportelli.

Nell'interpretazione qui proposta, gli hedge fund sono quei veicoli che, in vario modo e forma, consentono, all'interno delle giurisdizioni in cui sono costituiti ed operati, di minimizzare costi, obblighi e vincoli della regolamentazione e della vigilanza sulla distribuzione (raccolta delle sottoscrizioni), produzione (operatività sui mercati) ed erogazione (comprensione e soddisfacimento delle esigenze dei risparmiatori, con adeguata rendicontazione dei risultati) dei servizi di gestione professionale in monte del risparmio. Franks et al. (1998) forniscono, in altro contesto, una interessante analisi dei costi della regolamentazione finanziaria e dei connessi obblighi di *compliance*.

L'intervento regolamentare e di supervisione interessa sia il veicolo giuridico che racchiude il patrimonio conferito da una pluralità di sottoscrittori (la disciplina del fondo), oppure il soggetto che offre il servizio provvedendo alla promozione e alla gestione finanziaria del veicolo stesso (la disciplina del gestore).

La disciplina del fondo si compone delle norme relative alle modalità di collocamento, sottoscrizione e riscatto delle quote, alla struttura giuridica del veicolo, ai limiti alla discrezionalità del gestore nel definire le strategie di investimento, gli obblighi di *disclosure* verso i sottoscrittori, il mercato e le autorità di vigilanza, la tutela del patrimonio del fondo, nonché la prevenzione o gestione di possibili situazioni di conflitto di interesse tra i diversi partecipanti.

La disciplina del gestore, invece, interessa la prevenzione e gestione di situazioni di conflitti di interesse con i gestiti (ad esempio, accettabilità e limiti della pratica delle *hard* e *soft commission*), le *conduct of business rule* nei confronti dei sottoscrittori, i requisiti di *capital adequacy*, di integrità, di competenza professionale e di struttura organizzativa necessari per svolgere l'attività.

Entrambe le discipline, poi, possono prevedere l'esistenza di un regime autorizzativo che ponga barriere all'ingresso nel mercato di nuovi attori, qualora viga per i gestori l'obbligo di registrarsi presso

l'autorità di vigilanza, e di nuovi prodotti, qualora siano i regolamenti dei fondi proposti a dover ricevere l'approvazione dell'autorità.

Anche la struttura dei costi per i sottoscrittori del fondo può rientrare nell'ambito della disciplina del fondo e/o di quella del gestore. La prima può definire quali costi attinenti i servizi accessori alla gestione in monte sono imputabili al fondo e quali, invece, restano a carico del soggetto gestore. La seconda pone limitazioni alla possibilità per il gestore di richiedere commissioni di performance, o proibendole o vincolando la metodologia di calcolo.

Si propone, quindi, uno schema interpretativo dell'intervento normativo e di vigilanza inerente i servizi di gestione professionale del risparmio raffigurabile con una matrice a doppia entrata che distingua, da un lato, l'oggetto dell'intervento (il fondo o il gestore) e, dall'altro, la finalità dello stesso (tutela dell'investitore rispetto a integrità del mercato e stabilità del sistema).

Nonostante i confini tra le quattro aree individuate non siano sempre ben definiti, la disciplina del fondo pare per lo più ispirata all'obiettivo di garantire la tutela degli investitori promuovendo la trasparenza al momento del collocamento delle quote e della rendicontazione periodica dei risultati, prevenendo o favorendo il controllo di situazioni di conflitto di interesse e limitando la discrezionalità con cui il gestore può disporre delle attività e delle passività del fondo. Al contrario, la regolamentazione che ha per oggetto il gestore, mantiene per lo più l'obiettivo di assicurare l'integrità dei mercati e la stabilità sistemica, sebbene non manchino norme ispirate a una logica di tutela dell'investitore.

Sulla base di questa mappa concettuale, i paragrafi che seguono mostrano convergenze e divergenze tra i modelli di hedge fund attivi nel mondo.

3. Gli hedge fund negli USA

La disciplina legislativa statunitense riguardante i veicoli utilizzabili per la gestione professionale in monte del risparmio è contenuta principalmente nell'Investment Company Act del 1940, con importanti modifiche introdotte dal National Securities Improvement Act del 1996, e nel Securities Act del 1933, da allora più volte emendate. Quella relativa ai gestori, invece, trova i suoi capisaldi nell'Investment Advisor Act del 1940 e nel Securities Exchange Act del 1934.

3.1. La disciplina del veicolo e gli spazi di elusione

L'Investment Company Act (ICA) impone ai veicoli utilizzati per la gestione in monte del risparmio di:

a) costituirsi e operare tramite strutture giuridico-istituzionali esplicitamente indicate;
b) dotarsi di un consiglio di amministrazione che approvi preventivamente i contratti stipulati sia con gli investment advisor a cui affida la gestione finanziaria del patrimonio, sia con la banca depositaria a cui assegna il compito di custodire il patrimonio del fondo;
c) rispettare precisi vincoli inerenti la gestione del portafoglio finanziario posseduto, quale la proibizione di assumere posizioni debitorie, le limitazioni all'uso di derivati, l'imposizione di una

diversificazione minima delle posizioni assunte, l'esclusione di alcuni valori mobiliari e merci dall'universo delle opportunità di investimento ammesso;

d) assolvere obblighi di trasparenza su performance, costi, composizione del portafoglio nei confronti dei sottoscrittori, del mercato e dell'organo di vigilanza.

A monte di tutto questo, però, sta l'obbligo per il fondo di registrasi presso l'organo di vigilanza dei mercati finanziari, la Securities and Exchange Commission (SEC). Grazie ad esso, la SEC può esercitare un potere di controllo sull'ingresso nel mercato di questi veicoli d'investimento e un potere di monitoraggio sul rispetto di appropriate regole di condotta degli affari (conduct of business rule) verso i clienti e sull'adozione di comportamenti corretti sul mercato (*fair trading*) a tutela dell'integrità dei mercati durante tutta la loro successiva esistenza.

Regolando l'offerta di titoli al pubblico, il Securities Act (SA) del 1933 detta le norme che gli schemi di investimento collettivo devono rispettare al fine di assicurare ai potenziali sottoscrittori un adeguato livello di trasparenza sulle condizioni contrattuali e sulle prospettive di rischio e rendimento connaturate alla proposta di investimento.

Sia l'ICA che il SA, tuttavia, definiscono un insieme di condizioni che, se soddisfatte, permettono agli schemi di investimento collettivi di ricadere al di fuori del perimetro di applicazione della normativa.

La Section 3(c)1 e la Section 3(c)7 dell'ICA contemplano due alternative fattispecie di esenzione.

L'esenzione ai sensi della Section 3(c)1 è prevista sin dall'iniziale promulgazione dell'ICA nel 1940. Essa interessa i veicoli le cui quote di partecipazione non siano oggetto di offerta pubblica passata, presente o futura, e siano sottoscritte da non più di 100 partecipanti (cd. 3(c)1 fund). Al fine di impedire l'aggiramento del limite dei 100 investitori, le persone fisiche contano individualmente, anche in presenza di legami di parentela o matrimonio. Gli investitori diversi dalle persone fisiche sono considerati singoli sottoscrittori a meno che possiedano una quota superiore al 10% delle *voting securities* del Section 3(c)1 fund, o siano una investment company ai sensi dell'ICA o, ancora, costituiscano uno schema di investimento ai sensi della Section 3(c)1 o della Section 3(c)7 e, quindi, esclusi dall'applicazione dell'ICA.

L'esenzione ai sensi della Section 3(c)7 è di più recente istituzione, essendo stata introdotta solo nel 1996 da un'apposita norma del National Securities Improvement Act (NSIA). Al pari della precedente, essa si applica ai fondi che non hanno effettuato, e non intendano effettuare, offerta pubblica delle proprie quote di partecipazione. Al contrario dei 3(c)1 fund, le quote dei Section 3(c)7 fund possono essere possedute anche da un numero illimitato di sottoscrittori purché siano tutti o *qualified purchasers* ai sensi della Rule 2(a)(51)(A) o *knowledgeable employees* ai sensi della Rule 3(c)5 dell'ICA.

La Rule 2(a)(51)(A) dell'ICA definisce qualified purchasers le persone fisiche e le *family-owned company*[1] con investimenti per almeno 5 milioni di dollari; i *trust* o altre entità possedute esclusivamente da qualified purchasers e non appositamente creati per acquistare le quote del fondo; i *qualified institutional buyers* ai sensi della Rule 144A del Securities Act del 1933, ossia investitori istituzionali con almeno 100 milioni di dollari di patrimonio o banche e broker-dealer, nel qual caso il limite minimo scende a 25 e a 10 milioni. Della categoria dei knowledgeable employees fanno, invece, parte la dirigenza

del fondo o di fondi affiliati, i dipendenti della investment management company, e la management company stessa.

La Section 3(c)7 apre ai money manager la possibilità di costituire e gestire hedge fund che non siano condizionati dal limite dei 100 investitori. Con la crescente mobilità dell'offerta di capitali a livello mondiale, la maggiore facilità di comunicazione e, quindi, di monitoraggio a distanza dei comportamenti dei gestori, questo vincolo numerico risultava spesso troppo limitante ed ingiustificato da un punto di vista economico. D'altra parte, esso non poteva essere aggirato adottando la soluzione "fondi a specchio", ossia la gestione di più fondi identici per posizioni detenute in portafoglio. In forza dell'*integration rule*, qualora due o più Section 3(c)1 fund siano gestiti da uno stesso manager e detengano posizioni analoghe in portafoglio, devono considerarsi come un unico schema di investimento collettivo ai fini del calcolo dei partecipanti.

Per consentire ai gestori di hedge fund di tipo tradizionale, ossia 3(c)1, di sfruttare meglio le economie di scala rese possibili dall'innovazione della Section 3(c)7, il NSIA ha previsto un *safe harbour* grazie al quale *l'*integration rule non si applica laddove il gestore replichi con un Section 3(c)7 fund il portafoglio di un Section 3(c)1 fund.

Inoltre, è possibile convertire un Section 3(c)1 fund in un Section 3(c)7 fund purché il gestore dia adeguata informazione delle conseguenze della trasformazione ai sottoscrittori e consenta loro il riscatto della quota al Nav del fondo al momento della trasformazione. Sussiste pure una *grandfather provision* che consente ai sottoscrittori del 3(c)1 che non rientrano nelle categorie dei qualified purchaser e dei knowledgeble employees di restare nel fondo trasformato purché il loro iniziale investimento sia avvenuto prima dell'entrata in vigore del NSIA.

Spesso è riportato erroneamente che i Section 3(c)7 fund presentano un limite massimo di sottoscrittori pari a 499. In realtà, questa è solo una prassi consolidata dei manager che si autoimpongono il rispetto di questo limite per evitare gli obblighi di informativa verso l'autorità di vigilanza previsti nel SEA del 1934 alla sezione 12(g)(1)(b). Essa dispone che in presenza di 500 o più sottoscrittori, uno schema di investimento collettivo è tenuto a registrare le quote di partecipazioni emesse presso la SEC a cui deve poi comunicare periodicamente un insieme di informazioni concernenti i diritti patrimoniali e amministrativi delle quote, le modalità del loro collocamento, nonché la struttura, le prassi operative, i risultati e la composizione del patrimonio del fondo. Il superamento del tetto, pertanto, finisce per comportare l'applicazione di gran parte degli obblighi regolamentari e di vigilanza a cui si intende sfuggire ricorrendo a un Section 3(c)7 fund.

Per rientrare tra gli schemi di investimento collettivo non regolamentati previste ai sensi delle due Section suddette, le quote dei fondi non possono essere collocate tramite offerta pubblica, ma solo in forma privata (*private placement test*). La normativa statunitense, tuttavia, non definisce in modo preciso e diretto la fattispecie di offerta pubblica. La Section 4(2) del Securities Act prevede solo che, al fine di evitare la disciplina dell'offerta pubblica, l'emittente deve collocare i titoli in forma privata e su base personale. Lascia, però, alla SEC il potere di valutare in modo discrezionale se un'offerta è pubblica o meno sulla base di una serie di fattori tra i quali il numero di sottoscrittori, la natura delle informazioni diffuse e le modalità di sollecitazione all'investimento.

Per sfuggire a questa incertezza e assicurarsi che il veicolo di investimento in monte non rientri nell'ambito di applicazione della disciplina normativa e di vigilanza dell'ICA, nel sollecitare le sottoscrizioni i gestori si conformano alla Regulation D del Securities Act (SA) che configura i safe harbour rispetto alla disciplina dell'offerta pubblica di valori mobiliari prevista nella Section 4(2). Qualora l'emissione avvenga in conformità alle condizioni esplicitate nella Regulation D, essa deve comunque intendersi come private placement, venendo meno il potere di discrezionale valutazione della SEC. Tra i diversi safe harbour previsti, gli hedge fund manager statunitensi si avvalgono, in genere, di quello descritto alla Rule 506 che permette emissioni senza vincolo di ammontare complessivo, esentando l'investment manager dall'onere di ottenere la registrazione presso l'autorità dello Stato in cui il fondo è costituito.

La regola 506 qualifica come private placement le emissioni di qualunque ammontare i cui titoli siano collocati a un numero illimitato di *accredited investor*, ma a un massimo di 35 *non accredited investor* che però devono essere tutti *sophisticated*, ovvero disporre di una conoscenza ed esperienza che li renda capaci di valutare il profilo di rischio e rendimento dell'investimento proposto. Ai sensi della Rule 501 della Regulation D, accredited investor sono gli individui che dispongano, anche in unione con il coniuge, di un patrimonio superiore ad un milione di dollari o che abbiano registrato un reddito superiore a 200.000 dollari (300.000 se in unione col coniuge) in ciascuno dei due anni precedenti all'acquisto, le banche, le compagnie d'assicurazione, i fondi comuni, le organizzazioni non-profit non create appositamente per effettuare investimenti finanziari che abbiano un totale attivo superiore a 5.000.000 di dollari, gli *employee benefit plan* con un attivo superiore a 5.000.000 di dollari e, infine, un qualsiasi veicolo i cui *equity owners* siano accredited investors.

In forza del Commodity Exchange Act (CEA), un qualsiasi veicolo di investimento che abbia dei residenti negli USA tra i suoi sottoscrittori e intraprenda negoziazioni su contratti futures od opzioni quotati in borsa è obbligato a registrarsi come *commodity pool operator* (*Cpo*)[2], ed è soggetto alla disciplina della Commodity Futures Trading Commission (CFTC), autorità amministrativa a cui è demandato di regolamentare e vigilare i mercati dei futures e delle opzioni, e della National Futures Association (NFA). Il fine principale di questa regolamentazione e vigilanza non è la tutela degli investitori, quanto il desiderio di assicurare l'integrità dei mercati e la prevenzione di rischi sistemici, motivato dal tradizionale sospetto nutrito dai Legislatori verso gli strumenti derivati.

Un commodity pool è così tenuto al rispetto di vincoli di *reporting and disclosure*, sia al momento del collocamento, sia durante la sua attività. Vale, infatti, un obbligo generale di produrre una dettagliata informativa esterna per investitori e autorità di vigilanza che illustri performance realizzate e, soprattutto, i rischi assunti. Gli obblighi di trasparenza sono molto attenuati se il fondo limita la propria attività in contratti futures e opzioni (margini iniziali sui primi e premi sulle seconde non superiori al 10% del Nav del fondo e se i contratti futures sono utilizzati esclusivamente per *bona fide hedging*). Se, poi, il *Cpo* è riservato esclusivamente a *qualified eligible partecipant*[3] non sono richiesti requisiti di trasparenza particolari e il documento d'offerta del fondo non deve essere sottoposto alla supervisione della CFTC. I fondi che si qualificano come "4.7 funds", ovvero riservati ai qualified eligible partecipant, costituiscono il 30% del campione di Van Research (Van 2002).

Sempre a tutela dell'integrità dei mercati, la National Association of Securities Dealers (NASD) ha imposto limiti stringenti alle modalità di vendita delle cd. *hot issues securities*, rientrando in questa definizione i titoli che fanno parte di una offerta pubblica di vendita negli Stati Uniti i cui primi scambi nel mercato secondario avvengono a premio di oltre il 5% rispetto al prezzo di offerta. I membri del sindacato di collocamento di una *US public offering*, obbligati a vendere la quota dell'emissione loro allocata al prezzo stabilito per l'offerta, non possono sfruttare l'opportunità di realizzare extra profitti anche qualora sia evidente la disponibilità del mercato a pagare per il titolo un prezzo ben superiore a quello d'offerta. Può, allora, sorgere la tentazione di allocare questi titoli "caldi" a soggetti in grado di restituire il favore o acquisendo servizi di altra natura, o accettando di essere *overpriced* su servizi che già acquistano dall'intermediario membro del *selling group* o da un suo affiliato.

Per evitare queste forme di abuso di mercato, le regole di condotta disposte dal NASD precludono la possibilità per un membro del sindacato di collocamento di vendere hot issue securities a certe categorie di persone definite *restricted person* in cui rientrano individui che ricoprono incarichi dirigenziali nell'industria finanziaria o negli investitori istituzionali. Il paragrafo (b)(4) della *conduct rule* IM-2110-1 del NASD aggiunge alla categoria ogni *istitutional account* che abbia fra i suoi partecipanti restricted person, sia esso domiciliato negli USA o all'estero.

Le conduct rules precludono la partecipazione al mercato degli hot issues securities agli hedge fund a cui partecipino restricted person per una quota nel complesso superiore al 10% del patrimonio. Il sindacato di collocamento può vendere hot issues securities agli istitutional account che forniscono una lista dettagliata dei nomi e dell'occupazione professionale degli investitori presenti nel fondo in modo che sia accertabile il peso limitato della partecipazione in mano alle restricted person. In alternativa, occorre che il fondo adotti un sistema amministrativo che separi i suoi partecipanti in due gruppi, di cui uno accessibile solo a non-restricted person, e i rispettivi portafogli. Si può, così, imputare l'acquisto di hot issues securities al solo portafoglio delle non-restricted person, evitando che restricted person godano di profitti realizzati sulla posizione.

3.2. La disciplina del gestore e relativi spazi di elusione

I capisaldi della normativa sulla costituzione e operatività dei gestori di hedge fund sono l'Investment Adviser Act (IAA) del 1940 e il Securities Exchange Act (SEA) del 1934.

Obiettivo dell'IAA è rafforzare la protezione degli investitori sottoponendo investment manager e advisor finanziari a obblighi regolamentari volti ad assicurare che essi adempiano con lealtà e correttezza l'impegno fiduciario assunto verso i propri clienti.

La Section 202(a)11 dell'IAA definisce l'advisor come persona fisica o organizzazione che si occupa professionalmente di prestare servizi a terzi in materia di investimenti dietro compenso, diretto o indiretto. Nella definizione rientra, quindi, anche il gestore di hedge fund, intesi come section 3(c)1 e 3(c)7 fund.

L'obbligo primario posto in capo agli advisor consiste nella registrazione presso la SEC, obbligatoria per coloro che hanno come clienti uno o più fondi comuni o che gestiscono almeno 25 milioni di dollari e

non sono regolati negli Stati in cui mantengono la sede principale dei loro affari. Una volta registrati, gli advisor sono soggetti a una serie di vincoli normativi e di vigilanza quali le limitazioni alla possibilità di percepire performance fee e gli obblighi informativi verso l'autorità di vigilanza.

Per sfuggire a questi oneri regolamentari i gestori di ambo i tipi di Section 3(c) fund sfruttano il disposto della Section 203(b)(3) dell'IAA che stabilisce l'esenzione dalla registrazione per gli advisor che soddisfino tutte le tre seguenti condizioni: aver avuto meno di 15 clienti nel corso degli ultimi 12 mesi (*counting investor test*); non presentarsi al pubblico in questa veste (*holding out to the public test*); non fornire servizi di consulenza e gestione a schemi collettivi di investimento regolamentati.

Ai sensi della disposizione 203(b)(3)-1, un investment manager soddisfa il counting investor test se relativamente al fondo ex Section 3(c)1, costituito come limited partnership, o a quello ex Section 3(c)7, costituito come limited liability company, fornisce servizi di consulenza e gestione sulla base degli obiettivi di investimento definiti per la partnership nel suo complesso, evitando di proporre consigli o di intervenire con servizi su misura per gli specifici obiettivi d'investimento di ciascun partecipante.

Per soddisfare la seconda condizione (holding out to the public test), l'hedge fund manager non deve essere presente in alcun elenco pubblico di advisor (ad esempio l'elenco telefonico), non deve far circolare biglietti da visita che facciano riferimento a tale qualifica o all'offerta di tali servizi e non deve lasciar supporre che è disposto a prestare servizi ad altri investitori.

I manager che trovano troppo costoso per lo sviluppo della loro attività soddisfare le tre condizioni necessarie per l'esenzione dalla registrazione, rientrano nel perimetro della regolamentazione e della vigilanza della SEC. Ne consegue il dovere di adempiere agli obblighi informativi imposti e di rispettare un generale divieto a non richiedere commissioni di performance asimmetriche, ossia di evitare schemi di remunerazione che prevedano una partecipazione ai soli risultati positivi della gestione.

Questo generale divieto in tema di regime commissionale richiedibile, però, non si applica secondo quanto previsto dalla Section 205(a) e dalla Rule 205-3 dell'IAA se l'advisor presta i suoi servizi solo a *qualified client*, ossia:

a) persone che, a motivato giudizio dell'advisor, dispongono di una ricchezza netta in eccesso a 1.500.000 US$ al momento dell'investimento, oppure persone che si avvalgono dei servizi dell'advisor in relazione a un capitale minimo di 750.000 US$;
b) un Section 3(c)1 fund, se tutti gli investitori che vi partecipano sono qualified client;
c) un qualified purchaser ai sensi della definizione della section 2(a)51(A) dell'ICA;
d) un Section 3(c)7 fund, seguendo da c) per definizione.

Ottenere l'esenzione dalla registrazione presso la SEC, per molti advisor non risolve del tutto i problemi regolamentari giacché essi possono essere assoggettati alla disciplina delle *Blue Sky Law*, ossia delle leggi dei singoli Stati degli USA, diverse da caso a caso. Per semplificare un quadro normativo altrimenti assai complesso, dal 1996 i singoli Stati possono imporre a un investment advisor l'obbligo di registrazione e connessi doveri di compliance se e solo se esso non risulta già registrato presso la SEC, ha la sede principale dei suoi affari nella giurisdizione dello Stato e ha avuto più di sei clienti ivi residenti nei precedenti 12 mesi. Grazie a tale norma, gli advisor non devono temere l'impatto delle Blue Sky Law se sono già registrati presso la Sec.

Il combinato disposto di queste norme pongono il potenziale gestore di uno schema di investimento in monte esente dall'ICA del 1940 ai sensi della Section 3(c)1 o della Section 3(c)7 di fronte a una scelta complessa circa a quanti e quali obblighi normativi accettare di sottostare: evitarli tutti ottemperando alle condizioni di esenzione dell'IAA e operando in modo da evitare le Blue Sky Law; accettare la regolamentazione e la vigilanza SEC evitando quella dei singoli Stati; evitare la SEC rispondendo all'autorità amministrativa di uno Stato degli USA.

Nell'assumere la sua decisione l'advisor dovrà tenere conto dei costi e dei benefici che ciascuna di queste alternative comporta in relazione alla natura della clientela a cui intende proporre i propri servizi (ad esempio, alcuni investitori istituzionali seguono la *policy* di non avvalersi di advisor non registrati presso la SEC), alla dimensione del business che intende gestire (il numero ristretto di investitori necessario a superare il counting investor test è adeguato per le economie di scala possibili per il tipo di business che si intende organizzare?), allo schema di remunerazione ritenuto meglio in grado di abbattere i costi di transazione del rapporto di mandato tra gestore ed investitori. Non sempre la minimizzazione assoluta degli obblighi regolamentari costituisce la soluzione migliore come mostra il fatto che il 68% degli hedge fund manager americani, secondo le stime di Van Research (Van 2002), è registrato come investment advisor.

Non sempre, però, sussiste questa facoltà di scelta. Il Commodity Exchange Act (CEA) assoggetta i gestori di *commodity pool operator* (*Cpo*) e i loro advisers alla registrazione presso la CFTC, con relative conseguenze in termini di vigilanza e di obblighi normativi, soprattutto a fini di integrità del mercato e stabilità del sistema stante i rischi percepiti nelle operazioni in derivati.

La stessa finalità ispira gran parte del Securities Exchange Act (SEA) del 1934 che disciplina i soggetti operanti sui mercati in qualità di broker-dealer. Alla categoria dei broker-dealer appartengono persone o istituzioni che per professione comprano e vendono titoli, nel primo caso per conto di terzi, nel secondo caso agendo come *principal*. Il SEA intende garantire che essi soddisfino dei requisiti minimi di trasparenza e di solidità finanziaria nell'intento di preservare la fiducia nella correttezza delle operazioni svolte e nei prezzi che si formano sui mercati, nonché la stabilità del sistema. I broker-dealer sono tenuti alla registrazione presso la SEC e a diventare membri di una *self regulatory organization* (SRO) quali sono la National Association of Securities Dealers (NASD) e i *registered national exchanges*. Queste SRO assistono la SEC nella regolamentazione dei broker-dealer vedendosi demandati la responsabilità dei controlli attinenti i requisiti finanziari e l'esperienza degli operatori i quali sono anche tenuti a monitorare la propria posizione finanziaria assicurando anche il mantenimento di una capitalizzazione minima in base alle operazioni effettuate (*net capital rule*), mantenere in deposito su di un conto separato le disponibilità del cliente eccedenti le transazioni effettuate (*customer protection rule*) e informare i clienti sulla situazione delle sue attività se non tenute separate da quelle del broker-dealer (*use of customer balance rule*).

I gestori di hedge fund ricercano l'esenzione da questa rilevante regolamentazione ricadendo nella categoria dei trader, alternativa a quella dei broker-dealer in quanto composta da soggetti che negoziano titoli in proprio senza venire a contatto col pubblico e il cui business non consiste nell'esecuzione di singole transazioni e servizi connessi.

Il SEA costituisce anche la base di un ulteriore presidio normativo a tutela dell'ordinato svolgimento dei mercati e della stabilità sistemica: la Regulation T. Emanata dalla Federal Reserve, in base al disposto del SEA, essa pone limiti all'ammontare di credito che un broker-dealer può accordare ai trader a fronte dell'acquisto di titoli. Negli Stati Uniti è, infatti, molto diffusa la pratica del *margin buying*, ovvero l'uso da parte degli investitori di disponibilità liquide fornite dal broker per comprare titoli indebitandosi. Il prestito è garantito dal pegno dei titoli acquistati e da disponibilità liquide che il cliente può altrimenti detenere presso il broker. La Regulation T, integrata dalle disposizioni contenute nella Nasd Rule 2520 e nella Nyse Rule 431, definisce il livello di copertura minima che l'investitore è tenuto ad assicurare sul debito assunto. Senza entrare negli intricati dettagli della Regulation T, nel complesso essa comporta per i trader un divieto generale ad assumere posizioni spingendo la leva finanziaria oltre un rapporto di 2:1, ossia ad indebitarsi per un valore superiore al capitale proprio investito. Al verificarsi di sconfinamenti, il broker è obbligato a richiedere all'investitore di versare altro denaro o di vendere una parte dei titoli in portafoglio. I broker-dealers sono liberi di imporre limiti più restrittivi, ma non possono consentire che il debito del trader superi la metà del valore di mercato dei titoli e della liquidità presenti sul suo *brokerage account*.

Alla luce della Regulation T può sorprendere come quasi un hedge fund su quattro tra quelli censiti da Van Hedge spinga la leva oltre il limite consentito e come, limitatamente alle strategie market neutral, la percentuale salga fino al 57% (Van 2002).

La possibilità per gli hedge fund di spingere il rapporto di leva molto oltre i limiti della Regulation T deriva dall'esistenza di un particolare tipo di accordo previsto dalla stessa Regulation T e meglio definito dalle regole delle diverse borse statunitensi. Queste disposizioni consentono l'elusione legale del tetto massimo alla leva permettendo a un *collective investment account*, quali sono i fondi ex Section 3(c)1 e 3(c)7 dell'ICA, di stipulare un accordo di *joint back office* con un broker-dealer abilitato alla funzione di *clearing* delle transazioni. A tal fine il collective investment account deve registrarsi presso i mercati di borsa statunitensi come broker-dealer o costituire una *sussidiarie* e registrarla come broker-dealer (*joint back office broker*).

Grazie al *joint back office arrangement* (JBA), il broker-dealer abilitato a operazioni di clearing può estendere credito al fondo sulla base di un *good faith margin*, ossia fissare in modo discrezionale, purché in coerenza con un "*sound credit judgment*", il limite massimo di leva che il fondo come *joint back office partecipant* deve rispettare, evitando il limite della Regulation T.

L'attivazione di un accordo di JBA impone alcuni obblighi al fondo e al broker che vi aderiscono. Il broker deve informare la SRO presso cui è registrato della sua intenzione di entrare in un JBA, mantenere una capitalizzazione minima di 25 milioni di dollari e documentare i metodi di gestione e valutazione del credito[4] concesso al JBO *partecipant*. Quest'ultimo, in forza dell'avvenuta registrazione come JBOB, è soggetto alla *net capital rule*[5] prevista dal SEA e deve mantenere un ammontare di *net liquidating equity*[6] superiore al milione di dollari presso il JBO *account*.

Gli hedge fund manager registrati presso la SEC sono, anche, soggetti alle norme relative ai *soft dollar arrangement* di cui alla section 28(e) del Securities Exchange Act.

Il termine "soft dollar" si riferisce alla differenza tra la commissione che l'hedge fund manager paga sulle transazioni poste in essere per attuare la strategia del fondo, e la commissione minima che l'executing broker richiederebbe se non fornisse ulteriori servizi oltre alla transazione stessa. Gli hedge fund manager possono stringere accordi con il broker in virtù dei quali una parte delle commissioni generate dall'attività di trading è utilizzata per acquistare beni e servizi funzionali all'attività di gestione del portafoglio del fondo. Tali accordi sollevano il rischio di conflitto d'interessi in quanto determinano la possibilità che il manager scambi maggiori costi di negoziazione a carico del fondo, per una propria remunerazione addizionale sotto forma di copertura da parte di terzi di alcuni suoi costi operativi.

La possibilità di stringere soft dollar arrangement è, pertanto, consentita, ai sensi della section 28(e) del SEA, solo se i manager hanno piena facoltà discrezionale sulle transazioni che generano i soft dollar, valutino in buona fede che le commissioni pagate siano ragionevoli in relazione al valore dei beni e servizi forniti e questi ultimi interessino attività di *brokerage* o *research*[7]. I soft dollar arrangement che non rientrano nella definizione della Section 28(e) non sono proibiti per se, ma il manager deve ottenere il consenso dei suoi clienti, in seguito a "full disclosure".

3.3. La struttura giuridica come soluzione di ottimizzazione fiscale

L'analisi finora svolta rende evidente come gli hedge fund statunitensi altro non siano che dei veicoli di investimento costituiti al fine di contenere, ma non di necessità minimizzare, gli obblighi normativi e di vigilanza. Trattasi, quindi, di private investment vehicles, la cui struttura giuridica può, in teoria, variare a seconda delle esigenze dei partecipanti e delle finalità del manager, fermo restando che deve permettere di abbattere i costi di transazione tra i primi e quest'ultimo.

La forma più tradizionale e diffusa di hedge fund on-shore, tuttavia, è quella della limited partnership (LP), anche se sta di recente prendendo sempre più piede la struttura della limited liability company (LLC). Entrambe le strutture prevedono la presenza di due categorie di partecipanti al fondo: limited partner e general partner nella LP; member e manager-member nella LLC (Rosenblum 2001).

Nella LC, i limited partner, ai quali è proibito compiere atti di amministrazione in nome e per conto della partnership, sono gli investitori che hanno acquisito le quote del fondo. La loro responsabilità patrimoniale per le obbligazioni contratte dalla LP resta limitata al capitale conferito, eventualmente rivalutato dei proventi e capital gain non distribuiti, ossia all'ammontare del loro *capital account*. Le loro partecipazioni possono essere cedute solo ad altri partner o devono essere liquidate nei termini previsti dal *partnership agreement*. Il *general partner* è, invece, il gestore del fondo, ossia nella maggioranza dei casi un registered investment advisor, con pieni poteri sull'amministrazione della partnership e con responsabilità illimitata verso i creditori della stessa.

Nella LLC, il ruolo dei limited partner è ricoperto dai member e quello del general partner dal manager-member con la differenza che il principio della responsabilità limitata si applica anche a quest'ultimo. Questo beneficio per i gestori di hedge fund costituiti come LLC è però attenuato da numerose norme del SA e del SEA che ne sanciscono sotto più profili una responsabilità personale illimitata.

E' frequente che il gestore operante o come general partner di una LP, o come manager member di una LLC, sia esso stesso un'organizzazione costituita sotto forma di LLC, in genere indicata come management company. La management company è un'entità giuridica distinta dal fondo, pur partecipandolo e gestendolo sulla base di un accordo fiduciario definito nell'atto costitutivo del fondo (*operating agreement* nelle LLC o *partnership agreement* nelle LP).

Il motivo per cui gli hedge fund on-shore sono costituiti in una di queste due forme è fiscale. Essi sono le uniche strutture societarie considerate "fiscalmente trasparenti", nel senso di comportare la tassazione dei proventi realizzati solo in capo ai singoli partecipanti al fondo (*flow through entity*). Gli investitori possono, così, evitare la doppia tassazione tipica delle corporation, almeno fino alla recente riforma fiscale (Campbell 1994).

Considerazioni fiscali danno anche ragione del metodo adottato per liquidare ai gestori il compenso ancorato alle performance realizzate. Invece di pagarlo come performance fee, esso viene assegnato al gestore come *special allocation* a cui ha diritto in forza del possesso di una speciale partecipazione nel fondo costituito come LP o come LLC definita carried interest. La differenza ha rilievo solo giuridico dal momento che il calcolo della special allocation per il *carried interest* e quello della performance fee è identico essendo entrambi ottenuti come percentuale dei profitti del fondo. La differenza giuridica si riverbera in un diverso trattamento fiscale in capo ai sottoscrittori del fondo, ed è il metodo del carried interest a rivelarsi più efficiente. Al contrario della special allocation, che viene dedotta dai profitti del fondo prima di calcolare il reddito tassabile di ciascun partecipante, la performance fee concorre a determinare, per quota parte, il reddito imponibile di questi ultimi prima di poter essere dedotta, sempre per quota parte, da ciascun partecipante in un ammontare che non può eccedere il 2% del reddito lordo personale dichiarato.

4. Gli hedge fund offshore

Gli hedge fund off-shore nascono e si diffondono come il mezzo più efficiente per i gestori hedge statunitensi di attrarre i capitali degli investitori esteri e di una parte limitata e precisa di quelli domestici.

L'ampia possibilità di aggirare gli oneri della regolamentazione finanziaria domestica con strutture on-shore discussa nel paragrafo precedente evidenzia come un mero obiettivo elusivo a vantaggio della generale categoria degli investitori residenti non possa dare ragione della grande diffusione dei veicoli off-shore. Del resto, la localizzazione off-shore non pone di per sé gli hedge fund al di fuori della portata delle leggi statunitensi giacché:

a) gli investimenti del fondo possono aver luogo sui mercati operanti sotto giurisdizione americana, con conseguente custodia on-shore del patrimonio del fondo;
b) la gestione del fondo può essere affidata a un investment manager statunitense;
c) le quote del fondo possono essere sottoscritte da residenti statunitensi.

Quanto all'imposizione fiscale, per gli investitori statunitensi soggetti a regolare tassazione (i cd. *US taxable investor*) nessuna struttura off-shore può competere con quelle on-shore nel minimizzare il carico tributario. Gli hedge fund statunitensi, costituiti in forma di LP o di LLC, permettono la tassazione dei

proventi solo a livello di singolo investitori e solo nel momento in cui sono da questi incassati. Al contrario, un US taxable investor deve includere nel suo reddito imponibile annuale la quota di sua competenza dei proventi realizzati su un veicolo off-shore costituito in forma di corporation, come è in genere il caso, sia che siano stati incassati, sia che siano rimasti nel fondo accrescendone il patrimonio. Il generico investitore statunitense non può neppure portare in detrazione di redditi futuri le eventuali perdite del fondo.

Per ottenere un trattamento fiscale meno penalizzante, il fondo off-shore dovrebbe collaborare in modo attivo con l'agenzia delle entrate statunitense fornendo un Annual Information Statement che riporti l'indicazione di tutti i partecipanti allo stesso con relative informazioni, eventualità del tutto improbabile. Per sapere se la struttura off-shore sia da considerarsi o meno corporation ai fini della legge fiscale cui sottostanno i residenti statunitensi, si applica dal 1997 la cd. "*check the box rule*" (Wainwright 1996). L'Internal Revuenue Code riporta un elenco dettagliato di tutte le entità giuridiche costituite in più di 80 Paesi stranieri da considerarsi necessariamente come corporation. Per ogni altra entità giuridica, con due o più proprietari, si decide caso per caso sull'opportunità di qualificarla come corporation o come partnership e godere così di trasparenza fiscale ai fini dell'imposizione gravante su un US taxable investor. Una buona parte delle entità legali utilizzate dai fondi off-shore (le *exempt company* delle Cayman Island; le *international business corporation* delle British Virgin Island; le exempt company delle Bermuda, solo per citarne alcune) non rientrando nella lista suddetta, possono essere riconosciute dal fisco statunitense come flow through entity.

In genere fiscalmente inefficienti per gli US taxable investors, i fondi off-shore sono, invece, assai attraenti sotto questo profilo per gli investitori stranieri che si avvalgono di gestori hedge statunitensi e per una categoria particolare di residenti statunitensi, i cd. *US tax exempt investor*, vale a dire fondazioni benefiche e fondi pensioni non assoggettati dal Legislatore alla tassazione sugli investimenti compiuti per finanziare le loro attività non profit.

Alla base della forte preferenza per i veicoli off-shore da parte degli investitori stranieri sta il fatto che una loro eventuale partecipazione ai fondi hedge statunitensi li assoggetterebbe negli USA a una ritenuta d'acconto sui proventi del fondo di difficile, se non impossibile recupero, nei rispettivi Paesi di residenza con il rischio di incorrere in una doppia imposizione fiscale. Inoltre, vedrebbero compromesso il loro anonimato giacché negli USA le LP devono redigere e trasmettere alle autorità fiscali un documento contenete informazioni su tutti i partner, anche quelli esteri.

Gli US tax exempt investor, invece, preferiscono le strutture off-shore in quanto, qualora investissero in hedge fund statunitensi, perderebbero l'esenzione fiscale di cui godono. L'esenzione, infatti, non si applica ai redditi conseguiti con strategie d'investimento che implichino leva finanziaria. Essendo le LP e le LLC statunitensi strutture fiscalmente trasparenti, il ricorso all'indebitamento da parte del fondo è imputato a tutti i partner e quindi anche alle *US tax exempt institution* che vi partecipino. Al contrario, i fondi off-shore costituiti in genere come corporation, e quindi non fiscalmente trasparenti, permettono alle US tax exempt institution di sottoscriverne le quote senza il rischio di vedersi imputato dal fisco il ricorso alla leva e poter così preservare l'esenzione fiscale dei proventi realizzati (Barth e Blanco 2001).

La preferenza per i fondi off-shore da parte di queste istituzioni deriva, quindi, da considerazioni di struttura societaria utilizzata per il veicolo più che da considerazioni di territorialità.

La valutazione della convenienza fiscale di ricorrere a una struttura off-shore non è però completa se non si considerano anche le implicazioni in termini di tassazione dell'investment manager, in genere un soggetto residente negli USA. Il manager di un fondo off-shore costituito sotto forma di corporation, può godere di un regime di dilazione d'imposta (*tax deferral*) sia sulla management fee che sulla performance fee di sua competenza qualora abbia concluso con il fondo stesso un *tax deferral agreement*. Trattasi di un accordo che consente al manager di differire nel tempo la liquidazione parziale o totale della remunerazione spettante che, nel frattempo, viene reinvestita in modo automatico nel fondo determinando un incremento della quota da questi posseduta. Poiché le leggi fiscali statunitensi prevedono che management e performance fee siano tassate come reddito ordinario solo al momento dell'incasso, il manager riesce a differire nel tempo il suo carico fiscale. Il vantaggio fiscale del veicolo off-shore per il manager non dipende da considerazioni di territorialità, ma deriva dall'assenza di trasparenza fiscale connessa alla struttura giuridica di corporation assunta dal fondo. E' l'assenza di trasparenza che consente di combinare il rinvio della tassazione in capo all'investment manager con il riconoscimento immediato delle commissioni a lui dovute come costo a carico del fondo con conseguente abbattimento del carico fiscale in capo a quest'ultimo.

Al fine di assicurarsi attrattività fiscale verso investitori non statunitensi e verso gli US tax exempt investor, il fondo off-shore deve però accertarsi di restare il più possibile al di fuori del perimetro di applicazione del diritto tributario degli USA. Possibili rischi in tal senso potrebbero insorgere qualora non mantenga off-shore le attività amministrative; non domicili off-shore la società di gestione; non operi sui mercati statunitensi solo attraverso broker privi di ogni discrezionalità nell'esecuzione dell'ordine ricevuto; detenga proprietà immobiliari negli USA.

Soprattutto, la presenza di un gestore statunitense può compromettere l'attrattività fiscale inducendo il fisco statunitense a ritenere che il fondo off-shore svolga comunque, di fatto, un'attività commerciale negli USA e debba, pertanto, risultare assoggettato alle leggi fiscali, sia federali che statali. La Section 864(b)(2) dell'Internal Revenue Code prevede, però, un safe harbour appropriato a riguardo stabilendo che off-shore corporation che svolgono trading in conto proprio tramite broker-dealer statunitensi e sono gestiti da investment manager statunitensi sono considerati investitori passivi e, come tali, non percettori di redditi connessi all'esercizio di commerci e affari. Fino al 1997, per sfruttare questo safe harbour, gli schemi d'investimento collettivo off-shore dovevano mantenere il loro ufficio principale fuori dagli USA. Per adempiere il requisito dovevano realizzare off-shore tutte le 10 principali funzioni (cd. *ten commandments*) di una società, quali, ad esempio, le comunicazione agli azionisti, la custodia dei libri sociali e contabili, la convocazione e svolgimento delle assemblee societarie e dei consigli di amministrazione, l'emissione e l'annullamento delle quote di partecipazione.

Nonostante il Taxpayer Relief Act del 1997 abbia rimosso questo vincolo, molti veicoli off-shore gestiti da manager statunitensi a favore di investitori internazionali preferiscono continuare a svolgere fuori dagli Stati Uniti almeno alcune delle funzioni amministrative al fine di rassicurare gli investitori internazionali circa il rischio di possibili interventi del fisco statunitense. Timori a riguardo, infatti,

restano anche perché non tutti gli Stati degli USA hanno recepito nei loro ordinamenti le disposizioni federali del Taxpayer Relief Act. Quelli con la più alta densità di hedge fund manager residenti, New York, California, Massachusetts e Connecticut, però, vi hanno già provveduto.

A livello di regolamentazione finanziaria, vi è il rischio che le modalità di collocamento delle quote possano riportare il veicolo off-shore nel perimetro di applicazione della giurisdizione statunitense relativamente all'obbligo di registrazione dell'emissione presso la SEC e di redazione e diffusione di un prospetto informativo approvato dalla SEC, ai sensi della Regulation S. Al fine d'evitare questo rischio, un veicolo off-shore considerato dalla Regulation S un *foreign private issuer*, se dimostra di non aver alcun *substantial US market interest*, può ottenere la classificazione *category I issuer*. Come tale acquisisce la facoltà di avvalersi della norma che esenta dalla disciplina delle offerte pubbliche il collocamento delle quote del fondo realizzate in forma di off-shore *transaction*, ossia non rivolte a investitori all'interno degli USA e per le quali non risulti negli USA un *direct selling effort* da parte del fondo o da parte di agenti per suo conto. Qualora, invece, il collocamento abbia luogo proprio negli Usa, perché ricorrano le condizioni di esenzione occorre che l'offerta avvenga in termini tali da qualificarsi come private placement ai sensi della già discussa Rule 506 della Regulation D.

Al fine del calcolo del numero di clienti rilevante per poter mantenere l'eventuale esenzione dall'obbligo di registrazione, gli investment manager statunitensi devono contare ciascun fondo off-shore costituito in forma di corporation come un solo cliente. Al fine di promuovere la competitività internazionale dei gestori statunitensi e frenare una loro delocalizzazione all'estero, per gli investment advisor registrati negli USA la Rule 205(b)(5) del NSIA del 1996 ha, inoltre, previsto che la proibizione di richiedere una remunerazione ancorata al rendimento del fondo non si applichi ai contratti di gestione con controparti non residenti, tra cui gli hedge fund off-shore.

Altro aspetto fondamentale da considerare nel costituire o nell'investire in un fondo off-shore è il luogo di domiciliazione. A riguardo, la valutazione non si deve limitare all'analisi dei possibili vantaggi fiscali diretti, ma deve estendersi all'intero quadro normativo proposto dalla giurisdizione locale, con particolare riferimento alle forme societarie disponibili, ai connessi costi d'impianto, alla tutela della privacy.

Del resto, l'ottimizzazione del carico fiscale perseguita con la costituzione di un fondo off-shore non è funzione solo delle normative tributarie che si incontrano in queste giurisdizioni, ma anche del modo con cui esse si interfacciano con il sistema impositivo del Paese in cui sono domiciliati gli investitori potenziali e l'investment manager del fondo. Qualsiasi guadagno realizzato da investitori e dal gestore, infatti, è anche soggetto al prelievo fiscale dei rispettivi Paesi di residenza, il quale risulta influenzato dalle norme tributarie, ma anche dalla legislazione societaria, delle piazze off-shore. Alcune possibilità di esenzione dipendono dalla forma giuridica del fondo.

L'attrazione di una piazza off-shore può anche dipendere dall'elevata efficienza dell'offerta di servizi bancari e finanziari in essa disponibili; dalla presenza di mercati regolamentati o di administrator altamente specializzati. Ne conseguono economie di agglomerazione che, autoalimentandosi, favoriscono la concentrazione dei fondi in specifiche piazze.

La fisionomia dei centri off-shore è molto eterogenea: ognuno di essi esibisce caratteristiche distintive (Butler 1998). Una schematizzazione di sintesi li suddivide in tre categorie. La prima include quelli basati nell'Unione Europea e con severa regolamentazione (Lussemburgo e, se si vuole, Irlanda). La seconda include le Channel Island (Jersey & Guernsey) e le Bermuda con un livello di regolamentazione appena inferiore, ma esterne all'Unione Europea. Nella terza categoria rientrano tutti i paesi caraibici, Bahamas, British Virgin Island (BVI), Cayman Island e Curaçao. Fino a pochi anni fa erano piazze finanziarie pressoché prive di regolamentazione a tutela degli investitori. La situazione sta in parte cambiando per le Bahamas, le BVI e le Cayman Island, Paesi che, di recente, hanno introdotto una normativa apposita per l'industria dei fondi comuni. Il differenziale regolamentare con le altre piazze resta però notevole. Il tenore di queste nuove normative, infatti, è che, una volta dimostrata la conformità dei principali fornitori di servizi del fondo (prime broker, depositario, investment advisor/manager, administrator e auditor), agli standard richiesti di professionalità, integrità e capitalizzazione, le autorità dei centri caraibici concedono l'autorizzazione al fondo, lasciando all'investitore il compito di monitorarlo.

5. Le combinazioni di fondi onshore e fondi offshore

Considerazioni fiscali e regolamentari inducono gli hedge fund manager statunitensi a segmentare la loro potenziale clientela in tre gruppi distinti: gli US taxable investor, gli US tax exempt investor e gli investitori stranieri. Al fine di soddisfare al meglio le esigenze di ciascuno di questi gruppi, ottimizzando la propria capacità di raccolta, i gestori statunitensi trovano conveniente proporre combinazioni di più schemi di investimento in monte, alcuni on-shore, altri off-shore, gestendone, però, i patrimoni come fossero un unico portafoglio. Al fine di assicurare a ciascuna categoria di investitori il miglior trattamento fiscale possibile, l'investment manager può costituire una US limited partnership rivolta agli US taxable investor e una off-shore corporation rivolta a tutti gli altri potenziali sottoscrittori.

La costituzione e l'operatività di due distinti *asset pool* da gestire in comune pone il problema di organizzare l'intero sistema nel modo più efficiente e razionale possibile, soprattutto per quanto riguarda il carico amministrativo generato dalle scelte di investimento.

5.1. La struttura master-feeder

Una soluzione efficiente a questo problema è offerta dalla struttura denominata *master-feeder*. Nella sua espressione più tradizionale e semplice, si compone di tre entità: una "*master company*" e due "*feeder entities*" o "fondi affluenti", di cui uno costituito come LP domiciliata negli Stati Uniti funzionale alla raccolta di sottoscrizioni presso gli US taxable investor e l'altro costituito come off-shore corporation rivolto agli investitori US tax exempt e a quelli esteri (Marzin 1999).

I due "fondi affluenti" presentano un attivo composto solo dalla partecipazione detenuta nel master fund, costituito, nella quasi totalità dei casi, come corporation domiciliata in una giurisdizione off-shore. Poiché la partecipazione di ciascun feeder fund al patrimonio del master fund eccede, in genere, la soglia

del 10%, la domiciliazione di quest'ultimo negli USA come LP o LLC farebbe scattare la *lookthrough provision*, obbligando il manager a contare ogni singolo investitore del feeder on-shore ai fini della verifica del numero massimo di investitori consentito (100) per l'esenzione dall'obbligo di registrazione del fondo presso la SEC ai sensi dell'ICA, Section 3(c)1.

Sebbene organizzato come off-shore corporation, grazie alla cosiddetta "check the box rule", il master fund è strutturato in modo tale da essere considerato una partnership dal fisco americano e godere, quindi, di trasparenza fiscale. I taxable investor statunitensi che partecipano al feeder fund costituito on-shore in forma di partnership e investito per intero nell'off-shore master fund, possono così sfruttare la doppia trasparenza fiscale del feeder e del master fund, e sopportare l'identico carico fiscale loro derivante da un equivalente investimento in un normale fondo hedge statunitense o dalla detenzione diretta delle stesse posizioni sul proprio portafoglio personale.

Gli US tax exempt investor, al contrario, riescono a bloccare la trasparenza fiscale a livello del feeder fund off-shore a loro rivolto che, strutturato in modo da essere considerato come corporation dal fisco USA, impedisce di imputare l'utilizzo della leva da parte del master fund ai suoi sottoscrittori finali. Gli investitori non statunitensi trovano questo secondo feeder fund appropriato anche per le loro esigenze poiché la sua assenza di trasparenza fiscale offre la garanzia dell'anonimato e la sua localizzazione off-shore evita il rischio di una ritenuta d'imposta di difficile recupero.

La struttura master-feeder non è solo la soluzione a un problema di ottimizzazione fiscale per categorie eterogenee di investitori. E' anche una forma organizzativa capace di consentire alti livelli d'efficienza operativa aggregando il patrimonio gestito di veicoli formalmente distinti in un unico brokerage account aperto presso un prime broker.

Un primo vantaggio di questa soluzione è l'eliminazione dell'esigenza di allocare parti di una stessa transazione su due conti distinti e paralleli, evitando così di dover duplicare la relativa documentazione contrattuale necessaria ad alimentare i back office di entrambi gli schemi di investimento collettivo.

Il vantaggio è tanto maggiore quanto più onerosa è la documentazione relativa al *clearing* e al *settlement* della transazione e quanto meno facilmente divisibile risulta essere quest'ultima. E', ad esempio, minima per le transazioni di borsa su titoli azionari e obbligazionari, altamente frazionabili e caratterizzati da documentazione standardizzata e di facile riproduzione. E', invece, notevole nelle transazioni *over-the-counter* su derivati che necessitano di una estesa documentazione (si pensi ai master agreement dell'International Securities Dealer Association), presentano caratteristiche peculiari e non sono sempre facili da frazionare. La struttura master-feeder, pertanto, si addice più ai fondi macro, con forte operatività in derivati e sull'OTC, che ai classici fondi long-short equity.

Inoltre, concentrando le attività gestite in seno a un solo veicolo, il master fund evita il rischio di rilevare disparità nelle performance di fondi distinti, ma gestiti in parallelo, derivanti dal diverso profilo temporale dei flussi di sottoscrizioni e riscatti.

Un terzo vantaggio della struttura master-feeder consiste nel maggior potere contrattuale che il manager può vantare nei confronti del prime broker presso cui è aperto il brokerage account. Questi, infatti, preferiscono fornire un'unica linea di credito ad un singolo asset pool di maggiori dimensioni piuttosto che suddividerne l'importo su due linee aperte a entità separate di dimensioni inferiori come

avviene nella struttura *side by side* analizzata più sotto. Disporre di un brokerage account unico permette ai due feeder fund di poter effettuare la *cross-collateralization* degli assets posseduti, facilitando l'operatività sui mercati.

Un'ulteriore conseguenza positiva della struttura master-feeder deriva dalla normativa statunitense che limita la possibilità di investire in certi titoli a particolari categorie di investitori qualificati. Secondo la Rule 144, i titoli collocati tramite private placement, ossia senza rispettare gli obblighi di un'offerta pubblica, per un anno sono scambiabili esclusivamente tra qualified institutional buyer e per un ulteriore anno conoscono comunque pesanti limitazioni quanto a negoziabilità per il generale pubblico degli investitori.

Il mercato dei titoli interessati dalla Rule 144 è di grande importanza per gli hedge fund, comprendendo la più gran parte delle emissioni di high yield bond e la pressoché totalità di strumenti sofisticati quali le *Collateralized Bond Obbligation*, le *Collateralized Loan Obbligation*, le *Collateralized Mortgage Obbligation*. La capacità di partecipare a questi mercati risulta essenziale specie per i fondi che perseguono strategie macro, fixed income arbitrage e convertible bond arbitrage.

Per qualificarsi come qualified institutional buyer, un hedge fund deve possedere almeno 100 milioni di dollari investiti in valori mobiliari, condizione che risulta più agevole da soddisfare combinando i patrimoni raccolti dai due feeder fund nel master fund. Infine, il master fund, inoltre, può qualificarsi come *non-US person* ai fini di quanto previsto dalla Regulation S in modo da poter partecipare a quelle offerte di titoli riservate ad investitori non americani.

Un ultimo vantaggio della struttura master-feeder consiste nella flessibilità con cui si possono soddisfare, attraverso la creazione di un addizionale feeder, le esigenze fiscali o regolamentari di nuovi potenziali investitori, anche se diverse da quelle degli attuali partecipanti. Un esempio può essere la costituzione di uno *special purpose* feeder fund quotato su un mercato regolamentato al fine di soddisfare le esigenze degli investitori istituzionali europei il cui universo investibile risulti limitato ai soli strumenti finanziari quotati presso mercati regolamentati. Del pari, questa struttura consente al manager di praticare politiche di segmentazione di prezzo e condizioni contrattuali quali periodi di *lock-up* o le *exit date*, variandoli da feeder a feeder.

A fronte di questi non indifferenti vantaggi, la struttura master-feeder presenta il costo di una notevole complessità amministrativa e operativa rispetto alla più semplice struttura side by side in cui è assente il master fund. Vi sono i costi di costituzione e mantenimento di una società in più, con addizionale impegno in termini di calcolo del Nav. I costi operativi di gestione della struttura master-feeder incrementano di molto se il manager decide di utilizzare un off-shore administrator per i fondi off-shore ed un administrator americano per la LP domiciliata negli USA. L'off-shore administrator baserà la propria commissione sulla massa patrimoniale aggregata nel master fund.

Un problema rilevante riguarda anche la determinazione delle commissioni per il gestore. La pratica più diffusa è di calcolare sia quella di gestione, sia quella di performance a livello di singolo feeder fund. Quantificarle a livello di master fund, infatti, presenta problemi di equità nei confronti dei sottoscrittori. Alle contribuzioni e ai riscatti a livello di ciascun feeder fund corrisponderanno flussi di investimento e disinvestimento nella master company che devono essere correttamente contabilizzati al fine di evitare

disparità tra sottoscrittori nel pagamento delle commissioni. Diventa, a tal fine, necessario l'adozione di un sistema di equalizzazione che renda le commissioni di performance imputate a ciascun sottoscrittore dei due feeder fund proporzionali ai rendimenti realizzati secondo la percentuale concordata.

La scelta di privilegiare il livello dei feeder fund per il calcolo delle commissioni ha anche valenza commerciale dal momento che il gestore dispone di un maggior grado di flessibilità nel perseguire politiche di discriminazione di prezzo verso diversi gruppi di investitori, adottando differenti strutture commissionali per ciascun "fondo affluente".

La struttura master-feeder può anche comportare il rischio di insorgenza di conflitti di interesse tra i sottoscrittori dei diversi feeder, con conseguenti problemi per il gestore di assicurare a tutti un equo trattamento. Interessanti, ad esempio, sono le implicazioni che possono discendere dalla previsione di diversi livelli di liquidità per i diversi feeder fund. In genere, la liquidità accordata agli investitori off-shore è migliore di quella fornita agli investitori americani. Mentre i feeder fund destinati ai primi hanno, in genere, cicli mensili di sottoscrizione/riscatto senza lock up iniziali, le LP rivolte agli investitori statunitensi obbligano di solito a un periodo minimo di permanenza nel fondo e non sono rari i casi di liquidità trimestrale o semestrale. Sotto certe condizioni di mercato, l'asimmetrica liquidità può pregiudicare gli interessi degli investitori che detengono partecipazioni più illiquide. Se molti partecipanti all'off-shore feeder chiedessero il riscatto della quota durante una fase di mercato sfavorevole alla strategia di investimento perseguita, il fondo nel suo complesso può trovarsi costretto a liquidare le posizioni a condizioni molto sfavorevoli, con danno ancor maggiore per i partner del feeder fund statunitense bloccati nel fondo durante la fuga dei sottoscrittori off-shore.

5.2. Umbrella fund

Non sempre l'entità dei capitali apportati da una nuova classe di investitori giustifica i costi addizionali di un nuovo feeder fund. Spesso i manager, con l'intento di ottimizzare i costi e i tempi di costituzione di un veicolo decidono di non aggiungere nuovi feeder fund, soddisfando l'eterogeneità delle esigenze degli investitori attraverso la creazione di diverse classi di azioni in seno a uno stesso feeder fund o, più in generale, a uno stesso fondo. Si ha così una struttura "a ombrello".

Essa può servire ad accomodare diversità di preferenze tra gli investitori relativamente all'unità di conto del patrimonio del fondo off-shore. Gli US tax-exempt investor tendono a preferire quote denominate in dollari, gli investitori europei quote in euro e quelli giapponesi quote in yen. Un fondo che preveda più classi di azioni denominate in diverse unità di conto è una soluzione alternativa e più economica da realizzare e gestire sotto il profilo amministrativo rispetto a una struttura master-feeder con proliferazione dei feeder fund. Tutti gli off-shore master funds gestiti da manager americani sono, comunque, denominati in dollari.

L'*umbrella fund* presenta anche il vantaggio di sfruttare una sola struttura societaria per offrire una pluralità di prodotti d'investimento. Ad esempio, le azioni della classe "A" possono rappresentare una strategia di tipo equity long-short, mentre le azioni della classe "B" una di fixed income arbitrage.

Pure la normativa statunitense sul mercato delle cd. "hot issues securities" può motivare a costituzione di un umbrella fund. Un fondo off-shore che abbia tra i propri investitori delle restricted person, può partecipare al mercato delle hot issues securities solo se è in grado di separare i suoi sottoscrittori tra quelli ammessi a tale mercato e quelli a cui la partecipazione è preclusa. La creazione di due separate classi di azioni è la tipica soluzione adottata dai manager per rispettare la normativa. E' compito dell'administrator del fondo allocare i guadagni in conto capitale derivanti dalla partecipazione al mercato delle hot issues securities solo agli investitori diversi dalle restricted person.

Una struttura del veicolo off-shore ad ombrello non è, però, scevra di problemi specie se alle diverse classi delle quote di partecipazione corrispondono portafogli gestiti secondo diverse strategie finanziarie.

Per gli investitori il principale difetto della struttura a ombrello è rappresentato dalla possibilità di cross-collateralization qualora si concretizzi una situazione di *default*. In uno stesso veicolo off-shore che gestisce molteplici portafogli, infatti, non è sempre possibile limitare la responsabilità verso i creditori al solo portafoglio nell'interesse del quale il debito è stato assunto in modo da garantire che, in nessuna circostanza, le obbligazioni del portafoglio associato a una classe di azioni si ripercuotano sulla performance del portafoglio corrispondente a una diversa classe di azioni. L'impegno in strategie di gestione rischiose e, soprattutto, a elevata leva, poco si sposa con la scelta della soluzione di un umbrella fund multistrategy. La necessità di accordare piena protezione agli investitori che preferiscono strategie meno rischiose spinge, in questi casi, verso strutture multi-fund più che multi-class.

5.3. La struttura side by side

La struttura side by side costituisce un'alternativa meno complessa alla struttura master-feeder per quei managers che vogliano attrarre capitali da investitori non americani a dagli US tax exempt investor. Come nella struttura master-feeder, anche quella side by side prevede che gli investitori americani investano in una limited partnership domiciliata negli Stati Uniti, mentre gli investitori esteri e quelli US tax exempt optino per un fondo costituito sotto forma di off-shore corporation.

Rispetto alla struttura master-feeder, quella side by side manca però della terza entità, il master fund, a cui far confluire l'attivo delle due entità precedenti per procedere alla gestione congiunta. Ne discende la necessità di aprire due distinti brokerage account, uno per ciascun fondo, assegnando al prime broker il compito di allocare proporzionalmente le transazioni effettuate secondo le indicazioni dell'investment manager. Questo servizio aggiuntivo fornito dal prime broker comporta un costo addizionale, a fronte, però, di più contenuti costi di impianto e mantenimento della struttura side by side rispetto alla soluzione master-feeder (Sadis & Goldberg LLC 1999).

La struttura side by side è scelta dagli investment manager statunitensi che già gestiscono un fondo on-shore e vogliano aumentare i capitali gestiti indirizzandosi per l'ulteriore raccolta agli investitori internazionali. Al fondo domiciliato negli Stati Uniti viene così affiancato un fondo di nuova costituzione domiciliato in una piazza off-shore.

La preesistenza di una LP o di una LLC domiciliata negli Stati Uniti rende fiscalmente poco conveniente il suo utilizzo come feeder fund di una nuova struttura master-feeder. Il Taxpayer Relief Act

del 1997 prevede l'obbligo di pagare le tasse sui guadagni in conto capitale realizzati dal veicolo non ancora distribuiti agli investitori. Questo può costituire un notevole disincentivo a costituire una struttura master-feeder contribuendovi un fondo on-shore già attivo da tempo e che abbia conseguito forti plusvalenze sugli investimenti effettuati. La struttura side by side offre un'alternativa fiscalmente assai più conveniente.

6. La quotazione in borsa come forma di regolamentazione privata

Una decisione fondamentale in merito ai fondi off-shore concerne la quotazione delle sue azioni o delle sue quote presso un mercato regolamentato quale l'Irish Stock Exchange, ma anche quelli presenti alle Bermuda, alle Cayman Islands o in Lussemburgo.

Quotando il fondo, gli investment manager si prefiggono di migliorare la capacità d'attrarre gli investitori istituzionali europei. Fondi pensione e assicurazioni, in genere, sono sottoposti a normative, o presentano statuti limitativi della capacità di investire in titoli non quotati presso un mercato regolamentato. Alcuni di loro presentano, anche, l'esigenza di procedere al *marking-to-market* delle posizioni in portafoglio rispetto a un prezzo ufficiale.

La quotazione di borsa del fondo risponde a entrambe queste esigenze, oltre a fungere da segnale della qualità del fondo in termini di gestione e controllo dei rischi operativi. L'avvenuta quotazione certifica ai potenziali sottoscrittori come il fondo presenti una struttura organizzativa e operativa conforme ai requisiti di ammissione e permanenza previsti dal regolamento della borsa stessa. La funzione di certificazione è tanto più utile quanto più uno schema di investimento in monte riesce ad aggirare qualsivoglia obbligo regolamentare a tutela degli investitori e dell'integrità dei mercati.

La decisione di quotarsi equivale alla scelta, da parte di chi propone lo schema di investimento, di assoggettare il fondo a una giurisdizione che, invece di essere pubblica e definita da considerazioni di territorialità, può avere natura privata ed extra-territoriale. A seconda dei casi, infatti, i poteri regolamentari e di vigilanza possono essere esercitati dalla società di gestione del mercato, piuttosto che da un'autorità pubblica, attraverso l'imposizioni dei criteri di ammissione e di permanenza e attraverso la verifica del loro rispetto. L'ammissione su una borsa, di solito, non è condizionata alla domiciliazione del fondo, anche se, per esempio, la borsa irlandese prevede requisiti diversi a seconda della giurisdizione di incorporazione del fondo.

Non costituisce, invece, motivazione della ricerca di una quotazione ufficiale, il desiderio di migliorare la liquidità delle quote del fondo. Le stesse borse non si preoccupano di quest'aspetto tanto che nessun vincolo di presenza di market maker sulle quote del fondo è imposto al fine di dare maggiore liquidità al titolo. Sottoscrizioni e disinvestimenti di un hedge fund quotato continuano ad avvenire privatamente tra investitori, o loro fiduciari, e il "*transfer agent*" del fondo, ossia il soggetto che si occupa delle operazioni di sottoscrizione e riscatto e che, spesso, coincide con l'administrator, ossia il service provider incaricato di calcolare il Nav utile per regolare ingressi e uscite nel e dal fondo e per la liquidazione delle commissioni di gestione e performance.

L'Irish Stock Exchange (ISE) è il principale mercato di riferimento per gli hedge fund off-shore intenzionati a quotarsi L'ISE quota fondi domiciliati in qualsiasi giurisdizione (tabella 1) e costituiti utilizzando diversi veicoli giuridici (tabella 2). E' possibile quotare anche i fondi di fondi e i sottofondi di strutture di investimento cd. "a ombrello". Ad eccezione dei fondi domiciliati in una ristretta lista di Paesi (Unione Europea, ma anche Channel Island, Isle of Man, Bermuda e Hong Kong), per tutti gli altri è prevista una soglia minima di sottoscrizione di USD 100,000 a tutela del risparmio inesperto.

I requisiti di ammissione concernenti l'idoneità dei manager sono il mezzo principale su cui l'ISE basa la sua funzione di certificazione della qualità del fondo. E' previsto che "*the investment manager must have appropriate expertise and experience in the management of investments*" (par. 2.22 del regolamento). La Practice Note 1/98 definisce le caratteristiche che un gestore deve possedere per qualificare l'hedge fund gestito come quotabile. Quelle di *prima facie compliance*, se soddisfatte, rendono il fondo automaticamente idoneo all'ammissione alla quotazione. In caso contrario, una seconda serie di considerazioni guida l'analisi dell'ISE nel definire l'ammissibilità del fondo a quotazione, da decidersi caso per caso.

Tabella 1: Fondi quotati presso l'Irish Stock Exchange distinti per giurisdizione di appartenenza

Statistiche sui fondi di investimento quotati presso l'Irish Stock Exchange (Aprile 2002)			
Domicilio	**No. di fondi**	**% sul totale**	**No di sottofondi**
Ireland	496	39,4	1088
Cayman Island	397	31,5	106
British Virgin Island	113	9,0	49
Bermuda	81	6,4	34
Guernsey	56	4,4	56
Jersey	52	4,1	104
Bahamas	28	2,2	10
Netherland Anthilles	18	1,4	0
Mauritius	11	0,9	4
Isle of Man	3	0,2	3
Luxemburg	1	0,1	0
Labaun	1	0,1	0
Delaware	1	0,1	0
Antigua Barbuda	1	0,1	0
Malaysia	1	0,1	0
Total	**1,26**	**100**	**1,454**
Fonte: Irish Stock Exchange			

Tabella 2: Fondi quotati presso l'Irish Stock Exchange suddivisi per struttura legale

Statistiche sulle strutture legali dei fondi quotati presso l'Irish Stock Exchange (Maggio 2002)		
Struttura	**Numero di fondi**	**Percentuale sul totale**
Investment companies	1149	89,80%
Unit Trust	129	10.1%
Limited Partnerships	2	0.1%
Total	**1280**	**100%**
Fonte: Irish Stock Exchange		

I requisiti di prima facie compliance rendono automaticamente quotabile il fondo:

a) il cui manager soggiace alla regolamentazione di un'autorità riconosciuta dall'ISE[8];
b) il cui patrimonio, alla richiesta di ammissione, è di almeno di 100 milioni di US$;
c) che prevede una sottoscrizione minima di 1 milione di US$;
d) riservato alla categoria dei *Professional Investor*, ritenendo tale chi sottoscrive quote per almeno 100.000 US$ o dispone di un patrimonio superiore a 1.000.000 US$, se persona fisica, e a 5 milioni se istituzione, o che alla sottoscrizione garantisca il sussistere di una delle seguenti condizioni: aver svolto un'attività professionale di compravendita di titoli; disporre di una conoscenza ed esperienza dei mercati finanziari sufficiente a valutare il rischio dell'investimento; conoscere i rischi inerenti l'investimento e le strategie seguite dal manager; poter sopportare la perdita dell'intero investimento. Risultano, quindi, automaticamente qualificati i fondi off-shore gestiti da advisor statunitensi registrati ai sensi dell'IAA del 1940 e da qualsiasi investment manager domiciliato in un Paese dell'Unione Europea ove sussiste una riserva di legge su quest'attività a favore di intermediari autorizzati.

Qualora non siano soddisfatti i requisiti di prima facie compliance, l'ISE esamina una serie di fattori per accertare la sussistenza di una *"appropriate expertise and experience"* da parte del manager. L'attenzione si concentra sulla sua precedente esperienza, considerando l'ammontare di fondi gestiti su base discrezionale; la lunghezza temporale, la rilevanza e l'attualità dell'esperienza passata; la reputazione e l'importanza delle istituzioni in cui ha svolto la professione di gestore. La "rilevanza" nella gestione degli investimenti viene valutata con riferimento ai mercati geografici, ai settori industriali e alla tipologia di titoli oggetto d'investimento per il fondo. Almeno uno dei dirigenti del fondo deve disporre di una esperienza professionale di più di cinque anni nella gestione di un patrimonio non inferiore a 100 milioni di US$ negli anni precedenti la richiesta di ammissione alla quotazione. Si presta attenzione pure ad alcune caratteristiche del fondo, quali l'attuale livello di *assets under management*, la sottoscrizione minima prevista, l'importanza dimensionale e la reputazione dei principali investitori del fondo.

Tutti gli hedge fund quotati presso l'ISE devono soddisfare precisi requisiti in termini di rapporto con il prime broker e devono avvalersi di una banca depositaria che abbia la responsabilità della custodia del patrimonio del fondo su un conto separato e che sia indipendente dall'investmente manager e dall'administrator. La banca depositaria deve, anche, possedere requisiti di *relevant experience and expertise in the provision of custody services* e, soprattutto, non deve essere incaricata del calcolo del Nav, compito riservato all'administrator.

E' imposto che le azioni o quote del fondo appartenenti a una medesima classe debbono presentare lo stesso Nav e risultare sottoscrivibili, scambiabili e riscattabili alle stesse condizioni. Questo ha implicazioni importanti sui sistemi di equalizzazione che possono essere impiegati nel calcolo delle performance fee dal momento che alcuni di essi, per definizione, violano la condizione richiesta.

Tra i requisiti di permanenza vi sono precisi doveri informativi verso gli investitori e l'ISE. Il calcolo del Nav deve avere frequenza almeno quadrimestrale. E' obbligatoria la divulgazione agli investitori di un rapporto annuale e di uno semestrale sull'operatività del fondo, nonché di un bilancio certificato annuale. Vanno notificati all'ISE i mutamenti nell'operatività del fondo (variazioni negli obiettivi di gestione e

nelle politiche di investimento) e nel suo assetto (rapporti con investment manager e banca depositaria). Il più alto livello di disclosure così assicurato nei confronti degli investitori distingue i fondi quotati all'ISE, promuovendo la fiducia degli investitori.

Nelle strutture master-feeder a essere quotato è di massima solo il feeder fund riservato agli investitori europei. Per le autorità di borsa si pone, però, il problema di sincerarsi che in questo modo non risultino aggirati i requisiti d'ammissione e permanenza al listino. A tal fine, ad esempio, l'ISE richiede che pure il master fund sia conforme a tutte i requisiti di quotazione e sia soggetto al totale controllo del feeder fund da quotare in modo tale che il consenso degli investitori di quest'ultimo sia essenziale per operare mutamenti nelle politiche di investimento seguite dal manager. Questo requisito di controllo è soddisfatto attraverso la stipulazione di un accordo formale (cd "*control agreement*") tra feeder fund e master fund in cui l'ultimo si impegna a soddisfare le regole previste dalla borsa e a non eseguire atti che possano essere in contrasto con tali regole.

Come si vedrà nel prossimo paragrafo, nel Regno Unito e in Svizzera la quotazione in borsa è perseguita da strutture societarie che si sostanziano in un fondo di fondi hedge off-shore. Questa pratica, non permessa ai fondi hedge puri, risponde a obiettivi diversi da quelli appena discussi, servendo l'obiettivo di aggirare il divieto al collocamento di schemi di investimento collettivo non regolamentati mascherandoli sotto una struttura societaria. In questo caso, le azioni della società quotata sono scambiate sul mercato e viene esercitata sulle stesse una fondamentale attività di *market making* da broker-dealer collegati all'istituzione che ha promosso la quotazione. L'acquisto (vendita) delle azioni in borsa costituisce l'unico modo per il pubblico di investire (disinvestire) nel fondo di fondi hedge implicitamente loro proposto.

7. Il modello europeo di hedge fund

L'analisi condotta sinora evidenzia come, nell'accezione statunitense, l'hedge fund sia un veicolo di investimento costruito ad hoc caso per caso, sfruttando tutti gli interstizi concessi da un esteso e complesso sistema regolamentare e fiscale. E' quindi un mezzo affatto privato (private investment vehicle) per regolare il rapporto di mandato tra gestore e investitori, i quali possono così minimizzare i costi di transazione comportati dal rapporto di mandato e soddisfare al meglio le rispettive esigenze.

Lo sforzo di cesellatura nel disegno dell'hedge fund ha l'obiettivo di ridurre gli oneri regolamentari e di vigilanza, ritenuti troppo costosi come strumenti di disciplina del rapporto di mandato a tutela dell'investitore da soggetti che, per la loro professionalità, esperienza, reputazione e conoscenza reciproca, trovano più conveniente sostituirli con il monitoraggio diretto, con l'adozione di schemi di remunerazione più adatti ad allineare gli incentivi e con l'impiego di un forte patrimonio reputazionale da parte del gestore.

E' improprio pensare che l'obiettivo di questo sforzo di cesellatura sia l'assoluta minimizzazione degli oneri regolamentari e di vigilanza. Laddove il costo di ottemperare a una norma sia minore del beneficio che il suo rispetto può comportare in termini di capacità operative del veicolo o di fiducia tra investitori e gestori, le parti coinvolte non sfrutteranno le possibilità di esenzione offerte dalla legge. La maggioranza

di gestori di fondi hedge statunitensi, per esempio, pur potendo evitarla, spesso opta per la registrazione presso la SEC al fine di aver accesso a un più ampio bacino di clientela.

In questa prospettiva, la possibilità di costituire hedge fund off-shore offre solo margini di libertà aggiuntive nel disegno di uno schema di investimento collettivo ottimale sotto il profilo dell'esposizione agli obblighi fiscali e regolamentari per gestore e investitori. In particolare consente l'ottimizzazione della disciplina fiscale e regolamentare della raccolta dei capitali da sottoporre a una comune gestione finanziaria e fiscale per segmenti diversi di clientela, domestica ed internazionale.

La figura di hedge fund come *unregulated investment scheme* imposta dall'esperienza statunitense e delle piazze off-shore non risulta catturare adeguatamente le caratteristiche dell'emergente mercato dei fondi di investimento alternativo in Europa con la conseguenza che la realtà economica ed istituzionale associata al termine hedge fund risulta oggi diversa a seconda che sia riferita agli USA o all'Europa.

Nonostante persistano notevoli differenze regolamentari all'interno dell'Unione Europea, non rientrando questi veicoli di investimento in monte nel perimetro di applicazione della direttiva UCITS (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*), i provvedimenti adottati di recente o di prossima adozione da parte di più Paesi mostrano una progressiva convergenza in Europa nel definire gli hedge fund come forme particolari di regulated investment scheme.

Al contrario dell'esperienza statunitense, essi appaiono come specifica fattispecie giuridica disciplinata in modo esplicito e sottoposta a vigilanza, ancorché caratterizzata da margini di autonomia negoziale assai più ampi tra gestore ed investitori relativamente alle sole strategie d'investimento utilizzabili e, in parte, alle modalità di ingresso e di uscita dal fondo e alla periodicità di valorizzazione delle quote.

Il punto di partenza della diversità di approccio rispetto agli USA risiede nella direttiva sui servizi di investimento (ISD) che sottopone l'attività di gestione dei patrimoni, sia individuale che in monte, a una riserva di legge a favore di intermediari esplicitamente regolamentati. Al contrario degli USA, non vi possono, quindi, essere nell'Unione Europea veicoli di investimento, regolamentati o no, costituiti tanto on-shore quanto off-shore, gestiti da investment manager residenti in uno dei Paesi dell'Unione non autorizzati e vigilati dalle rispettive autorità nazionali (Perry 2001).

Per ottenere l'autorizzazione a esercitare l'attività, l'investment manager deve soddisfare dei requisiti istituzionali (forma della società), organizzativi (idoneità e professionalità degli amministratori, adeguata disponibilità di risorse materiali ed umane, rispetto di procedure operative volte ad assicurare il contenimento dei rischi di conflitto di interesse e il rispetto delle conduct of business rule), finanziari (dotazione di capitale).

Una volta autorizzati vigono obblighi precisi in merito alla conduzione delle attività di gestione, al deposito e alla valorizzazione del patrimonio del fondo, nonché alla tenuta della contabilità, alla reportistica verso gli investitori alla percezione di benefici indiretti da parte di soggetti diversi rispetto ai sottoscrittori del fondo (soft e hard commission).

L'unica indicazione contraria a questo quadro proviene dalla comunicazione Consob del 18 maggio 1999 che pare consentire la gestione di fondi off-shore senza osservare la predetta riserva di legge. Essa, infatti, ammette la possibilità che persone o società domiciliate in Italia, anche se non autorizzati

all'esercizio professionale della gestione finanziaria, possono rendere tale servizio a favore di intermediari e fondi domiciliati fuori dall'Unione Europea. La Consob è esplicita sulla possibilità di fornire analisi di mercato, di singoli titoli quotati, di strumenti finanziari in genere, così come sulla possibilità, nell'ambito di un mandato ricevuto in tal senso, di passare ordini di acquisto o vendita di titoli a banche e broker-dealer a valere sul portafoglio di terzi residenti fuori dall'Unione Europea. Per motivare la decisione, la Consob adduce il fatto che, essendo il servizio reso a favore di soggetti non comunitari, l'esercizio dell'attività di gestione finanziaria non è rivolto al pubblico e quindi non richiede autorizzazione.

La comunicazione Consob si pone in modo eterodosso rispetto all'insieme delle disposizioni comunitarie in materia di servizi finanziari. Se, infatti, è indubbio che l'assenza di investitori italiani faccia venire meno la prima esigenza che giustifica l'intervento regolamentare e di vigilanza (la tutela dei risparmiatori a bassa sofisticazione finanziaria), non altrettanto può dirsi per gli altri due obiettivi: integrità dei mercati e stabilità sistemica. Lo stesso Regno Unito, Paese con la più alta densità di hedge fund manager dopo gli USA e tutti operanti tramite veicoli off-shore, sottopone questi manager ad autorizzazione e vigilanza, anche se, riconoscendo la piccola incidenza della loro attività per il mercato domestico al dettaglio, l'organo di vigilanza inglese li considera soggetti "a basso impatto" e quindi meritevoli di una frazione minima delle scarse risorse disponibili per l'attività di vigilanza (FSA 2002).

I Paesi europei, inoltre, obbligano i soggetti autorizzati alla gestione in monte dei patrimoni a utilizzare per questa attività solo dei veicoli d'investimento previsti e disciplinati dalla normativa. La categoria dei fondi d'investimento risulta così limitata a un numero chiuso di fattispecie che possono rientrare nell'alveo di pertinenza della direttiva UCITS, configurando il caso di fondi UCITS, oppure restarne escluse con conseguente impossibilità di aspirare al passaporto comunitario e con possibili limitazioni in termini di proponibilità al pubblico e penalizzazioni in termini di trattamento fiscale dei redditi prodotti. A parte alcune eccezioni, come il Regno Unito, forme di unregulated investment scheme on-shore non risultano spesso possibili, né spesso è consentito agli investment manager residenti e soggetti a vigilanza promuovere veicoli off-shore da collocare, anche privatamente, a residenti.

Le giurisdizioni che impediscono il ricorso ad unregulated investment scheme e disciplinano, senza alcuna area d'esclusione, la figura di chi presta professionalmente servizi di gestione del risparmio non lasciano spazio allo sviluppo di un mercato di private investment vehicle quale quello osservato negli USA.

In queste giurisdizioni, il termine hedge fund non può che indicare uno schema collettivo di gestione del risparmio organizzato secondo una precisa fattispecie normativa che, a fronte di restrizioni particolari nel collocamento delle quote di partecipazione al pubblico, lascia alle parti maggiore flessibilità nel disegno del rapporto di mandato tra investitori e gestori, comunque sempre entro limiti ben definiti dalla normativa posto che il veicolo utilizzato resta comunque soggetto al regime d'autorizzazione e di vigilanza esercitato da apposita autorità amministrativa.

7.1. L'esperienza dell'Irlanda e dell'Italia

A far emergere questo modello di hedge fund, *european style*, hanno provveduto soprattutto le riforme normative realizzate dal legislatore irlandese e da quello italiano.

La normativa irlandese prevede diverse fattispecie di fondi raggruppabili in due macro categorie: i fondi UCITS, obbligati al rispetto di vincoli prudenziali all'investimento e al non utilizzo della leva finanziaria almeno nei termini previsti dalla Direttiva n.85/611/CEE, e i fondi non UCITS. Tutti gli schemi di investimento costituiti in Irlanda sono autorizzati dalla banca centrale e sono sottoposti a regole relative all'organizzazione operativa del fondo, specie in tema di custodia del patrimonio e processi amministrativi. I fondi devono avvalersi del servizio di una banca depositaria domiciliata nel Paese, irlandese o filiale di banca comunitaria in Irlanda, a cui compete la responsabilità di verificare che l'esecuzione delle operazioni del fondo decise dal gestore siano condotte nel pieno rispetto dei vincoli previsti dalla norme e/o dal regolamento dei fondi, anche in caso di sub-deposito delle attività del fondo presso un prime broker. La banca centrale d'Irlanda elenca, poi, una serie di attività amministrative che il fondo deve eseguire nel Paese: calcolo del Nav; tenuta della contabilità del fondo; servizi ai sottoscrittori, quali la rendicontazione, le comunicazioni, le sottoscrizioni e la liquidazione delle quote. Tali obblighi, assieme a una tassazione agevolata dei fondi e delle società, hanno favorito la nascita e la diffusione locale di numerose società che forniscono servizi amministrativi, le quali hanno poi finito per attrarre come clienti anche hedge fund non irlandesi.

Tutti i fondi non UCITS, per legge, devono assumere la forma di investment company, unit trust[9] o di investment limited partnership con una dotazione patrimoniale minima apportata dalla società di gestione, se il fondo opera come investment company o come unit trust, o dal general partner se opera come investment limited partnership.Ai fondi non UCITS, la Central Bank of Ireland impone comunque limitazioni alle politiche d'investimento miranti a contenere e frazionare il loro rischio finanziario.

Le limitazioni, meno stringenti di quelle dei fondi UCITS, non si applicano qualora l'investment company strutturi il veicolo non UCITS secondo uno di due schemi normati in modo esplicito, gli unici per i quali è permessa la possibilità d'avvalersi di un prime broker: il *professional investor scheme* e il *qualifying investor scheme*. La combinazione di discrezionalità di stile gestionale e di uso dei servizi di prime broker attribuisce ai due schemi di investimento la definizione di hedge fund anche se, per natura economica e giuridica, sono entità assai diverse dai loro omonimi statunitensi.

Per qualificarsi come professional investor scheme, il fondo deve prevedere nel suo regolamento una sottoscrizione minima di 125.000 € a controbilanciare l'assenza di predefinite restrizioni normative alle politiche di investimento. L'autonomia negoziale nel definire i vincoli di gestione finanziaria gravanti sul manager non è incondizionata. La banca centrale prevede la fissazione di limiti alternativi definiti *"on a case by case basis"*. In genere, a questi fondi sono permesse una concentrazione massima in titoli di un singolo emittente pari al 20% del Nav e una leva finanziaria massima di 2:1, ossia di indebitarsi per valore al più pari al proprio Nav.

La fattispecie del qualifying investors scheme consente al manager di costituire un fondo fiscalmente esente, con una totale libertà di investimenti e senza limiti alla leva. I requisiti posti dalla banca centrale

per un *qualifying investor fund* prevedono sia limiti quantitativi alla sottoscrizione minima, sia restrizioni sulla natura dei qualifying investor. La sottoscrizione minima è fissata a 250.000 € per investitore. Le quote possono essere sottoscritte solo da istituzioni che posseggono o investono discrezionalmente almeno 25 milioni di € e da individui che dispongono di una ricchezza netta superiore a 1,25 milioni di €. Le istituzioni finanziarie, nell'ambito degli investimenti effettuati dalle gestioni patrimoniali per conto dei propri clienti, non possono cumulare ammontari inferiori a 250.000 € dai conti gestiti dei singoli soggetti, fermo restando che tutti quelli nella cui gestione patrimoniale sono inserite le quote del fondo devono soddisfare i requisiti dell'investitore qualificato. Chi investe in un qualifying investor fund deve anche dichiarare in forma scritta alla società di gestione di soddisfare i requisiti prescritti dalla banca centrale e di essere consapevole che la sottoscrizione può comportare la perdita dell'intero investimento.

La banca centrale prescrive anche regole precise per quanto riguarda l'illustrazione degli obiettivi delle politiche di investimento e dell'uso della leva finanziaria da inserire nella documentazione di offerta. L'informazione deve essere precisa, accurata e contenere parametri quantitativi sui limiti all'uso della leva finanziaria. Per entrambe le fattispecie di fondi descritte, sono previsti dei precisi obblighi informativi con cadenza mensile, semestrale ed annuale verso la banca centrale e tutti i fondi devono far certificare il proprio bilancio.

In Italia, il quadro normativo applicabile ai veicoli di gestione del risparmio in monte, poggia su due pilastri: il decreto del Ministro del Tesoro n. 228 del 24 maggio 1999 e il Provvedimento di Banca d'Italia del 20 settembre 1999. Come nel caso irlandese, ne esce una lista esaustiva dei possibili schemi di investimento collettivo, tutti sottoposti ad autorizzazione e vigilanza da parte delle autorità, con relativa disciplina in merito a:

a) oggetto di investimento;
b) categorie di investitori cui sono destinate le quote (modalità di collocamento);
c) partecipazione degli investitori (sottoscrizione, reportistica e liquidazione quote);
d) deposito e subdeposito di strumenti finanziari e denaro del fondo;
e) divieti relativi ad attività di investimento, avuto anche riguardo ai rapporti di gruppo;
f) norme prudenziali di contenimento e frazionamento dei rischi;
g) regole relative al calcolo della quota e alla valutazione dei beni.

Posto che la definizione di hedge fund si adatta a veicoli di investimento a bassa esposizione normativa, in Italia possono essere considerati tali, e solo nell'accezione europea del termine, i fondi della fattispecie "speculativa" esonerati da:

a) il rispetto di predefiniti limiti quanto a oggetto degli investimenti, contenimento e frazionamento dei rischi e uso della leva;
b) i divieti in merito alle vendite allo scoperto e all'operatività in merci e metalli preziosi;
c) vincoli sulla disciplina delle modalità di partecipazione degli investitori al fondo che può anche risultare diversa da quelle previste per i fondi aperti e per i fondi chiusi.

I fondi speculativi, invece, restano soggetti, al pari di tutte le altre fattispecie previste dalla legge, alla disciplina relativa alle modalità di deposito e sub-deposito del patrimonio e alle regole relative al calcolo della quota e alla valutazione dei beni.

A fronte della maggiore discrezionalità riconosciuta, il fondo speculativo soggiace a limiti in merito alle categorie di investitori a cui sono destinate le quote e a vincoli di indicazione di appositi risk warning nel regolamento del fondo. Le quote non possono essere sottoscritte da più di 200 investitori (in origine 100), con un vincolo di importo minimo di ingresso di 500.000 € (in origine un milione). Per evitare elusioni, non si possono alienare quote per un controvalore inferiore a 500.000 a meno che l'acquirente detenga comunque la partecipazione minima richiesta, né procedere a riscatti parziali da cui residui una quota inferiore a detto minimo. Al pari, non è consentito che un gestore di patrimoni individuali acquisisca una quota del fondo per ripartirla nei portafogli dei suoi clienti in ammontari inferiori a 500.000, né contare l'intermediario come unico sottoscrittore. Il regolamento deve, poi, fare menzione della rischiosità dell'investimento e della circostanza che esso avviene in deroga ai divieti e alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento dei rischi. Il regolatore vuole sincerarsi che i potenziali investitori siano resi edotti che nei fondi speculativi le forme di tutela amministrativa a loro favore, pur non sparendo, sono minori che nelle altre fattispecie di fondi.

Il regolatore italiano è l'unico a inserire nella disciplina del veicolo di investimento norme che impongono vincoli strutturali e organizzativi sulla figura del gestore. Il provvedimento della Banca d'Italia prevede, infatti, che la gestione di fondi speculativi costituisca oggetto sociale esclusivo delle società di gestione del risparmio che decidono di esercitarla. Il vincolo ha rafforzato le barriere all'entrata nell'industria obbligando tutti gli investment manager interessati a ottenere apposita autorizzazione dalla Banca d'Italia all'esercizio dell'attività. Ha anche comportato una maggiore chiarezza nei rapporti con gli investitori che possono percepire, a livello di soggetto erogante, la differenza tra i veicoli di investimento a diversa esposizione all'intervento normativo e di vigilanza.

Sotto il profilo fiscale, per l'investitore italiano questa forma di prodotto hedge on-shore è la più vantaggiosa possibile, soffocando ogni possibile concorrenza da parte di strutture off-shore. I proventi realizzati sono tassati con un'aliquota del 12,5% in capo alle persone fisiche. Le persone giuridiche, per contro, godono di un credito d'imposta ai fini del calcolo dell'IRPEG pari al 15% delle plusvalenze realizzate. La partecipazione a hedge fund off-shore, per contro, comporta per le persone fisiche residenti la tassazione in base all'aliquota marginale del contribuente.

7.2. L'esperienza inglese

Nel Regno Unito ha sede il maggior numero di hedge fund manager non statunitensi, tutti sottoposti a regolamentazione e a vigilanza della Financial Service Authority (FSA). Essi propongono solo fondi hedge domiciliati off-shore a causa del più vantaggioso trattamento fiscale rispetto a unregulated investment scheme on-shore che risulterebbero sottoposti alla normale tassazione sulle società.

Perché ottenga il beneficio fiscale, l'hedge fund off-shore gestito da un manager on-shore deve essere strutturato e operare in modo da essere considerato non residente a fini fiscali. Ne consegue la necessità di

effettuare all'estero i principali atti di gestione operativa e d'amministrazione, nonché un incontro ufficiale dei dirigenti del fondo ogni tre mesi e assicurarsi che la maggioranza dei dirigenti non risieda nel Regno Unito.

Occorre anche che il gestore inglese ottenga dal fisco inglese la cd. *investment manager exemption*, concessa solo se il reddito netto del manager è integralmente tassato secondo le leggi fiscali inglesi e i proventi del fondo non siano ad esso riconducibili che per una frazione limitata. In pratica devono ricorrere due condizioni:

a) l'incasso dei proventi del manager avviene nel Regno Unito, con il veicolo off-shore che riconosce le commissioni con bonifico su conti correnti presso banche on-shore;
b) il manager non possiede, con soggetti collegati, più del 20% delle attività del fondo.

Per abbattere l'imponibile fiscale, la partecipazione al fondo detenuta dalla società di gestione, nonché dai suoi dirigenti e collaboratori, avviene attraverso la creazione di una distinta classe di azioni o quote, dette *management share*, del tutto identiche a quelle degli altri investitori, se non per il fatto di essere esenti dal pagamento di commissioni nei confronti della società di gestione. Tali commissioni costituirebbero solo una partita di giro essendo pagate e incassate dallo stesso soggetto, il manager, nel suo duplice ruolo di investitore e gestore del fondo, ma subendo nel frattempo il pregiudizio del prelievo fiscale secondo la tassazione inglese.

L'imposizione fiscale a carico delle persone fisiche che sottoscrivono fondi off-shore è operato su base *roll up*, ovvero solo nel momento in cui la quota viene riscattata con il conseguente beneficio del differimento di imposta. E', tuttavia, al vaglio l'ipotesi di passare a una tassazione su base *accrual*, con prelievo annuo delle imposte sui profitti maturati, anche se non distribuiti.

Essendo il veicolo hedge domiciliato off-shore, la FSA non provvede vigilanza sul rischio finanziario e sul rischio operativo in esso impliciti. L'intervento della FSA si limita alla sfera di attività del gestore, se residente, e alle modalità di distribuzione del prodotto.

Relativamente al gestore, essa valuta l'idoneità della struttura dell'investment manager a fornire servizi di gestione professionale del risparmio e la sua capacità di adempiere agli obblighi imposti dall'autorità di vigilanza. Vi dedica, però, poche risorse trattandosi di soggetti a basso impatto di rischio per la limitata dimensione della loro attività.

Relativamente alle modalità di distribuzione del prodotto, vi sono tre modi per gli investitori inglesi di partecipare a un fondo off-shore (FSA 2002). Il primo consiste nell'acquisire quote del fondo direttamente all'estero, nel qual caso avvenendo l'operazione interamente fuori della giurisdizione del Regno Unito, la normativa e la vigilanza inglese se ne disinteressano.

Il secondo è acquisire quote di fondo off-shore attraverso un intermediario autorizzato residente nel regno Unito, l'investment manager stesso o un altro intermediario autorizzato. Questa modalità di sottoscrizione è possibile solo per privati o istituzioni residenti classificati come *market counterparties* o *intermediate customers*, categorie nelle quali ricadono intermediari finanziari, investitori istituzionali e *high net worth individuals*. Gli investitori che rientrano, invece, nella categoria dei *private customer*, ossia quelli *retail*, possono essere sollecitati alla sottoscrizione solo se l'intermediario si assume la responsabilità di qualificarli come intermediate customers, accertatosi con sufficiente diligenza della loro

competenza ed esperienza in campo finanziario. In questo caso, l'intermediario deve fornire all'investitore evidenza scritta delle tutele normative a cui rinuncia effettuando l'investimento e ottenere il consenso scritto dell'investitore a tale investimento. E' possibile collocare quote di hedge fund off-shore anche a investitori che restano classificati come private customers, se la richiesta di investimento non è stata sollecitata ma costituisce iniziativa dell'investitore stesso e se l'intermediario impiega non più di un incontro per presentare costi, profilo di rischio e rendimento dell'investimento. La FSA si aspetta, comunque, che la sottoscrizione di fondi off-shore da parte di private client abbia carattere di assoluta eccezionalità.

Un terzo modo di investire in hedge fund consiste nell'acquisto di quote di fondi off-shore quotati alla borsa di Londra. Al momento, l'autorità inglese che supervede alla quotazione dei titoli sui mercati regolamentati del Paese ammette alla quotazione solo fondi di fondi hedge, ritenendo che i fondi puri non soddisfino le condizioni previste d'ammissione dal momento che non garantiscono un'adeguata diversificazione delle posizioni a rischio.

7.3. Altre esperienze nell'Unione Europea

In Lussemburgo è possibile sia vendere fondi off-shore che costituire e collocare veicoli on-shore nella forma di *fonds communs de placement*, di società a capitale variabile e di società a capitale fisso impegnati in strategie di investimento alternative. Gli hedge fund di diritto lussemburghese possono essere istituiti in forma aperta o chiusa; non sono rivolti in esclusiva a specifiche categorie di investitori e possono essere quotati presso la Borsa del Lussemburgo (Didler 2001).

Al momento della costituzione di un fondo domiciliato in Lussemburgo, la CSSF (*Commission de Surveillance Financier*) ne approva le specifiche strategie su base individuale, assicurandosi, in genere, che la gestione sia condotta nel rispetto del principio di diversificazione del rischio e definendo le limitazioni agli investimenti.

La CSSF ammette la possibilità di derogare a questo principio se il fondo è destinato a investitori istituzionali. Gli hedge fund on-shore non sono soggetti a una tassazione diretta ma pagano una tassa di registrazione (cd "*taxe d'abonnement*") pari allo 0,06% del patrimonio netto del fondo.

Generalmente, il fondo può investire in classi d'attività non tradizionali, fare un uso elevato di contratti derivati anche OTC, vendere allo scoperto ed utilizzare la leva finanziaria a fini di investimento con un limite massimo del 300%. Quest'ultimo vincolo all'uso della leva finanziaria ha permesso la costituzione di un numero piuttosto limitato di hedge fund in Lussemburgo dove tuttavia la categoria del fondi di fondi hedge è piuttosto diffusa. Secondo quanto previsto dal capitolo C della circolare 91/75 è infatti possibile costituire veicoli di investimento nella forma di fondi di fondi che investano in altri schemi di investimento collettivo con il limite di una esposizione massima del 20% del Nav per ciascun fondo sottostante.

La normativa francese prevede alcuni schemi di investimento che, ponendosi al di fuori della normativa UCITS, accordano al gestore maggiori margini di discrezionalità:

a) i *fonds commun de placement à risques*, autorizzati a investire in titoli non quotati, a una leva finanziaria al massimo pari a due e sottoposti a vincoli di diversificazione del rischio diversi a seconda che siano offerti al pubblico o a investitori qualificati;
b) i *fonds commun d'intervention sur le marchés à terme*, autorizzati a una leva finanziaria di 2:1, ma sottoposti all'obbligo di detenere almeno il 50% del patrimonio in liquidità e all'impossibilità di sollecitare il pubblico risparmio;
c) i *fonds à procedure allegé*, autorizzati alle vendita allo scoperto nei limiti del 30% del patrimonio del fondo e a una leva finanziaria pari al 25% dello stesso, aumentabile grazie all'utilizzo di derivati, ma sottoscrivibili solo da una ristretta categoria di investitori.

Nonostante i leggeri margini aggiuntivi in termini di flessibilità nella gestione finanziaria l'attribuzione di questi fondi alla categoria degli hedge fund pare, però, dubbia. L'esempio però illustra come l'estensione di questa definizione implichi valutazioni in termini di gradazione piuttosto che di semplice presenza o assenza di predefinite caratteristiche.

In Germania non risulta al momento possibile l'offerta di fondi hedge on-shore. Quella di fondi off-shore è impraticabile nei termini di offerta pubblica per effetto di vincoli normativi, mentre può essere realizzata come offerta privata, ossia come offerta rivolta a non più di 80 investitori qualificati che non necessitano della protezione di un prospetto informativo. Il vincolo relativo al grado di sofisticazione finanziaria della clientela può essere rimosso qualora i collocatori dell'hedge fund off-shore ottenessero a riguardo una *no action letter* dall'autorità di vigilanza la cui concessione è valutata caso per caso.

La disciplina fiscale provvede però a vanificare questa possibilità regolamentare attribuendo agli hedge fund off-shore la qualifica o di *grey fund* o di *black fund*, a seconda che abbiano nominato o meno un rappresentante fiscale in Germania, ossia una banca incaricata di applicare una ritenuta fiscale sui profitti dell'investimento. Nel primo caso i profitti realizzati dall'investitore entrano nel suo reddito imponibile e sono tassati all'aliquota marginale. Nel secondo caso la tassazione interviene anche in assenza di profitti sulla base di un tasso di crescita presunto del Nav del fondo pari al 10%. In entrambi i casi, il livello di imposizione è tale da soffocare del tutto l'interesse degli investitori per il prodotto.

7.4. L'esperienza svizzera

La costituzione e la vendita di quote di fondi di investimento in Svizzera è regolata dalla legge federale sui fondi d'investimento. Accanto alle tradizionali figure dei fondi mobiliari e dei fondi immobiliari, è prevista una categoria residuale degli "altri fondi". Sebbene le limitazioni in termini di strategie finanziarie previste dall'art. 35 per questa ultima categoria di fondi non prevedano limitazioni tali da impedire, in linea di principio, l'operatività d'un hedge fund puro, gli unici schemi d'investimento collettivo della categoria "altri fondi" approvati dall'autorità amministrativa si configurano come fondi che investono in hedge fund off-shore.

A questi fondi di fondi hedge ci si riferisce con il termine *Swiss Investment Fund*. Trattasi di schemi di investimento collettivo on-shore della categoria, regolamentati e autorizzati, possibili solo dal 1996, quando l'autorità di vigilanza espresse parere positivo sulla possibilità di costituire e collocare un fondo

di investimento domiciliato in Svizzera che avesse la funzione di veicolo di investimento in hedge fund esteri (Lebrecht 1998).

A questi fondi, l'autorità impone di inserire nel documento di offerta una descrizione completa delle loro strategie di investimento; una previsione della composizione del loro portafoglio; l'indicazione dei limiti agli investimenti stabiliti dalla società di gestione; la descrizione dei metodi di selezione e delle procedure poste in essere dal fondo nella selezione degli hedge fund off-shore. Il documento deve, inoltre, contenere informazioni sui vari hedge fund di primo livello in cui il fondo investe in modo tale che l'investitore abbia un quadro informativo sulla strategia di gestione, sul *track record*, sull'organizzazione legale dei fondi di primo livello, nonché sui loro revisori contabili.

In alternativa, in Svizzera si possono costituire fondi di fondi hedge sotto forma di società d'investimento il cui oggetto sociale è la detenzione di quote di partecipazione in fondi hedge off-shore e le cui azioni sono quotate presso la borsa di Zurigo. In questo caso si parla di Swiss Investment Company. Tali entità non ricadono nell'ambito normativo della legge federale sui fondi d'investimento e non sono, quindi, sottoposte alla vigilanza diretta dell'autorità amministrativa. In quanto società quotate sono, però, sottoposte alle regole di ammissione e permanenza alla quotazione previste dalla Borsa svizzera per le investment company.

La struttura di queste Swiss Investment Company prevede la costituzione di un off-shore fund con la classica struttura della corporation che investe in un fondo di fondi costituito off-shore con una propria banca depositaria, un proprio administrator e un proprio revisore che ne certifica il bilancio, tutti attivi sulla piazza off-shore del fondo. La gestione di questo fondo, che consiste nella selezione di hedge fund puri, è affidata a un gestore domiciliato off-shore, che ricorre, però, alla consulenza professionale di un gestore svizzero, di fatto il vero investment manager del fondo[10].

Per aggirare la normativa che limita in modo drastico le possibilità di collocamento in Svizzera delle quote di questo schema d'investimento collettivo off-shore, il promotore dell'intera struttura, in genere importanti banche attive nei servizi di private banking, costituisce una holding di partecipazioni svizzera il cui unico asset è la totale proprietà del fondo di fondi off-shore. Dotata anch'essa di una propria banca depositaria, di un proprio administrator e di una propria società di revisione, essa viene quotata presso lo Swiss Stock Exchange in qualità di investment company[11]. Gli investitori possono, quindi, acquistarne le azioni direttamente sul mercato a un prezzo di quotazione che è libero di fluttuare, in relazione alla situazione contingente di domanda e di offerta, al di sopra o al di sotto del Nav del fondo sottostante che ne rappresenta il valore teorico. La liquidità del mercato è di massima assicurata dall'attività di market-making condotta dal broker-dealer dell'istituzione finanziaria che ha promosso la quotazione dell'investment company.

Da ultimo, la Svizzera consente pure la costituzione di società di gestione di hedge fund off-shore collocabili nel Paese. Questa possibilità è stata sfruttata da molti gestori che hanno preso domicilio in Svizzera, gestendo da lì hedge fund localizzati sulle tradizionali piazze off-shore. La principale differenza tra i gestori di hedge fund off-shore inglesi e quelli elvetici sta nel fatto che mentre i primi sono soggetti ad autorizzazione da parte della FSA e agli *on-going requirements* conseguenti, i secondi non devono soddisfare alcun requisito, né sono sottoposti all'obbligo di autorizzazione da parte delle autorità di

vigilanza svizzere, purché circoscrivano la loro attività alla sola gestione del portafoglio di fondi off-shore senza promuoverne il collocamento delle quote in Svizzera.

La gestione di un veicolo off-shore da parte di un manager svizzero è, però, una soluzione fiscalmente inefficiente giacché rende tutte le transazioni compiute dal fondo in azioni estere soggette al pagamento di un'imposta di bollo (cd. *"stamp duty"*) pari allo 0,15% del controvalore di ogni acquisto o vendita. Il pregiudizio economico può essere notevole considerato l'alto volume di transazioni che genera un hedge fund in forza della più frequente riallocazione delle posizioni in essere rispetto a un tradizionale fondo comune.

Per sottrarre il fondo off-shore a tale imposta sulle transazioni, l'hedge fund manager, in genere, costituisce in Svizzera una società formalmente dedita a fornire servizi di sola consulenza a una off-shore management company a cui, compete, invece, la responsabilità legale di assumere le decisioni di investimento suggerite dalla società svizzera. In quanto poste in essere da un non residente, le transazioni sono così esenti dall'imposta svizzera.

La costituzione di off-shore management company offre un vantaggio fiscale non irrilevante anche all'investment manager consentendogli di optare per un regime di differimento dell'imposizione fiscale sui propri guadagni (tax deferral). L'esatta imposizione fiscale gravante nel complesso su una struttura trilaterale composta da "consulente svizzero – gestore off-shore – fondo off-shore" varia da caso a caso dipendendo dagli accordi che il manager svizzero conclude con il fisco locale. Tuttavia, il manager svizzero, formalmente impegnato nella sola consulenza, può limitare il proprio reddito imponibile al corrispettivo appropriato per il servizio di consulenza che, in genere, è una quota ridotta delle commissioni di gestione e performance pagate dal fondo. Gran parte di queste ultime possono, così, restare in capo all'off-shore management company ed essere reinvestite nel fondo stesso consentendo all'investment manager svizzero di subire il prelievo fiscale annuale solo su quella quota limitata delle commissioni di gestione e di performance che, in base all'accordo con il fisco elvetico, rimpatria a titolo di corrispettivo della consulenza resa alla società di gestione off-shore.

Alla commercializzazione in Svizzera delle quote di questi hedge fund off-shore si applicano le norme della legge sui fondi di investimento relative alla più generale categoria di "fondi esteri", definita all'art. 44 in modo così ampio da includere qualsiasi organismo di investimento collettivo domiciliato fuori dai confini. Il principio di base è che la distribuzione di qualsivoglia fondo estero necessiti dell'autorizzazione dell'autorità di vigilanza, da ottenersi da parte delle persone fisiche o giuridiche che, per conto del fondo, ne distribuiscono azioni/quote "*on a professional basis*" in Svizzera.

L'art. 45 subordina la concessione dell'autorizzazione a una serie di requisiti, tra cui fondamentale è l'obbligo per il fondo di essere domiciliato presso una giurisdizione estera che garantisca una protezione agli investitori comparabile a quella assicurata dalla Commissione Bancaria Svizzera in termini di struttura organizzativa e modalità di adozione delle politiche di investimento da parte del fondo. La Commissione definisce la lista delle giurisdizioni che ritiene rispettare queste condizioni. La lista è abbastanza ristretta includendo poche piazze off-shore, quali Guernesy e Jersey, in aggiunta agli Stati membri dell'Unione Europea e agli Stati Uniti.

Tutti gli hedge fund domiciliati su piazze finanziarie off-shore non possono, pertanto, aspirare all'autorizzazione a essere venduti in Svizzera "su base professionale", vale a dire a essere promossi in qualsiasi forma e mezzo presso il pubblico. Poiché, a differenza di altre legislazioni, quella svizzera non contempla alcuna private placement exemption per la distribuzione di fondi esteri, un privato può sottoscrivere quote di questi fondi solo assumendo in prima persona l'iniziativa dell'operazione, senza ricevere sollecitazione alcuna a riguardo.

A favore di tutti i fondi esteri è, invece, prevista una professional investor exemption, grazie alla quale gli hedge fund off-shore possono essere oggetto di una limitata attività di promozione nei confronti dei soli investitori istituzionali (banche, compagnie di assicurazione e fondi pensioni). Nell'ambito di questa esenzione rientrano la spedizione dell'information memorandum del fondo, le offerte individuali di sottoscrizione, i *road show*, i seminari e le presentazioni, tutti solo se indirizzate a un limitato numero di investitori istituzionali, banche e altre istituzioni finanziarie.

Nel complesso l'esperienza svizzera si presenta abbastanza simile a quella inglese. Gli investitori hanno accesso a fondi puri off-shore gestiti da manager svizzeri e a società quotate che configurano un veicolo collettivo di investimento in più fondi hedge puri.

Vi sono, però, due rilevanti differenze: il gestore svizzero di un fondo hedge off-shore può sfuggire alla regolamentazione e alla vigilanza delle autorità contrariamente a quello inglese e l'acceso ai fondi di fondi hedge può avvenire in Svizzera anche direttamente, con l'acquisto di quote di schemi di investimento collettivo on-shore autorizzate, disciplinate e vigilate, possibilità, invece, per ora negata nel Regno Unito.

8. Le soluzioni organizzative

Se dal punto di vista economico-giuridico gli hedge fund si sostanziano in veicoli funzionali a erogare servizi di gestione in monte del risparmio con una bassa esposizione agli obblighi regolamentari e fiscali, dal punto di vista aziendalistico-organizzativo essi si configurano come vere e proprie boutique del risparmio gestito la cui *value proposition* si incentra sulla gestione del patrimonio e sull'eccellenza nella gestione di una particolare strategia di investimento.

Una struttura hedge "manager – schema d'investimento collettivo" configura un'organizzazione non dedita al presidio dell'intera catena del valore propria di un'attività di asset management. Risulta, infatti, trascurata per motivi normativi, la fase commerciale e di marketing, mentre gran parte della gestione amministrativa del fondo è oggetto di esternalizzazione. Gli hedge fund si avvalgono dei servizi d soggetti esterni per le macro aree della gestione operativa relativa all'esecuzione delle transazioni decise sui mercati, alla tenuta della contabilità, alla conduzione dei rapporti con i sottoscrittori attuali, potenziali e con le autorità di vigilanza, se presenti. Figure importanti, a riguardo, sono quelle del prime broker, dell'executing broker, dell'administrator, della banca depositaria e, da ultimo, dell'auditor.

Il rilevante ricorso all'esternalizzazione, se da un lato consente all'investment manager di contenere al massimo la dimensione della struttura organizzativa da gestire e di abbattere costi fissi e tempo da dedicare alla gestione operativa a favore di quello riservato alla gestione finanziaria del portafoglio,

dall'altro offre una soluzione efficiente al problema della scarsa trasparenza del fondo, la cui gravità può essere esacerbata da un'esposizione regolamentare talvolta trascurabile e dal ridotto patrimonio reputazionale che gli hedge fund manager, in genere individui o piccole istituzioni, possono spendere su mercati finanziari globali. In assenza di un patrimonio di reputazione adeguato, le forti asimmetrie informative sulle posizioni del fondo inducono dubbi sulla solidità finanziaria dell'hedge fund che possono compromettere la sua capacità di relazione nei confronti sia degli investitori, che delle controparti sui mercati.

Esternalizzare parti rilevanti della gestione operativa a soggetti, spesso di maggiore dimensione e reputazione e con un profilo di remunerazione poco dipendente dalle performance finanziarie del portafoglio, assume così, nello spirito di Spence (1973), la valenza strategica di segnalare al mercato che la conduzione finanziaria del fondo da parte del gestore è soggetta a uno scrutinio, continuo, attento e affidabile esercitato da una pluralità di soggetti competenti, capaci, con ottima visibilità sulle attività del fondo, opportunamente incentivati a condurlo in modo efficiente e tra loro indipendenti e complementari.

In forza della loro posizione informativa privilegiata nei confronti del fondo, questi soggetti possono addirittura farsi parte diligente nel promuovere e favorire relazioni d'affari tra l'hedge fund e le potenziali controparti, siano essi investitori interessati a sottoscrivere quote del fondo o trader con cui il fondo può chiudere transazioni di mercato. E' il caso del prime broker, negli ultimi tempi sempre più attivo a fornire servizi di capital introduction, ossia a facilitare l'approccio del gestore del fondo a una cerchia più ampia di potenziali investitori.

La banca depositaria ha il compito di controllare la procedura di valorizzazione della quota degli hedge fund, di verificare la coerenza degli investimenti del fondo con il regolamento dello stesso, di regolare le operazioni con le controparti e di occuparsi della gestione amministrativa dei certificati. La banca depositaria presta attenzione a eventi che possono generare errori nel calcolo della quota, come lo stacco di cedole di dividendi, gli split e gli spin-off di titoli azionari e le scadenze dei titoli derivati. Alla banca depositaria non compete mai, qualunque sia il modello di hedge fund prevalente, il compito di calcolo del Nav del fondo.

Una società esterna, detta administrator, assolve gran parte delle funzioni amministrative connesse all'attività di un hedge fund, sia sui mercati finanziari, sia nei confronti di investitori e autorità di vigilanza, se presente. L'esternalizzazione di queste funzioni evita al gestore di dedicare tempo distogliendolo dall'attività in cui vanta il suo vantaggio comparato, la gestione finanziaria, e di sopportare eccessivi investimenti in infrastrutture informatiche e nello sviluppo di professionalità diverse dal suo core business. Assicura anche terzietà a tutta una serie di funzioni cruciali per garantire la fiducia degli investitori nell'investimento nel fondo.

Il supporto prestato dall'administrator interessa tre funzioni principali, assumendo che esso coincida, come spesso accade, con la figura del transfer agent, ovvero del soggetto che si occupa della registrazione e controllo delle transazioni di acquisto e vendita di quote del fondo.

In primo luogo, l'administrator assiste la gestione finanziaria del fondo sui mercati producendo rapporti dettagliati per l'hedge fund manager sul patrimonio del fondo; fungendo da interfaccia dei flussi

informativi tra prime broker e banca depositaria; evidenziando la liquidità disponibile per investimenti o per essere prestata a garanzia, i titoli disponibili da offrire a pegno e le transazioni realizzate dal manager.

In secondo luogo provvede ai servizi per gli azionisti, processando e registrando i flussi di acquisto e vendita delle quote; producendo rendiconti periodici e allocando agli investitori rendite, guadagni e perdite.

In terzo luogo, l'administrator tiene la contabilità del fondo; provvede all'attività di compliance verso l'organo di vigilanza; valuta le posizioni del fondo in conformità con i principi contabili; calcola il Nav del fondo sulla base di prezzi degli strumenti ottenuti da fonti esterne e liquida le commissioni al gestore. Date le posizioni complesse che compongono il portafoglio degli investimenti di un hedge fund, l'administrator deve disporre di una tecnologia che permetta di prezzare con rapidità e precisione tutti gli strumenti finanziari, anche quelli non liquidi o di difficile valutazione. Assolvere in modo efficiente e tempestivo a questo compito amministrativo può rivelarsi pure un utile strumento di marketing, qual è il caso della stima di un accurato, ancorché non ufficiale, valore giornaliero del Nav da comunicare ai clienti.

Uno dei compiti più ardui di un administrator è realizzare dei sistemi di equalizzazione per il calcolo delle commissioni di performance. Trattasi di sistemi volti a garantire ai sottoscrittori del fondo che le commissioni d'incentivo a ciascuno di essi imputate siano proporzionali, nella misura indicata a regolamento, ai rendimenti da ciascuno realizzati durante la permanenza nel fondo, indipendentemente dal timing di entrata e di uscita (Butler 2001). In assenza di un equalizzatore, infatti, la presenza di una clausola di *high water mark* può far sì che l'ingresso nel fondo dopo una discesa del Nav consenta all'investitore di evitare commissioni di performance sul recupero di valore dello stesso fino al precedente massimo storico, scaricando l'onere corrispondente sugli investitori entrati in precedenza (Lazzari et al., 2003).

Sebbene la prassi dominante nel comparto hedge sia di attribuire le funzioni di calcolo del Nav e delle commissioni all'administrator, non mancano alcune rilevanti eccezioni. Ad esempio, in Italia queste funzioni sono assegnate dalla legge alla società di gestione del fondo che, anche se le cede operativamente in outsourcing, ne mantiene sempre piena responsabilità legale.

La diversità del caso italiano rispetto al dominante standard statunitense e off-shore dipende dalla diversa natura economico-giuridica del veicolo individuato dal generico termine hedge fund nelle diverse giurisdizioni. Poiché in Italia si tratta di un veicolo regolamentato e vigilato, gestito da investment manager pure regolamentati e vigilati, si attenua la necessità di disgiungere la responsabilità della gestione amministrativa da quella della gestione finanziaria al fine di tutelare meglio gli investitori con una più efficiente disciplina di mercato. Attraverso l'esercizio del suo potere normativo e di vigilanza, l'autorità amministrativa può, infatti, assolvere in modo diretto la funzione di abbattere i costi di transazione tra fondo e controparti di mercato, o tra fondo e investitori, dovuti alle asimmetrie informative (Lazzari 2003).

Al contrario, negli Usa e sulle piazze off-shore, l'esclusione del fondo, e forse anche del gestore, dall'ambito di applicazione della normativa e della vigilanza, rende necessario garantire massima forza

alla disciplina di mercato, attribuendo la responsabilità della gestione finanziaria e della gestione amministrativa a soggetti diversi.

Soprattutto in questi contesti, è opportuno che l'administrator sia un soggetto autonomo e indipendente, oltre che dal gestore, anche dal prime broker e dalla banca depositaria. Il prime broker, in quanto soggetto che intrattiene rilevanti relazioni d'affari con il fondo, verso il quale assume e, allo stesso tempo, comporta un rischio di controparte, potrebbe veder inquinati i propri incentivi ad assolvere con efficienza le funzioni amministrative più cruciali, quali il calcolo del Nav e l'attività di compliance. La banca depositaria, mantenendo un rapporto fiduciario molto stretto nei confronti degli investitori, deve fruire e controllare il corretto espletamento delle funzioni amministrative, invece che impegnarsi direttamente nelle stesse.

L'auditor ha il compito di certificare il Nav del fondo, servizio questo richiesto ormai dalla quasi totalità dei fondi hedge. Secondo stime di Van Research il 96% (Van 2002) dei fondi presenti seguiti e analizzati presentano bilanci certificati da un auditor esterno. Il dato appare, tuttavia, troppo ottimistico per almeno tre motivi. In primo luogo, non è sempre ben definito l'oggetto della certificazione. Esso può riguardare la situazione patrimoniale del fondo a una certa data o l'intera sequenza delle performance realizzate nel tempo. In secondo luogo, non sempre i fondi dichiarano l'esatta data dell'ultima certificazione ottenuta, facendo perdere alla stessa gran parte del suo valore. In terzo luogo, i fondi contribuiscono il loro Nav certificato ai database curati da importanti società di consulenza le quali, a volte conducono una due diligence addizionale per verificare la correttezza dei dati certificati contribuiti. Nonostante il filtro della certificazione e dell'eventuale due diligence, Liang (2002) ha, però, rilevato come in un numero non irrilevante di casi le performance riportate da uno stesso fondo a più database divergano, anche in misura non trascurabile.

8.1. Il prime broker

Il prime broker è, probabilmente, il più importante dei soggetti che sorreggono l'attività di un hedge fund. Esso fornisce un insieme eterogeneo di servizi, alcuni indispensabili all'operatività del fondo sui mercati finanziari con cui viene data concreta attuazione alle scelte di investimento del gestore, e altri di supporto alle attività amministrative.

I primi includono il servizio di prestito dei titoli necessario per dar luogo a vendite allo scoperto; quello di finanziamento preliminare all'assunzione di posizioni con leva finanziaria; la cura del processo di compensazione e liquidazione (clearing e settlement) delle transazioni eseguite; la detenzione in (sub)deposito delle attività del fondo e a volte persino la trasmissione degli ordini al mercato o alla controparte nell'over the counter.

Tra i secondi, invece, è rilevante la registrazione accentrata di tutte le operazioni di mercato, prezioso lavoro propedeutico al calcolo del Nav del fondo grazie al quale il manager può permettersi di esternalizzare gran parte delle operazioni di back office, snellendo la propria struttura amministrativa.

Il prime broker è un intermediario finanziario internazionale, in genere un broker-dealer, che dispone di un'adeguata capitalizzazione e di una struttura operativa globale. Gli intermediari attivi nel mercato dei

servizi di prime brokerage sono attualmente poco più di una dozzina. La sua ragione d'essere nel modello di business di un hedge fund è duplice, giustificandosi sia sotto il profilo operativo che economico.

Operativamente, il ricorso a un prime broker consente la centralizzazione delle transazioni del fondo, snellendone la struttura amministrativa e variabilizzandone i costi. Servirsi di molteplici broker-dealer per una gestione separata della compensazione e del regolamento delle transazioni realizzate è inefficiente e time-consuming. Ogni broker esecutivo deve rilasciare alla clearinghouse che procede al clearing delle operazioni una lettera che certifichi il rispetto dei margin requirements richiesti dalla Regulation T.

Per semplificare il carico amministrativo, velocizzando l'intera procedura, è stato, quindi, logico che un intermediario si assumesse il compito di garantire il rispetto dei vincoli della Regulation T a livello complessivo per il fondo con una lettera denominata "*prime broker letter*". La pratica di utilizzare un "*primary broker*" nasce con la finalità di rendere più efficiente la gestione delle incombenze di post trading, senza rinunciare ai vantaggi di operare nel trading attraverso una pluralità di executing broker. Frazionando gli ordini da eseguire su più broker, il gestore tutela meglio l'assoluta riservatezza sulle posizioni del fondo, sulle strategie in corso di esecuzione e, in generale, sul suo stile di gestione. Nessun broker utilizzato riesce ad acquisire perfetta visibilità sull'insieme delle transazioni poste in essere. Il gestore può, inoltre, scegliere di volta in volta l'executing broker meglio in grado di assicurare la best execution dell'ordine in virtù della propria specializzazione o del proprio posizionamento sul mercato. Qualora al prime broker venga chiesto di assolvere su certe operazioni la funzione di executing broker, esso resta comunque tenuto a salvaguardare la massima riservatezza su tutte le informazioni relative al fondo, anche all'interno della propria organizzazione, attraverso il ricorso ai cd. "*chinese wall*", ossia a una separazione organizzativa e funzionale dell'attività di prime brokerage da quella di altre divisioni.

Il fondo hedge esegue ordini "*as principal*" con l'executing broker e il prime broker agisce solo "*as agent*" nel processo di settlement. A transazione conclusa, il prime broker verifica che le informazioni fornite dall'hedge fund corrispondano con quelle dell'executing broker. Se il riscontro è positivo, provvede alle incombenze di post trading relative al clearing e al settlement della transazione consegnando o ricevendo la liquidità o gli strumenti finanziari oggetto della stessa in nome e per conto dell'hedge fund. In caso contrario, si assicura che le divergenze siano riconciliate prima di dar corso al settlement. Tutti gli ordini eseguiti tramite gli executing broker sono regolati su conti aperti presso questi ultimi in nome del prime broker e per conto dell'hedge fund. E' sempre il prime broker che immette le informazioni riguardanti la transazione nel sistema di monitoraggio del portafoglio di cui si avvale l'investment manager.

Il possesso di una completa visibilità sulle operazioni dell'hedge fund, unitamente al suo elevato standing nel mercato quale istituzione finanziaria primaria e globale, consente al prime broker di fornire all'hedge fund una serie eterogenea di altri servizi cruciali sia per la gestione finanziaria del portafoglio, sia per la gestione commerciale dei rapporti con potenziali sottoscrittori.

Esso si trova, infatti, in una posizione privilegiata per neutralizzare al massimo gli effetti delle asimmetrie informative esistenti sia tra hedge fund e potenziali controparti sul mercato, sia tra hedge fund e potenziali sottoscrittori dalle quali potrebbero derivare insuperabili costi di transazione. Se da un lato, gli hedge fund manager hanno la necessità di tutelare un adeguato grado di riservatezza sulle proprie

strategie finanziarie al fine di non dissipare la risorsa principale su cui possono contare, d'altro lato gli operatori invitati a eseguire transazioni con gli hedge fund hanno necessità di valutarne appieno la solidità finanziaria in un'ottica di gestione del rischio di regolamento e di rimpiazzo, così come gli investitori necessitano di avere fiducia nelle performance e nelle composizioni del fondo dichiarate.

In termini di supporto alle relazioni intercorrenti tra hedge fund e gli altri operatori di mercato, il prime broker permette, anzitutto, la partecipazione dell'hedge fund al mercato del prestito titoli in qualità di prenditore, mettendolo quindi in grado di operare vendite allo scoperto. I titoli presi a prestito da un hedge fund e oggetto di consegna in una vendita allo scoperto possono provenire o dal portafoglio proprietario del prime broker, il cd. "*prime brokerage box*", nel qual caso il costo del prestito per il fondo hedge è più contenuto, o essere prima acquisiti da una ulteriore operazione di *securities lending* tra un investitore istituzionale, nel ruolo di datore dei titoli, e il prime broker in quello di prenditore in nome e per conto proprio[12].

In questo secondo caso, il prime broker svolge un ruolo da intermediario nel mercato del prestito titoli operando una trasformazione del rischio di credito dell'operazione a vantaggio degli investitori istituzionali. Questi ultimi partecipano al *securities lending market* (IOSCO 1999) prestando i titoli posseduti a soggetti con un impeccabile merito di credito, condizione questa, di fatto, mai soddisfatta da un hedge fund, istituzione di modeste dimensioni, con una poco trasparente attività, con basso patrimonio reputazionale e, in genere, privo di qualsiasi rating. Un accesso diretto al securities lending market per gli hedge fund è di massima improponibile. Il prime broker, di solito una grande e famosa istituzione finanziaria con un rating più che accettabile, agendo as principal, sostituisce il proprio rischio a quello dell'hedge fund nei confronti del prestatore dei titoli.

Contrariamente all'investitore istituzionale, il prime broker è disposto ad assumersi il rischio di credito nei confronti dell'hedge fund, a fronte di una 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.

La transazione tra hedge fund e prime broker con riferimento al prestito di titoli azionari assume una struttura che, a seconda della natura del collateral fornito, può essere di *cash-collateralized stock borrow* oppure di *non-cash-collateralized stock borrow* (MSDW 1999). Nel primo caso, l'hedge fund ottiene i titoli in prestito dando in garanzia della liquidità (cash collateral). Il prime broker investe il denaro ottenuto in strumenti finanziari a breve termine al rendimento di mercato monetario, parte del quale girato all'hedge fund. Il prime broker trattiene uno spread tra il rendimento di mercato monetario e il tasso pagato all'hedge fund come negoziato tra le parti. Nel non-cash-collateralized stock borrow, i titoli sono dati in prestito all'hedge fund contro consegna in garanzia di non-cash collateral, di massima titoli a reddito fisso posseduti dall'hedge fund. L'hedge fund paga al prime broker una commissione per la disponibilità dei titoli presi a prestito.

Sempre nell'ottica di supportare l'operatività degli hedge fund sui mercati finanziari, un secondo "*core service*" del prime broker consiste nel finanziamento delle posizioni lunghe del fondo, il cd. *margin financing*. Quando il manager vuole costruire una posizione lunga con un determinato coefficiente di leva, il prime broker fornisce la liquidità necessaria al regolamento della transazione nel rispetto dei limiti

imposti dal proprio sistema di controllo dei rischi del fondo. Assieme ai servizi di securities lending, la concessione di crediti per consentire al fondo hedge di ricorrere alla leva, produce in media l'80% dei ricavi del prime broker (Hendel 1999).

Per mitigare l'esposizione creditizia assunta dal prime broker verso il fondo, le attività di quest'ultimo sono date in pegno con deposito (collateralized) al prime broker fino a un controvalore di mercato sufficiente a coprire l'indebitamento assunto più un adeguato margine di garanzia contro l'eventualità di una discesa del valore di mercato del pegno (overcollateralization). A tal fine, il prime broker rivaluta continuamente le garanzie (collateral) che l'hedge fund presta o può prestare, applicando uno sconto rispetto al loro *fair market value* in modo da proteggersi, nel caso un hedge fund dovesse rivelarsi insolvente, contro l'eventualità di un deprezzamento dei beni a garanzia conseguente a un movimento avverso dei prezzi di mercato. La differenza tra la valutazione del collateral ed il suo fair market value prende il nome di "*haircut*".

Per agevolare la collateralization dell'attivo in relazione alle mutevole esigenze dettate dalla sua attività di trading, il prime broker deve risultare depositario ultimo dell'intero patrimonio del fondo.

Laddove i fondi hedge si propongono come puri private investment vehicle, la figura del prime broker e quella del depositario ufficiale del patrimonio del fondo coincidono sempre stante l'evidente sovrapposizione operativa dei ruoli.

Nei Paesi che, invece, disciplinano l'hedge fund come una fattispecie particolare di uno schema di investimento collettivo autorizzato, ricorre l'obbligo per quest'ultimo di ricorrere ai servizi di una pura banca depositaria locale. Deve risultare, allora, possibile una qualche forma di sub-deposito delle attività del fondo presso il prime broker. Così, ad esempio, in Irlanda il patrimonio del fondo è custodito presso il prime broker su un conto in nome della banca depositaria e per conto dell'hedge fund. Le difficoltà frapposte in proposito dalla legislazione italiana in materia di banca depositaria hanno costituito la principale causa dello scarso sviluppo di fondi hedge fund puri domiciliati in Italia.

Il prime broker si trova nella condizione ideale di valutare e controllare pienamente i rischi dell'hedge fund se è il solo a fornire questo tipo di servizio a un hedge fund. Solo la completa trasparenza del fondo permette una valutazione complessiva dei rischi del portafoglio che tenga conto della correlazione tra le diverse posizioni e asset class e permette di differenziare tra transazioni di copertura e posizioni speculative. L'attività di collateral management, fulcro essenziale per il processo di risk management del prime broker, magnifica la propria efficienza se concentrata presso un'unica istituzione con conseguente benefici in termini di costo, tempi di accesso e quantità di margin lending e di securities lending ottenibili dall'hedge fund. Qualora il fondo decida di avvalersi di più prime broker, questi ultimi perdono la piena visibilità sulle operazioni e sulle sue posizioni del fondo e reagiscono adottando un approccio assai più restrittivo nell'erogazione del marging lending e del securities lending in termini sia di quantità, sia di costo, sia di haircut richiesti.

Si comprende, quindi, come la scelta di avvalersi di più prime broker sia infrequente, ricorrendo solo in pochi casi di fondi di grandi dimensioni e molto intenzionati a tutelare la segretezza delle strategie d'investimento perseguite.

Poiché il prime broker acquisisce pieno titolo legale (cd. *taking title*) sulle attività del fondo, nelle giurisdizioni anglosassoni quest'ultimo vanta verso il prime broker solo un diritto alla riconsegna di attività equivalenti o del loro controvalore monetario, di fatto sopportando un vero e proprio rischio di credito di rilevanti dimensioni e concentrato verso un unico soggetto. Il rischio di credito è tanto maggiore quanto più pronunciata risulta la over-collateralization chiesta dal prime broker e quanto più un hedge fund consente al prime broker di utilizzare i titoli in subdeposito per operazioni in nome e per conto proprio al fine di ottenere un abbattimento del costo dei servizi di prime brokerage.

Preoccupata di questo rischio di credito "inverso", la banca centrale irlandese è intervenuta disciplinando con rigore il rapporto intercorrente tra il fondo e il suo prime broker nell'intento di assicurare una migliore tutela rispetto a questo rischio di controparte agli investitori del fondo (Gavin 2001). Se da un lato ammette la possibilità che il patrimonio di un hedge fund sia in custodia presso un prime broker, dall'altro impone stringenti requisiti alla natura del rapporto giuridico entro il quale la custodia si realizza, alle caratteristiche del prime broker e alle pratiche di risk management utilizzabili dal prime broker.

Quanto all'inquadramento giuridico del rapporto, la custodia deve avvenire nell'ambito di un contratto di subdeposito tra prime broker (subdepositario) e banca depositaria (subdepositante).

Quanto alle caratteristiche del prime broker, è richiesto che esso sia autorizzato come broker-dealer e sottoposto a relativa regolamentazione da un'autorità di vigilanza riconosciuta dalla banca centrale irlandese, disponga di una capitalizzazione non inferiore a 200 milioni di US$ e presenti un *credit rating* minimo di A1 o equivalente riconosciuto dalle principali agenzie di analisi del rischio di credito.

Infine, relativamente alle pratiche di risk management perseguite dal prime broker è stabilito che:

a) il controvalore delle attività su cui esso acquisisce legal title non può eccedere l'indebitamento dell'hedge fund (divieto di overcollateralisation);
b) l'accordo tra con l'hedge fund preveda una procedura di giornaliera di marking-to-market delle posizioni e una procedura di *close-out netting* finalizzata a evitare che il fondo debba insistere sull'eventuale massa fallimentare del prime broker rivelatosi insolvente come un qualsiasi creditore chirografario;
c) vi sia una chiara illustrazione dell'assetto della relazione con il prime broker nel regolamento e nel prospetto del fondo.

In termini di contributo al rischio sistemico, i prime brokers assumono un ruolo articolato e polivalente. Da un lato, permettendo agli hedge fund di ricorrere in modo anche pesante alla leva finanziaria, si può ritenere che contribuiscano ad accentuare la possibilità di crisi destabilizzanti a livello di sistema come esemplifica l'esperienza del fondo LTCM (Dunbar, 2000). Dall'altro, accordando agli hedge fund margini di manovra più o meno ampi in relazione a un'attenta valutazione del rischio di controparte che essi comportano, i prime broker fungono da ingranaggi fondamentali per l'operare di un sistema di disciplina decentralizzato e di libero mercato, invece che centralizzato e di natura amministrativa, verso cui il sistema finanziario pare oggi tendere.

Per altro, la valutazione del rischio di controparte da parte del prime broker diverge necessariamente dalle valutazioni sul rischio sistemico e sul rischio di integrità dei mercati che devono essere proprie di

un'autorità di vigilanza. Oltre alla presenza delle esternalità già sottolineate nel secondo paragrafo, interviene a riguardo il meccanismo di gestione delle garanzie che il prime broker pretende dal fondo e la cui funzione è proprio di attenuare il legame tra il rischio di controparte di interesse per il prime broker e il rischio sistemico e d'integrità dei mercati di interesse più generale. Ne conseguono sia la complicazione dell'esigenza di tutelare gli investitori presenti nel fondo dal rischio di controparte del prime broker, sia la non perfetta sostituibilità della funzione di risk management svolta da un'autorità di vigilanza con puri meccanismi di mercato. La tendenza in atto da parte delle autorità è di intervenire indirettamente dettando i criteri a cui i prime broker devono informare le loro pratiche di risk management (IOSCO 1999) e assicurarsi della corretta applicazione di dette pratiche (BCBS 1999, BCBS 2001).

9. Conclusioni

Sotto il profilo della gestione finanziaria, è da molti anni che gli hedge fund propongono una realtà alquanto variegata, tanto che fino alla recente affermazione di un modello europeo di hedge fund, l'elemento unificante di questi schemi collettivi di investimento era piuttosto da ricercarsi nella particolare soluzione data rapporto di mandato tra gestore e investitore da essi proposta (Lazzari 2000).

Si trattava di una soluzione che, incentrata su un'intensa attività di monitoraggio e su meccanismi di remunerazione del gestore molto incentivanti, minimizzava il ruolo e l'incidenza della regolamentazione e dell'attività di supervisione, qualificando gli hedge fund come dei private investment vehicle.

L'investitore trovava, così, in questi veicoli una opportunità di investimento a basso rischio sistemico o di mercato, compensata, però, da un profilo di rischio più pronunciato in termini sia di strategie perseguite dal singolo gestore prescelto (rischio finanziario idiosincratico), sia di possibilità di inefficienze o di frodi nella conduzione operativa dell'iniziativa.

Questi hedge fund complementano, pertanto, l'offerta dei più tradizionali prodotti di risparmio gestito che, soggetti a un'estesa normativa e a una vigilanza invadente, contengono al meglio il rischio operativo e il rischio finanziario discendente dalla discrezionalità decisionale del gestore, ma espongono i risparmiatori a un più rilevante rischio di mercato non diversificabile.

L'azione di alcuni legislatori europei, segnatamente quello irlandese e quello italiano, sta però ridisegnando in modo marcato i confini dell'industria degli investimenti alternativi.

La figura di hedge fund che sta emergendo in Europa è quella di un fondo che combina tutte le salvaguardie per i risparmiatori offerte dalla disciplina e dalla vigilanza pubblica del sistema finanziario verso il rischio operativo, con la possibilità di assegnare al gestore una discrezionalità decisionale nel definire le politiche di investimento del fondo finora sconosciuta nei veicoli regolamentati.

Il prodotto hedge fund di stile europeo, pertanto, si caratterizza per una bassa esposizione sia al rischio operativo, al pari dei tradizionali schemi di investimento collettivo previsti da tempo dalla normativa, sia al rischio di mercato, al pari, stavolta, dei tradizionali private investment vehicle statunitensi con cui condividono l'elevata flessibilità decisionale del gestore in merito all'universo dei titoli investibili, nonché alla scala e alla direzione delle posizioni assunte. La componente di rischio più rilevante propria di questi schemi di investimento alternativi europei è quindi quella finanziaria di natura idiosincratica.

Siffatta evoluzione si è resa possibile per l'avanzamento delle conoscenze finanziarie e delle capacità tecnologiche disponibili. Esso sta consentendo alle autorità di abbandonare la rigidità di un approccio *arm's lenght* fortemente restrittivo, la cui adozione è stata a lungo necessaria per realizzare i tradizionali obiettivi dell'intervento normativo sul sistema finanziario, ma anche assai socialmente costosa avendo obbligato gli operatori a rinunciare a opportunità rilevanti di *gains from trade*.

E' anche un'evoluzione che soddisfa meglio le esigenze di grandi investitori istituzionali, interessati sì a integrare i loro portafogli con opportunità di investimento alternative, ma anche assai sensibili alla dimensione del rischio operativo a causa delle molteplici relazioni di agenzia che si instaurano nella catena che corre dai risparmiatori individuali ai gestori finali.

Da ultimo, vale la pena notare come l'estrema diversità oggi riscontrabile nell'industria degli investimenti alternativi, sotto il profilo sia finanziario che economico istituzionale, può rendere difficile decifrare la reale natura dei prodotti più complessi e articolati. E' il caso, ad esempio, dei fondi di fondi hedge costituiti come veicoli on-shore regolamentati e vigilati. Nella misura in cui i fondi hedge puri nei quali essi risultano investiti operano off-shore o sono costituiti negli USA, la loro natura sostanziale non risulta del tutto aderente a quella formale.

Bibliografia

Barth, M.H., M. Blanco, 2001, US Regulatory and Tax Considerations for Off-shore Funds, in *The capital guide to off-shore funds 2001*, ISI Publication;

BCBS, 1999, *Sound practices for banks' interactions with highly leveraged institutions*, Basel Committee on Banking Supervision;

BCBS, 2001, *Review of Issues relating highly leveraged institutions*, Basel Committee on Banking Supervision;

Butler, D.S., 1998, Choosing a domicile: a practitioner view, *IMM guide to off-shore funds*;

Butler, D.S., 2001, Equalisation: Is it worth the heartache, *Aima newsletter*, settembre;

Campbell, T., 1994, When is it appropriate to use a limited liability company, *Journal of financial planning*, gennaio;

Cullen, I. H., 2001, *Hedge funds: Law and Regulation*, Sweet & Maxwell;

Didler Prime, 2001, Alternative investment indusrty in Luxemburg, *Aima newsletter*, dicembre;

Dunbar N., 2000, *Inventing Money: the story of LTCM and the legends behind it*, Wiley;

Fabozzi, F.J., 1997, *Securities Lending and Repurchase Agreements*, Frank J. Fabozzi Associates;

Franks, J.R., S.M. Schaffer e M.D. Staunton, 1998, The direct and compliance costs of financial regulation, *Journal of Bnaking and Finance 21*;

FSA, 2002, *Hedge Funds and the FSA*, Discussion Paper 16;

Gavin, J.M., 2001, *The interaction between hedge funds strategies, the role and the function of prime brokers and the Central Bank of Ireland*, Finance Dublin;

Hendel, S., 1999, *Hedge funds and their relationship with prime brokers*, Morgan Stanley & Co.;

IOSCO, 1999a, Securities lending transaction: market development and implication;

IOSCO, 1999b, Hedge funds and other highly leveraged institutions;

Lazzari, V., 2000, Economia e finanza degli hedge funds, *Banca Impresa e Società 19*, n° 3;

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

Lazzari, V., A. Cardani, E. Comi, 2003, L'offerta dei fondi di fondi speculativi in Italia, *Liuc Papers 128, serie Financial markets and corporate governance 2*;

Lebrecht, A.E., 1998, Regulatory aspects of hedge funds in Switzerland, *Swiss hedge fund newsletter*, I trimestre;

Liang, B., 2002, Hedge fund returns: auditing and accuracy, *Case Western University working paper*;

Marzin, G.J., 1999, *One size does not fit all: deciding whether a master-feeder structure makes sense*, Lowenstein Sandler PC;

MSDW, 1999, *Equity Financing Services: Equity Securities Lending*, Morgan Stanley Dean Witter, gennaio;

Perry, M., 2001, *Buiding better barrier to entry? A comparative review of investment management regulation in the United States and in the United Kingdom focusing on registration, authorization and ongoing requirements*, Brooklin Law School;

Rosenblum, P.M., 2001, *Organization of a private investment fund: basic structural and legal issues*, Foley, Hoag & Eliot LLP;

Ross, S., 1973, The economic theory of agency: the principal's problem, *American Economic Review*, 63;

Sadis & Goldberg LLC, 1999, *Choosing between a master feeder or a side by side structure*;

Spence, A.M., 1973, Job Market Signalling, *Quarterly Journal of Economics 90*;

Spencer, P.D., 2000, *The structure and regulation of financial markets*, Oxford U.P.;

Wainwright, B., 1996, *IRS adopts "check the box" classification regulation*, Partnership Tax Bulletin;

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

Note

[*] Il primo autore riconosce il supporto finanziario fornito dal Ministero dell'Istruzione, Università e Ricerca di cui si è avvalsa la ricerca.

[#] Professore di Economia degli Intermediari Finanziari, Università Cattaneo LIUC, Castellanza (VA)

[##] Hedge fund research analyst, Londra.

[1] Una *family owned company* è una società o una fondazione od un *trust* posseduto direttamente o indirettamente da due o più persone legate da vincoli di parentela.

[2] Il *Commodity pool operator* è un "operatore che ricevendo da altri delle disponibilità liquide, dei valori mobiliari o altre proprietà, li impiega nella negoziazione di futures ed opzioni".

[3] I *qualified eligible partecipants* definiti dalla *Rule 4.7(a)* del CEA comprendono i broker/dealer e ogni persona con almeno un patrimonio in titoli di 2.000.000 di US$ o 200.000 $ in margini su contratti futures.

[4] Tale obbligo riguarda sia procedure in grado di assicurare la conoscenza della solidità finanziaria dei *JBO partecipants*, sia procedure di *stress testing* del portafoglio dell'hedge fund.

[5] La *net capital rule* prevede requisiti di capitalizzazione minima per i broker/dealer.

[6] Il *net liquidating equity* è definito come la somma del valore di mercato dei titoli depositati più gli eventuali crediti, meno il valore di mercato delle posizioni corte presenti sul conto.

[7] Sono considerati servizi di *research* quelli che forniscono assistenza all'*adviser* nell'attuazione delle sue decisioni di investimento secondo la definizione contenuta nella *Section 28(e)(3).*

[8] Sono tali le Autorità degli Stati dell'Unione Europea e di Australia, Canada, Hong Kong, Giappone, Singapore, Svizzera e Stati Uniti.

[9] La figura giuridica del trust è molto diffusa all'estero. L'accordo di trust, che prende il nome di *trust deed*, prevede il coinvolgimento di tre soggetti: il *settlor of the trust*, ossia il promotore dell'accordo che, nel caso in esame, è la società di gestione; il *trustee*, ossia la banca depositaria con pieno titolo legale sulle attività del fondo; il *beneficial owner*, ossia il fondo stesso nel cui interesse sono gestite le attività suddette.

[10] Il motivo dell'interposizione formale di una off-shore investment manager tra il fondo e il suo effettivo gestore è di natura fiscale, dipendendo, come spiegato appena più oltre, dall'esistenza di una imposta di bollo sulle transazioni di acquisto e vendita di azioni estere, nonché di sottoscrizione e riscatto di fondi esteri, operati per conto di un qualunque fondo off-shore da un gestore svizzero.

[11] La quotazione della holding presso la borsa di Zurigo in qualità di investment company implica che, oltre ai requisiti comuni a tutte le società quotate, essa deve rispettare altri e più severi obblighi informativi nei confronti degli azionisti-investitori e accettare di essere sottoposta a più rigorosi controlli.

[12] L'operazione con cui il prime broker si assicura la disponibilità dei titoli da girare all'hedge fund può essere allacciata con il proprietario degli stessi nell'ambito di un *principal relationship / broker-dealer managed program*, o con la banca depositaria di cui questi si avvale dando luogo a un rapporto di *custodial agency / custody bank managed program*, o, ancora, per il tramite di un terzo soggetto via un *non-custodial agency / third party lender program* (Fabozzi 1997).