



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI MACERATA

Dipartimento di Istituzioni Economiche e Finanziarie

Profili istituzionali e reddituali degli *hedge funds*

Davis Moschini

Temi di discussione n. 29

Profili istituzionali e reddituali degli *hedge funds**

Davis Moschini

Abstract

All'interno del settore del risparmio gestito, da tempo negli Stati Uniti e solo di recente in Italia, hanno fatto la loro comparsa gli *hedge funds*, che per le peculiari caratteristiche intrinseche hanno assunto la connotazione di investimenti alternativi. In questo lavoro sono stati esplorati i principali aspetti istituzionali, organizzativi e gestionali di questa nuova categoria di fondi, ripercorrendone le tappe evolutive: dalla primigenia concezione dell'ideatore della strategia *hedge* (*Alfred W. Jones*), fino all'attuale assetto di un moderno fondo alternativo. Sono stati altresì riportati i risultati di un'analisi su un campione di 128 fondi, tesa a valutare il grado di persistenza nel tempo delle *performance*. Al fine di comprendere la natura dei fondi *hedge*, in particolare dinanzi scenari avversi dei mercati finanziari, è stata articolata una disamina che attraverso i risultati conseguiti da varie indagini, condotte da molteplici studiosi del settore, ha permesso di estrapolare un giudizio positivo di sintesi sull'opportunità di investire in fondi *hedge* parte di un portafoglio costituito da sole attività finanziarie tradizionali. Accanto agli aspetti positivi sono stati altresì considerati i limiti e i potenziali svantaggi legati al fenomeno *hedge fund*.

Davis Moschini, Dipartimento di Istituzioni Economiche e Finanziarie,
Università degli Studi di Macerata, Via Crescimbeni 20, 62100, Macerata,
Italia, davis.moschini@unimc.it

*L'autore rivolge un ringraziamento particolare alla prof.ssa Elena Beccalli e a tutti coloro che hanno partecipato al seminario del Dipartimento di Istituzioni Economiche e Finanziarie dell'Università degli Studi di Macerata per i loro utili suggerimenti.

1 Introduzione

Negli ultimi anni la situazione instabile dei mercati finanziari internazionali e i prodotti sempre più complessi concepiti dall'ingegneria finanziaria hanno reso inconfutabile l'importanza di una spiccata professionalità e competenza tecnica degli investitori, perché sia possibile conservare il capitale e generare rendimenti reali positivi. Nonostante i preziosi vantaggi offerti da una gestione professionale centralizzata, gli avvenimenti borsistici e l'incertezza che aleggia nel clima internazionale hanno evidenziato i limiti dell'approccio indicizzato, che lega le sorti delle *performance* alle fluttuazioni dei mercati. In circostanze analoghe passate, la comunità finanziaria ha avuto l'opportunità di esplorare le prerogative di una gestione alternativa che per contro persegue rendimenti assoluti.

Gli *hedge funds*, apparsi per la prima volta nel 1949 sul mercato americano, hanno concentrato in breve tempo l'interesse degli operatori finanziari, esibendo rendimenti non convenzionali qualora paragonati ai profitti d'ogni altra forma d'investimento. Non sono mancate le occasioni per dipingere i fondi *hedge* come un prodotto ad alto rischio: basti ricordare il tracollo nel 1998 del *Long Term Capital Management*, che ha richiesto l'intervento della *Federal Reserve* per evitare lo spettro di una crisi sistemica. La conformazione organizzativa di questi fondi, studiata ingegnosamente per aggirare la gran parte dei vincoli normativi statunitensi, preposti alla regolamentazione dei tradizionali fondi comuni, insieme con la scarsa trasparenza delle strategie di *trading*, impiegate dai gestori degli *hedge funds*, hanno ascrivito un alone di mistero intorno la natura degli *alternative fund*, inducendo la comunità finanziaria al sospetto. Durante gli ultimi dieci anni e nonostante la diffusa diffidenza, l'industria dei fondi alternativi ha registrato un considerevole sviluppo, annoverando alla fine di gennaio 2005 un numero approssimativo di unità diffuse nel mondo di poco superiore a 8.000, per un totale di quasi 1.000 miliardi di dollari di attività in gestione.¹ Le cifre non sono paragonabili con il complesso dei fondi tradizionali, la cui industria ha quasi raggiunto la ragguardevole cifra degli 8 mila miliardi di dollari di attività in gestione, ma il fenomeno *hedge fund* è piuttosto recente e ha già dimostrato enormi potenzialità.

Nel 1949 Alfred W. Jones, ideatore dei fondi alternativi, ha concepito un innovativo approccio per la gestione del risparmio che, imperniato su una logica di copertura ("*hedge*" significa infatti barriera), ha fatto dei mercati in declino il proprio punto di forza, esaltando il talento dei migliori *investment manager*. In termini di teoria finanziaria, cardine del nuovo ap-

¹Fonte: *Hennessee Group LLC*, gennaio 2005.

proccio è divenuto l'alfa d'ogni opportunità d'investimento, vale a dire la redditività intrinseca di un'attività, che ha sostituito l'usuale beta: espressione del rendimento generato dai movimenti del mercato e misura prevalente delle *performance* dei tradizionali fondi comuni. È su questa intuizione che abili gestori, attraverso l'uso della leva finanziaria, le vendite allo scoperto e i recenti strumenti derivati, hanno costruito complesse strategie tese a moltiplicare la redditività espressa dall'alfa indipendentemente dalle sorti delle quotazioni del mercato. Paradossalmente gli *hedge funds* concepiti per contenere il rischio sono stati invece frettolosamente riconosciuti come rischiosi e spesso ingiustamente accusati di aver causato disastri finanziari internazionali, quali l'uscita dallo SME nel 1992 della valuta inglese e di quella italiana, per fare un esempio. È chiaro altresì, come dimostrato in Amin e Kat (2002) che, per effetto della scarsa correlazione con le tradizionali attività finanziarie, convogliare una parte del portafoglio di un ipotetico risparmiatore sui fondi *hedge* non può che migliorarne l'efficienza allocativa: intesa in termini di minor rischio e maggior rendimento. Dalla primigenia concezione di Jones, la natura strategica degli *hedge funds* ha subito molteplici cambiamenti, spesso discostandosi dal progetto originario e, ancora oggi scarsi sono gli studi dedicati al fenomeno dei fondi alternativi. Gli *hedge funds*, originari degli Stati Uniti e ivi da tempo conosciuti, da poco hanno fatto ingresso nel sistema finanziario italiano.

Nel 1999 il decreto n. 228 del 24 maggio, emanato dal Ministro del Tesoro, Bilancio e Programmazione Economica, ha aperto le porte del mercato italiano a questa nuova realtà, consentendo alle Società di gestione del risparmio (appositamente costituite) la facoltà d'istituire fondi speculativi: l'equivalente italiano degli statunitensi *hedge funds*. I fondi alternativi nella fattispecie *hedge* o speculativi costituiscono una realtà molto più complessa rispetto il comparto tradizionale della gestione collettiva del risparmio. Numerosi sono gli aspetti organizzativi che li differenziano dai fondi comuni, sia sul piano dell'organizzazione interna e delle prerogative del gestore, sia dal punto di vista delle metodologie gestionali del portafoglio gestito. È in particolare nelle tecniche di gestione che si rilevano le distinzioni più evidenti. In effetti, l'uso dei derivati e la leva finanziaria costituiscono strumenti sottoposti a severi controlli nell'ambito dei fondi tradizionali, mentre lo *short selling* è assolutamente vietato. Per i fondi *hedge* viceversa non esiste alcun limite circa l'uso e il grado di esposizione agli strumenti di cui sopra. La combinazione di questi elementi definiscono una notevole varietà di stili gestionali per i quali indifferentemente è l'abilità del gestore che segna la differenza.

L'obiettivo che si intende perseguire con il presente lavoro è di articolare una disamina accurata sui più importanti profili istituzionali (nel senso

più ampio del termine: compresi i profili organizzativi e gestionali) dei fondi *hedge* per capire, anche attraverso un'analisi su un campione di fondi tratto da un database del Monte dei Paschi di Siena S.p.a., se questo peculiare strumento di gestione del risparmio possa connotarsi come una valida alternativa all'industria dei fondi comuni d'investimento e alle altre tradizionali *asset class*, in particolare di fronte scenari di mercato avversi.

Di seguito sono stati considerati i dati strutturali dell'industria dei fondi *hedge* dalle origini fino alla recente evoluzione, approfondendo i concetti di rischio e rendimento, in una prospettiva comparativa con i tradizionali fondi comuni d'investimento. La terza sezione si apre sulla cornice giuridica statutaria, che ha profondamente inciso la morfologia dei fondi *hedge*, analizzando successivamente l'approccio seguito dal legislatore italiano e dalle competenti autorità, che hanno creato i presupposti normativi per lo sviluppo in Italia di un mercato dei fondi speculativi. La sezione quarta si occupa degli aspetti gestionali e organizzativi degli *hedge funds* e rileva il complesso rapporto di agenzia che lega l'operato del gestore agli interessi dei partecipanti al fondo. La quinta sezione introduce il *dataset* e la metodologia statistica usata per realizzare una verifica empirica sul grado di persistenza delle *performance* di un campione di fondi *hedge* e i risultati ottenuti. L'ultima parte conclude il lavoro.

2 Il fenomeno *hedge fund*.

2.1 Dati strutturali dell'industria dei fondi *hedge*.

All'interno del panorama dei fondi comuni d'investimento è ravvisabile un punto di scissione tra i fondi a gestione passiva e quelli a gestione attiva in base all'attivismo che contraddistingue il gestore, sebbene entrambe le fattispecie siano agganciate inevitabilmente alla *performance* di un *benchmark* di riferimento. La strategia passiva trova un solido appoggio teorico da parte dei sostenitori della tesi del mercato efficiente. In quest'ultima situazione nessun gestore può rivelarsi tanto brillante da conseguire risultati economici sistematicamente migliori dell'andamento complessivo del mercato. Ed è proprio su questa convinzione che appare conveniente seguire un approccio del tipo *buy and hold*. Se il portafoglio del fondo fosse identico a quello sottostante il *benchmark*, il rendimento risulterebbe molto simile a quello dello stesso indice. Poiché il parametro di riferimento è spesso identificato con un indice di mercato o con un paniere di indici, i fondi che seguono una strategia perfettamente passiva sono spesso definiti fondi indici o fondi indicizzati. Una simile gestione non richiede raffinate analisi di valutazione dei titoli e spesso

si risolve in un sistema automatizzato che consente di minimizzare il *tracking error*. Il vantaggio principale della strategia passiva, oltre ad una contenuta volatilità, è legato ai costi che sostiene l'investitore. La partecipazione a un fondo passivo generalmente comporta un costo inferiore rispetto ad uno attivamente gestito, per effetto almeno di un ridotto *turnover* del portafoglio. L'aspetto negativo più evidente si riscontra durante le fasi discendenti del mercato, che inesorabilmente trascinano verso il basso la *performance* del fondo, giacché l'unica forma di protezione dal rischio (nella fattispecie idiosincronica) adottata dal gestore è rappresentata dalla diversificazione. È di fronte a questa circostanza che risalta la bravura di un gestore attivo, il quale dovrebbe essere in grado di intervenire con finalità protettive sul portafoglio (riduzione dell'esposizione dell'*asset* all'andamento del mercato per favorire un incremento di liquidità). Diverse sono le tecniche disponibili per realizzare una gestione attiva. È possibile intervenire nella selezione delle attività più appetibili sulle quali si ripone maggiore fiducia (*stock picking* o *selectivity*) e/o anticipando i movimenti rialzisti ovvero ribassisti del mercato (*market timing*), tuttavia tranne casi particolari come nei fondi misti, non è consentito per effetto del *benchmark* la definizione dell'*asset allocation*. Sebbene quanto sopra rappresenti il punto di forza di una gestione attiva, non è mai stato dimostrato nella realtà che tale strategia abbia consentito di limitare gli effetti di *trend* discendenti del mercato sui rendimenti. L'andamento dei mercati internazionali negli ultimi anni, il ribasso dei titoli tecnologici successivamente alla bolla speculativa e l'incremento consistente di fasi ad alta volatilità hanno fortemente condizionato il peggioramento delle *performance* a dimostrazione di quanto appena detto.

La stretta dipendenza dei gestori di *mutual funds* dai *benchmark* è uno dei motivi fondamentali dello sviluppo degli investimenti alternativi. L'*alternative investment area* si manifesta come un nuovo spazio ricavato all'interno della categoria del risparmio gestito. Comprende i *private equity funds*,² *venture capital funds*,³ i fondi di fondi e gli *hedge funds*, (Nichele e Stefanini, 2002). C'è chi sostiene che un altro motivo a sostegno dello sviluppo degli *hedge funds* è da ascrivere all'effetto dimensionale che caratterizza l'industria del risparmio gestito. [...] Il processo di concentrazione delle grandi istituzioni finanziarie (banche e assicurazioni), maggiormente coinvolte nell'amministra-

²Si tratta di una forma d'investimento di medio/lungo termine realizzata da investitori istituzionali e consistente in partecipazioni in imprese giudicate di elevate potenzialità. L'operazione è finalizzata al sostenimento dello sviluppo di società già avviate e l'obiettivo è ravvisabile nel conseguimento di una plusvalenza con la successiva cessione o quotazione della partecipazione.

³Rappresenta una sezione del *private equity* specializzata nel finanziare l'avvio di società di nuova costituzione.

zione dei patrimoni delle famiglie, ha reso necessaria "l'industrializzazione" del processo produttivo di gestione (Basilico, 1999). Conseguenza del fenomeno è che le capacità dei gestori risultano soffocate dalla dimensione del *business*, principalmente imperniato sul processo distributivo. Consapevoli delle proprie spiccate abilità nella ricerca di una *performance* assoluta, i gestori più intraprendenti hanno sviluppato vere e proprie iniziative imprenditoriali. Una figura individuale ovvero un ristretto *team* di persone, assumendosi i rischi tipici della gestione dei portafogli in piena autonomia, si sono sostituiti alla catena: azionista, consiglio d'amministrazione, gestore, analista, promotori, spezzando la complessità di un processo industriale a tutto vantaggio di una gestione realmente attiva.

Alfred W. Jones⁴ sviluppò una strategia scommettendo sulle sue capacità di *stock picker*. L'approccio ideato consisteva nel selezionare dapprima i titoli *mispriced*, per assumere poi posizioni lunghe sulle attività che riteneva sottovalutate dal mercato (sperando in un successivo rialzo delle quotazioni) e contemporaneamente assumere posizioni corte sui titoli giudicati sopravvalutati. In questo modo era possibile trarre profitto da entrambe le posizioni indipendentemente dal mercato.

L'uso dello *short selling*⁵ consentiva di eliminare in tutto o in parte il rischio sistematico (secondo la composizione del portafoglio) proprio quando le attività selezionate presentavano una correlazione positiva, ovvero facevano parte del medesimo settore di estrazione. Questa particolare *asset allocation* permetteva di difendersi dalle imprevedibili oscillazioni del mercato realizzando un *hedging* (copertura), in quanto rendeva il portafoglio *beta neutral*. Le vendite allo scoperto, non solo finanziavano almeno in parte le posizioni lunghe, ma consentivano piena libertà di espressione all'abilità di *stock picking* del gestore, sulla cui capacità era incentrato il successo di tutta la strategia. È per questa ragione che gli *hedge funds* sono spesso definiti *skill-based*. La *performance* del fondo derivava dalla correzione del *mispricing* dei titoli

⁴L'archetipo degli *hedge funds* è riconducibile ad Alfred Winslow Jones, sociologo alla *Columbia University* di *New York*, che dopo aver investigato come giornalista finanziario per conto della rivista *Fortune* sulle tecniche e i metodi di analisi del mercato, costituì nel 1949 un "fondo d'investimento" nella forma di *general partnership*.

⁵La vendita allo scoperto consiste nel vendere sul mercato un'attività finanziaria non di proprietà per riacquistarla in un momento successivo. Il titolo oggetto della negoziazione è preso in prestito da un *broker*, che lo detiene nel portafoglio dei propri clienti generalmente non informati dell'operazione, costituendo in garanzia un deposito di altri titoli o di liquidità, per un valore di solito pari al prezzo di mercato dell'attività presa in prestito. Ottenuto il titolo, questo sarà immediatamente venduto sul mercato azionario con lo scopo di riacquistarlo in seguito ad un prezzo più basso, realizzando un profitto. Il deposito di garanzia a volte è remunerato ad un tasso monetario, sebbene parte degli interessi maturati sono trattenuti dal *broker* a titolo di commissione.

presenti in portafoglio con peso sia positivo, sia negativo. Qualunque fosse stata l'oscillazione fatta registrare dal mercato, la compresenza di posizioni lunghe e corte ne avrebbe neutralizzato gli effetti sul valore del fondo. Si tracciava così il profilo del *market-neutral investor*, assolutamente nuovo rispetto ogni tradizione.⁶ Secondo le previsioni di *bull* o *bear market* diveniva altresì possibile creare delle esposizioni alle fluttuazioni del mercato, mantenendo una posizione netta rispettivamente lunga o corta.

Il modello originario di Jones non si basava su un portafoglio perfettamente *beta neutral*, ma comportava l'assunzione di *long positions* pari a circa il 110 per cento del capitale e *short positions* del 40 per cento, generando un'esposizione *net long* del 70 per cento. Di qui la definizione della strategia come direzionale rispetto il mercato, oggi spesso definita *Long/short equity long bias*. Al gestore restava anche la possibilità di selezionare fra titoli *grow* o *value*, *small*, *medium* o *large cap*.⁷ Appare evidente dalla composizione del portafoglio di Jones l'uso di un altro strumento: il *leverage*. Attraverso l'indebitamento è possibile investire sulla medesima strategia risorse per un ammontare superiore al capitale iniziale. In questo modo, se il rendimento dell'operazione è superiore al costo delle risorse prese in prestito, la *performance* può essere moltiplicata svariate volte. Bisogna in ogni modo precisare che l'uso della leva finanziaria nel fondo di Jones era piuttosto limitato.

Un altro aspetto innovativo, introdotto dall'ideatore degli *hedge funds*, è rappresentato dal particolare schema remunerativo del *general partner* (il gestore), che era incentrato su un'*incentive-based fee*: vale a dire una commissione annuale d'incentivo o *performance fee* proporzionale ai risultati di gestione conseguiti. La commissione era piuttosto elevata: pari al 20 per cento degli utili e diversamente dalla situazione attuale non era neppure inserita la clausola *high water mark*.⁸ Non era invece prevista alcuna *fixed fee* (Brown *et al.* 1999). Altro significativo aspetto che distingue il fondo di Jones è che il gestore affrontava direttamente i rischi della gestione partecipando con il proprio patrimonio nel fondo e reinvestendovi sovente i guadagni pervenutigli a titolo di commissione.

Nel 1952 la struttura dell'*hedge fund* di Jones subì una prima trasformazione di carattere giuridico: da *general partnership* divenne *limited partnership*. Successivamente Jones giunse a coordinare fino ad otto managers

⁶Sugli sviluppi in merito alla strategia gestionale *market neutral* si rinvia ai recenti risultati di Patton, 2004.

⁷Sono definiti *grow* i titoli con elevate potenzialità di crescita, mentre *value* si riferisce ai titoli sottovalutati. Sono titoli *small*, *medium* o *large cap* rispettivamente quelli con ridotta, media o elevata capitalizzazione di mercato.

⁸Letteralmente significa "Limite dell'acqua alta". Nel paragrafo 4.2 il concetto sarà adeguatamente approfondito.

preposti alla gestione dell'intero fondo, creando così una primigenia struttura multi-manager. Era stata realizzata la prima forma di "fondo di fondi *hedge*". Nel 1983 Alfred Jones modificò ancora una volta l'impostazione giuridica iniziale creando un autentico fondo di *hedge funds*⁹. In estrema sintesi le caratteristiche tipiche di un fondo alternativo, imperniato sull'originaria concezione di Jones, prevedono un'impostazione centrata sull'*hedging* (copertura), l'uso dello *short selling*, il *leverage* (leva finanziaria) e una struttura remunerativa del gestore fondata su una commissione *incentive-based*, oltre che la partecipazione diretta nel fondo del *general partner*.

Confrontando i rendimenti conseguiti dal fondo di Jones con le migliori *performance* dei più diretti concorrenti *mutual funds* dell'epoca e l'andamento del mercato statunitense, risalta con evidenza la supremazia dell'innovativa strategia di *trading*. Si veda la figura 1.

	<i>S&P 500</i>	Miglior <i>mutual fund</i>	Fondo di Jones
Rendimento a 5 anni: 1960-65	83 %	<i>Fidelity trend fund</i> : 225 %	325 %
Rendimento a 10 anni: 1955-65	225 %	<i>Dreyfuss fund</i> : 358 %	670 %

Figure 1: Confronto tra *mutual funds*, indice di mercato S&P500 e il fondo di Jones. *Fonte: G. J. Nicholas (1999), Investing in hedge funds, Bloomberg Press, Princeton.*

Negli anni 1967 e 1968 il mercato degli *hedge funds* fece registrare un incremento del 55 per cento. Un'indagine della *Securities and Exchange Commission* (SEC) risalente al 1968 valutava in 140 il numero complessivo dei fondi esistenti, molti dei quali creati nello stesso anno. Tra questi gestori era già possibile annoverare la presenza di *Gorge Soros* e *Michael Steinhardt*. I capitali in gestione erano stimati intorno ai 2 miliardi di dollari. Le iniziative che sorsero nel periodo immediatamente successivo furono dettate dall'entusiasmo di elevati profitti. Molti nuovi gestori tuttavia si resero conto delle difficoltà implicite nel modello di Jones, ascrivibili in particolar modo ad una gestione efficiente delle transazioni allo scoperto spesso articolate e costose. Ciò determinò l'incauta tendenza a discostarsi dall'approccio originario,

⁹Occorre precisare tuttavia che la prima struttura di questo tipo venne formalmente realizzata nel 1969 ad opera della *Leveraged Capital Holdings* (Nichele e Stefanini, 2002).

per avventurarsi nel mercato assumendo posizioni nette lunghe alla stregua delle tradizionali strategie. Tutto questo fu realizzato solo per rientrare nel meccanismo remunerativo, basato sulle elevate commissioni d'incentivo, tipico degli *hedge funds*. L'uso della leva finanziaria avrebbe moltiplicato il valore delle posizioni.

L'euforia dei facili guadagni aveva indotto a sottovalutare l'importanza del modello originario, che proprio nelle situazioni difficili del mercato concentrava il suo punto di forza. La discesa delle quotazioni verificatasi negli anni '69 - '70 prima e '73 - '74 in seguito causò una contrazione del mercato azionario del 26 per cento. Gli eventi travolsero la gran parte degli avventati gestori e fecero registrare complessivamente una riduzione del 70 per cento degli *assets under management*, con conseguenti fallimenti e casi di fuoriuscita dal mercato. L'entusiasmo e l'interesse della comunità finanziaria si spensero gradualmente e il settore degli *hedge funds* per diversi anni continuò ad operare nel silenzio.

Nel frattempo emersero nuove strategie e si affacciarono sulla scena i "global macro funds"¹⁰, che iniziarono ad utilizzare nuovi strumenti finanziari sia per coprirsi dai rischi del mercato, sia per realizzare operazioni a carattere speculativo: i derivati¹¹.

Dalla fine degli anni Ottanta l'industria degli *hedge funds* riprese a crescere considerevolmente, approssimandosi a gennaio 2005 ad oltre 8.000 unità e quasi mille miliardi di dollari di attività in gestione. Si veda la figura 2.

Il mercato degli *hedge funds* è cresciuto anche e soprattutto nelle piazze *off-shore*. Bisogna in ogni modo distinguere tra il numero dei fondi, che in prevalenza sono situati negli Stati Uniti e i patrimoni in gestione¹² che per il 54 per cento sono localizzati proprio nei paesi *tax heaven*¹³ o più comunemente noti come "paradisi fiscali". È interessante notare che molto spesso il gestore di un *U.S. fund* gestisce contemporaneamente un altro fondo in

¹⁰Si tratta di una categoria di fondi molto rischiosa che opera a livello internazionale e su ogni mercato alla ricerca dei più elevati guadagni. Particolare rilievo ha avuto il *Tiger fund* di Julian Robertson nell'articolo di Julie Rohrer, intitolato "The red hot world of Julian Robertson" e pubblicato nella rivista *Institutional Investor* nel maggio 1986. L'articolo rileva le straordinarie *performance* conseguite (43 per cento annuo al netto di commissioni contro il 18,7 per cento dello S&P500 durante lo stesso periodo).

¹¹A tal proposito, nel 1985 Robertson attuò un'imponente operazione "macro" acquistando 7 milioni di dollari di opzioni *call* su alcune valute europee e su quella nipponica prospettando un indebolimento del dollaro. In poco tempo il successo dell'operazione moltiplicò diverse volte il capitale inizialmente investito (Manuli, 1999).

¹²Risultati tratti da uno studio condotto da *Tremont Partners, Inc.* e *Tass Research*.

¹³Fra i diversi centri *off-shore* si ricordano Bermuda, Bahamas, Isole Cayman, Isole Vergini Britanniche, Antille Olandesi, ma anche piazze europee come l'Irlanda (Dublino).

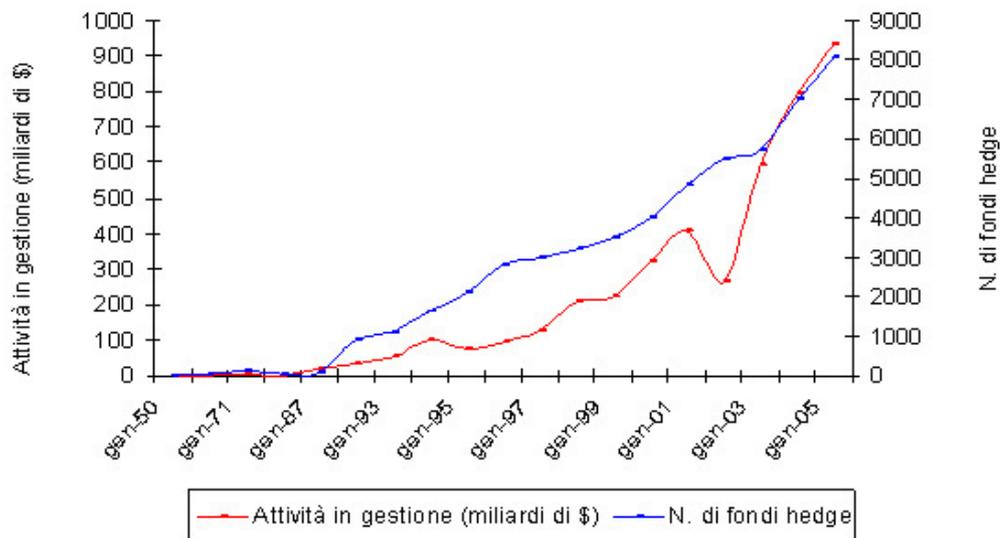


Figure 2: Numero dei fondi *hedge* e attività in gestione, (gennaio 1950 - gennaio 2005). Fonte: Hennessee Group LLC, gennaio 2005.

una piazza *off-shore*¹⁴. In Italia i dati aggiornati al primo trimestre del 2004 riportano cifre non affatto trascurabili con un totale di attività in gestione da parte dei fondi speculativi pari a 8,4 miliardi di euro e in particolare una crescita rispetto l'anno precedente del 35 per cento¹⁵. Secondo alcune stime di *Van Hedge Fund Advisory International*, nell'ultimo decennio l'industria degli *hedge funds* è cresciuta ad un tasso medio del 17 per cento annuo, con una previsione di oltre 11.000 fondi entro la fine del 2008 e circa 1.700 miliardi di dollari di attività in gestione.

La domanda di fondi *hedge* si ripartisce principalmente tra clientela privata e investitori istituzionali. La domanda privata proviene in particolare dagli *high net worth individuals* ovvero dagli *ultra-hnwi*. I primi si caratterizzano per un patrimonio finanziario¹⁶ superiore ad un milione di dollari, mentre i secondi si distinguono per un patrimonio che supera i 30 milioni di dollari. Secondo lo studio *World Wealth Report 2001* di *Merrill Lynch/Cap Gemini Ernest & Young* (Nichele e Stefanini, 2002), nel 2000 gli *hnwi* pre-

¹⁴Così è ad esempio per Julian Robertson che dirige il *Tiger Fund* e il "fratello" *off-shore Jaguar Fund*.

¹⁵Dati tratti da Mondo Hedge.

¹⁶Per patrimonio finanziario si intende l'insieme delle risorse finanziarie non impiegate in beni reali e durevoli, ovvero il totale delle risorse liquide accumulate nel tempo.

senti nel mondo erano 7,2 milioni con una ricchezza detenuta pari a 27.000 miliardi di dollari. Dallo studio si evince che in media nel 2000 gli *hnwi* hanno investito il 4 per cento del loro portafoglio in *hedge funds* e *private equity*, mentre gli *ultra-hnwi* vi hanno investito l'8 per cento. Si prevede che la ricchezza degli *hnwi* crescerà dell'8 per cento annuo fino a raggiungere i 39.700 miliardi di dollari entro la fine del 2005 e la domanda di investimenti alternativi è pertanto destinata a crescere.

Dal lato della clientela istituzionale è possibile individuare i fondi pensione, le fondazioni, le banche, le assicurazioni, le casse previdenziali, i fondi di fondi, i *brokers*, gli *endowments*¹⁷ e altri ancora. Allo scopo di valutare il cambiamento nel tempo della domanda internazionale, è utile riportare i dati di una ricerca *Kpmg* del 1996, quelli di una ricerca *JP Morgan-Hedge Fund Research* del 1999 e i dati aggiornati a gennaio 2005, tratti da *Hennessee Group LLC Hedge Fund Advisory*. Si veda la figura 3.

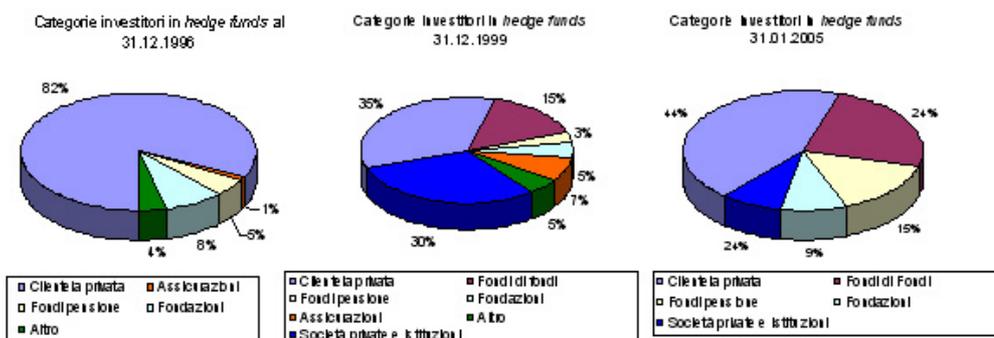


Figure 3: Categorie di investitori in fondi *hedge*. Fonte: *Kpmg*, 1996, *Hedge Fund Research, Inc.*, *JP Morgan*, 1999, *Hennessee Group LLC*, 2005.

I dati risalenti al 1996 attribuiscono l'82 per cento degli investimenti in fondi *hedge* alla clientela privata e il restante 18 per cento a quella istituzionale¹⁸. I risultati dell'indagine del 1999 rilevano invece un ribaltamento

¹⁷Gli *endowments* sono i fondi di dotazione delle università private americane.

¹⁸Suddivisa in: 1 per cento assicurazioni, 5 per cento fondi pensione, 8 per cento fondazioni e 4 per cento altri.

delle proporzioni. La domanda derivante dalla clientela istituzionale¹⁹ ha raggiunto il 65 per cento (compresa la quota di fondi di fondi *hedge*) del totale investito in fondi *hedge* da parte della clientela non residente negli USA, mentre gli *hnwi* rappresentavano il rimanente 35 per cento. L'indagine del gennaio 2005 ridistribuisce le quote nuovamente a favore della clientela privata, facendo tuttavia rilevare l'emergere del fenomeno dei fondi di fondi *hedge*, che assume una consistenza crescente nel tempo.

Altro aspetto interessante sulla natura dei fondi *hedge* riguarda la loro dimensione, in termini di *assets under management*. Alla fine del 2000 *Van Hedge* identificava nell'ambito del proprio database un valore medio del carattere pari a 90 milioni di dollari. In effetti, in prossimità di 100 milioni di dollari la gestione del fondo tende a risentire di possibili diseconomie dovute ad una minore flessibilità di movimentazione (Nichele e Stefanini, 2002). I dati dimostrano che il numero di *hedge funds* con un patrimonio superiore a tale soglia è contenuto rispetto il totale dei fondi presenti nel database di *Van Hedge*. Analoga conclusione può essere raggiunta analizzando il database di *Tass Research*. Il fenomeno *capacity* non deriva da limiti nelle capacità personali del gestore, piuttosto è la conseguenza delle opportunità d'investimento. Secondo la categoria d'appartenenza del fondo, trovano applicazione delle strategie che spesso richiedono una notevole mobilità delle risorse, a loro volta legate alle effettive opportunità d'investimento. In altre parole esistono delle classi di *hedge funds* che operano con strategie di "nicchia"²⁰, sfruttando situazioni di mercato che non consentono di canalizzare ingenti flussi monetari, a differenza di fondi come i macro o i *market neutral*, che per contro non incorrono in detti limiti, operando su orizzonti molto vasti. Quanto sopra consente di capire perché i capitali gestiti dagli *hedge funds* raramente superino una determinata soglia. In media il limite si aggira intorno ai 90 milioni di dollari, anche se più frequentemente si osservano fondi con una soglia massima non superiore ai 25 milioni di dollari. Si veda la figura 4.

Oltre i 90 milioni di dollari la gestione diviene inefficiente, si creano diseconomie ed è in prevalenza la condizione dei mercati in cui si opera che condiziona la *capacity*. È senza dubbio vero che maggiori dimensioni si accompagnano ad economie di scala in relazione ai costi di gestione, di brokeraggio e legali ed esistono fondi di dimensione più estesa, ma nonostante ciò si rilevano comunque difficoltà relative ad una fluida mobilità dei flussi oltre

¹⁹Domanda suddivisa in: 23 per cento istituzioni finanziarie, 15 per cento fondi di fondi *hedge*, 7 per cento aziende, 7 per cento assicurazioni, 5 per cento fondazioni e fondazioni universitarie, 3 per cento fondi pensione e 5 per cento altro.

²⁰Si pensi allo stile *event driven (distressed securities)*, oppure ai fondi *short seller*, per citarne alcuni.

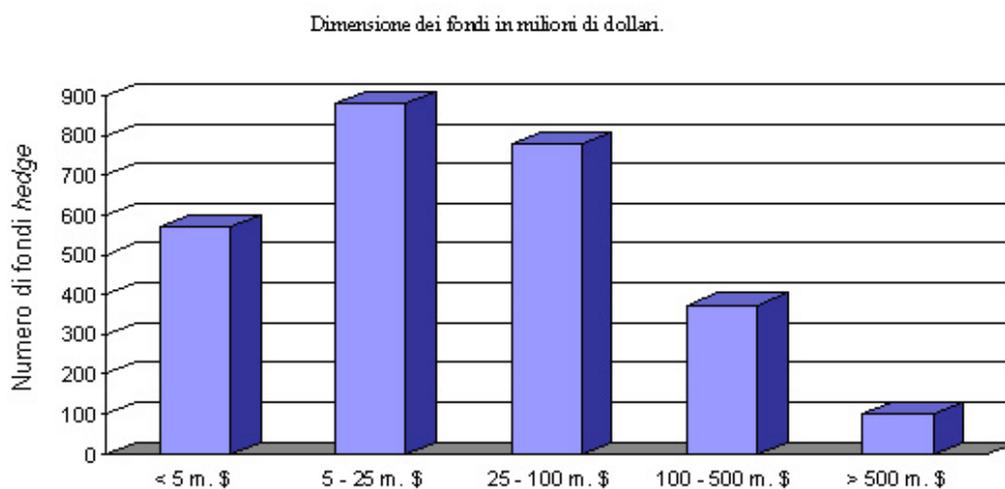


Figure 4: Distribuzione della dimensione dei fondi *hedge*. Dati aggiornati al 31 dicembre 2000. Fonte: Van Hedge Fund Advisors, Inc., Nashville, TN USA.

un certo ammontare del patrimonio. A tal proposito il livello di rotazione del portafoglio dimostra l'importanza di un'agevole manovrabilità delle risorse, giacché oltre la metà dei fondi censiti da *Van Hedge* (54 per cento) presenta un elevato *turnover*. A sostegno di quanto appena esposto è utile ricordare che è stata rilevata una correlazione inversa tra i nuovi flussi in entrata nel fondo e i rendimenti passati positivi, come pure è stato verificato che i fondi *hedge* di maggiori dimensioni manifestano dei flussi monetari netti in uscita, a differenza di quanto comunemente accade per i tradizionali *mutual funds* (Goetzmann *et al.*, 1998). Un risultato analogo è stato ottenuto da un'analisi realizzata da Getmansky (2004) nella quale si rileva l'esistenza di una relazione positiva ma concava tra le performance attuali e la dimensione passata dei fondi *hedge*. Lo studio condotto da Getmansky registra la tendenza dei gestori a raggiungere una dimensione ottimale oltre la quale non è conveniente spingersi. Così se svariati milioni di dollari di *assets under management* possono rendere il successo di un fondo alternativo, centinaia di milioni di dollari possono invece decretarne la progressiva inefficienza economica.

L'evoluzione del settore non è solo quantitativa. L'uso degli strumenti

derivati è una prima evidente conferma dei profondi mutamenti di tipo qualitativo. Un altro aspetto degno di rilievo è ravvisabile nelle tecniche, sempre più ricercate, di valutazione e selezione delle attività da inserire nei portafogli. Frequenti (specialmente nell'ambito della categoria *market neutral long/short equity*) sono i casi d'implementazione di analisi quantitative attraverso l'uso dei cosiddetti *neural network software*: una nuova generazione di programmi d'intelligenza artificiale in grado di simulare i processi cerebrali (Friedland, 2002). Tali *software* sono capaci di coadiuvare il gestore nell'identificazione, in un determinato settore dell'economia, delle attività *mispriced* che già nel passato hanno manifestato tendenze ricorrenti. Tutto ciò è finalizzato alla produzione di elevati *Sharpe ratio* (Sharpe, 1994) nella composizione qualitativa dei fondi, al potenziamento delle capacità di *stock picking* tipiche dei gestori e ad una quanto più perfetta definizione del *market timing*.

Gli *hedge funds* non sono privi di "macchie". Accanto agli strabilianti risultati spesso conseguiti si devono ricordare anche episodi altrettanto clamorosi ma nel senso opposto. È il caso del *Long Term Capital Management*, fondo istituito nel 1994 in cui spiccano i nomi dei premi Nobel *Myron Scholes* e *Robert Merton*. Nel 1998 la *Federal Reserve* intervenne organizzando un consorzio di 16 grandi banche per evitare il collasso dell'*hedge fund*. L'operazione diede luogo ad un'iniezione di capitali pari a circa 3 miliardi di dollari a fronte del 90 per cento del capitale del fondo. La situazione stava infatti assumendo sempre più i contorni di una possibile crisi sistemica al punto da rendere concreto il massiccio intervento. In effetti, molteplici furono le banche e le altre istituzioni, tra le quali lo stesso Ufficio italiano cambi, che investirono nel fondo (Bufacchi e Plateroti, 1998). L'aspetto tuttavia più preoccupante fu la facilità con la quale le istituzioni finanziarie concedevano prestiti al fondo (giunti alla ragguardevole cifra di 125 miliardi di dollari), tanto da creare un coefficiente di *leverage* interno pari a 25, senza tralasciare gli oltre 1000 miliardi di dollari di controvalore delle posizioni in derivati.

Altri eventi di particolare rilievo sono da ascrivere alle operazioni speculative (come vendite allo scoperto di valute) messe in atto da "*macro*" *hedge funds* come il *Quantum Fund* di *George Soros*. Tali fondi furono accusati dalla comunità finanziaria di aver causato l'uscita dal Sistema Monetario Europeo (SME) nel 1992 di valute quali la Sterlina e la Lira e ancora: la crisi del peso Messicano nel 1994, il collasso nel 1997 delle valute dell'Asia dell'Est e gli attacchi al rublo nel 1998. Eppure uno studio pubblicato dal Fondo Monetario Internazionale (1998) dimostrò l'assenza di alcuna evidenza che legava gli eventi valutari e l'incremento della volatilità nei mercati alle manovre strategiche degli *hedge funds*. Anzi, contrariamente ad ogni attesa fu addirittura riconosciuto il ruolo stabilizzante nei mercati finanziari esercitato da tali fondi. In effetti, come era stato messo in risalto i flussi monetari

che potevano essere controllati dal settore erano troppo esigui, mentre altre istituzioni come banche, *mutual funds* e fondi pensione, capaci di generare movimenti di denaro di tutt'altre proporzioni, potevano attuare manovre speculative dai medesimi risultati²¹.

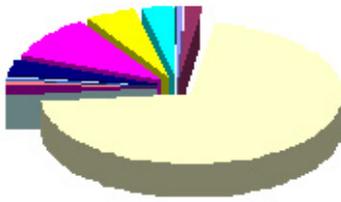
Più volte è stato fatto riferimento alle peculiari categorie di cui si compone la realtà del fenomeno dei fondi alternativi. Le strategie operative che frammentano il settore possono essere fondamentalmente raggruppate in due categorie: *directional* e *non-directional strategies*, a seconda che il rendimento sia influenzato o no dai movimenti di mercato. All'interno di questa distinzione rientrano una moltitudine di varietà di fondi *hedge*, tra loro diversificate in funzione delle strategie gestionali adottate dal *fund manager*. Non esiste un accordo unanime da parte degli addetti ai lavori, o una definizione delle classi universalmente accettata. L'origine delle difficoltà non è neppure unica. In primo luogo l'evoluzione del settore è stata piuttosto vorticosa. Inoltre la diffusione di dati e informazioni riguardanti gli stessi fondi avviene sempre su base volontaria e mai nei confronti del pubblico, creando molteplici fonti di riferimento incomplete e frammentarie. Al fine di comprendere con maggiore evidenza l'effetto dello sviluppo tumultuoso del mercato degli *hedge funds*, si riportano i dati tratti dal database HFR che illustrano il moltiplicarsi delle strategie operative dal 1990 al 2001 in percentuale degli *assets* gestiti. Nella figura 5 si può notare come si passa da una suddivisione del fenomeno *hedge fund* in 13 categorie nel 1990 a 20 categorie dopo circa 11 anni, a fronte di una ricomposizione della destinazione delle attività in gestione.

Ad esempio i fondi macro che nel 1990 gestiscono oltre il 70 per cento delle attività, nel 2001 riducono la loro incidenza a poco più del 12 per cento, lasciando più spazio alle altre categorie, tra cui in particolare emerge quella *Equity*. Esistono in ogni caso altri database, quali quelli di *Van Hedge*, MAR (*Managed Account Reports*), *TASS Investment Research*, che propongono altrettante diverse segmentazioni, solo in parte tra loro coincidenti.

La figura 6 riporta a titolo di confronto i dati aggiornati a marzo 2004 del database di *Van Hedge Fund Advisory International* e illustra la ripartizione dei fondi *hedge* per strategie operative in percentuale delle attività in gestione. Nel database di *Van Hedge* la quota di fondi *macro* ha un'incidenza molto contenuta, mentre appare la categoria dei fondi di fondi *hedge*, che denuncia una presenza significativa (oltre il 12 per cento). È inoltre immediatamente verificabile che la suddivisione in categorie dei due database riportati coincide solo marginalmente.

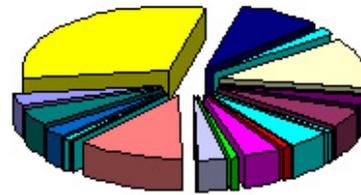
²¹" *A hitchhiker's guide to hedge funds*", *The Economist*, 13 giugno 1998.

Strategie in percentuale degli assets gestiti al 1990.



Convertible Arbitrage	0,48%
Equity Market Neutral	1,68%
Macro	71,04%
Short selling	0,12%
Distressed Securities	2,4%
Equity Non-Hedge	0,6%
Merger Arbitrage	0,6%
Emerging Markets	0,36%
Event Driven	3,84%
Relative Value	10,08%
Equity Hedge	5,28%
Fixed Income (Totale)	3,24%
Sector (Totale)	0,24%

Strategie in percentuale degli assets al quarto trimestre 2001.



Convertible Arbitrage	3,59%
Equity Hedge	30,83%
Event Driven	9,30%
Fixed Income: Diversified	1,60%
Macro	12,73%
Regulation D	0,30%
Short Selling	0,11%
Distressed Securities	2,58%
Equity Market Neutral	4,69%
Fixed Income: Arbitrage	1,05%
Fixed Income: High Yield	4,47%
Market Timing	0,75%
Relative Value Arbitrage	4,12%
Statistical Arbitrage	0,90%
Emerging Markets (Totale)	3,25%
Equity non-hedge	11,69%
Fixed Income: Convertible Bonds	0,15%
Fixed Income: MBS	0,97%
Merger Arbitrage	2,44%
Sector (Totale)	4,50%

Fonte: *Hedge Fund Research, Inc.*

Figure 5: Sviluppo delle strategie operative degli *hedge funds* dal 1990 al 2001 rilevato nel database HFR.

2.2 Il rischio nei fondi *hedge*.

Negli *hedge funds* il rischio assume una natura peculiare, in quanto è il percorso seguito dal gestore ad essere del tutto imprevedibile, spesso a causa di una ridotta trasparenza e ciò perché è il *fund manager* che costituisce la sorgente d'ogni scelta strategica. Da quanto sopra deriva un'asimmetria informativa che coinvolge gli investitori nei confronti del gestore. Volendo anche prescindere dalla scarsa trasparenza, è inoltre inevitabile una limitata razionalità della gran parte degli investitori, almeno per l'impossibilità di approntare quei controlli indispensabili sul lavoro del gestore. Di qui il luogo comune che vede i fondi *hedge* circondati da un alone di mistero cui è associata indistintamente e in modo aprioristico un'elevata rischiosità. Certamente esistono categorie dagli approcci d'investimento azzardati, rese note sia per gli straordinari rendimenti, sia altrettanto per i clamorosi disastri finanziari, eppure meno del 5 per cento dei fondi *hedge* seguono un criterio operativo del tipo *global macro* cui sono effettivamente associabili elevati livelli di rischio (Friedland, 2002). È in ogni caso inconfutabile che gli *hedge funds* rappresentino uno strumento finanziario che va indagato e

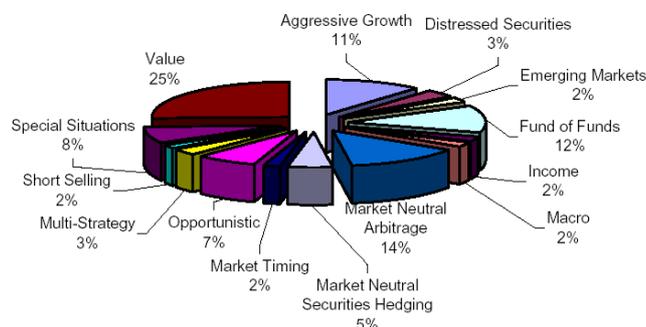


Figure 6: Ripartizione delle strategie operative degli *hedge funds* rilevata nel database *Van Hedge* (marzo 2004). *Fonte: Van Hedge Fund Advisors, LLC*

analizzato attentamente, con un particolare riferimento alla prospettiva del rischio. L'investitore in fondi *hedge* deve tener conto di rischi che in parte sono tipici di ogni forma d'investimento tradizionale, come i rischi di mercato e di liquidità, mentre esistono alcune fattispecie, come il rischio di credito, che assumono un'accezione più specificamente relazionata al fenomeno *hedge fund*. Essenzialmente si tratta del rischio di perdere l'intero capitale investito nel fondo, che sebbene si tratti di un rischio presente anche nei *mutual funds*, nell'ambito dei fondi *hedge* assume una connotazione più accentuata per effetto di alcuni peculiari fattori che ne determinano la consistenza. In particolare si ricordano:

- il cambiamento dell'approccio strategico;
- il *size risk*,
- il domicilio del fondo (*free of payment*);
- i comportamenti fraudolenti del gestore.

Ad esempio quando l'*investment manager* decide di modificare l'approccio strategico seguito, implicitamente può incrementare il rischio complessivo del fondo. Le ragioni sono almeno due: in primo luogo il gestore si avventura su mercati che potrebbe non conoscere perfettamente come accadeva prima del cambiamento di strategia, in secondo luogo è possibile che il nuovo approccio sia più aggressivo, ingenerando una maggiore volatilità nei rendimenti. È nei momenti difficili che, prima di considerare l'alternativa della liquidazione del fondo, si è indotti a tentare un cambiamento nel metodo strategico, nella speranza di recuperare le *performance* passate. È proprio per questa ragione

che il cambiamento di strategia è stato qualificato come una delle principali cause potenzialmente in grado di condurre il fondo al fallimento (Nichele e Stefanini, 2002).

Strettamente legato alla fattispecie appena esposta è il *size risk*, o rischio dimensionale. Si è già discusso del concetto della *capacity* di un *hedge fund* e delle difficoltà incontrate dal gestore nel definire il limite dimensionale oltre il quale è necessario non spingersi. Quando un fondo cresce in modo eccessivo a causa di partecipazioni in soprannumero, possono manifestarsi quelle inefficienze operative che, oltre ad alimentare le probabilità di *performance* più scadenti, spingono il *fund manager* a seguire strategie di diversificazione tali da ingenerare modifiche nell'approccio strategico. Ulteriore conseguenza è che l'investitore si ritrova nel portafoglio uno strumento che si è modificato nel profilo di rischio-rendimento e grado di correlazione (aspetti che lo hanno indotto ad investirvi), alterando l'equilibrio nel collocamento delle proprie risorse.

Altro aspetto critico è legato al domicilio del fondo, giacché gli *hedge funds off-shore*, a differenza di quelli statunitensi o europei, sono caratterizzati da un livello inferiore di trasparenza operativa. Marcatamente connesso a quanto appena detto è il rischio legato al *free of payment*. Si tratta di quel genere di procedure per le quali un investitore, che decide di partecipare ad un fondo *hedge off-shore*, riceverà un certificato d'avvenuta registrazione nel libro soci del fondo solo in un momento successivo rispetto l'invio del denaro, con ovvie perplessità relative al buon esito dell'operazione.

Infine occorre considerare l'ipotesi dei comportamenti fraudolenti che, sebbene non siano così evidenti come il fenomeno del "prendi i soldi e scappa", possono manifestarsi in forma di valutazioni soggettive intenzionalmente distorte di attività negoziate *over the counter*, con il solo scopo di occultare le perdite del fondo, o gonfiarne la *performance* (Nichele e Stefanini, 2002). In definitiva, conoscere i rischi è già un primo passo per identificarne l'esposizione, sebbene non ogni fattispecie di alea legata agli *hedge funds* sia suscettibile di una valutazione quantitativa.

È chiaro che la valutazione del rendimento²² di un investimento in termini assoluti offra indicazioni poco rilevanti, soprattutto alla luce dei rischi cui l'operazione d'investimento può essere esposta. Il modo più appropriato per misurare il lavoro dei gestori dei fondi *hedge*²³ consiste nell'utilizzare un indicatore di *performance* corretta per il rischio. A tal proposito, essendo pluridefinito il concetto di rischio, esistono numerosi indici utilizzabili

²²Nel paragrafo successivo sono riportate le *performance* fatte registrare in tempi recenti dall'industria dei fondi *hedge*.

²³La metodologia è valida non solo per gli *hedge funds* ma per ogni altro tipo di investimento.

allo scopo, sebbene non tutti siano applicabili agli *hedge funds*. Il più ricorrente è l'indice di *Sharpe*, che misura l'efficienza di una gestione patrimoniale, mettendo in relazione l'eccesso di rendimento di un fondo rispetto un tasso *risk free*, con la volatilità dello stesso eccesso di rendimento (misurata attraverso la deviazione standard). Quanto più elevato è il valore dell'indice, tanto più efficiente è la gestione dell'*hedge fund manager*. La categoria *market neutral* è quella che genera più di frequente elevati valori di *Sahrpe ratio*. L'indicatore in questione manifesta tuttavia alcune debolezze. Brooks e Kat (2001) hanno rilevato che l'indice di *Sharpe*, poiché si concentra su variabili come media e deviazione standard, sembra non essere un indicatore appropriato per la valutazione delle *performance* dei portafogli contenenti investimenti in fondi *hedge*. La ragione deriva dal fatto che molti indici, che sintetizzano l'andamento di intere categorie di fondi alternativi mostrano significative proprietà in termini di curtosi e asimmetria, allontanandosi dai caratteri tipici della normalità statistica e inducendo lo *Sharpe ratio* ad una sovrastima della *performance* reale dell'investimento. Un altro difetto dell'indicatore in questione, ma meno rilevante, è che offre solo opportunità di confronto tra diverse gestioni, non esprimendo quantitativamente il valore aggiunto del lavoro del *fund manager*. Allo scopo risponde invece un'altra misura di *risk-adjusted performance*: l'*alfa di Jensen*, che lega la sua costruzione teorica a quella sottostante il CAPM, offrendo una valutazione percentuale immediata dell'eccesso di rendimento. Proprio per questa sua peculiarità, è spesso utilizzata per esprimere l'abilità dei gestori nella selezione delle migliori attività finanziarie per la composizione del portafoglio gestito.

Diversi sono pertanto i fattori che incidono sulla *performance* di un *hedge fund*:

- lo stile di gestione, che secondo i casi sembra avere maggiori potenzialità di rendimento e/o minore inclinazione al rischio;
- l'*asset class* selezionata;
- la concentrazione di portafoglio, che può amplificare i guadagni o le perdite a seconda dell'esito dell'investimento;
- il settore di mercato in cui si investe, che in determinate circostanze può favorire maggiori *performance* rispetto altri settori in crisi;
- la dimensione del fondo, che manifesta i suoi effetti attraverso il fenomeno della *capacity*;

- la leva finanziaria, che similmente alla concentrazione di portafoglio è capace di aumentare i profitti e le possibili perdite derivanti da un investimento.

Gli *hedge funds* si distinguono anche per il fatto di non essere caratterizzati da un *benchmark* di riferimento, così come accade per le gestioni tradizionali. Il parametro di confronto altro non è che l'indice di un prezzo di un'attività, ovvero una composizione di indici di prezzi di varie attività finanziarie. Notoriamente, il *benchmark* indica sia le attività sottostanti il prodotto, sia il profilo di rischio relativo. Nonostante i limiti impliciti nell'indice di confronto²⁴ si tratta pur sempre di un parametro che aumenta il livello di informazione e di trasparenza del prodotto cui si riferisce. Si è già accennato che per i fondi *hedge* è impossibile definire un *benchmark* concettualmente paragonabile a quello dei fondi tradizionali, a causa di un ampio ventaglio di mercati in cui i gestori investono, eppure *advisors* e società di consulenza finanziaria già da tempo hanno individuato degli indici in grado di riprodurre l'andamento delle *performance* di questi fondi. In verità è stato osservato che piuttosto di *benchmark*, si tratterebbe di parametri di confronto ricavati dalla mescolanza di rendimenti di *hedge funds* diversi (Clow, 2001).

Qualora si volesse tentare di associare un comune *benchmark* ad un fondo alternativo, si osserverebbero risultati assolutamente insoddisfacenti. Fung e Hsieh (1997) hanno dimostrato che la percentuale di variabilità del rendimento di un *hedge fund* spiegata dalla variabilità del rendimento di un indice di mercato è circa la metà di quella attribuibile invece ai fondi tradizionali. Il *benchmark* permette inoltre di definire lo stile di gestione del fondo cui è associato, pur tuttavia anche questa funzionalità, secondo gli stessi studiosi, è inadeguata nei confronti dei fondi *hedge*. La motivazione è da ricercarsi nella metodologia sottostante il meccanismo di individuazione dello stile gestionale, ideata da W. Sharpe. Assumendo che i coefficienti beta si mantengano costanti in un dato intervallo di riferimento, il metodo analitico di Sharpe esprime il rendimento di un fondo su un orizzonte temporale (t) come una combinazione lineare dei rendimenti delle (n) classi di attività in cui il mercato può essere suddiviso. Analiticamente si ottiene:

$$R_{i,t} = \alpha + \sum_a^n \beta_{i,a} R_{a,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Con: $\sum_a^n \beta_{i,a} = 1$
e $\beta_{i,a} > 0$

²⁴Occorre notare che a differenza di una gestione reale, il *benchmark* non tiene conto dei costi fiscali, inoltre, trattandosi di un portafoglio virtuale non considera i costi di negoziazione, di gestione, di liquidità, dei servizi di *marketing* ecc

L'equazione di regressione consente di replicare il rendimento di un fondo investendo in diverse classi di attività e in proporzione del valore dei parametri beta, con un errore rappresentato dal coefficiente epsilon. I beta permettono sia di definire lo stile di gestione del *fund manager*, inteso come selezione delle diverse *asset class* presenti nel mercato, sia di identificare la sensitività sistemica del fondo alla volatilità dei mercati in cui s'investe. I due vincoli sottostanti si riferiscono rispettivamente al divieto per il fondo di indebitarsi e di attivare vendite allo scoperto. Il metodo esposto applicato ai fondi tradizionali è di straordinaria efficacia. Il coefficiente di determinazione della regressione in genere manifesta valori superiori al 75% e ancora maggiori in caso di strategie gestionali passive. Inoltre, il coefficiente beta più significativo approssima l'unità, consentendo l'identificazione della localizzazione principale degli investimenti operata dal *money manager*. Fung e Hsieh (1997) hanno replicato il metodo sopra esposto ai fondi *hedge* e il risultato è stato sorprendente. Il coefficiente di determinazione della regressione per quasi la metà dei casi è stato inferiore al 25% e, nell'83% delle analisi dei beta non è stata fornita alcuna informazione in merito alle scelte d'investimento operate dal gestore. Adattando i vincoli del modello alla più estesa capacità operativa degli *hedge fund manager* i risultati non cambiano, poiché è l'assunto di invarianza dei beta che, sebbene adeguato per i fondi tradizionali, è inadeguato per i fondi alternativi. Un fattore distintivo a questo proposito è il carattere dinamico delle strategie adottate dai gestori degli *hedge funds*. Il modello di Sharpe presuppone la costanza dei beta, mentre l'assunzione di una posizione corta su *stock index futures*, da parte di un *hedge fund manager*, per un controvalore doppio rispetto l'esposizione in azioni, consente di modificare immediatamente il beta del fondo da un +1 a un -1. La metodologia di Sharpe rivelerebbe in un simile contesto un'esposizione media nulla verso il mercato, mentre il gestore ha mantenuto costantemente una posizione unitaria: prima positiva e poi negativa. Emerge chiaramente che gli *hedge funds*, assumendo posizioni in derivati, attivando vendite allo scoperto e modulando il grado di *leverage*, possono modificare istantaneamente l'esposizione netta al mercato, rendendo inefficace la metodologia di Sharpe per l'identificazione dello stile di gestione.

L'approccio che invece hanno usato i precedenti autori si concentra sul concetto di stile, che dovrebbe essere pensato in una duplice accezione: la scelta di localizzazione degli investimenti e la strategia. Per strategia s'intende sia la direzione delle posizioni assunte (lunga o corta) sia il livello quantitativo (effetto leva). Di conseguenza il rendimento corrente di un fondo *hedge* è il prodotto di questa duplice impostazione logica. Fung e Hsieh, attraverso opportune ipotesi, hanno dimostrato che il gestore di un *hedge fund* è in grado di tracciare una relazione tra la sua *performance* e quella di de-

terminati mercati di riferimento analoga a quella di un'opzione *call* lunga, adottando una strategia di tipo *trend following*²⁵. Il profilo dei *pay-off* può tuttavia assumere i caratteri più complessi propri delle strategie in opzioni, delineando l'andamento tipico di *straddle* o di *strangle*. Il concetto è intuitivamente verificabile immaginando un gestore che non assume esposizioni sul mercato durante le fasi stazionarie, mentre interviene incrementando il grado di *leverage* nelle fasi di rialzo e sfruttando lo *short selling* per fronteggiare i *trend* discendenti. Se un gestore utilizzasse un approccio del tipo "buy and hold" in una determinata *asset class*, il rendimento dovrebbe allinearsi a quello fatto registrare dall'attività di riferimento. Seguendo questa logica Fung e Hsieh hanno rilevato che i *value funds* manifestano uno stile simile a quello di fondi che seguono una strategia passiva rispetto il mercato azionario americano. Al contrario, i fondi *trend following* manifestano un profilo dei rendimenti simile ad uno *straddle* sul mercato azionario americano, mentre gli *opportunistic funds* tracciano il profilo di un'opzione *call* lunga rispetto al mercato dell'oro, infine i fondi *global macro* disegnano la figura di uno *straddle* qualora confrontati con il mercato valutario del dollaro. Di certo non si tratta di un nuovo modo di confrontare le *performance* dei fondi *hedge*, sebbene possa rappresentare una metodologia praticabile.

2.3 Fondi *hedge* e fondi comuni a confronto.

Fondi alternativi e fondi comuni possono essere osservati in una prospettiva di complementarità. Si tratta di due forme d'investimento che rispondono ad esigenze diverse con un vario *modus operandi* riflesso nell'assetto organizzativo, strategico e giuridico. I due tipi di fondi si distinguono in relazione al grado di attivismo della gestione: indicizzata nel caso dei *mutual funds*, notevolmente attiva quella dei fondi alternativi, cui è associabile una probabile superiorità informativa e una spiccata professionalità del gestore. La scelta del tipo di gestione dipende dalle esigenze dell'investitore.

Sul piano del rendimento, fondi comuni e alternativi sono in netto contrasto. Si veda la figura 7.

Dalla medesima tabella paragonando i migliori/peggiori fondi *hedge* con i corrispondenti migliori/peggiori fondi comuni le conclusioni sono evidenti. L'aspetto tuttavia più interessante riguarda la contestuale variabilità delle *performance* che, come già osservato, denota un livello di rischio per i fondi *hedge* inferiore rispetto a quelli tradizionali. Il divario rispetto il binomio

²⁵Si tratta di un approccio strategico che spinge in alto il grado di *leverage* durante le fasi di rialzo dei mercati di riferimento, mentre si rifugia nella liquidità durante i *trend* discendenti.

Rendimento annuo capitalizzato.	<i>Hedge Funds</i>	<i>Mutual Funds</i>
Migliori 10	53,6%	36,0%
Miglior 10%	37,5%	21,9%
Miglior 25%	29,9%	18,5%
Peggior 25%	4,0%	2,4%
Peggior 10%	-1,5%	-0,5%
Peggiori 20	-7,7%	-19,8%

Figure 7: Rendimenti di fondi *hedge* e fondi comuni a confronto. (1996 - 2000). *Fonte: Van Money Manager Research, Inc., Nashville, TN, USA.*

rischio-rendimento tra le due tipologie di fondi è riscontrabile inoltre in relazione all'andamento del mercato. La figura 8 mostra un confronto del rendimento dei fondi *hedge* rispetto lo S&P 500 e gli indici relativi ai fondi tradizionali *equity* e *taxable bond*, durante 17 trimestri caratterizzati da quotazioni discendenti su un arco temporale di 16 anni, (1990 - 2005). L'ultima colonna indica il rendimento cumulato dei trimestri considerati.

È possibile notare con maggiore immediatezza nel grafico 6, ricavato dalla tabella 3, come gli *hedge funds* abbiano generato *performance* sistematicamente migliori rispetto quelle del mercato e dei tradizionali fondi comuni azionari.

Solamente nel terzo trimestre del 1998 i *mutual funds* hanno generato un rendimento migliore. Il dato più sorprendente (che non appare nel grafico) è tuttavia quello riguardante i rendimenti cumulati. I fondi *hedge*, nei trimestri considerati, hanno permesso di limitare le perdite di capitale a circa il 10 per cento, mentre sia un investimento diretto nel mercato, sia un investimento in fondi comuni azionari avrebbe generato perdite di oltre il 100 per cento. Solo l'indice dei fondi che investono in titoli di natura obbligazionaria manifesta valori superiori a quelli fatti registrare dagli *hedge funds*, anche se un simile confronto sul piano del rischio non è metodologicamente corretto.

Su un orizzonte temporale inferiore (1990 - 2000) è interessante invece confrontare l'andamento dell'indice generale (*Van Hedge*) degli *hedge funds*

Indice	1 T90	3 T90	2 T91	1 T92	1 T94	4 T94	3 T98	3 T99	2 T00	3 T00	4 T00	1 T01	3 T01	2 T02	3 T02	3 T04	1 T05	R. C.
S&P 500	-3	-13,7	-0,2	-2,5	-3,8	-0,02	-9,9	-6,2	-2,7	-1	-7,8	-11,9	-14,7	-13,4	-17,3	-2,3	-2,59	-113,01
U.S. Hedge Fund Index	2,2	-3,7	2,3	5	-0,8	-1,2	-6,1	2,1	0,3	3	-2,4	-1,1	-3,8	-1,4	-3,6	1,4	0,1	-10,3
Morningstar Average Equity Mutual Fund	-2,8	-15,4	-0,9	-0,6	-3,2	-2,6	-5	-3,2	-3,6	0,6	-7,8	-12,7	-17,2	-10,7	-16,6	-1,7	-2,2	-115,7
Morningstar Average Taxable Bond Fund	-0,9	0,6	1,5	-1,1	-2,4	-0,2	2	0,3	0,8	1,6	1,6	3,8 a fine 2000

Figure 8: *Performance* dei fondi comuni e alternativi. Dati in percentuale (1990 - 2005). Fonte: Van Hedge Fund Advisors, Inc., Nashville, TN, USA.

con altri indicatori del mercato azionario e obbligazionario, anche di riferimento globale, quale il *MSCI World Equity*. Si veda la figura 10.

L'indice dei fondi *hedge*, per la gran parte dell'orizzonte temporale considerato, manifesta una tendenza superiore agli altri indicatori presi a confronto.

Più aggiornata è invece la figura 11 che riassume l'andamento degli stessi indicatori di *performance*, affiancando ai rendimenti annui anche le misure di deviazione standard e dello *Sharpe ratio*. Dalla tabella si evince la superiorità dell'investimento alternativo in *hedge funds* rispetto le forme tradizionali.

Un aspetto implicito nei dati appena commentati e finora taciuto, riguarda il grado di correlazione dei rendimenti dei fondi *hedge* rispetto al mercato. Grazie all'uso dinamico della leva, delle vendite allo scoperto e dei derivati gli *hedge funds* riescono a generare *performance* quasi del tutto svincolate dalle fluttuazioni del mercato e a proporsi pertanto come una distinta *asset class*. È necessaria tuttavia una precisazione sul tipo di diversificazione offerta dei fondi *hedge*. Diversamente da quanto specificato dalla teoria del portafoglio, l'effetto della diversificazione degli *hedge funds* si basa sull'alternarsi delle strategie di trading implementate dal gestore, piuttosto che su un ampio portafoglio generalmente stabile nei rendimenti. Un basso grado di correlazione dei rendimenti di un *hedge fund* rispetto quelli del mercato non dimostra l'esistenza di una sicura strategia di diversificazione in senso stretto.

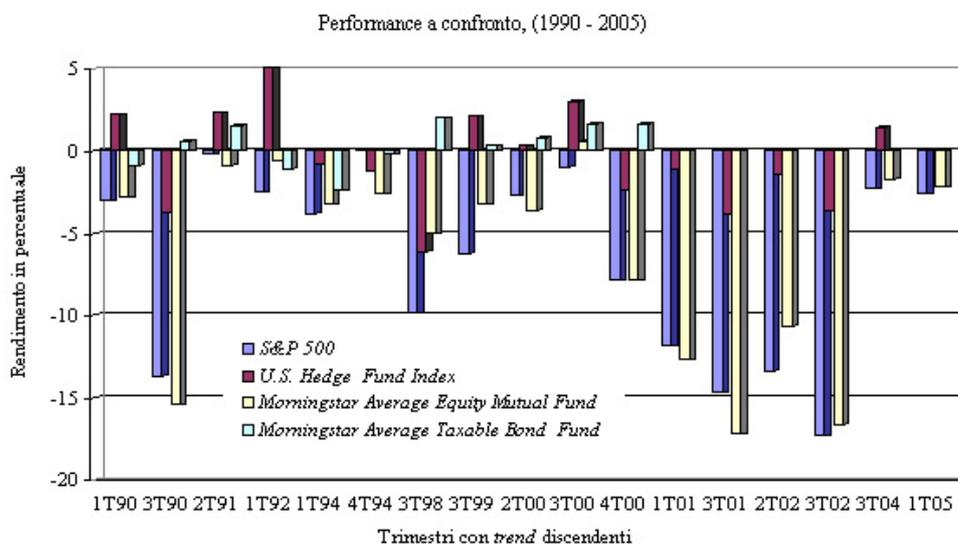


Figure 9: *Performance* a confronto nei trimestri caratterizzati da quotazioni discendenti. Fonte: elaborazione su dati Van Hedge Fund Advisors, Inc., Nashville, TN, USA.

Il gestore di un *trend following fund*, ad esempio, sfrutta un'elevata leva finanziaria nelle fasi ascendenti del mercato, per ricorrere allo *short selling* durante le fasi discendenti. In questo modo il basso grado di correlazione è solo il risultato finale apparente. In realtà il grado di correlazione con i rendimenti del mercato è molto alto, ma le due posizioni si controbilanciano, poiché nel primo caso la correlazione è positiva mentre nella fase successiva è negativa. Una maggiore diversificazione del rischio in senso stretto è invece offerta dai fondi di fondi *hedge*, i cui vantaggi sono apprezzabili proprio in funzione della gestione del portafoglio, interamente ripartito su altri *hedge funds*. Al fine di percepire le correlazioni esistenti tra le diverse strategie dei fondi alternativi e gli indici di confronto più frequentemente usati, è stata riportata la figura 12.

La matrice di correlazione consente di realizzare confronti anche tra le svariate strategie di gestione degli *hedge funds*. Rispetto gli indici del mercato azionario, le strategie maggiormente correlate sono quelle aggressive *growth* e *value*, che investono principalmente in titoli sottovalutati, confidando in un riallineamento dei prezzi e inoltre gli *short selling funds*, la cui elevata correlazione si distingue perché negativa. I fondi connotati da una ridotta correlazione sono i *distressed securities*, seguiti dai *market neutral*. Non costituisce una sorpresa la scarsa relazione esistente tra i rendimenti di

Performance cumulate dal 1988 al 31 dicembre 2000. Indici a confronto.

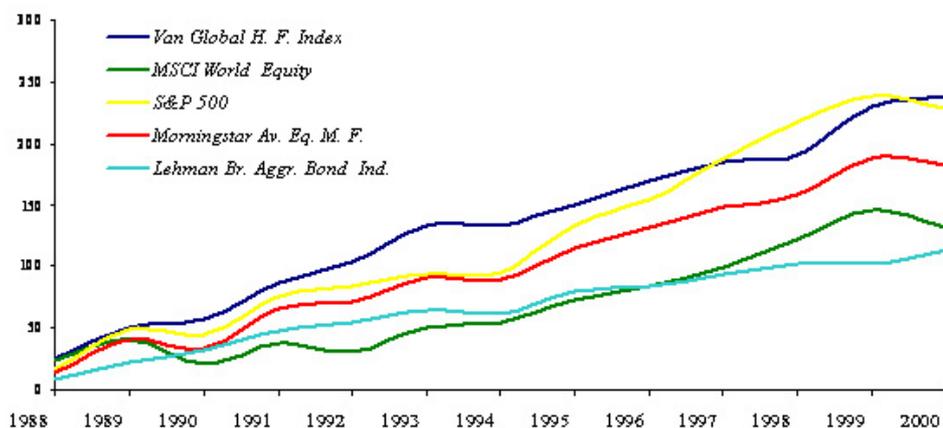


Figure 10: Performance percentuale cumulata dell'indice Van Hedge a confronto con altri indicatori. Fonte: elaborazione su dati Van Money Manager Research, Inc., Nashville, TN USA.

tutte le categorie degli *hedge funds* e il *Lehman brothers aggregate bond index*. È ora chiaramente intuibile il motivo per cui gli *hedge funds* sono spesso definiti come fondi caratterizzati da rendimenti assoluti, giacché i gestori non tentano di replicare alcun *benchmark* di riferimento. È inoltre comprensibile anche il motivo per cui questa tipologia di fondi si eleva a distinta *asset class*: proprio perché è caratterizzata da un peculiare rapporto rischio-rendimento.

In effetti, la teoria del portafoglio consente di rilevare l'effetto benefico dell'inserimento dei fondi *hedge* in un portafoglio costituito da sole attività tradizionali. Si veda la figura 13.

Per portafoglio tradizionale s'intende una composizione al 60% dell'indice S&P 500 e per il restante 40% dell'indice *Lehman Brothers Aggregate Bond*. Dal grafico appaiono evidenti i benefici dell'investimento in fondi *hedge*: incremento della redditività e riduzione del rischio (deviazione standard).

Non sempre tuttavia l'investimento in fondi alternativi è giudicato positivamente. Amin e Kat (2002) hanno comparato la distribuzione dei rendimenti di due portafogli: uno che prevede un investimento per il 50% in titoli azionari e per il restante in titoli obbligazionari, mentre l'altro che si compone per un 30% da azioni, 30% di obbligazioni e per il 40% da quote di fondi *hedge*. Il risultato è riportato nella figura 14.

Gli effetti dell'investimento in fondi alternativi si riassumono come segue:

Indice	Rendimento annuo	Sharpe ratio	Deviazione Standard
<i>Van U.S. Hedge Fund Index (ex-FOF)</i>	17,7%	1,7	9,2%
<i>MSCI World Equity Index</i>	6,3%	0,4	16,3%
<i>S&P 500 Index</i>	12,4%	0,7	15,4%
<i>Morningstar Average Equity Mutual Fund Index</i>	10,0%	0,6	15,9%
<i>Lehman Brothers Aggregate Bond Index</i>	8,4%	1,5	4,3%

Figure 11: Rendimenti dei fondi *hedge* in confronto a *benchmark* tradizionali (gennaio 1988 - marzo 2004). *Fonte: Van Hedge Fund Advisors International, LLC*

1. un incremento della probabilità di subire grosse perdite;
2. una riduzione della probabilità di subire perdite più contenute;
3. un aumento della probabilità di conseguire un basso rendimento positivo;
4. una riduzione della probabilità di realizzare un'elevata *performance*.

Investire in fondi *hedge* offre vantaggi in termini di combinazione rischio-rendimento del portafoglio, ma i benefici non sono così favorevoli come spesso annunciati. Gli autori hanno rilevato inoltre che, affinché si verifichi un primo effetto benefico dall'investimento in fondi *hedge* sul portafoglio tradizionale, è necessario che la quota destinata agli *hedge funds* rappresenti più del 3% del capitale complessivamente disponibile. Sovente invece è riscontrabile nei portafogli degli investitori una soglia non superiore ad 1-3 punti percentuali. Di qui, i destinatari maggiormente favoriti da un investimento in fondi alternativi, secondo Amin e Kat, sono gli investitori istituzionali piuttosto che la clientela privata (*hnwi*). Per i primi la stabilità dei rendimenti è un fattore importante e per questo sono preferiti gli investimenti che promettono una riduzione della probabilità di subire perdite, anche a fronte della possibilità di

Correlazioni dei fondi *hedge*. Dati riferiti all'intervallo 1988 – 2000.

	Aggressive Growth	Distressed securities	Emerg. Market	Fiduciari fondi	Income	Global macro	Market n. arbit.	Market n. secu. hedging	Market timing	Opport.	Special strategies	Short selling	Special situation	Value	Global H.F. Index	S&P 500	MSCI World Equity	Lehman B. A. Bond Index	
Aggressive Growth	1,00																		
Distressed securities	0,31	1,00																	
Emerging market	0,62	0,43	1,00																
Fiduciari fondi	0,71	0,33	0,68	1,00															
Income	0,30	0,28	0,43	0,44	1,00														
Global macro	0,58	0,41	0,62	0,72	0,49	1,00													
Market n. arbitrage	0,41	0,63	0,52	0,50	0,30	0,49	1,00												
Market n. secu. hedging	0,63	0,37	0,55	0,69	0,39	0,57	0,50	1,00											
Market timing	0,82	0,28	0,45	0,56	0,25	0,55	0,40	0,58	1,00										
Opportunit.	0,88	0,40	0,66	0,78	0,37	0,75	0,48	0,70	0,79	1,00									
Special strategies	0,84	0,62	0,64	0,66	0,37	0,62	0,61	0,70	0,69	0,82	1,00								
Short selling	-0,89	-0,32	-0,57	-0,52	-0,26	-0,42	-0,35	-0,56	-0,67	-0,77	-0,76	1,00							
Special situation	0,70	0,78	0,62	0,65	0,39	0,58	0,61	0,65	0,54	0,70	0,86	-0,67	1,00						
Value	0,93	0,44	0,69	0,74	0,38	0,62	0,51	0,70	0,76	0,89	0,89	-0,88	0,81	1,00					
Global H.F. Index	0,90	0,53	0,82	0,83	0,48	0,75	0,61	0,75	0,75	0,92	0,90	-0,80	0,85	0,95	1,00				
S&P 500	0,78	0,27	0,51	0,49	0,39	0,40	0,41	0,37	0,65	0,63	0,68	-0,76	0,60	0,79	0,71	1,00			
MSCI World Equity	0,69	0,27	0,52	0,47	0,39	0,42	0,30	0,29	0,55	0,53	0,60	-0,67	0,57	0,73	0,65	0,85	1,00		
Lehman B. A. Bond Index	-0,03	-0,02	-0,22	-0,02	0,42	0,12	-0,01	-0,12	0,05	0,03	-0,04	0,09	-0,04	-0,03	-0,03	0,17	0,10	1,00	

Figure 12: Matrice di correlazione. *Fonte: Van Money Manager Research, Inc., Nashville, TN USA.*

conseguire con maggior frequenza profitti meno elevati. Viceversa la clientela privata potrebbe restare meno attratta da investimenti che ridimensionano la probabilità di conseguire considerevoli *performance*.

3 Aspetti giuridico-istituzionali dei fondi alternativi.

3.1 La legislazione statunitense

Dopo aver considerato nella prima sezione alcuni degli aspetti salienti dei fondi alternativi, è possibile constatare che in letteratura non esiste una precisa definizione di *hedge fund*. Non esiste neppure una specifica disposizione normativa nei vari ordinamenti giuridici in cui il fenomeno si manifesta che delinea puntualmente il concetto di *hedge fund*. Vari tuttavia sono stati i tentativi di spiegare l'oggetto in questione. A tal proposito si riportano alcune interpretazioni, due delle quali tratte da soggetti che hanno direttamente agito all'interno di un fondo *hedge*.

Gli *hedge funds* [...] possono essere definiti come intermediari di servizi

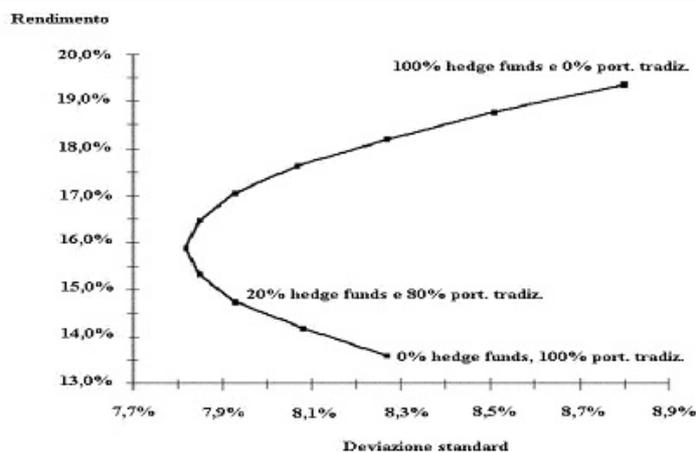


Figure 13: Frontiera efficiente. Dati relativi al periodo 1988 - 2000. *Fonte: Van Money Manager Research, Inc., Nashville, TN, USA.*

finanziari, non soggetti a regolamentazione e a controlli, che tendono a realizzare profitti attraverso una strategia d'investimento di portafogli altamente flessibile (Banca d'Italia, 1995).

Secondo *George Soros* si tratta di [...] un *mutual fund* che utilizza il *leverage* e varie tecniche di *hedging* (Manuli, 1999).

Per *Michael Steinhardt* si tratta di [...] una *Limited Partnership* in cui il *general partner* è pagato in base agli utili del fondo. Tipicamente, il *manager* dell'*hedge fund* ha la possibilità di godere di una flessibilità molto superiore a un gestore tradizionale, questo è l'elemento decisivo (Manuli, 1999).

Se ci si limitasse al solo significato letterale del termine (*hedge*: barriera) sarebbe troppo riduttivo, dato che si coglierebbe solo una minima parte di tale poliedrico fenomeno. Una possibile definizione valida a riassumere i caratteri salienti è quella di qualificare un *hedge fund* come un prodotto finanziario ad elevata flessibilità, specializzato nella gestione del risparmio, con ampia libertà operativa e uno schema remunerativo del gestore di tipo *incentive-based*, tale da assurgere al ruolo di *asset class* in virtù del peculiare rapporto rischio/rendimento.

In questa fase è impensabile di proseguire la disamina del fenomeno *hedge fund*, tralasciandone i riferimenti normativi, che hanno profondamente inciso

Distribuzioni di rendimenti a confronto

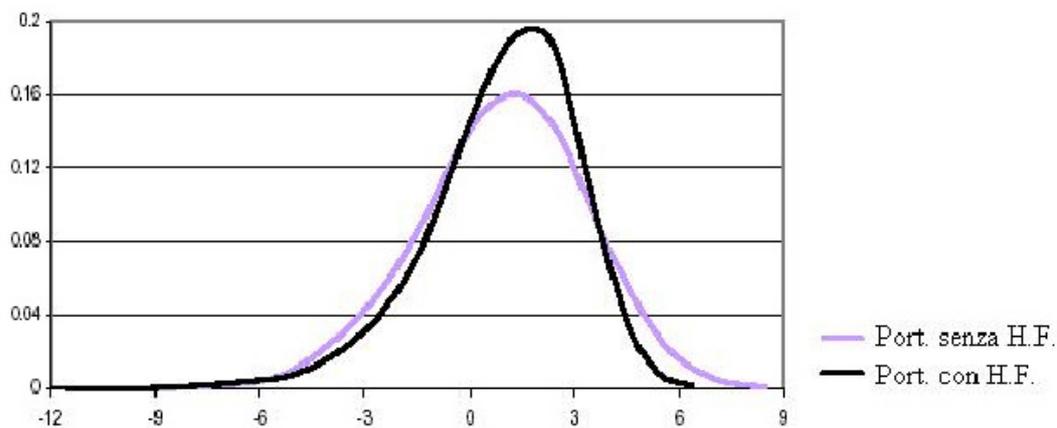


Figure 14: Distribuzioni di rendimenti di portafogli con e senza investimenti in *hedge funds*. Fonte: Amin e Kat, (2002).

la sua morfologia. La legislazione americana può essere a ragione definita pionieristica, al punto da rappresentare oggi un paradigma cui fanno riferimento i Paesi in cui tali strumenti finanziari alternativi iniziano a diffondersi (come nel caso italiano). È per questa ragione che non è pensabile di affrontare gli aspetti giuridici legati al fenomeno *hedge fund* senza iniziare proprio dalla cornice legislativa del paese in cui questi fondi hanno trovato origine.

Negli Stati Uniti le norme giuridiche che hanno un impatto diretto sul sistema finanziario sono rivolte al triplice obiettivo di: tutelare i risparmiatori nell'allocazione dei propri patrimoni; proteggere l'integrità e il corretto funzionamento del mercato per garantire la trasparenza, reprimendo ogni manovra collusiva diretta ad alterarne l'equilibrio (aggiotaggio e *insider trading* - pratiche peraltro proibite anche nell'ordinamento italiano); assicurare robustezza al mercato proteggendolo dal fenomeno del rischio sistematico. Il raggiungimento di questi risultati è stato affidato ad alcuni atti del Congresso degli Stati Uniti, eppure nessun provvedimento normativo, neppure quelli richiamati, è direttamente rivolto agli *hedge funds*. L'effetto prodotto dagli atti legislativi è di condizionare l'organizzazione e l'operatività dei gestori che, pur di mantenere un'ampia libertà e flessibilità, hanno configurato la struttura delle loro iniziative in modo da sfruttare le "zone grigie" dell'ordinamento statunitense. Con tale espressione non si intende dipingere l'*hedge fund* come un prodotto appositamente creato per eludere in qualche

maniera il dettato legislativo al fine di perseguire obiettivi non del tutto trasparenti.

L'organizzazione di un *hedge fund* statunitense prevede che il numero dei partecipanti con responsabilità limitata (*limited partners*), vale a dire i detentori delle quote di partecipazione, non superi le 99 unità, 100 qualora venga considerato anche il *General Partner* (il gestore o *money manager*). La ragione di una simile configurazione del fondo risiede nella norma 3(c)(1) dell'*Investment Company Act* in base alla quale il gestore riesce ad evitare l'attribuzione della definizione di *investment company* e il conseguente obbligo di registrazione presso la *Securities and Exchange Commission* (SEC), da cui deriva la subordinazione alla puntuale e rigorosa normativa cui sono assoggettati tutti i *mutual funds*. Il rigore della normativa statunitense giunge a prevedere che se un'*investment company* dovesse acquistare delle quote del fondo in misura superiore al 10% dei titoli con diritto di voto, ai fini del conteggio dei partecipanti al fondo dovranno essere considerati tutti i membri dell'*investment company* e non solo quest'ultima come soggetto unico²⁶.

Tra i partecipanti ad un fondo *hedge* (massimo 99) in genere si annoverano solo *accredited investors*²⁷. È possibile tuttavia che il numero dei partecipanti raggiunga le 500 unità, ma in questo caso gli investitori sarebbero tutti identificabili come *qualified purchasers*²⁸. È solo nel rispetto di questa

²⁶Questo per evitare che sia aggirata la norma 3(c)(1) dell'*Investment Company Act*, regola nota anche come *100-investor test*.

²⁷Sono definiti investitori accreditati:

- a. gli individui con un patrimonio netto di oltre 1 milione di dollari, eventualmente ottenuto sommandolo a quello del coniuge;
- b. gli individui con un reddito annuo di almeno 200.000 dollari (o 300.000 se insieme al coniuge) negli ultimi due anni e in quello in corso;
- c. ogni società, organizzazione o *trust* con almeno cinque milioni di dollari di attivo e non costituito al solo fine di acquisire una quota di *hedge fund*;
- d. *brokers* e *dealers*;
- e. piani previdenziali approntati da aziende che possono anche prevedere la costituzione di fondi pensione le cui attività siano superiori a 5 milioni di dollari;
- f. cooperative di credito edilizio che concedono mutui utilizzando fondi raccolti attraverso l'emissione dei certificati azionari di investimento.

²⁸Sono definiti acquirenti qualificati:

- a. gli individui o un'impresa familiare (*family-owned company* non finalizzata all'acquisto di quote di *hedge funds*), che detengono almeno cinque milioni di dollari di investimenti al netto dell'indebitamento;
- b. le società i cui azionisti o soci rientrano tutti nella categoria precedente;

peculiare struttura partecipativa che il gestore di un *hedge fund* riesce ancora una volta ad evitare la registrazione presso la SEC come *investment company* e a guadagnare in agilità operativa. La *rule 501*²⁹ del *Securities Act* richiede, infatti, che almeno il 65% dei *limited partners* si qualificino come investitori accreditati. A tutti gli altri investitori non accreditati eventualmente presenti, il gestore deve invece garantire un livello di trasparenza e documentazione pari a quanto richiesto in materia di offerte pubbliche. Per contro, il *National Securities Markets Improvement Act*, noto come "1996 Act", che emenda alcune parti dell'*Investment Company Act*, ha aggiunto la sezione 3(c)(7). Questa norma consente l'esclusione dalla definizione di *investment company* (e di conseguenza dall'obbligo di registrazione presso la SEC) a quei consorzi di investitori privati in cui tutti i partecipanti si connotino come acquirenti qualificati.³⁰ Sono ora chiare le motivazioni per cui un *hedge fund* è composto di un massimo di 100 investitori generalmente accreditati, ovvero è strutturato come un fondo di acquirenti qualificati. La legislazione statunitense è volta ad evitare che gli investitori medi abbiano libero accesso a prodotti finanziari particolarmente rischiosi, riservandone invece l'opportunità a quelli che sono definiti *sophisticated investors*³¹ (individui le cui caratteristiche oggettive consentono di attribuire loro una presunzione di consapevolezza circa i rischi associati a scelte azzardate, oltre alla capacità di esercitare potenzialmente un monitoraggio attivo). I gestori dei fondi alternativi hanno sfruttato questa impostazione del legislatore per definire ingegnosamente la struttura degli *hedge funds*, in modo da evitare l'obbligo di registrazione presso la SEC e aggirare i conseguenti lacci normativi.

Nonostante sia possibile costituire un fondo alternativo al quale partecipano fino a 500 acquirenti qualificati, si riscontrano fondi *hedge* al cui capitale partecipa un numero molto contenuto di investitori. La scelta del gestore di limitare fortemente il numero dei partecipanti al fondo risiede nell'*Investment Adviser Act* del 1940, il quale stabilisce che tutti i *managers* che si presen-

-
- c. alcuni *trust* e ogni altro soggetto che possiede e investe su base discrezionale almeno 25 milioni di dollari (in prevalenza investitori istituzionali), che può agire in nome e per conto proprio o per conto di altri acquirenti qualificati.

²⁹Secondo questa norma un collocamento privato (*private placement*) può essere indirizzato a un numero illimitato di accredited investors (investitori accreditati).

³⁰Si ritiene che il limite sia innalzato a 500 (compreso il gestore) anche se tale soglia non è contemplata dal "1996 Act". Si tratterebbe piuttosto di una prassi tenuta in sede di classamento dei titoli per evitare gli obblighi informativi previsti invece dal *Securities Act*.

³¹Tra gli investitori sofisticati rientrano sia gli investitori istituzionali sia i cosiddetti *high net worth individuals* e gli *ultra high net worth individuals*.

tano al pubblico in qualità d'*investment advisers*, (consulenti in materia di investimenti e gestione del risparmio), devono registrarsi presso la SEC e sottostare a specifiche norme di condotta verso i propri clienti. Tuttavia la *rule* 203(b)(3) dello stesso atto stabilisce che se il gestore ha avuto durante i precedenti 12 mesi di attività meno di 15 clienti, non ha fatto propaganda della sua attività e non ha operato per conto di un'*investment company* registrata, questi ha la facoltà di esentarsi dall'obbligo di registrazione. Il "1996 Act" ha modificato in parte anche l'*Investment Adviser Act*, stabilendo che un gestore finanziario ha l'obbligo di registrarsi alla SEC solo se sono soddisfatti tutti i seguenti requisiti:

- tra i clienti è possibile annoverare almeno un *mutual fund*;
- il patrimonio gestito è pari ad almeno 25 milioni di dollari;
- l'*investment adviser* non è sottoposto alle regole dello stato in cui è domiciliata la sede dei suoi affari.

Pertanto se un gestore rientra negli ultimi due punti precedenti, ma ha meno di 15 clienti può evitare la registrazione. Inoltre qualora si tratti di un *off-shore adviser* con più di 15 clienti, questi può evitare la registrazione se non più di 15 sono i clienti residenti negli Stati Uniti e ricorrono le altre condizioni.

I limiti indotti dalla normativa sul numero massimo di partecipanti potrebbero costituire una possibile interpretazione circa l'elevato valore delle quote minime d'ingresso³². Eppure l'ipotesi è accettabile solo per il caso italiano (come si vedrà nel paragrafo 3.2), giacché esplicitamente si stabilisce che i fondi in questione non possono avere più di duecento partecipanti. In effetti, per i fondi *off-shore* non esiste alcun limite di partecipazione, mentre per quelli statunitensi il "National Securities Markets Improvement Act of 1996" ha di fatto eliminato ogni precedente vincolo in questione.

I gestori dei fondi *hedge* collocano i propri titoli in forma privata e su base personale (spesso si tratta di soggetti che hanno già partecipato a precedenti collocamenti). Nel prospetto costitutivo del fondo è puntualmente specificato che non si effettuano offerte pubbliche di acquisto o vendita dei relativi titoli³³. I gestori evitano di ricorrere ad ogni forma di sollecitazione e pubblicità finalizzate all'offerta dei propri titoli al pubblico dei risparmiatori. Anche in questo caso la ragione è da ascrivere al dettato legislativo. Il *Securities Act* disciplina puntualmente le offerte pubbliche di valori mobiliari specificando l'obbligo, in capo ai soggetti emittenti, di osservare precise

³²Si rinvia alla quarta sezione del lavoro.

³³Il *Securities Act* porta a considerare le quote di un *hedge fund* come valori mobiliari.

disposizioni in tema di condotta e trasparenza (*disclosure*) verso la SEC. Di conseguenza i gestori dei fondi alternativi evitano le offerte pubbliche per sottrarsi ai summenzionati gravami, guadagnando in fluidità operativa. Quanto finora detto spiega altresì perché è così difficile trovare informazioni, dati e ogni forma di campagna pubblicitaria sugli *hedge funds*.

Per i gestori dei fondi alternativi si profila invece una serie di oneri informativi nella misura in cui ricorrono ai derivati. A meno che la negoziazione degli strumenti derivati (quali *options*, *commodity futures* e *financial futures*) è esclusivamente finalizzata alla copertura di altre attività e il totale dei margini e premi pagati è inferiore al 5% dell'intero portafoglio (Manuli, 1999), l'*hedge fund* è qualificato un *commodity pool operator*³⁴ (CPO), in virtù del *Commodity and Exchange Act*. Dato l'ampio respiro della definizione di CPO, un *hedge fund* con investitori americani, che opera mediante strumenti derivati, è soggetto alla disciplina prevista dalla *Commodity Futures Trading Commission*³⁵ e della *National Futures Association*³⁶. La disciplina prevede in capo al CPO oneri puntuali e rigorosi di *disclosure* nei confronti degli organi summenzionati (CFTC e NFA) e dei propri investitori: ad esempio fornire una relazione sulla propria situazione finanziaria, distribuire ai soli investitori un rapporto trimestrale che indichi chiaramente il valore netto del fondo (Franklin, 1999).

Esistono infine una serie di disposizioni giuridiche rivolte a tutti i soggetti che si affacciano sul mercato, a cui gli *hedge funds* non possono sottrarsi. Tali disposizioni sono:

- le norme antiriciclaggio;
- le norme *anti-pyramiding*, intese a impedire investimenti superiori a un determinato limite in organismi finanziari regolamentati dall'*Investment Company Act*;
- la disciplina prevista dalla sezione 13(d) del *Securities Exchange Act*, secondo cui chiunque detenga una quota di titoli con diritto di voto in una *public company* superiore al 5% è tenuto agli obblighi di informazione nei confronti della SEC;

³⁴Sono definiti *commodity pool operator* tutti quegli operatori che ricevono da altri soggetti disponibilità liquide, valori mobiliari o altre attività e li impiegano nella negoziazione di contratti *futures* ovvero opzioni.

³⁵La *Commodity Futures Trading Commission* è l'autorità preposta a regolamentare e vigilare sui mercati dei *futures* e delle opzioni.

³⁶La *National Futures Association*, fondata nel 1982, è responsabile della tutela dei diritti degli investitori nel mercato dei *futures*.

- la disciplina della sezione 16(a) sempre del *Securities Exchange Act* che proibisce l'ottenimento di profitti sia *short swing*³⁷, sia *short sale* derivanti dall'acquisto o vendita di titoli dall'emittente durante un periodo di sei mesi;
- le norme antifrode dell'*Investment Advisers Act* e del *Commodity and Exchange Act*;
- l'*Hart Scott Rodino Antitrust Improvement Act*, che sancisce l'obbligo di trasparenza ed esame degli investimenti di un determinato ammontare da parte della Divisione *Antitrust* del *Department of Justice* della *Federal Trade Commission*.

La forma giuridica di un *hedge fund* statunitense è la *partnership* intesa nell'accezione di *limited partnership* ovvero *limited liability partnership*³⁸. Delle due alternative solitamente il gestore che intende avviare la sua iniziativa imprenditoriale nel settore finanziario, preferisce la *limited partnership* poiché di più facile gestione amministrativa e pertanto idonea a garantire la massima flessibilità operativa, tipica di un *hedge fund*. In tal caso il gestore, come più volte anticipato, assume il ruolo di *general partner*. Tuttavia il *money manager* può sia intervenire direttamente come persona fisica, sia per il tramite di una persona giuridica appositamente costituita al fine di beneficiare della responsabilità limitata. Il *general partner*, che riveste il ruolo equivalente del socio accomandatario di diritto italiano, può essere chiamato a rispondere illimitatamente con tutto il proprio patrimonio per le obbligazioni assunte. Gli altri soci-investitori, i *limited partners*, al pari degli accomandanti italiani, possono essere chiamati a rispondere delle obbligazioni sociali limitatamente alla quota di partecipazione, in altre parole rischiano solo quanto hanno investito nel fondo. A fronte di ciò i *limited partners* non hanno alcun potere d'intervento nella gestione del patrimonio. È utile precisare che le quote di partecipazione degli investitori non sono liberamente cedibili o negoziabili, ma possono solo essere rivendute ai soci o riacquistate dal fondo. Il materiale informativo, ricevuto dall'investitore nel momento in cui decide di partecipare in un *hedge fund* strutturato come *limited partnership*, si articola nei seguenti tre documenti.

³⁷Il profitto *short swing* deriva dall'acquisto e successiva vendita entro sei mesi di titoli di una società da parte di un soggetto che in virtù della sua posizione nella società poteva avere accesso privilegiato ad informazioni rilevanti sugli stessi titoli. La normativa americana associa simili profitti ad attività illecite di *insider trading* che pertanto sono proibite.

³⁸In un confronto con l'ordinamento italiano tali fattispecie possono essere equiparate rispettivamente alla Società in Accomandita Semplice e alla Società a Responsabilità Limitata.

- L'*Offering Memorandum* (Memorandum d'Offerta), o anche detto *Private Placement Memorandum*, consiste in un prospetto che delinea tutti gli aspetti riguardanti l'organizzazione del fondo: descrive i titoli che saranno offerti e le modalità di riacquisto degli stessi. In esso è riassunto il contenuto dell'accordo di società, in particolare per quanto riguarda la struttura e la tipologia delle commissioni previste, la quota d'ingresso richiesta, l'esperienza del gestore e degli eventuali collaboratori, i possibili conflitti d'interessi, i criteri da adottare al fine della definizione del *net asset value*, i rischi propri dell'investimento e gli aspetti fiscali relativi.
- Il *limited partnership agreement* (accordo di società in accomandita semplice) rappresenta il contratto di società e in quanto tale menziona tutti i diritti e gli obblighi del *general partner* e dei *limited partners*, indicando inoltre le linee generali di amministrazione e gestione dell'impresa.
- Il *subscription agreement* (accordo di sottoscrizione) costituisce un prospetto rappresentativo di una richiesta sottoscritta di partecipazione alla società in qualità di *limited partner*, in cui si dichiara l'idoneità a rivestire il suddetto ruolo da parte dell'aspirante socio. Con esso si accetta inoltre di versare la propria quota di partecipazione a titolo di conferimento. Tra i poteri del gestore si annovera la capacità di accogliere o rifiutare i soci entranti, o addirittura rimuovere quelli già presenti. Così se la richiesta sarà accolta favorevolmente, una lettera ne comunicherà l'esito positivo all'aspirante socio.

Gli *hedge funds* domiciliati negli Stati Uniti si è visto che devono necessariamente rispettare svariati vincoli normativi al fine di conservare la singolare agilità gestionale. Inoltre specifiche prescrizioni sono previste in merito al numero e alla qualifica dei partecipanti. Diversamente i fondi *off-shore* non sempre costituiscono oggetto delle innumerevoli disposizioni legislative ricordate. In effetti, i fondi *off-shore* possono essere costituiti anche da più di 100 investitori e questo può rappresentare un valido incentivo per i gestori che intendono accrescere le dimensioni dei patrimoni gestiti con tutta tranquillità. Inoltre gli *hedge funds off-shore* traggono un vantaggio non indifferente dalla "permissiva" regolamentazione prevista nei paradisi fiscali, sia perché è concessa una maggiore flessibilità e libertà operativa, sia per i vantaggi fiscali tipici dai paesi *tax heaven*, senza per giunta dimenticare i benefici (in forma di economie di agglomerazione) spesso derivanti dalle sviluppate infrastrutture presenti. È tuttavia indispensabile precisare che le società di gestione devono fare attenzione a che l'ingresso di eventuali investitori americani non

pregiudichi i benefici fiscali di cui gode il fondo *off-shore* o addirittura che divenga obbligatoria la registrazione presso la SEC. Al fine di mantenere i propri privilegi devono essere rispettate alcune condizioni (Manuli, 1999):

- non effettuare offerte pubbliche delle proprie quote nel territorio degli Stati Uniti;
- eventuali investitori americani devono qualificarsi come accreditati, ad eccezione delle offerte inferiori al milione di dollari, ovvero quando il fondo intende assolvere i relativi obblighi d'informazione e trasparenza;
- deve essere sottoscritta la *form D* per la SEC entro il termine di legge di 15 giorni;
- occorre evitare che gli eventuali investitori americani non siano in numero superiore a 100;
- accertare che la maggioranza del capitale del fondo sia di proprietà di non residenti negli USA.

È proprio per tutti i vantaggi di un fondo *off-shore* che spesso i gestori preferiscono costituire più di un *hedge fund*: uno domiciliato negli Stati Uniti e almeno un altro domiciliato in un centro *off-shore*. Generalmente la forma giuridica tipica di un fondo non domiciliato negli USA non è la *limited partnership* ma l'*investment corporation*, corrispondente ad una Società per Azioni di diritto italiano. Altro elemento differenziante è che i titoli azionari della società di gestione possono essere quotati in un mercato regolamentato della piazza *off-shore*. Inoltre la stessa società di gestione costituisce un soggetto giuridico a sé, perfettamente separato dagli azionisti e dotato di piena capacità di agire. Questo implica che tutti i soci (compreso il gestore) sono limitatamente responsabili al capitale investito per le obbligazioni sociali.

3.2 La disciplina italiana dei fondi speculativi.

Ai fini di una corretta collocazione del fenomeno *hedge fund* nell'ambito del mercato italiano del risparmio gestito, occorre considerare la suddivisione dei fondi tra armonizzati, non armonizzati e autorizzati. Tutti i fondi costituiti dopo l'introduzione della legge n. 77 del 23 marzo del 1983 (mediante la quale furono istituiti i fondi comuni di investimento mobiliare aperti) secondo l'iter all'uopo previsto sono definiti autorizzati. Ugualmente sono definiti autorizzati anche i fondi esteri che per essere commercializzati in Italia hanno

dovuto espletare lo stesso iter di autorizzazione. Con l'emanazione a livello comunitario delle direttive in materia di Organismi d'Investimento Collettivo in Valori Mobiliari (OICVM) 85/611/CEE³⁹ e 88/220/CEE, tutti i fondi costituiti nel loro rispetto acquisiscono la definizione di armonizzati. Non necessariamente un fondo autorizzato è anche armonizzato. È possibile che siano costituiti fondi aperti di diritto italiano non rientranti nell'ambito delle disposizioni europee, come pure fondi chiusi⁴⁰ e dal 1999 anche fondi riservati a investitori qualificati insieme ai fondi speculativi: quest'ultimo è proprio il caso degli *hedge funds*, fondi autorizzati ma non armonizzati. Questa particolare situazione deriva dal fatto che tra gli Stati dell'Unione europea, l'Italia è il primo paese che ha introdotto una specifica normativa in merito e ciò perché, mancando una legge specifica sui fondi *hedge* a livello comunitario, questi possono essere regolati solo a livello nazionale. L'atto legislativo che ha aperto le porte del mercato finanziario italiano ai fondi alternativi è il decreto del Ministero del Tesoro numero 228 del 24 maggio del 1999 contenente il "Regolamento recante norme per la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi i fondi comuni di investimento". In seguito, sulla base di riferimenti contenuti nel succitato decreto, è stata la Banca d'Italia che, sentita la CONSOB, ha a sua volta adottato il "Regolamento recante disposizioni per le società di gestione del risparmio" datato 20 settembre 1999.

Il termine anglosassone *hedge funds*, in Italia è stato tradotto con l'espressione fondi speculativi. Il riferimento non è immediato, giacché la traduzione non è letterale. Eppure analizzando i caratteri delineati dalla normativa italiana, che appare piuttosto una replica passiva in molti punti rispetto la disciplina statunitense, diviene chiaro il parallelismo tra le due fattispecie di fondi, al punto da definirli gli *hedge funds* italiani.

Più in dettaglio è possibile riscontrare che un fondo speculativo può investire in titoli quotati e non quotati, depositi bancari, beni immobili e diritti immobiliari, crediti e titoli rappresentativi di crediti, strumenti derivati, *commodities* e ogni bene per il quale esiste un mercato e che abbia un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale, nonché ogni altro bene previsto nel regolamento del fondo⁴¹. Il fondo speculativo può avvalersi altresì dello short selling, acquistare metalli, pietre preziose e certificati rappresentativi dei medesimi, a differenza dei tradizionali fondi

³⁹ *Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities.*

⁴⁰ La legge n. 344 del 14 agosto 1993 consentì l'istituzione dei fondi chiusi italiani.

⁴¹ Decreto 228/99 art. 16, c. 1, "le SGR possono istituire fondi speculativi il cui patrimonio è investito in beni anche diversi da quelli individuati nell'articolo 4, comma 2, in deroga alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 6, comma 1, lettera c), del Testo Unico".

comuni. Inoltre non trovano neppure applicazione tutte quelle disposizioni volte a limitare le concentrazioni degli investimenti in strumenti finanziari di uno stesso emittente secondo i limiti all'uso previsti⁴². Allo stesso modo è riconosciuta la possibilità di ottenere prestiti oltre la soglia generale del 10% del valore complessivo netto del portafoglio in gestione. Il regolamento del fondo può prevedere pertanto:

- la possibilità di definire come oggetto d'investimento ogni altro bene al di fuori di quelli previsti dal decreto 228/99;
- la possibilità di derogare ai criteri di contenimento e frazionamento dei rischi previsti dalla Banca d'Italia.

In breve ecco riconosciute: la possibilità di vendere allo scoperto strumenti finanziari, un'ampia scelta d'investimenti, la facoltà di concentrare i rischi e l'uso della leva finanziaria; caratteristiche proprie degli *hedge funds*.

I fondi speculativi si caratterizzano inoltre perché non possono annoverare un numero di partecipanti superiore le 200 unità. Questo è quanto prevede la disciplina italiana⁴³. Riflettendo sulle potenziali ragioni sottostanti l'introduzione di tale soglia limite non si ravvede nessuna specifica motivazione se non l'intento dell'autorità di vigilanza di tenere sotto stretto controllo l'evoluzione del settore e limitarne la partecipazione in modo da regolarne lo sviluppo. È immediato tuttavia il parallelismo che si riscontra con i limiti di accesso previsti per i fondi *hedge* statunitensi⁴⁴.

Altro aspetto che avvicina i fondi speculativi agli *hedge funds* riguarda la soglia minima di partecipazione al fondo che un investitore è chiamato a sottoscrivere. Il legislatore italiano ha espressamente definito tale ammontare

⁴²Decreto 228/99 art. 16, c. 5, "il regolamento del fondo deve menzionare la rischiosità dell'investimento e la circostanza che esso avviene in deroga ai divieti e alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia".

⁴³Decreto 228/99 art. 16, c. 2, "il numero dei soggetti che partecipano a ciascun fondo speculativo non può superare le cento unità". Il decreto n. 47 del 31 gennaio 2003 del Ministro del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica ha modificato l'articolo 16 del regolamento 228/1999, prevedendo l'innalzamento a 200 del numero massimo delle unità che possono partecipare ad un fondo speculativo. Decreto pubblicato nella Gazzetta Ufficiale del 25 marzo 2003 n. 70.

⁴⁴Si ricorda che nel caso statunitense, il gestore deve cercare di limitare ad un massimo di 99 il numero dei partecipanti al fondo (soglia tra l'altro venuta meno con il "1996 Act"), al fine di evitare l'obbligo di registrazione presso la *Securities and Exchange Commission* e le relative onerose conseguenze. Pertanto negli USA il limite numerico costituisce solo una soglia da non superare, poiché altrimenti il fondo sarebbe riconosciuto nell'ambito dei tradizionali *mutual funds*.

a 500 mila euro⁴⁵, mentre negli Stati Uniti non sono previste per legge soglie minime d'ingresso e le offerte di titoli possono essere anche inferiori al milione di dollari, sebbene costituiscano la minoranza. Scopo evidente della norma italiana è limitare la partecipazione al fondo a tutti quei soggetti dotati di elevati patrimoni, nell'intento di tutelare la generalità dei risparmiatori (meno facoltosi) dall'assunzione di rischi finanziari piuttosto elevati associati ai fondi speculativi. In questo atteggiamento del legislatore italiano si ravvisa un intento regolatore che va ben oltre le intenzioni sottostanti la disciplina giuridica statunitense, che per contro non interviene con specifico riferimento ai fondi *hedge*.

La *ratio legis* del legislatore italiano trova espressione anche nel limitare la sollecitazione all'investimento di quote di fondi speculativi al pubblico dei risparmiatori⁴⁶, facendone emergere la concezione d'elevata rischiosità attribuita a tali fondi. Si intende in questo modo evitare una diffusione generalizzata del prodotto finanziario in mani poco esperte, vietandone di conseguenza l'ordinaria offerta pubblica. Ulteriore effetto della disposizione è l'assenza di un prospetto informativo ogni qualvolta si avvia una negoziazione per la partecipazione al fondo, tipico invece delle forme di sollecitazione del pubblico risparmio.

Nel regolamento del fondo sono indicati i beni oggetto dell'investimento e le modalità di partecipazione con riferimento all'adesione dei partecipanti ed al rimborso delle quote (decreto 228/99 art. 16, c. 6). Il regolamento è il documento con il quale la società di gestione istituisce il fondo e in esso devono pertanto risultare:

- il tipo di investimenti che potranno essere realizzati, con l'indicazione che gli stessi potranno avvenire anche in deroga ai principi generali stabiliti dalla Banca d'Italia in materia di contenimento e frazionamento dei rischi e delle norme prudenziali stabilite per i tradizionali fondi comuni;
- le strategie d'investimento seguite dalla società di gestione;
- le spese sostenute dalla società, dai partecipanti al fondo, nonché gli schemi tariffari relativi alle commissioni di gestione, di *performance*, con l'indicazione della presenza eventuale di clausole come l'*high water mark* o un particolare *hurdle rate*;

⁴⁵Decreto 228/99 art. 16, c. 3, "l'ammontare minimo di ciascuna sottoscrizione di fondi speculativi non può essere inferiore a un milione di euro". Il decreto 47/2003 ha ridefinito l'attuale valore minimo della quota di partecipazione a 500 mila euro.

⁴⁶Decreto 228/99 art. 16, c. 4, "le quote dei fondi speculativi non possono essere oggetto di sollecitazione all'investimento".

- modalità di partecipazione (sottoscrizione e rimborso, *entry-exit dates*, clausole di *lock up*, blocco di nuove sottoscrizioni).

Nel regolamento del fondo dovranno risultare altresì tutte le informazioni attinenti alla società di gestione (compiti e responsabilità), alla banca depositaria dei titoli, alle quote e relativi certificati che anche per i fondi speculativi non sono liberamente cedibili a terze parti, criteri per la determinazione del valore netto del fondo, modi e tempi di definizione del valore della singola quota, durata del fondo e procedura di liquidazione. Da quanto sopra si evince l'ampia autonomia organizzativa lasciata alla società di gestione, che pur nel rispetto di un quadro normativo di riferimento, è dotata di un vasto potere decisionale in relazione ad aspetti anche strutturali dell'assetto del fondo. È evidente che prima dell'effettivo collocamento dei titoli del fondo il regolamento dovrà essere approvato dalla Banca d'Italia.

Una menzione particolare merita l'ultimo comma dell'articolo 16 del decreto 228/99 secondo il quale *la Banca d'Italia indica i casi in cui i fondi disciplinati dal presente articolo, in considerazione dei potenziali effetti sulla stabilità della società, possono essere istituiti o gestiti solo da SGR che abbiano come oggetto esclusivo l'istituzione o la gestione di tali fondi*. Si è venuta a creare una riserva di attività a favore di una nuova figura d'intermediario: una "SGR speculativa", che introduce un comparto alternativo, da tenere distinto dal tradizionale settore della gestione collettiva del risparmio. Sebbene la norma richiami "i potenziali effetti sulla stabilità della società di gestione", lo scopo della disposizione è ravvisabile piuttosto nella volontà di evitare che una potenziale caduta della *performance* dei fondi speculativi possa inficiare l'immagine dei gestori dei fondi tradizionali a danno dell'intero sistema finanziario. A sua volta nell'ambito del proprio regolamento anche la Banca d'Italia propone un'identica espressione di specializzazione per le società di gestione che intendono istituire fondi speculativi.

Il decreto del Ministro del Tesoro 228/99 ha rimesso alla Banca d'Italia il compito di emanare una serie di norme, tra le quali alcune riguardanti i fondi speculativi. La Banca d'Italia, il 20 settembre dello stesso anno, è intervenuta emanando un proprio regolamento⁴⁷. Evidenti sono i riferimenti al

⁴⁷ *Capitolo II, lettera D) fondi speculativi. Possono essere istituiti sia in forma aperta sia in forma chiusa. Nel regolamento del fondo possono essere fissate norme prudenziali diverse da quelle stabilite in via generale dalle presenti disposizioni. Essi:*

- *non sono sottoposti a predefiniti vincoli in materia di oggetto dell'investimento;*
- *non possono avere più di 100 partecipanti;*
- *devono prevedere una sottoscrizione minima iniziale non inferiore a un milione di euro;*

contenuto del decreto ministeriale, anche a proposito della specializzazione della società di gestione. Unico elemento aggiuntivo è la precisazione che i fondi in oggetto possono essere costituiti sia in forma aperta, sia in forma chiusa, con la conseguenza che i fondi speculativi potrebbero risultare penalizzati dalle rigidità normative caratterizzanti gli schemi organizzativi dei fondi aperti e chiusi (Lazzari, 2000).

Ministro del Tesoro e Banca d'Italia hanno pertanto attribuito ai fondi speculativi una connotazione di particolare rischiosità, al punto da collocare l'intero settore in un mercato alternativo e ben distinto da quello dei tradizionali fondi comuni. Allo stesso modo la specializzazione delle società di gestione, appositamente previste ai fini della costituzione di un fondo speculativo, diviene strumento di controllo dello sviluppo del fenomeno. La regolamentazione italiana sembra incentrata, almeno in prima istanza, al contenimento della diffusione degli investimenti alternativi: come per valutarne la sicurezza, l'impatto e le conseguenze sul sistema finanziario.

4 Aspetti gestionali e organizzativi degli *hedge funds*

4.1 Le scelte strategiche del gestore.

Dopo aver concentrato l'attenzione sugli elementi normativi che hanno condizionato la morfologia degli *hedge funds* e dei fondi speculativi, è doveroso entrare nel dettaglio delle scelte strategiche sia gestionali, sia organizzative realizzate dal gestore. In primo luogo è opportuno approfondire le tecniche finanziarie che contraddistinguono tali strumenti alternativi di gestione del risparmio.

Una copertura può essere genericamente realizzata acquistando un'assicurazione contro un evento sfavorevole indesiderato, ovvero cercando di neu-

-
- *non possono essere oggetto di sollecitazione all'investimento;*
 - *devono menzionare nel regolamento la rischiosità dell'investimento e la circostanza che esso avviene in tutto o in parte in deroga ai divieti e alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia per i fondi ordinari.*

In considerazione dei potenziali effetti che i fondi comuni di investimento speculativi possono avere sulla stabilità della SGR, i fondi della specie possono essere istituiti solo da SGR che abbiano come oggetto esclusivo l'istituzione o la gestione di fondi speculativi. La Banca d'Italia il 27 agosto 2003 ha adottato un ulteriore provvedimento volto a recepire gli adeguamenti del decreto n. 47 del 31 gennaio 2003, che prevede un numero massimo di 200 partecipanti al fondo speculativo e soglie minime di accesso ridotte a 500 mila euro.

tralizzare il rischio. Secondo il tipo di esposizioni assunte dal *fund manager*, esistono differenti tipi di rischio e altrettante tecniche specifiche. È ormai chiaro che cosa s'intende per strategia di copertura nell'ambito degli *hedge funds*. È sufficiente considerare l'approccio usato originariamente da Alfred Jones per comprendere appieno che l'obiettivo perseguito è di minimizzare il rischio che i movimenti del mercato possano erodere il capitale del fondo, speculando contemporaneamente sulle attività contraddistinte da una potenziale redditività intrinseca. A differenza della tradizionale diversificazione teorizzata da *H. M. Markowitz* (1959) nella "*Modern Portfolio Theory*", in tale circostanza non si cerca di eliminare il rischio specifico, bensì il rischio di mercato. L'idea di Jones fu di affiancare alle consolidate strategie, basate solo su posizioni lunghe in attività finanziarie con l'attesa di un rialzo delle quotazioni, delle vendite allo scoperto di titoli, su cui si nutre una speranza oggettiva di ribasso del valore. In questo modo, non solo si protegge (*hedging*) il capitale del fondo da eventuali flessioni del mercato, ma è possibile persino speculare su entrambe le posizioni, senza tralasciare che almeno in parte lo *short sale* consente di finanziare le posizioni lunghe. La descrizione appena esposta non richiama l'unica forma di copertura realizzabile, giacché con la diffusione dei derivati è divenuto possibile fronteggiare i rischi di quotazioni discendenti, ma anche di rialzo dei tassi d'interesse, ricorrendo ad esempio ai *futures*. Occorre in ogni modo precisare che allo scopo possono essere utilizzati anche altri strumenti derivati e secondo i casi è possibile neutralizzare ovvero assicurarsi contro un determinato rischio. È evidente che le tecniche di *short selling* e l'uso dei derivati sono la diretta conseguenza della principale filosofia ispiratrice della nascita dei fondi *hedge*. Ciò non ha precluso la possibilità che tali strumenti siano stati utilizzati in certi casi con il solo intento speculativo.

Si è già detto del ricorso dei *money manager* allo *short selling*. Gli *hedge funds* statunitensi per avvantaggiarsi delle vendite allo scoperto devono rispettare la normativa stabilita dagli organi di controllo (la SEC⁴⁸). In particolare, è prevista la *rule 3b-3* secondo la quale non è consentito realizzare una vendita allo scoperto se la più recente variazione del prezzo dell'attività in oggetto è stata negativa. Analoga disposizione è prevista nella regolamentazione italiana. In definitiva, è ammesso lo *short sale* solo in presenza di un *up tick* nel prezzo del titolo. Il gestore deve inoltre rispettare le disposizioni stabilite dalla *Federal Reserve* e precisamente la *Reg T*, che impone un meccanismo di *marking to market*⁴⁹, in base al quale a fronte di ogni operazione

⁴⁸Occorre precisare che le disposizioni impartite dalla SEC trovano applicazione solo in relazione ai titoli che sono quotati al *Nyse* o al *Nasdaq*.

⁴⁹Il *marking to market* è un meccanismo, presente anche nei mercati italiani, che "aggancia" l'ammontare delle somme depositate a garanzia ai movimenti del mercato, rendendo

di vendita allo scoperto deve essere aperto un deposito di garanzia (*margin account*) di un ammontare usualmente pari al 50% del valore corrente delle attività in oggetto. Con frequenza anche giornaliera il *broker* verifica la consistenza del deposito e rileva eventuali guadagni o perdite del cliente. Il gestore che richiede operazioni di vendita allo scoperto, oltre il rispetto di tutte le disposizioni che rendono la negoziazione complessa e anche costosa, incorre almeno in due rischi.

1. Non sempre la copertura si rivela funzionante. Può succedere che a differenza delle attese, il prezzo del titolo venduto cresca, generando delle perdite pari alla differenza tra il prezzo ricavato dalla vendita e quello pagato per il successivo riacquisto (tenuto conto della remunerazione del deposito e delle commissioni per il *broker*). È utile rilevare che, mentre il guadagno massimo è limitato al caso in cui l'attività perda completamente di valore, la perdita conseguibile è potenzialmente infinita. Nell'ambito di un fondo *hedge*, esiste pertanto la possibilità di subire delle perdite in entrambe le direzioni: sia sulle posizioni lunghe, sia su quelle corte. È intuibile che il successo della strategia è subordinato all'abilità di *stock picking* del gestore.
2. Il *broker* può richiedere per diversi motivi che sia restituito il titolo dato in prestito. In questo caso il gestore può dover riacquistare l'attività ad un prezzo del tutto sfavorevole (*short squeeze*) e solitamente la probabilità che si verifichi un simile rischio è inversamente proporzionale alla liquidità dell'azione (e pertanto alla capitalizzazione).

In base ai dati rilevati da *Van Hedge Fund Advisor International Inc.* sul proprio archivio, è possibile verificare che alla fine del 1995 il 76% degli *hedge funds* faceva uso di operazioni di vendita allo scoperto, mentre alla fine del 2000 il dato è salito all'84%, facendo registrare un tendenziale aumento del ricorso allo *short selling*.

I moderni *hedge funds* ricorrono ampiamente ai derivati e varie sono le motivazioni sottostanti. Si è già avuto modo di anticipare che assumendo posizioni corte su questi strumenti è possibile riprodurre gli effetti di un'operazione di *short selling*. Inoltre si ha l'ulteriore conseguenza di generare un

eventualmente necessarie operazioni di reintegro del margine. Il *Nyse* richiede un margine minimo del 30%. Si supponga che da una vendita allo scoperto si ricavi \$ 100.000, il *margin account* sarà pari almeno a \$ 30.000. Se il mercato fa registrare un incremento del valore dell'attività venduta, si ipotizzi che salga a \$ 110.000, il gestore incorre in una perdita potenziale di \$ 10.000, per cui vedrà ridursi il proprio deposito di garanzia, dovendo procedere con un reintegro. Viceversa in caso di ribasso del prezzo dei titoli venduti, il gestore potrà ritirare dal deposito la somma eccedente il valore minimo iniziale.

implicito effetto *leverage*, dovuto al limitato impiego di capitali richiesti per aprire nuove posizioni rispetto l'esposizione sul sottostante. Quest'aspetto è fonte di una rischiosità intrinseca, proprio perché l'effetto leva amplifica non solo i possibili profitti, ma anche le probabili perdite derivanti da un andamento avverso delle quotazioni del mercato del sottostante. Originariamente l'uso dei derivati era finalizzato alla copertura dei rischi al fine di preservare il capitale del fondo, ma successivamente allo sviluppo di efficienti mercati organizzati dedicati, l'uso di questi strumenti ha assunto una connotazione marcatamente speculativa. La figura 15 rileva le distinzioni d'uso di questi prodotti secondo le categorie di fondi *hedge*.

Strategie d'investimento	Non utilizzano i derivati	Utilizzano i derivati	Solo per finalità di <i>hedging</i>	Solo per incrementare le <i>performance</i>	Per <i>hedging</i> e scopi speculativi
<i>Aggressive growth</i>	38,7	61,3	39,1	0,4	21,8
<i>Distressed securities</i>	41,1	58,9	39,3	1,8	17,9
<i>Emerging markets</i>	15,2	84,8	64,0	0,5	20,3
<i>Fund of funds</i>	6,4	93,6	47,2	2,0	44,5
<i>Income</i>	35,1	64,9	36,5	0,0	28,4
<i>Macro</i>	14,1	85,9	25,4	0,0	60,6
<i>Market neutral - arbitrage</i>	18,5	81,5	43,8	1,4	36,3
<i>Market neutral - securities hedging</i>	32,7	67,3	45,1	0,9	21,2
<i>Market timing</i>	25,0	75,0	38,2	7,9	28,9
<i>Opportunistic</i>	18,8	81,2	37,2	3,9	40,1
<i>Several strategies</i>	38,8	61,2	49,0	0,0	12,2
<i>Short selling</i>	28,1	71,9	40,6	0,0	31,3
<i>Special situations</i>	20,6	79,4	60,3	0,0	19,1
<i>Value</i>	32,1	67,9	50,8	3,2	13,9
Totale	24,2	75,8	46,2	1,8	27,8

Figure 15: Uso dei derivati. Dati in percentuale aggiornati alla fine del 1997. Fonte: Nichele e Stefanini, 2002.

È immediato verificare che 3 fondi *hedge* su 4 già nel 1997 facevano ricorso agli strumenti derivati, sebbene quasi 1 fondo su 2 faceva uso dei derivati per soli scopi di copertura. È interessante notare come tra tutte le categorie di fondi *hedge* considerate, sono i *macro funds* che ricorrono maggiormente ai derivati con finalità speculative. Secondo *Van Hedge* a fine 2000 i fondi alternativi che usavano i derivati con il solo scopo di copertura, o che non li usavano per nulla ammontava al 71% del totale, mentre nel 1995 il dato era del 77%, mettendo in evidenza una tendenza al rialzo nell'uso di questi strumenti.

L'indebitamento rappresenta un altro elemento distintivo dei fondi *hedge*, ovvero speculativi, rispetto i tradizionali fondi comuni. Si è già accennato

degli effetti della leva finanziaria, che consistono in un incremento della volatilità dei rendimenti (ampliamento del rischio) e nella possibilità che abbiano conseguenze sia favorevoli, sia sfavorevoli. In prima approssimazione l'indebitamento consiste nel prendere in prestito risorse finanziarie, per investire nei mercati, al fine di realizzare un'amplificazione della *performance* che si realizzerebbe usando solo i mezzi propri. Dicendo che l'effetto leva è bidirezionale, s'intende che non solo i rendimenti possono essere aumentati, ma che la stessa cosa può accadere per le perdite. È ovvio che il ricorso alla leva finanziaria trova ragione d'esistere solo se il rendimento atteso del fondo è superiore al costo dell'indebitamento, poiché altrimenti la strategia è in ogni caso controproducente. Generalmente il ricorso al *leverage* è funzionale al grado di rischio che caratterizza il fondo, pertanto è molto azzardato indebitarsi per investire in operazioni che sono già di per sé molto rischiose. Valutare il grado d'indebitamento di un fondo *hedge* non è un'operazione semplice. Potrebbe essere utilizzato un normale rapporto contabile (controvalore totale delle attività sul capitale proprio), eppure in questo modo non si considererebbero con il dovuto rigore gli effetti di operazioni di *short selling* e dell'uso di derivati⁵⁰. In effetti, il grado di *leverage* di un fondo dovrebbe essere calcolato con riferimento al rischio. In questo modo si definirebbe un'utile misura del rischio economico cui è esposto il capitale gestito dal *fund manager* (Nichele e Stefanini, 2002). Le prime varietà di *hedge funds* facevano un uso limitato della leva finanziaria e di solito non era mai stato superato il limite di un dollaro preso in prestito per ogni dollaro di capitale proprio. Con l'evolversi del fenomeno dei fondi alternativi, in presenza di *trend* crescenti dei mercati azionari e obbligazionari e con l'incremento della loro liquidità, il numero degli stili di gestione è aumentato sempre più, annoverando al suo interno categorie di fondi che, con rapporti d'indebitamento superiori all'unità, hanno assunto un carattere prevalentemente speculativo. È chiaro pertanto che il grado di *leverage* dipende dal tipo di strategia intrapresa. La figura 16 evidenzia l'uso della leva finanziaria in funzione delle categorie di fondi.

È possibile osservare che alla fine del 2000, rispetto al totale, quasi il 70% degli *hedge funds* ricorre all'indebitamento e tra questi spiccano in particolare i *macro funds* (anche detti *global macro*) e la categoria *market neutral arbitrage*. I primi, particolarmente aggressivi e noti per la ricerca di ogni

⁵⁰Le operazioni di vendita allo scoperto di attività positivamente correlate sono in grado di ridurre il rischio sistematico del portafoglio, mentre i derivati sebbene da un lato consentano di ridurre i rischi, dall'altro creano un effetto leva, dovuto alla possibilità di assumere esposizioni sul sottostante che generano un esborso finanziario notevolmente inferiore (pari al *margin account*). In tal modo aumenta il grado di *leverage* del fondo e dunque il rischio complessivo.

Strategia d'investimento	Fondi che non usano il leverage	Fondi che fanno uso del leverage.		
		Basso (<2:1)	Alto (≥2:1)	Totale
<i>Aggressive growth</i>	29,3	56,3	14,4	70,7
<i>Distressed securities</i>	50,9	45,6	3,5	49,1
<i>Emerging markets</i>	36,5	49,2	14,4	63,6
<i>Fund of funds</i>	35,6	47,9	16,5	64,4
<i>Income</i>	49,2	28,6	22,2	50,8
<i>Macro</i>	10,0	48,0	42,0	90,0
<i>Market neutral - arbitrage</i>	20,7	22,0	57,3	79,3
<i>Market neutral - securities hedging</i>	35,5	25,6	38,8	64,4
<i>Market timing</i>	42,1	22,4	35,5	57,9
<i>Opportunistic</i>	27,3	44,9	27,8	72,7
<i>Several strategies</i>	34,9	36,5	28,6	65,1
<i>Short selling</i>	30,3	45,5	24,2	69,7
<i>Special situations</i>	28,2	55,6	16,1	71,7
<i>Value</i>	31,6	55,5	12,9	68,4
Totale	31,6	44,8	23,6	68,4

Figure 16: Uso della leva finanziaria. Dati in percentuale aggiornati al 31 dicembre 2000. Fonte: Van Money Manager Research, Inc., Nashville, TN USA.

possibile speculazione su tutti i mercati a livello globale, per il 90% ricorrono all'indebitamento. La seconda categoria merita invece una particolare nota di rilievo. Le strategie che tendono ad annullare l'esposizione netta al mercato, si caratterizzano per risultati che sarebbero piuttosto modesti se non manifestassero ampio ricorso alla leva finanziaria e questo è dimostrato dal fatto che oltre il 57% di tali fondi (ben oltre la stessa categoria macro) ha un rapporto d'indebitamento superiore a 2. I principali canali di finanziamento sono rappresentati dal sistema bancario e dagli intermediari e tra questi in particolare emerge la figura del *prime broker* che, come si vedrà in seguito, riveste un ruolo importante nell'organizzazione di un *hedge fund*, specialmente ai fini della concessione dei finanziamenti. Le modalità tecniche che permettono l'uso della leva finanziaria sono principalmente il *buying on margin*, i pronti contro termine (*repurchase agreements*) e i derivati (Nichele e Stefanini, 2002).

Essendo ormai nota l'abilità tecnica e l'operatività ad ampio raggio degli *hedge fund managers*, non desta alcuno stupore se tra le strategie operative risulti anche l'arbitraggio⁵¹. Nel caso degli *hedge funds*, quando ci si riferisce

⁵¹La pratica consiste nel bloccare un profitto privo di rischio entrando simultaneamente in transazioni su due o più mercati, (Hull, 1993). Movimentando consistenti flussi monetari si abbattano i costi di transazione e si lucra un margine che, sebbene piuttosto modesto,

all'arbitraggio s'intende spesso un'operazione diversa da quella comunemente intesa, il cui scopo non è bloccare un profitto privo di rischio, ma speculare su eventuali incongruenze dei prezzi di mercato, senza per questo non incorrere in rischi. In effetti, è possibile che non verificandosi i movimenti attesi nelle quotazioni si abbiano esiti sfavorevoli sul risultato della strategia. Spesso il gestore fa uso di relazioni note tra gli strumenti finanziari nei differenti mercati, al fine di predire con sufficiente anticipo i movimenti futuri dei prezzi e individuare possibili occasioni d'arbitraggio. Ad esempio nell'ambito delle strategie definite *risk arbitrage*, l'*investment manager* assume posizioni lunghe sulle azioni di una società che sta per essere acquistata da un'altra e, simultaneamente vende allo scoperto i titoli della società acquirente, nella speranza che si verifichi ciò che di consueto accade. La relazione tra i titoli interessati dalla strategia solitamente si manifesta con un rialzo delle quotazioni della società bersaglio e un simultaneo ribasso delle quotazioni dell'impresa acquirente. Assumendo posizioni lunghe e corte come sopra descritto, è possibile lucrare in entrambe le direzioni, coprendosi dal rischio di mercato. È chiaro che l'operazione deve essere attuata con anticipo per beneficiare della modifica dei prezzi azionari. Oltre a quanto sopra richiamato, i gestori dei fondi alternativi hanno a disposizione una moltitudine di attività finanziarie e reali su cui orientare gli investimenti, con la possibilità almeno teorica di concentrarli anche tutti su un'unica opportunità. Inoltre possono ricorrere a strumenti poco liquidi o addirittura negoziati *over the counter*. Il rischio è insito in ogni strategia intrapresa e solo le spiccate abilità di *managers* qualificati possono trasformare tecniche particolarmente rischiose in efficaci strumenti di speculazione.

Il fattore umano, concepito principalmente nella figura del *fund manager*, assume un peso decisivo al punto da definire comunemente gli *hedge funds* come strumenti *skill-based*. Non è mai stato documentato con il dovuto rigore scientifico che gli elevati rendimenti, che spesso distinguono i fondi alternativi, siano una diretta conseguenza delle peculiari capacità dei gestori. Eppure in parecchi casi, analizzando in una prospettiva comparata i risultati di gestione, emerge che i fondi *hedge* sono in grado di generare degli α più elevati di quelli dei fondi tradizionali. In effetti, i gestori dei *mutual funds* incentrano i propri sforzi piuttosto che sul fattore α sul coefficiente β , nel tentativo di replicare ovvero superare un *benchmark*⁵². A questo proposito

è moltiplicato per la dimensione complessiva dell'operazione, generando di conseguenza anche cospicui profitti. È evidente tuttavia che le opportunità sono inversamente legate al grado di efficienza dei mercati.

⁵²I fattori α e β sono i coefficienti che compaiono nell'equazione che, secondo il *Capital Asset Pricing Model* di Sharpe (1964), descrive il rendimento di un'attività finanziaria. Operando una regressione lineare tra il rendimento del mercato e il rendimento dell'attività

un'indagine condotta da *Van Hedge* mette in risalto che, mentre il grado di correlazione del rendimento dei fondi tradizionali con l'andamento del mercato approssima l'unità a fronte di un contenuto, il rendimento medio dei fondi *hedge* è influenzato per meno della metà dai *trend* di mercato a fronte di un piuttosto consistente. Si veda la figura 17.

Rendimenti degli <i>hedge funds</i> e dei <i>mutual funds</i> in funzione dello <i>S&P 500</i> .		
	Beta	Alpha (annualizzato)
<i>Van U.S. Hedge Fund Index</i>	0,44	11,06%
<i>Average Equity Mutual Fund</i>	0,98	-1,90%

Figure 17: Alfa e Beta di fondi *hedge* e fondi comuni rispetto lo S&P 500, (gennaio 1998 - marzo 2004). *Fonte: Van Hedge Fund Advisors International, LLC*

Le ragioni fondamentali che spiegano coefficienti α più elevati sono varie (Manuli, 1999). L'*hedge fund manager* minimizza i "pesi morti" che derivano dall'introduzione nel portafoglio di quei titoli che nell'ambito dei fondi tradizionali hanno il solo scopo di ridurre il *tracking error* rispetto un *benchmark* e pertanto non sono la conseguenza di una valutazione oggettiva di redditività. Non essendo previsto alcun parametro di riferimento, le attività detenute dal gestore sono solo quelle che generano α attesi più elevati. Inoltre, la possibilità di usare la leva finanziaria liberamente consente di moltiplicare l' α per un numero desiderato di volte, mentre il ricorso simultaneo a posizioni lunghe e corte sulle attività selezionate consente di beneficiare di due coefficienti α :
 i-esima, si ottiene una retta del tipo seguente:

$$r_i = \alpha + \beta r_m + \varepsilon_i.$$

Il parametro α rappresenta il rendimento specifico del titolo, mentre il β indica in che misura il rendimento del titolo dipende dal rendimento di mercato. Il β nelle strategie *market neutral* spesso tende ad annullarsi e ciò mette in risalto perché l'abilità dei gestori di *hedge funds* si manifesta proprio nella selezione dei titoli con elevato (*stock selection*), coprendosi contemporaneamente dal rischio delle oscillazioni del mercato.

uno relativo ai titoli acquistati qualora si verifichi un incremento del loro valore, l'altro relativo alle attività vendute allo scoperto in caso di deprezzamento. Da quanto sopra, emerge che i fondi *hedge* hanno un'ampia rosa di strumenti a disposizione per strutturare strategie dinamiche e innovative. Fin dalla loro nascita questa particolare tipologia di fondi proponeva agli investitori un approccio del tutto nuovo per la gestione dei risparmi, incentrato su un'adeguata forma di copertura dal rischio di mercato. In prevalenza i portafogli erano composti da titoli di capitale, ma attraverso l'incrocio di posizioni lunghe e corte si generava una limitata esposizione alle fluttuazioni del mercato. Questa filosofia operativa non comprende ciò che comunemente rientra nella definizione di *hedging*, ma tenta di controbilanciare le posizioni al fine di limitare il rischio di cui sopra. Con la diffusione degli strumenti derivati, molti dei fondi *hedge* hanno assunto una connotazione maggiormente speculativa e un assetto strategico ancor più innovativo.

In merito alla struttura organizzativa di un *hedge fund* statunitense è possibile fare riferimento alla figura 18 (Nichele e Stefanini, 2002).

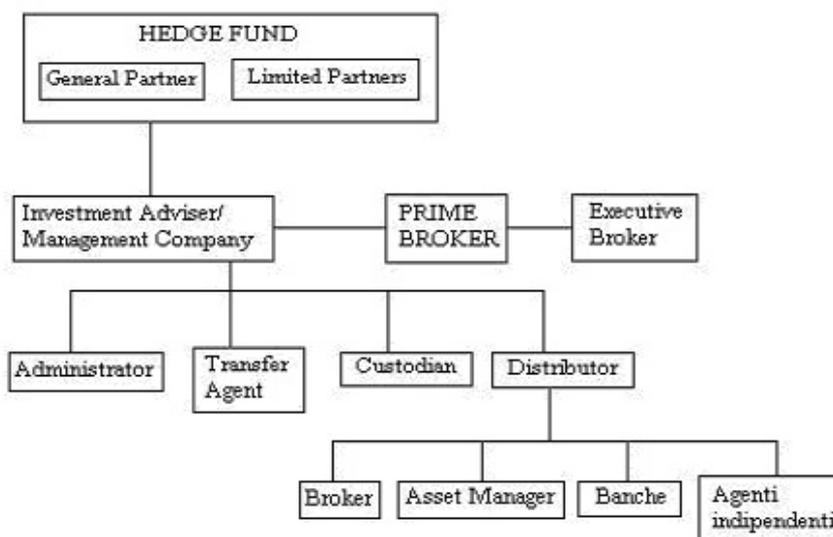


Figure 18: Struttura organizzativa di un *hedge fund* statunitense. Fonte: Nichele e Stefanini (2002).

Sul piano organizzativo un *hedge fund* non è molto diverso da un fondo tradizionale ad eccezione della struttura societaria. Dallo schema riportato emergono alcune figure che non necessariamente devono essere presenti. In

effetti, il *general partner* può assurgere a *money manager*, ma può anche avvalersi di un *investment adviser* esterno. Molto rilevante è la figura del *prime broker* che nel contesto finanziario italiano non è presente, situazione per cui molti ma non tutti gli *hedge funds* ivi creati rientrano nella struttura di gruppi bancari, proprio per assicurare le fondamentali funzioni che negli USA sono svolte dal *prime broker*. Il *prime broker* offre una vasta gamma di servizi: consulenza legale, contabile, spesso sostituisce lo stesso custodian in qualità di depositario dei titoli posseduti dal fondo (sovente anche per scopi di garanzia verso crediti concessi), ma soprattutto consente la realizzazione a costi contenuti di acquisto di titoli a credito (*buying on margin*⁵³) e di vendite allo scoperto. Anche l'*administrator*, il cui compito consiste nel valutare il portafoglio del fondo, tende ad essere inglobato nelle funzioni dallo stesso *prime broker*. Un'ultima precisazione riguarda i fondi *off-shore* che presentano all'interno della loro organizzazione un'altra figura: un amministratore cui spetta il compito di coordinare i rapporti tra il gestore del fondo, che di solito agisce dagli Stati Uniti e gestisce anche un fondo *on-shore*, e gli azionisti-investitori.

Nella figura 19 è stato invece riportato lo schema che illustra la struttura organizzativa tipica di una società di gestione speculativa italiana al fine di poter realizzare un confronto con la struttura propria degli *hedge funds* statunitensi (Nichele e Stefanini, 2002).

Al suo interno è possibile individuare un consiglio d'amministrazione coadiuvato nelle scelte gestionali da una società di consulenza che effettua rilievi e analisi sulla situazione macroeconomica, sulle strategie adottate da altri gestori di *hedge funds* (nell'ipotesi di un fondo di fondi *hedge*⁵⁴), selezionando gli investimenti ritenuti migliori. Altro centro chiave è la direzione generale che a sua volta può proporre scelte gestionali ed operative e al contempo attua quelle prese dal consiglio di amministrazione. A supporto dell'attività della direzione generale è previsto un ufficio di *asset allocation*, mentre l'ufficio di amministrazione si occupa di contabilità e gestione delle sottoscrizioni e rimborsi dei clienti. L'ufficio *risk management* è invece preposto alla su-

⁵³Il *buying on margin* consiste nell'acquisto di titoli utilizzando fondi propri e di terzi per la parte in eccesso, finanziata proprio dal *prime broker*. I valori mobiliari acquistati saranno detenuti dall'intermediario a titolo di garanzia del prestito concesso. Il gestore del fondo realizza un guadagno speculativo nell'ipotesi in cui aumenti il corso dei titoli e decida di venderli. Tale profitto risulterà ovviamente gonfiato per effetto dei capitali di terzi ottenuti in prestito e a basso costo. Nel caso in cui i corsi dovessero invece subire un ribasso, il gestore può essere chiamato a versare un margine integrativo detto di garanzia, mentre se il corso scende oltre una soglia definita *ex-ante*, i titoli saranno venduti dall'intermediario e il gestore subirà una perdita.

⁵⁴La struttura tipica dell'industria italiana dei fondi speculativi è quella dei fondi di fondi.

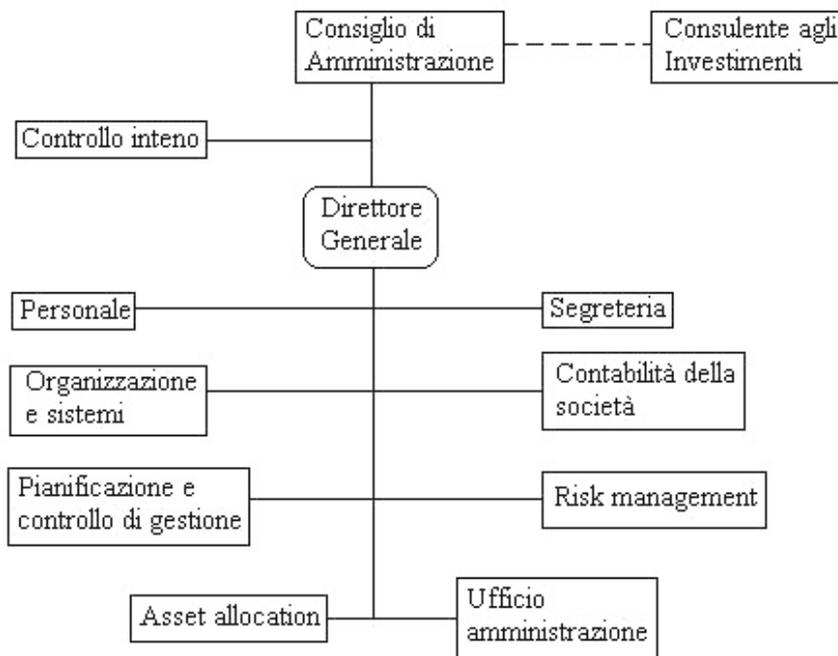


Figure 19: Struttura organizzativa di un fondo speculativo. *Fonte: Nichele e Stefanini, (2002)*

pervisione dei livelli di rischio che caratterizzano gli investimenti. Nel caso di un fondo di fondi *hedge*, detto ufficio ha pure il compito di controllare l'andamento della *performance* e le strategie adottate dai gestori degli *hedge funds* in cui s'investe al fine di monitorarne il livello di rischio assunto. Il comparto organizzazione e sistemi ha invece il compito di coordinare i rapporti con ogni *outsourcer*, nonché provvedere a garantire il funzionamento adeguato dei sistemi informatici e di comunicazione interni. In un confronto con la struttura organizzativa di un *hedge fund* statunitense, si evince con immediatezza la maggiore complessità della logistica di un fondo speculativo. Questo potrebbe generare un problema di ridotta agilità operativa. La catena decisionale non è più imperniata sulla sola figura del gestore altamente specializzato, ma intervengono più soggetti nel processo decisionale: il consulente esterno, l'ufficio della direzione generale, il comitato di *asset allocation* e infine il consiglio di amministrazione. In altre parole è come se si fosse inquadrato un *hedge fund* all'interno di uno schema gestionale tipico di una società di gestione del risparmio tradizionale.

Da quanto appena detto, il gestore di un fondo alternativo statunitense rappresenta l'asse attorno al quale orbita l'intera struttura organizzativa dell'*hedge fund*. Egli decide personalmente ogni strategia, gli strumenti e le

relative modalità d'uso, non ha bisogno di chiedere l'autorizzazione per fare nuovi investimenti o vendere parte del portafoglio e ha l'autorità di agire in nome del fondo di cui in genere è personalmente responsabile (Manuli, 1999). Al fine di completare i caratteri che distinguono l'autonomia tipica di un *hedge fund manager*, è opportuno esaminare gli aspetti riportati nella figura 20.

Caratteri	Media	Mediana	Moda
Dimensione del fondo	\$ 90 milioni	\$ 22 milioni	\$ 10 milioni
Età del fondo	5 anni	3,9 anni	2,9 anni
Investimento minimo richiesto	\$ 630.729	\$ 250.000	\$ 250.000
Numero di <i>entry dates</i> previsto	34	12	12
Numero di <i>exit dates</i> previsto	29	4	4
Commissione di gestione	1,3%	1,0%	1,0%
Commissione d'incentivo	16,7%	20,0%	20,0%
Esperienza del gestore:			
• nella <i>securities industry</i>	17 anni	15 anni	10 anni
• nella gestione dei portafogli	12 anni	10 anni	10 anni
Il <i>manager</i> è un <i>investment adviser</i> registrato			68%
Il fondo prevede un <i>hardle rate</i>			18%
Il fondo prevede l' <i>high water mark clause</i>			87%
Il fondo certifica il suo bilancio e le <i>performance</i>			96%
Il <i>manager</i> ha investito nel portafoglio del fondo almeno \$ 500.000			79%
Il portafoglio è diversificato			52%
Il gestore ricorre alle vendite allo scoperto			84%
Il gestore ricorre al <i>leverage</i>			72%
Il gestore non usa derivati ovvero li usa per il solo scopo di copertura			71%
Livello di rotazione del portafoglio	basso (0-25%) = 21%	medio (26-75%) = 25%	alto (>75%) = 54%
Capitalizzazione delle attività del portafoglio	bassa (\$ 1-\$ 500m) = 13%	media (\$ 500-\$ 1.000m) = 5%	alta (>\$ 1.000 m) = 10%

Figure 20: Caratteristiche degli *hedge funds*. Dati aggiornati al 31 dicembre 2000. Fonte: Van Money Manager Research, Inc., Nashville, TN USA.

L'ingresso nel fondo è subordinato a quote minime piuttosto elevate che vanno da 100.000 dollari (media europea) a oltre cinque milioni di dollari e addirittura dieci milioni di dollari per accedere in certi casi alla categoria *macro*. Nella seconda sezione è stato anticipato che le limitazioni al numero dei partecipanti al fondo, indotte dalla regolamentazione, potrebbero essere intese come una possibile spiegazione delle elevate soglie minime di ingresso. Una spiegazione più accettabile lega le soglie d'ingresso alla *capacity* del *fund manager*. Il gestore di un fondo alternativo in certe strategie può valutare in termini piuttosto ridotti il capitale complessivo adeguato per un'amministrazione efficiente e, proprio per evitare un'eccessiva domanda di partecipazione al fondo, fisserebbe elevate soglie d'ingresso. A parte i fondi speculativi, negli *hedge funds* possono essere previsti dei livelli minimi

d'accesso ridotti, in particolar modo nella fase di avvio di un fondo, quando ancora pochi sono gli investitori interessati. Non appena il capitale raggiunge le dimensioni ideali, il gestore può non accettare ulteriori partecipanti e addirittura può anche decidere di rimuovere dalla società gli investitori più piccoli per lasciare spazio a quelli istituzionali. Per ridurre al minimo le distrazioni di carattere amministrativo, nel regolamento del fondo sono previste specifiche date d'ingresso e uscita, con cadenza trimestrale, mensile e molto raramente settimanale. In certi casi sono previsti dei periodi di preavviso che variano da 30 a 90 giorni e il gestore può anche stabilire clausole che gli attribuiscono il potere di decidere quando e come effettuare il pagamento, restituire titoli piuttosto che denaro, consentire la liquidazione anticipata della quota limitatamente al pagamento di una penale. Mediante la definizione di specifici momenti per entrare o uscire dal fondo, il gestore trova la possibilità di organizzare i futuri investimenti, limitando le possibilità di dover ricorrere a liquidazioni di quote del portafoglio in circostanze poco convenienti.

È chiaro che le suesposte restrizioni incidano sulla liquidità degli investimenti in *hedge funds*, eppure questo potrebbe essere un risultato intenzionalmente ricercato. A dimostrazione di ciò, è opportuno aggiungere che solitamente sono previste delle clausole di *lock up*, il cui effetto consiste nel vincolare i capitali conferiti dai partecipanti al fondo per un periodo variabile da sei mesi a cinque anni⁵⁵, senza poterne chiedere e ottenere il rimborso. In effetti, alcune strategie richiedono dei tempi di realizzo piuttosto lunghi e per evitare diseconomie conseguenti a disinvestimenti prematuri sono imposti limiti alla liquidabilità delle quote. In questo modo si realizza una selezione d'investitori con orizzonti temporali medio/lunghi, dando stabilità al patrimonio raccolto e evitando simultaneamente i destabilizzanti riscatti in massa, ricorrenti in occasione di risultati negativi, i quali invece potrebbero essere confinati alla sola fase di *start up*.

4.2 Il rapporto "principale - agente".

Il problema dell'equilibrio degli interessi coinvolti, che vede il gestore da un lato e i partecipanti al fondo dall'altro è particolarmente evidente nel caso degli *hedge funds*, al punto da potervi ravvisare il profilo della questione "principale-agente" così come delineato nella "*Theory of Agency*" (Ross, 1973). La relazione d'agenzia è una delle più note modalità d'interazione so-

⁵⁵In media per i fondi americani il periodo è di un anno. È tuttavia utile rilevare che nell'ambito della categoria degli investimenti alternativi, gli *hedge funds* sono sicuramente i più liquidi, giacché *venture capital* e *private equity* definiscono periodi di permanenza che oscillano da 5 a 15 anni.

ziale. Essa si manifesta ogni qualvolta nell'ambito di un particolare contesto d'interessi tra più parti in gioco, una detta "agente" è designata ad operare per conto e nell'esclusivo interesse di altre, tutte rientranti nella definizione di "principale". In una simile situazione l'interesse egoistico dell'*homo oeconomicus* spesso prevale nell'austera razionalità d'ogni individuo, condizionando l'agente al perseguimento del proprio vantaggio. Frequenti sono gli esempi del rapporto appena delineato. Essenzialmente ogni accordo contrattuale contiene elementi d'agenzia: come quello tra subordinato e datore di lavoro, tra Stato e governati, per citarne alcuni. L'agente ha spesso la possibilità di deprimere l'interesse del principale, per il quale sarebbe tenuto ad agire in via esclusiva, mentre cerca piuttosto di trarre un personale vantaggio, sebbene nei limiti della legalità o con comportamenti non fraudolenti. Indubbiamente il modello trova motivo d'esistere anche in un contesto finanziario e più precisamente nell'ambito del rapporto che lega il *fund manager* agli investitori che gli hanno concesso in gestione i propri capitali.

È un fatto, riscontrabile sotto diverse prospettive, che gli *hedge funds* costituiscano un investimento inevitabilmente rischioso. Le strategie di gestione adottate sono molto flessibili e suscettibili di subitanei adattamenti. Non c'è garanzia alcuna che il *money manager* si ripeta nel futuro. Alterando il rapporto capitale di terzi su capitale proprio e l'esposizione in derivati, è immediata una variazione del grado di rischio assunto; analogamente l'avvio di una nuova manovra speculativa è fonte d'ulteriori incertezze sulla *performance* complessiva del fondo. Le strategie adottate, senza distinzioni, non offrono mai la certezza di uno specifico rendimento e tanto meno la garanzia della conservazione del capitale investito. Non esiste alcun obbligo di diversificazione minima delle attività che costituiscono il portafoglio e non è neppure previsto un margine di liquidità da mantenere. L'autonomia delle parti contraenti può derogare alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio. Inoltre nonostante il gestore abbia fatto registrare in passato un buon rapporto rischio/rendimento, nulla garantisce che i partecipanti non incorrano in un livello d'incertezza mai prima raggiunto. Le medesime indicazioni di rischiosità e lo stile di gestione definiti dal *money manager* non rappresentano alcun ostacolo ad un'improvvisa alterazione degli stessi. Tutti i partecipanti al fondo spesso, a causa di prefissate *exit dates* o per effetto di clausole di *lock up*, non hanno neppure la facoltà di liquidare il proprio investimento nel momento desiderato: magari al fine di realizzare un'ottima *performance*. È possibile che al momento dell'effettiva uscita dal fondo la quota abbia visto sfumare parte dei guadagni in precedenza conseguiti.

Eppure le incognite non riguardano solo l'inclinazione strategica insita nell'attività di gestione. Si consideri il *general partner* di un *hedge fund* statunitense. Questi è illimitatamente responsabile per le obbligazioni as-

sunte dalla *limited partnership* proprio in virtù del ruolo ricoperto e pertanto risponde con tutto il suo patrimonio personale, indipendentemente dall'investimento compiuto nel fondo. Il gestore è l'unica figura che incorre in un rischio così alto. Di conseguenza se paragonato agli altri partecipanti, immediata è la percezione di una possibile minore propensione all'assunzione di posizioni azzardate. La situazione potrebbe tuttavia capovolgersi nel momento in cui il gestore assume il ruolo di *general partner* per il tramite di una società di capitali, costituita per beneficiare dello scudo della responsabilità limitata.

Analogamente, nel contesto legislativo italiano le società di gestione del risparmio sono costituite nella forma di Società per Azioni⁵⁶ e in tal caso il *money manager* potrebbe essere indotto ad assumere rischi non proporzionati al ritorno atteso delle operazioni d'investimento. È ovvia la conseguente caduta d'immagine del gestore. L'investitore che sceglie di entrare in un *hedge fund* ovvero in un fondo speculativo è supportato da vari motivi. Si fida delle abilità riconosciute del gestore, è alla ricerca di elevati rendimenti con alta propensione al rischio, magari perché vi investe solo una ridotta parte del suo patrimonio. Investendo un'esigua frazione delle proprie risorse finanziarie, l'investitore cerca di migliorare la qualità del portafoglio, sfruttando i vantaggi della diversificazione generati dall'introduzione di una diversa *asset class* nell'ambito di un portafoglio tradizionale.

In tutti gli aspetti sopra richiamati è possibile intravedere i presupposti per l'instaurarsi delle problematiche che fanno da contorno al rapporto "principale-agente". La soluzione al problema dell'agenzia va ricercata nella struttura di funzionamento del fondo. A tal proposito, nell'ambito dell'industria del risparmio gestito, sono stati individuati alcuni meccanismi da parte di Ackermann *et al.*, (1999) che si riassumono in:

1. contratti o commissioni d'incentivo,
2. eventuali *joint ownership*⁵⁷,
3. competizione generata dalle forze concorrenziali del mercato,
4. regolamentazione del settore.

⁵⁶D.lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998 articolo 1, lettera o): "società di gestione del risparmio": la società per azioni con sede legale e direzione generale in Italia autorizzata a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio.

⁵⁷Si tratta della compartecipazione del gestore al capitale del fondo con il proprio patrimonio.

Questi elementi opportunamente dosati e combinati sarebbero in grado di far coincidere gli interessi di mandanti e mandatario nella gestione del fondo, ovviando alle conseguenze del rapporto d'agenzia.

In merito agli elementi incentivanti, di cui al punto sub 1), è possibile distinguere tra commissioni d'incentivo simmetriche e non simmetriche. La differenza tra i due sistemi di remunerazione risiede nel fatto che in caso di caduta della *performance* del fondo (sotto ad un prefissato *benchmark*), il gestore ne risponderrebbe allorquando lo schema tariffario definito fosse di tipo simmetrico. È implicito il bonus offerto al *fund manager* qualora non sia prevista alcuna simmetria. In tal caso è possibile ravvisare una maggiore propensione al rischio da parte del gestore, poiché non è prevista alcuna ritorsione nei suoi confronti dinanzi risultati insoddisfacenti. Vari sono stati gli studi svolti⁵⁸ per verificare gli effetti dei piani d'incentivo, eppure non è stata raggiunta una conclusione univoca sulla maggiore efficacia dell'uno o dell'altro tipo di schema remunerativo.

Una seconda soluzione al problema d'agenzia, punto sub 2), consiste nel creare un legame di compartecipazione tra le sorti del fondo e il patrimonio personale del gestore: una *joint ownership*. Intuitivamente in questa maniera il *money manager* potrebbe essere indotto a mitigare eventuali slanci aggressivi e aumentare i propri sforzi per migliorare il rapporto rischio/rendimento. Insita è la possibilità di un'eccessiva avversione al rischio da parte del gestore rispetto gli investitori. Tuttavia la combinazione di piani d'incentivo con *joint ownership*, così come accade frequentemente negli *hedge funds*, tende ad elidere gli effetti indesiderati d'ogni singolo meccanismo per generare invece un risultato finale sinergico, favorevole all'allineamento degli interessi del *fund manager* e dei partecipanti al fondo.

Le dinamiche concorrenziali del mercato, di cui al punto sub 3), offrono un'ulteriore potenziale soluzione al rapporto d'agenzia. Qualora gli investitori fossero sufficientemente informati e in grado di agire sulla base delle informazioni a disposizione, potrebbero selezionare i gestori più brillanti, scartando i fondi caratterizzati da un elevato livello di rischio ingiustificato, ovvero da ridotte *performance*. Si ritiene inoltre che il mercato agisca seguendo un'altra possibile via. Usando il tasso di crescita degli *assets* e i rendimenti del portafoglio come due misure separate di *performance* di un fondo, Khorana (1996) ha documentato l'esistenza di una relazione inversa tra la probabilità di sostituzione del *money manager* di un *mutual fund* e la relativa *performance*. In altre parole qualora fosse riscontrata una scarsa capacità d'amministrazione delle risorse del fondo, sempre più consistente diverrebbe la probabilità di rimpiazzo del *fund manager*. È opportuno pre-

⁵⁸Si vedano a tal proposito i risultati rilevati da Golec J. H. (1992) e Starks L. (1987).

cisare che il meccanismo trova piena applicazione nell'ambito dei tradizionali fondi comuni, mentre esistono perplessità sull'efficacia dello stesso nel comparto degli *hedge funds* per diverse ragioni. In primo luogo perché il gestore è usualmente anche il promotore dell'iniziativa imprenditoriale e ciò semmai riduce la forza d'impatto del meccanismo suesposto, inoltre il *fund manager* partecipa al capitale del fondo in misura piuttosto consistente, rendendo ancor più ardua l'ipotesi di una sua sostituzione coatta. A quanto appena detto, va aggiunto che per effetto delle restrizioni normative in precedenza richiamate, a proposito della diffusione verso il pubblico di dati e statistiche, è molto improbabile delineare l'ipotesi di un'adeguata o sufficiente informazione degli investitori sugli aspetti di gestione degli *hedge funds*. In definitiva le dinamiche concorrenziali del mercato manifestano una scarsa efficacia nel risolvere i conflitti d'agenzia nell'ambito del settore dei fondi *hedge*.

Ultimo potenziale meccanismo per risolvere il rapporto d'agenzia tra gestore e investitori è costituito dalla regolamentazione del settore, di cui al punto sub 4). La normativa può intervenire disciplinando ogni aspetto operativo dell'agente, limitandone fortemente le possibilità di trarre vantaggio a scapito del principale. Il fondamentale difetto di questa puntuale regolamentazione riguarda le conseguenti restrizioni operative, che possono condizionare o addirittura precludere opportunità di massimizzazione dei profitti. A dimostrazione di ciò è utile ricordare che negli Stati Uniti il Congresso stabilì nel 1970 che, eventuali commissioni d'incentivo introdotte negli schemi tariffari dei *mutual funds*, dovessero assumere il carattere di simmetria. Lo scopo era di prevenire possibili abusi in termini di rischi assunti da parte del *money manager*, per beneficiare al massimo dei vantaggi offerti dalla commissione di *performance*. Le conseguenze di tale restrizione indussero i gestori a rinunciare del tutto alle *performance-fees*, piuttosto che essere circoscritti al solo caso degli schemi d'incentivo simmetrici (Ackermann *et al.*, 1999). Diametralmente opposta è la situazione nel settore dei fondi *hedge*.

Mutual funds e fondi *hedge* costituiscono, come si è visto, terreno fertile per l'instaurarsi di un rapporto d'agenzia. Una struttura organizzativa ben congegnata, che orbiti intorno ai meccanismi in precedenza richiamati, diviene tuttavia potenzialmente capace di risolvere gli eventuali conflitti tra partecipanti e gestore del fondo. È opportuno a questo punto introdurre una distinzione, giacché i sistemi ricordati non costituiscono una panacea valida in ogni situazione. Nel settore dei fondi tradizionali l'allineamento degli interessi fra mandanti e mandatario è reso possibile dalla severa normativa prevista, sia negli Stati Uniti sia in Italia e dalle dinamiche competitive del mercato. Diversa è invece la soluzione adottata nell'industria degli *hedge funds*. Principalmente sono i contratti d'incentivo e l'ampia autonomia delle

parti i meccanismi designati a risolvere i possibili conflitti.

Penetrando nel dettaglio dei meccanismi funzionali dei fondi *hedge*, si rileva che lo schema remunerativo del gestore si basa su una *management fee* in percentuale fissa delle attività di portafoglio e un'*incentive fee*, che si attesta solitamente ad un livello del 20%⁵⁹ del rendimento, da corrispondere con una frequenza trimestrale o mensile per i fondi *off-shore*, mentre di solito annualmente per quelli statunitensi. L'assenza di un *benchmark* attiva un processo che premia il gestore in proporzione ai rendimenti conseguiti in assoluto. È utile precisare che in molti casi l'applicazione della commissione d'incentivo non è diretta, ma è filtrata da specifiche clausole. Può essere introdotto un *hurdle rate* (tasso barriera), che sembra rievocare la funzione del *benchmark*, ma che non coincide con un indice di mercato, piuttosto è spesso definito pari al tasso sulle attività prive di rischio. È ovvio che in tal caso l'*hurdle rate* non rappresenta neppure la rischiosità dell'*hedge fund*. Lo scopo del tasso barriera è ravvisabile nell'intenzione di stimolare il gestore a superare almeno il rendimento proprio delle attività sicure, prima che possa beneficiare della rilevante commissione, che altrimenti non troverebbe giustificazione alcuna dato che una semplice strategia *buy and hold* sarebbe capace di riprodurre un ritorno privo di rischio. Questo significa che, solo nell'ipotesi in cui il fondo generi un rendimento superiore all'*hurdle rate*, il gestore potrà percepire la commissione di *performance*, che sarà in ogni caso calcolata sul differenziale dei tassi.

Esiste poi l'*high water mark clause* (Goetzmann *et al.*, 1998). Letteralmente significa "limite dell'acqua alta" e la funzione di questa clausola è di evitare l'applicazione della commissione d'incentivo, mentre i partecipanti al fondo non hanno ancora recuperato precedenti perdite. Se non viene diversamente specificato nel regolamento del fondo, il livello dell'*high water mark* coincide con il più elevato valore che le quote hanno fatto registrare fin dalla data di costituzione dell'*hedge fund*. In alternativa è possibile stabilire una frequenza temporale di "aggiornamento" del livello. La clausola generalmente impedisce che il gestore applichi detta commissione finché non riesce a generare una *performance* capace di riportare la quota del fondo ad un valore superiore al livello dell'*high water mark* e in ogni caso al pari di quanto detto per l'*hurdle rate*, la commissione sarebbe calcolata sulla differenza tra l'incremento di valore conseguito e il medesimo *high water mark level*. La clausola evita pertanto la remunerazione del gestore in caso di realizzazione di profitti, che in realtà determinano un incremento del valore della quota ad

⁵⁹Il livello della *performance fee* oscilla in un *range* che nella maggior parte dei casi è compreso tra 15 e 25%. Occorre tuttavia rilevare che l'effettiva banda di fluttuazione può arrivare addirittura fino al 50% dei rendimenti conseguiti. In altre parole esistono fondi che applicano commissioni d'incentivo del 50% (Ackermann *et al.*, 1999).

un livello comunque inferiore rispetto una perdita pregressa.

Si è già accennato che l'*incentive fee* può distinguersi in simmetrica o meno. Nel caso degli *hedge funds* una commissione simmetrica, considerata singolarmente rispetto altri meccanismi, potrebbe costituire un valido strumento per risolvere i conflitti d'agenzia. Il *fund manager* è penalizzato qualora il valore del fondo faccia registrare una perdita e premiato nel caso opposto. È tuttavia l'accezione asimmetrica che trova applicazione nel settore dei fondi *hedge*. Questa fattispecie di commissione assume la connotazione di un *bonus plan*, o anche *bonus performance fee* e premia il gestore per il conseguimento di rendimenti differenziali positivi, preservandolo dal *downside risk*. Sia λ il valore base della commissione di gestione e κ quello della *performance fee*. In una prospettiva analitica la remunerazione del gestore assume una struttura del tipo seguente (Nichele e Stefanini, 2002):

$$r = \begin{cases} \lambda & \text{se } p \leq h \\ \lambda + \kappa(p - h) & \text{se } p > h \end{cases}$$

dove r rappresenta il compenso del gestore, p la *performance* fatta registrare dal fondo e h è l'*hurdle rate*. Si supponga che un *hedge fund* abbia realizzato un rendimento annuo del 35%, con una *incentive-based fee* del 20% e un *hurdle rate* di 5 punti percentuali. In tal caso il gestore percepirebbe un quinto della differenza tra 35% e 5% vale a dire il 6%, mentre in assenza del tasso barriera il guadagno salirebbe al 7%. L'introduzione di una commissione d'incentivo asimmetrica produce un particolare effetto nei confronti della struttura remunerativa del *fund manager*. È immediato verificare in una prospettiva grafica che il profilo dei *pay-off* assume l'aspetto tipico di un'opzione call lunga scritta sul rendimento del fondo. Si veda la figura 21.

L'applicazione diretta della *performance fee* fa sì che l'opzione sia in ogni momento *in the money* ovvero *out of the money*, eventualmente in misura corrispondente all'*hurdle rate* qualora previsto, il quale assume pertanto la funzione del prezzo d'esercizio. In un dato istante di rilevazione, se il fondo ha generato un ritorno superiore al tasso barriera la *call* è *in the money* e il gestore guadagna il 20% della differenza tra la *performance* e il medesimo tasso barriera, in caso contrario sarà *out of the money* e l'unica remunerazione prevista è la *management fee*, la quale generalmente ha lo scopo di coprire i costi di amministrazione e gestione del fondo. Dal grafico risulta che il *fund manager* non supporta alcun onere, come il pagamento di un premio, per la *call* su cui è lungo. In realtà il ricorso a risorse umane, finanziarie, tecniche, nonché la propria attività e vari altri elementi non quantificabili in termini

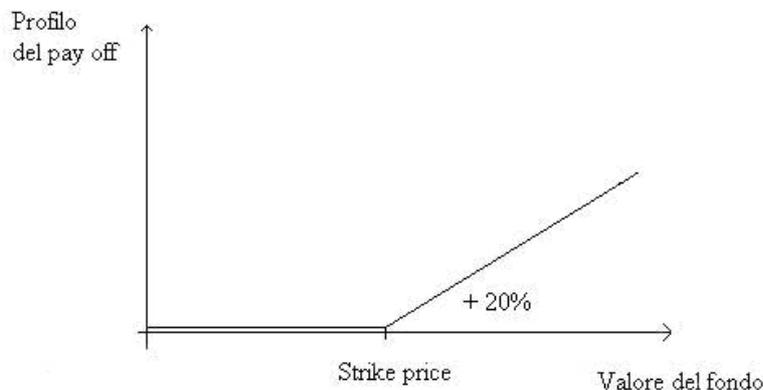


Figure 21: Tracciato dei *pay-off* del gestore di un *hedge fund*.

monetari (come la responsabilità personale, la reputazione), consentono di definire un *pay-off* teorico inizialmente negativo (Veneziano, 2001).

Uno dei fattori determinanti la variazione del valore di un'opzione è la volatilità del sottostante e la relazione che lega questi fattori è diretta. Nel caso specifico il sottostante sarebbe il rendimento del fondo e di conseguenza è intuibile l'incentivo del gestore ad assumere posizioni (più rischiose) caratterizzate da una forte variabilità dei rendimenti. Ecco spiegato perché la *performance fee* agisce amplificando l'inclinazione al rischio del *money manager*. È stato calcolato che, proprio in relazione alla varianza, la commissione d'incentivo genera un costo per i partecipanti al fondo che oscilla tra il 10 e il 15% del valore del portafoglio gestito (Goetzmann *et al.*, 1998). Aggiungendo l'impatto della *management fee* (o anche *fixed fee*), la ricchezza totale degli investitori rivendicata dall'*hedge fund manager* può raggiungere la soglia ragguardevole del 30 o addirittura 40%. Gli stessi studiosi hanno riscontrato che, in presenza di circostanze ragionevolmente ipotizzabili, i partecipanti al fondo sarebbero disposti a corrispondere annualmente dal 2 al 5% in più sulla commissione fissa pur di evitare la *performance fee*.

Non esiste tuttavia accordo unanime nel sostenere che una commissione d'incentivo generi una maggiore inclinazione al rischio da parte del gestore. In effetti, studiando l'andamento degli Sharpe ratio, nel passare da fondi che non introducono *performance fee* a quelli che presentano invece un valore medio della commissione del 20%, è stato rilevato che l'incremento subito

dall'indice di Sharpe è stato pari in media al 66% (Ackermann *et al.*, 1999). La conclusione è volta a confutare la tesi secondo la quale la commissione d'incentivo incoraggi il gestore ad assumere posizioni più rischiose e inefficienti.

Al fine di compensare almeno in parte la propensione al rischio del *fund manager* eventualmente indotta dallo schema remunerativo suesposto, è spesso introdotto l'*high water mark level*, che diviene il nuovo *strike price* dell'opzione. Quanto detto consente di stabilire che in ogni caso il gestore di un *hedge fund* è lungo su una è scritta sul 20% del rendimento del fondo, con un prezzo d'esercizio che può essere rispettivamente: nullo qualora l'applicazione della *performance fee* avvenga direttamente, pari all'*hurdle rate*, o pari in alternativa all'*high water mark level*. Quest'ultima clausola, qualora relazionata al massimo storico dell'*hedge fund*, evita che la commissione d'incentivo induca il gestore a scostarsi dagli obiettivi degli investitori, amplificando la volatilità del portafoglio. In altre parole non permette che la remunerazione del *fund manager* dipenda dall'ampiezza delle oscillazioni del valore del fondo. La clausola manifesta inoltre un secondo effetto. L'opzione del gestore non sarebbe più *at the money* all'inizio del periodo di riferimento, ma diverrebbe automaticamente *out of the money* qualora fossero state registrate delle perdite nel periodo precedente. In questo modo in una prospettiva *ex-ante* la clausola *high water mark* induce il *fund manager* ad evitare comportamenti rischiosi, che possono compromettere la sua partecipazione ai futuri guadagni, rendendo *out of the money* la *call*. Esiste tuttavia la possibilità *ex-post* che effettivamente il fondo si deprezzi. In un simile contesto l'*high water mark level* paradossalmente genera il problema che finora ha permesso di evitare. Una volta che la *call* è *out of the money*, il gestore ha il massimo incentivo ad assumere posizioni ad elevata volatilità, giacché è protetto dal *downside risk* ed è pressoché nullo il valore dell'opzione (Lazzari, 2000). L'*hedge fund manager* non parteciperà ai futuri guadagni se non recupererà il valore storico del fondo. L'unica possibilità è tentare qualsiasi strategia che, anche se poco probabile, possa generare i rendimenti sufficienti a recuperare il divario esistente tra l'*high water mark* e il valore corrente del fondo, rendendo l'opzione almeno *at the money* per il periodo immediatamente successivo. Qualora dovesse manifestarsi una situazione come quella appena illustrata, dinanzi ad un atteggiamento arrischiato, la reputazione del gestore ne risentirebbe. In ogni modo anche nell'ipotesi di un atteggiamento corretto del *fund manager*, diviene immediatamente tangibile che, un deprezzamento forte del fondo, accompagnato dalla presenza di un *high water mark level*, crea i presupposti per una gestione che si fa sempre più inefficiente. Ciò persuade il gestore a chiudere il fondo in squilibrio per lanciarne un altro. In effetti, quella appena delineata è stata riconosciuta da parte di

Brown *et al.* (1999) come una delle cause principali di chiusura degli *hedge fund*, che manifestano un tasso di mortalità di molto superiore rispetto quello riscontrato nel settore dei *mutual funds* (Elton E. J. *et al.*, 1996). Gli stessi studiosi hanno rilevato che, l'effetto indotto da una commissione del tipo *incentive-based* corredata della clausola *high water mark* è di scoraggiare il gestore a far entrare nuovi investitori quando il valore del fondo è inferiore al livello della clausola. Più l'opzione del gestore è *out of the money* minore sarà la disponibilità ad accettare nuovi flussi di denaro, d'altra parte gli stessi investitori non saranno propensi ad investire nel fondo giudicato di alto rischio e di conseguenza il *fund manager* è indotto almeno teoricamente ad un comportamento più azzardato. Dopo uno o due anni di *performance* scadenti con molta probabilità si verificherà l'uscita dell'*hedge fund* dal mercato. A questo proposito è utile aggiungere che il numero di fondi *hedge* che sopravvivono per un periodo superiore ai tre anni non è molto elevato, pure se le statistiche di *Van Hedge* aggiornate a fine 2000 indicano una vita media di circa 5 anni e un valore modale del carattere pari a 2,9.

Tornando allo schema asimmetrico di remunerazione del gestore, è opportuno rilevare che l'introduzione dell'*high water mark* manifesta un carattere soggettivo per i partecipanti al fondo. È immediatamente verificabile che, qualora l'*incentive fee* trovi diretta applicazione, l'opzione del gestore presenta la caratteristica di essere sempre *at the money* all'inizio di ogni periodo di riferimento per il calcolo della commissione. L'eventuale introduzione di un *hurdle rate* rovescia lo scenario, configurando una *call* che è invece sempre *out of the money* fintanto che il fondo non generi un rendimento superiore al tasso barriera. L'introduzione dell'*high water mark* (ipotesi più frequente) propone invece una situazione non univoca, ma variabile secondo le circostanze. È possibile che in occasione della data di rilevamento della commissione, il valore del fondo abbia raggiunto il suo massimo, ovvero coincida con il livello della clausola e in tal caso l'opzione è *at the money*. Viceversa il valore del fondo è inferiore all'*high water mark level* e la *call* è *out of the money*. Occorre aggiungere inoltre che la clausola non è assoluta, vale a dire che non tutti i partecipanti fanno riferimento al medesimo livello. Nell'ambito dello statuto di un *hedge fund* sono definite delle *entry* ed *exit dates*: date ben precise in cui gli investitori possono entrare ovvero uscire dal fondo. Intuitivamente gli ultimi entranti aderiranno con un livello dell'*high water mark* differente da quello dei precedenti investitori. Altro aspetto da aggiungere è che il mancato sincronismo temporale tra date d'ingresso e uscita rispetto la rilevazione della commissione d'incentivo comporta problemi d'equità nella ripartizione delle medesime commissioni. S'immagini che nel mezzo di un periodo di riferimento per la determinazione dell'*incentive fee*, caratterizzato da una serie di ribassi del valore della quota, entrino nuovi investitori. A questo

punto ci si può chiedere qual è il livello cui deve essere definito l'*high water mark* per tali nuovi partecipanti. In particolare è utile valutare se è corretta l'applicazione del livello precedente alle perdite verificatesi nel periodo prima dell'ingresso dei nuovi investitori e a scapito di quest'ultimi, ovvero utilizzare il valore corrente deprezzato come *high water mark*, a spese dei primi investitori. Non esiste una soluzione univoca ritenuta perfetta; spesso trova applicazione la prima delle suesposte possibilità, mentre è anche possibile introdurre un meccanismo (*equalizing shares*) che, ponderando gli interessi delle parti in causa, tenta di controbilanciare il vantaggio specifico degli ultimi entranti in un periodo di ribassi (Brown *et al.*, 1999). Addirittura in alcuni casi la clausola trova immediata applicazione senza ricorrere ad alcun meccanismo.

Altra situazione teoricamente plausibile è che alcuni investitori abbiano la concreta facoltà di uscire dal fondo in un momento particolare che permette loro di evitare il pagamento dell'*incentive fee*, mentre gli ultimi entranti sono tenuti alla corresponsione della medesima commissione su *performance* non ancora godute. Ciò impone, ancora una volta, l'uso di un meccanismo equalizzatore (*equalization credit*) capace di risolvere possibili sperequazioni di trattamento (Lazzari, 2000). In definitiva il livello dell'*high water mark* coincide con il valore più elevato raggiunto dal fondo a partire dalla sua costituzione solo per coloro che vi hanno preso parte fin dal suo avvio, mentre per gli altri la clausola si attesta a livelli differenti e pari al più elevato valore che il fondo abbia fatto registrare dal momento del loro ingresso. È plausibile per esempio che, il valore della quota scenda sotto i massimi storici e nel frattempo siano stati accettati nuovi investitori, come nel caso prima trattato. Si avranno così diversi livelli di *high water mark* cui corrispondono altrettanti valori assunti dall'opzione detenuta dal gestore (Lazzari, 2000). Segue da quanto appena esposto che, secondo il valore assunto dall'opzione detenuta dal gestore all'inizio d'ogni periodo di riferimento, è possibile presagire il grado d'inclinazione al rischio che qualificherà la futura strategia di gestione.

In sintesi l'interesse del *fund manager* potrebbe divergere anche significativamente rispetto quello degli altri partecipanti. Il gestore potrebbe essere propenso ad accettare un livello di rischio non condiviso dagli investitori, proprio quando l'equilibrio economico del fondo inizia ad incrinarsi. Di fronte tale circostanza la struttura funzionale di un *hedge fund* prevede un altro meccanismo: la *joint ownership*. Secondo un'indagine di *Van Hedge Fund Advisor*, a fine 2000 il 79% dei fondi *hedge* censiti prevedevano un investimento di almeno 500.000 dollari da parte del medesimo gestore all'interno del portafoglio. La diretta partecipazione del *money manager* nel fondo rende la sua posizione almeno parzialmente simile a quella degli altri investitori, condividendo con essi i successi di elevate *performance* ma anche gli even-

tuali insuccessi, fino a prefigurare la perdita di tutto il capitale investito. Segue di conseguenza la responsabilizzazione del gestore al perseguimento di un'efficiente conduzione delle strategie operative, allineando gli interessi del *principal* a quelli dell'*agent*. Il *fund manager* è pertanto il cardine su cui si concentrano diverse forze con l'intento di stabilire un equilibrio sostenibile, capace di soddisfare le esigenze di tutti i partecipanti al fondo. Il grado d'inclinazione al rischio, che connota la strategia di conduzione del fondo, è il risultato della volontà del gestore di ottimizzare il proprio schema d'interessi: uno schema definito dalla partecipazione diretta al capitale congiuntamente ad un'opzione *call* su una cospicua percentuale della futura *performance*, senza tralasciare l'aspetto della responsabilità personale, che secondo i casi potrebbe incentivare la propensione al rischio o meno. A quanto sopra è doveroso aggiungere l'effetto indotto sul comportamento del gestore da parte delle possibili clausole, che intervengono a modificare l'assetto dell'*incentive-based fee* come suesposto.

Goetzmann *et al.* (1998), stimando lo schema di ripartizione del valore tra i partecipanti ad un fondo *hedge* e il relativo gestore, sono giunti alla definizione di una funzione in grado di rappresentare la relazione che lega il *present value* degli elementi che compongono la remunerazione del *fund manager* con svariati fattori. Tra le variabili in questione è possibile annoverare la volatilità del portafoglio e l'*high water mark level*, la probabilità di liquidazione del fondo, i livelli della *fixed fee* e della commissione d'incentivo, ma in particolare è la percentuale dei riscatti (*withdrawal ratio*) che assume il ruolo di ulteriore fattore decisivo. L'uscita dal fondo degli investitori agisce decretando la chiusura dell'*hedge fund* proprio quando a fronte di continui ribassi del valore della quota, la probabilità di risalire sull'*high water mark level* da parte del *fund manager* è talmente bassa da suggerire l'ipotesi di una gestione particolarmente azzardata. La minaccia dei riscatti diviene in conclusione un'ulteriore leva d'azione che stimola il gestore a non intraprendere scorciatoie che possono aprire le porte ad una spirale di eventi capace di trascinare l'*hedge fund* alla rovina. Considerati nel loro insieme, la commissione d'incentivo, gli effetti dell'*high water mark clause* e dell'*hurdle rate*, la *joint ownership* e il *withdrawal ratio* creano forti incentivi ad ottenere i migliori risultati, avviando almeno in parte agli eventuali conflitti nel rapporto "principale-agente" che si instaura tra il gestore e i partecipanti al fondo.

5 Una verifica empirica della persistenza delle *performance* degli *hedge funds*

5.1 Premessa

Come annunciato fin da principio, scopo della disamina è estrapolare da una visione d'insieme un giudizio di sintesi volto a stabilire se i fondi *hedge* possono essere considerati un valido investimento alternativo alle tradizionali *asset class*. Nei precedenti capitoli sono stati pertanto considerati vari aspetti del fenomeno *hedge fund*. Ripercorrendo le principali tappe che hanno scandito l'evoluzione del mercato dei fondi *hedge*, sono stati esaminati i principali strumenti gestionali a disposizione del *money manager* nell'amministrazione del portafoglio. Accanto alla singolare configurazione organizzativa e istituzionale, dovuta al contesto giuridico di riferimento, sono stati altresì vagliati i più evidenti vantaggi nonché limiti legati all'investimento in fondi alternativi. Tuttavia, prima di concludere il lavoro si è ritenuto opportuno riportare i risultati di una verifica empirica tesa a valutare il grado di persistenza dei rendimenti dei fondi alternativi. La persistenza delle *performance* dei *mutual funds* è stata oggetto di un'ampia trattazione da parte di numerosi studi, viceversa gli *hedge funds* non sono stati ancora sufficientemente⁶⁰ analizzati in questa prospettiva per svariate ragioni. In primo luogo i fondi alternativi rappresentano un fenomeno piuttosto recente e di conseguenza non è facile disporre d'adeguate serie storiche dei rendimenti necessarie per studiarne i caratteri distintivi, inoltre non è affatto semplice reperire i dati necessari a causa delle motivazioni in precedenza richiamate. Il termine persistenza indica la tendenza dei fondi oggetto d'analisi a generare rendimenti che si mantengono sopra o sotto la media. Nel caso dei fondi *hedge*, non esistendo alcun *benchmark* di riferimento, per valutare la presenza di persistenza si confrontano le *performance* con la media o la mediana dei rendimenti di tutti gli *hedge funds* facenti parte della medesima strategia. Quanto appena detto implica che in un'ottica biperiodale, se un fondo ha generato un rendimento superiore o inferiore a quello medio per due periodi successivi, è possibile definire il fondo in questione persistente in riferimento all'arco temporale osservato. Qualora l'eccesso di rendimento sia stato maggiore di zero, si è in presenza di persistenza positiva, viceversa si è in presenza di persistenza detta negativa.

Per intuire le motivazioni alla base di uno studio incentrato sulla valutazione della persistenza, è sufficiente ricordare che G. Soros ha realizzato

⁶⁰Si vedano in proposito Brown *et al.*, 1999; Agarwal e Naik., 2000; Kat e Menexe, 2002; Barès *et al.*, 2002; Koh *et al.*, 2003.

un rendimento superiore al 20% medio annuo per quasi trent'anni consecutivi (Beltratti e Miraglia, 2001). È più che ragionevole chiedersi se esistano e quali siano le cause che possano spiegare simili fenomeni, ma soprattutto se esistano altri fondi simili. La conseguenza di quest'interrogativo è stata proprio l'analisi della persistenza. In primo luogo è ragionevole chiedersi se realmente rendimenti brillanti, come quelli ricordati, si mantengano nel tempo, ovvero se si alternino a drastiche cadute, richiamando l'attenzione su una gestione semplicemente azzardata⁶¹. In secondo luogo, si è detto che sovente le strategie utilizzate dai gestori, ma soprattutto il tipo di mercato in cui quest'ultimi operano impongono l'attesa di periodi piuttosto lunghi prima di concedere la liquidazione dei primi rendimenti, mettendo in risalto la necessità di reperire risorse stabili attraverso la selezione di investitori con orizzonti temporali sufficientemente lunghi. Per questo motivo i gestori introducono spesso un periodo di *lock up* di solito annuale, durante il quale non è consentito ottenere la liquidazione della quota di partecipazione al fondo. La conseguente relativa illiquidità dell'investimento induce a valutare se effettivamente esiste una giustificazione per cui vincolare risorse spesso ingenti e l'unica ipotesi esimente potrebbe essere proprio la persistenza dei rendimenti oltre l'intervallo annuale. In effetti, non ci sarebbe alcun motivo perché un investitore dovrebbe vincolare per almeno un anno un notevole ammontare di denaro se poi le *performance* del fondo sono molto instabili: ci si esporrebbe ad un rischio che non ogni individuo è disposto ad accettare. Di fronte le motivazioni appena esposte, si è ritenuto opportuno analizzare un campione di fondi *hedge* con lo scopo di valutarne il grado di persistenza dei rendimenti.

5.2 Il campione e la metodologia

I dati su cui è stata realizzata l'analisi fanno riferimento a un database messo a disposizione dalla banca Monte dei Paschi di Siena S.p.a. nel 2002. Non sono molti i fondi *hedge* annoverati nel database che presentano un orizzonte temporale delle serie storiche particolarmente esteso. Ai fini dell'indagine è stato utilizzato per le serie storiche dei rendimenti di ogni fondo un orizzonte temporale di 5 anni: per l'esattezza il periodo che va dal primo aprile del 1997 al 31 marzo del 2002. È già stato detto che non esiste un accordo univoco nel classificare le diverse categorie di fondi *hedge*, con la conseguenza che ogni società di consulenza spesso adotta una logica non sempre compatibile con quella di altri *advisors* e la questione si propone anche nell'ambito

⁶¹Resta in ogni caso la valutazione degli *Sharpe ratio* che, come osservato, sono tra i migliori in un'ottica di confronto con i fondi comuni e il mercato, suggerendo che l'approccio seguito dagli *hedge fund* managers non è semplicemente avventato.

dell'indagine realizzata.

È noto che la distinzione degli *hedge funds* in classi permette di individuare una notevole varietà di approcci gestionali in merito al binomio rischio-rendimento e di conseguenza non si è ritenuto opportuno trattare i fondi *hedge* indistintamente ai fini dell'indagine. In effetti, per fare un esempio, non è coerente porre sul medesimo piano d'analisi i fondi *macro* con quelli appartenenti alla categoria *distressed securities*, poiché entrambe le fattispecie prevedono un diverso orientamento nel concepire il rapporto rischio-rendimento, con la conseguenza che i criteri di gestione adottati dai rispettivi *investment managers* sono molto diversi. Con lo scopo di mantenere un'impostazione coerente con quanto finora discusso, si è suddiviso il campione di fondi considerati in due macro categorie: strategie *directional* e *non-directional*. Di conseguenza è stata mantenuta la definizione secondo cui si considerano strategie direzionali tutte quelle che generano dei rendimenti influenzabili dalle fluttuazioni del mercato e non direzionali nel caso speculare. All'interno di questa prima distinzione si è operata un'altra classificazione più dettagliata, che suddivide i fondi inizialmente considerati in 12 categorie, per le quali è stata adottata la medesima denominazione utilizzata nel database: *long/short*, fondi di fondi, *merger arbitrage*, *fixed income arbitrage*, *macro*, *convertible arbitrage*, *event driven*, *managed futures*, *mortgage backed securities*, *distressed securities*, *short seller* e mista, per un totale di 128 *hedge funds*. Occorre tuttavia precisare che per insufficienza di dati sono state escluse dall'analisi tre delle precedenti classi e precisamente: *managed futures*, *mortgage backed securities* e *short seller*. Un'altra categoria non inserita neppure nel gruppo iniziale è costituita dai fondi *market neutral*, per la quale è stato possibile reperire un solo *hedge fund* in tutto il database che soddisfacesse il requisito di un *track record* almeno quinquennale. In definitiva il campione dei fondi considerati per l'analisi della persistenza dei rendimenti ammonta a 122 unità suddivise in 9 categorie, di cui quattro direzionali (*long/short*, fondi di fondi, *macro* e mista) e cinque non direzionali (*merger arbitrage*, *fixed income arbitrage*, *convertible arbitrage*, *event driven* e *distressed securities*). Un'altra precisazione riguarda la categoria mista, che è stata inserita nell'ambito delle strategie direzionali poiché si presuppone che faccia uso di metodologie di *trading* tali da generare rendimenti almeno in parte correlati con il mercato. I fondi speculativi non sono stati invece considerati nell'indagine per evidenti ragioni d'insufficienza di dati. Si è proceduto quindi ad un'analisi separata per singole categorie di fondi, con l'intenzione di verificare se il fenomeno della persistenza biperiodale manifesti una maggiore o minore incidenza tra le diverse classi considerate. Una volta individuati i dati della persistenza per ciascuna categoria, si è proceduto alla successiva aggregazione dei risultati distinguendo semplicemente tra le macro

categorie *directional* e *non-directional* e solo successivamente si è individuato attraverso una media ponderata⁶² il dato associato al fenomeno *hedge funds* complessivamente inteso.

La metodologia impiegata nell'analisi della persistenza segue un approccio utilizzato sia da Brown *et al.* (1995), sia da Agarwal e Naik (2000). Trattandosi di un'indagine biperiodale si è proceduto confrontando le misure di *performance* di un periodo t con quelle del periodo immediatamente precedente $t-1$. Le misure di *performance* usate sono due. Dapprima è stato impiegato l'alfa: definito come il rendimento di un fondo *hedge* appartenente ad una determinata categoria meno il rendimento medio di tutti gli *hedge funds* facenti parte della stessa classe di riferimento e che pertanto seguono la medesima strategia (Agarwal e Naik, 2000). È noto tuttavia che i differenti stili gestionali dei fondi alternativi prevedono il ricorso alla leva finanziaria secondo vari gradi d'intensità, con lo scopo di moltiplicare proprio il valore dell'alfa derivante dai diversi investimenti realizzati. Come è già stato detto, il ricorso al *leverage* comporta un incremento del grado di rischio associabile alla gestione, mentre la valutazione della *performance* attraverso l'alfa non permette di considerare simultaneamente le variabili rischio e rendimento. La conseguenza è che la procedura di valutazione esposta potrebbe risultare falsata in un'ottica di confronto tra *hedge funds*, proprio per effetto dei differenti gradi di *leverage* utilizzati dai gestori.

Per ovviare a questo possibile inconveniente si è deciso di utilizzare contestualmente una seconda misura di *performance*: l'*appraisal ratio*, che considera contemporaneamente le variabili rendimento e volatilità, risultando invariante di fronte ai differenti gradi di *leverage* utilizzati dagli *investment managers* dei fondi considerati. Esso è definito come il rapporto tra l'alfa di un *hedge fund* appartenente ad una determinata categoria, sulla deviazione standard dei residui che derivano dalla regressione dei rendimenti del fondo di cui sopra rispetto i rendimenti di tutti gli altri fondi *hedge* facenti parte della stessa classe di riferimento⁶³.

⁶²I fattori di ponderazione sono stati individuati nel numero di fondi disponibili ai fini dell'analisi relativi alle diverse categorie del campione.

⁶³Per esseri più chiari è opportuno fare un esempio. Si consideri un fondo chiamato X, del quale si dispone di una serie storica dei rendimenti trimestrali tale da coprire l'intervallo temporale relativo agli ultimi 5 anni. Dalla serie storica dei rendimenti si è passati alla serie storica degli alfa seguendo il metodo di cui sopra: al rendimento di ogni trimestre del fondo X è stato sottratto il corrispondente rendimento medio trimestrale relativo a tutti i fondi della medesima classe di appartenenza. Per ricavare la serie degli *appraisal ratio* si è invece proceduto nel modo seguente. Dapprima si è calcolato il valore della deviazione standard dei residui derivanti dalla regressione dei rendimenti trimestrali del fondo X rispetto i rendimenti medi trimestrali relativi all'intera categoria e successivamente si è diviso il valore degli alfa trimestrali prima ricavati per la misura della deviazione standard

La procedura di calcolo è stata ripetuta su tre diversi intervalli di tempo: trimestri, semestri e anni, in modo da coprire l'intero orizzonte temporale quinquennale considerato, con lo scopo di verificare se l'eventuale persistenza manifesti un diverso grado d'incidenza secondo il periodo temporale valutato. In altre parole, si è voluto verificare se i diversi *hedge funds* delle categorie del campione selezionato manifestino un grado di persistenza variabile in funzione dell'intervallo temporale utilizzato per la rilevazione dei rendimenti.

In sintesi il criterio d'analisi è articolato nel modo seguente. Si considerano i fondi del campione suddivisi in singole strategie, a loro volta distinti nelle categorie *directional* e *non-directional*. Sono state utilizzate due misure di *performance* (alfa e *appraisal ratio*), onde evitare possibili alterazioni dei risultati per effetto dei differenti livelli di *leverage* utilizzati dai gestori degli *hedge funds* del campione scelto. Infine, l'analisi è stata ripetuta (sia considerando gli alfa sia gli *appraisal ratio*) per i tre intervalli temporali considerati (trimestri, semestri e anni).

La metodologia seguita per la rilevazione della persistenza dei rendimenti si basa su delle regressioni di tipo *cross-section*. Per ogni strategia e per ogni intervallo considerato è stato regredito l'alfa dei fondi *hedge* di un periodo con l'alfa del periodo immediatamente precedente. Successivamente sono stati valutati i coefficienti angolari delle rette di regressione per identificarne la significatività statistica, attraverso il *test-t* e il *p-value*. Un'inclinazione positiva significativa della retta di regressione individuata consente di affermare⁶⁴ che relativamente all'intervallo temporale esaminato, i fondi che hanno fatto registrare un risultato positivo o negativo rispetto al rendimento medio della categoria di appartenenza nel primo periodo, si sono dimostrati persistenti anche nel periodo successivo. La procedura appena esposta è stata poi ripetuta per tutti i fondi di ogni strategia selezionata sia per intervalli temporali trimestrali, semestrali e annuali sia per le misure di *performance* alfa e *appraisal ratio*.

Il metodo non è tuttavia privo di difetti, giacché il modello di regressione utilizzato valuta simultaneamente l'effetto degli *hedge funds* migliori e peggiori senza scomporre le due componenti. In altre parole, non è stato possibile determinare se i fondi alternativi che hanno manifestato un livello significativo di stabilità dei rendimenti si siano distinti in termini di persistenza positiva ovvero negativa. Per superare almeno in parte le difficoltà di valutazione, all'indagine analitica è stato affiancato un supporto grafico. L'analisi grafica consiste nel riprodurre diagrammi a dispersione degli *hedge*

dei residui. Il risultato è la serie storica degli *appraisal ratio* trimestrali del fondo X.

⁶⁴Con una probabilità del 95%, in altre parole con un livello di significatività del *test-t* pari a 0,05.

funds di tutte le strategie, generando una visione d'insieme sull'intero campione di fondi selezionato. Sugli assi di questi diagrammi sono stati riportati i rendimenti registrati dai fondi per due periodi consecutivi. In relazione ai dati di ogni grafico sono state poi calcolate ed espresse due rette perpendicolari rappresentative dei rendimenti mediani di ogni periodo in esame. Ad esempio, considerando gli anni 2000 e 2001, rispettivamente sugli assi delle ascisse e delle ordinate, la retta verticale calcolata rappresenta il rendimento mediano fatto registrare da tutti i fondi *hedge* nell'anno 2000, mentre la retta orizzontale corrisponde al rendimento mediano dell'anno 2001. In questo modo accanto al sistema degli assi cartesiani è stato accostato un altro sistema di quattro quadranti costituito proprio dall'incrocio delle rette mediane. La suddivisione dello spazio che ne consegue consente di individuare tutti i singoli casi di persistenza, distinguendo tra persistenza positiva (*winner-winner*), ovvero negativa (*loser-loser*). In effetti, il quadrante superiore destro contiene tutti i casi in cui i fondi delle strategie esaminate hanno generato *performance* superiori al rendimento mediano in ciascuno dei due periodi valutati. Viceversa tutti i punti che cadono nel quadrante inferiore sinistro mostrano i casi in cui i fondi *hedge* hanno generato rendimenti minori a quelli mediani in ciascuno dei due periodi analizzati. I quadranti rimanenti (superiore sinistro e inferiore destro) contengono invece tutti i restanti casi in cui non si è avuta persistenza.

L'uso del rendimento mediano deriva dall'intenzione di discernere quali sono state le singole *performance* che risultano tra il 50% delle migliori o peggiori *performance* del periodo di volta in volta considerato. Si consideri la figura 22. La retta verticale rappresenta il rendimento mediano fatto registrare da tutti i fondi alternativi del campione analizzato nell'anno 2000, mentre la retta orizzontale è relativa all'anno 2001. È facile osservare come dal grafico appare una visione d'insieme del grado di persistenza positiva e negativa registrata nel periodo 2000 - 2001 da parte di tutti gli *hedge funds* del campione osservato. Nel caso in questione è evidente l'assenza di persistenza, giacché la maggioranza dei punti giace all'interno dei quadranti superiore sinistro e inferiore destro, quasi a delineare una traiettoria negativamente inclinata.

5.3 Risultati dell'analisi

In base alla metodologia esposta nel paragrafo precedente, sono stati di seguito riportati i risultati derivanti dall'analisi della persistenza sul campione di *hedge funds* selezionato. La figura 23 sintetizza i dati percentuali relativi ai casi in cui è stata rilevata una persistenza statisticamente significativa, suddividendo i risultati ottenuti tra le diverse strategie di fondi alternativi e

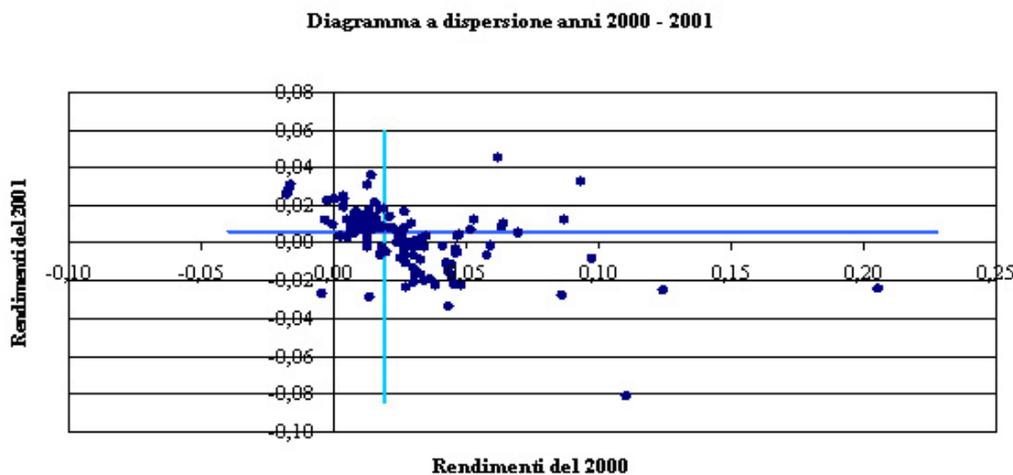


Figure 22: Diagramma a dispersione dei rendimenti degli *hedge funds*. Fonte: elaborazione su dati Monte dei Paschi di Siena S.p.a.

gli intervalli temporali di riferimento (trimestri, semestri, anni).

La tabella inoltre è stata divisa in due pannelli secondo la misura di *performance* che è stata impiegata nell'analisi della persistenza. Il pannello superiore A espone i dati relativi all'uso dell'alfa, mentre il pannello sottostante B mostra i risultati relativi all'utilizzo dell'*appraisal ratio*.

Una prima considerazione, derivante dai risultati dell'indagine condotta, permette di riscontrare la presenza di un grado non trascurabile di persistenza delle *performance* conseguite dagli *hedge funds* del campione analizzato. Un aspetto tuttavia più interessante e immediatamente rilevabile dai dati riportati nella figura 23 consiste nella variabilità del grado di persistenza. In effetti, secondo l'intervallo temporale preso come riferimento, cambiano le percentuali di stabilità. In particolare è riscontrabile una tendenza al ribasso del grado di persistenza passando da intervalli trimestrali ad intervalli annuali, parimenti a quanto riscontrato nell'analisi svolta da Agarwal e Naik (2000). Questo primo rilievo consente già di trarre delle importanti considerazioni. Gli *hedge funds* si caratterizzano per un livello di persistenza dei rendimenti non trascurabile, ma relativo ad un periodo principalmente semestrale e trimestrale. Si tratta pertanto di una stabilità di breve, mentre su un orizzonte annuale il grado di persistenza si riduce.

Risultati dell'analisi di regressione.					
			Intervalli trimestrali	Intervalli semestrali	Intervalli annuali
<i>Strategie degli hedge funds</i>					
<u>Sezione A: Alfa</u>					
<i>Merger arbitrage</i>			15,79	11,11	0,00
<i>Fixed income arbitrage</i>			10,53	11,11	0,00
<i>Convertible arbitrage</i>			15,79	22,22	25,00
<i>Event driven</i>			21,05	22,22	0,00
<i>Distressed securities</i>			10,53	11,11	50,00
<i>Non-Directional</i>			14,08	16,94	14,38
<i>Long/short</i>			10,53	22,22	25,00
<i>Fondi di fondi</i>			36,84	44,44	25,00
<i>Macro</i>			15,79	0,00	0,00
<i>Mista</i>			15,79	11,11	0,00
<i>Directional</i>			22,27	29,94	22,56
<i>Totale</i>			19,59	25,68	19,88
<u>Sezione B: Appraisal Ratio</u>					
<i>Merger arbitrage</i>			15,79	22,22	0,00
<i>Fixed income arbitrage</i>			52,63	11,11	50,00
<i>Convertible arbitrage</i>			52,63	55,56	50,00
<i>Event driven</i>			15,79	44,44	0,00
<i>Distressed securities</i>			15,79	11,11	25,00
<i>Non-Directional</i>			35,13	33,89	29,38
<i>Long/short</i>			21,05	66,67	25,00
<i>Fondi di fondi</i>			26,32	55,56	0,00
<i>Macro</i>			0,00	0,00	75,00
<i>Mista</i>			10,53	11,11	0,00
<i>Directional</i>			21,63	55,83	16,46
<i>Totale</i>			26,06	48,64	20,70

Figure 23: Risultati dell'analisi di regressione. Dati in percentuale. *Fonte: elaborazioni su dati Monte dei Paschi di Siena S.p.a.*

È opportuno precisare che rispetto gli intervalli semestrali e trimestrali, a livello annuale la quantità di dati a disposizione per l'indagine è notevolmente ridimensionata, sebbene siano stati in ogni caso rispettati i parametri di significatività statistica previsti ai fini della determinazione delle percentuali di persistenza. In conclusione, sulla base dei dati disponibili è stato possibile rilevare l'esistenza di stabilità nei rendimenti in particolare a livello semestrale e trimestrale, con la conseguenza che le clausole di *lock up* annuali potrebbero potenzialmente non trovare giustificazione alcuna nella prospettiva dell'investitore.

Un'altra valutazione che emerge dall'analisi svolta riguarda il confronto a livello aggregato tra strategie *directional* e *non-directional* e alcune delle singole strategie analizzate. Analogamente a quanto è stato rilevato da Agarwal e Naik (2000), non sembra esistere una particolare tendenza di fondo tale da configurare un particolare rapporto tra i due gruppi sul piano della stabilità dei rendimenti. Non sembra che i fondi i cui gestori scommettono direttamente sull'andamento del mercato, assumendo posizioni direzionali, generino una maggiore o minore persistenza delle *performance* rispetto agli *hedge fund managers* che invece seguono una strategia basata sull'arbitraggio, o più generalmente non direzionale. Esistono tuttavia alcuni casi specifici che meritano una menzione particolare. Si tratta in primo luogo della categoria *macro* per la quale, eliminando l'effetto del *leverage* particolarmente usato dagli *investment managers* di questa tipologia strategica, è possibile osservare che mentre gli intervalli trimestrali e semestrali presentano assenza totale di persistenza, è a livello annuale che la stabilità dei rendimenti assume proporzioni notevoli (75% dei casi osservati). Una possibile interpretazione dell'elevata persistenza annuale dei fondi *macro* potrebbe essere ravvisata proprio nell'uso intenso della leva finanziaria, che notoriamente rende le *performance* maggiormente esposte a fluttuazioni, incrementandone la volatilità complessiva. In effetti, i dati della figura 23 suggeriscono che si raggiunge una spiccata persistenza dei rendimenti solo a livello annuale (vale a dire su orizzonti di valutazione più estesi) e dopo aver depurato i risultati dell'analisi dall'effetto leva. Un'altra categoria degna di rilievo è rappresentata dai *convertible arbitrage funds* che mostrano nel pannello B della tabella la più elevata percentuale (circa il 50%) di casi di persistenza delle *performance* su ogni orizzonte temporale considerato, sebbene anche l'analisi degli alfa consenta di rilevare una significativa stabilità.

Come già detto tale analisi non permette di identificare se l'eventuale persistenza rilevata sia di tipo positivo o negativo. Per ovviare almeno in parte a quest'inconveniente, si è ritenuto opportuno affiancare all'analisi di regressione un supporto grafico. I diagrammi a dispersione di seguito esposti, relativi a tutti i fondi del campione osservato, si concentrano sulle coppie

di periodi sia semestrali sia annuali. All'interno dei diagrammi è stata individuata una linea di tendenza che permette di valutare la presenza di persistenza secondo la pendenza della retta medesima. Al fine di rendere completa l'analisi grafica è stata poi calcolata la pendenza della linea di tendenza e ne è stata valutata la significatività statistica mediante il *test-t* e il *p-value*⁶⁵. Attraverso la distribuzione dei punti presenti nel diagramma a dispersione è possibile inoltre identificare il segno dell'eventuale persistenza rilevata, a seconda che la maggioranza dei punti si concentri nel quadrante superiore destro (*winner-winner*) o in quello inferiore sinistro (*loser-loser*) tracciati dall'incrocio delle rette mediane perpendicolari. La figura 24 in riferimento ai grafici delle figure 25-31 permette di identificare i coefficienti angolari delle linee di tendenza.

Dettaglio analitico delle rette di regressione ricavate nell'analisi grafica			
<i>Intervalli annuali</i>	<i>Coefficiente angolare</i>	<i>Valore del test-t</i>	<i>P-value</i>
1998 – 1999	0,4086	3,2436	0,0015
1999 – 2000	-0,0784	-0,4759	0,6349
2000 – 2001	-0,2642	-6,2192	0,0000
2001 - 2002	0,0666	1,6073	0,1103
<i>Intervalli semestrali</i>			
Ago. 1997 – Feb. 1998	-0,0484	-0,5053	0,6143
Feb. 1998 – Ago. 1998	0,4942	3,9572	0,0001
Ago. 1998 – Feb. 1999	-0,0198	-0,1781	0,8589
Feb. 1999 – Ago. 1999	0,1405	2,3324	0,0213
Ago. 1999 – Feb. 2000	0,8557	3,6826	0,0003
Feb. 2000 – Ago. 2000	-0,1085	-3,3136	0,0012
Ago. 2000 – Feb. 2001	0,3877	4,6360	0,0000
Feb. 2001 – Ago. 2001	0,3011	5,6466	0,0000
Ago. 2001 – Feb. 2002	-0,1036	-1,2518	0,2130

Figure 24: Coefficienti angolari, *stat-t* e *p-value* delle rette di regressione dell'analisi grafica. *Fonte: elaborazioni su dati Monte dei Paschi di Siena S.p.a.*

Analogamente a quanto è stato in precedenza accennato, il coefficiente angolare della retta di regressione consente di rilevare l'eventuale persistenza qualora presenti un valore strettamente positivo. Non è sufficiente tuttavia

⁶⁵Il livello di probabilità associato ai risultati ricavati è del 95%, in altre parole il livello di significatività del *test-t* è pari a 0,05.

che detto coefficiente sia maggiore di zero, poiché per affermare la presenza di persistenza biperiodale è indispensabile che siano rispettate le condizioni di significatività statistica. Nella figura 24 sono pertanto indicati anche i valori ricavati per i *test-t* e i *p-value* relativi alle rette di regressione riportate nei diagrammi delle figure 25-31.

In base alla metodologia utilizzata si osserva che solo nell'intervallo annuale 1998 - 1999 è possibile rilevare una persistenza statisticamente significativa, sebbene non sia agevole definirne il segno dal grafico di sinistra della figura 30. In altre parole la stabilità dei rendimenti è di circa il 25%. Su un orizzonte temporale semestrale la situazione si dimostra invece molto più favorevole. In effetti, cinque intervalli su nove manifestano un grado di persistenza statisticamente significativa delle *performance* di tutti gli *hedge funds* analizzati: febbraio 1998 - agosto 1998, febbraio 1999 - agosto 1999, agosto 1999 - febbraio 2000, agosto 2000 - febbraio 2001, febbraio 2001 - agosto 2001.

Diagrammi a dispersione: intervalli semestrali

Le figure 25-29 fanno riferimento all'analisi semestrale della persistenza biperiodale tra tutti i fondi del campione. Ogni punto rappresenta la coppia dei rendimenti fatti registrare in ogni periodo considerato da ciascun fondo del campione. La metodologia usata consiste in un confronto con il rendimento mediano di ogni periodo per osservare in una prospettiva d'insieme la collocazione dei singoli fondi e la loro distribuzione all'interno dei quattro quadranti tracciati dall'incrocio delle rette mediane. La concentrazione dei punti nel quadrante in alto a destra e in quello in basso a sinistra indicano rispettivamente l'esistenza di una persistenza positiva e negativa. Per contro la concentrazione dei punti nei restanti quadranti rilevano assenza di persistenza biperiodale.

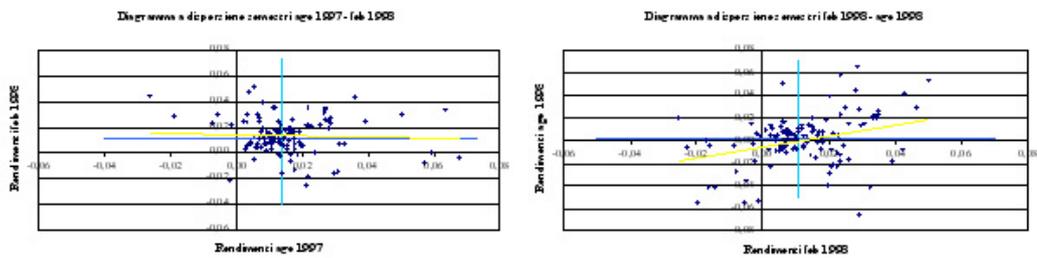


Figure 25: Semestri agosto 1997, febbraio 1998 e febbraio 1998, agosto 1998 a confronto. *Fonte: elaborazioni su dati Monte dei Paschi di Siena S.p.a.*

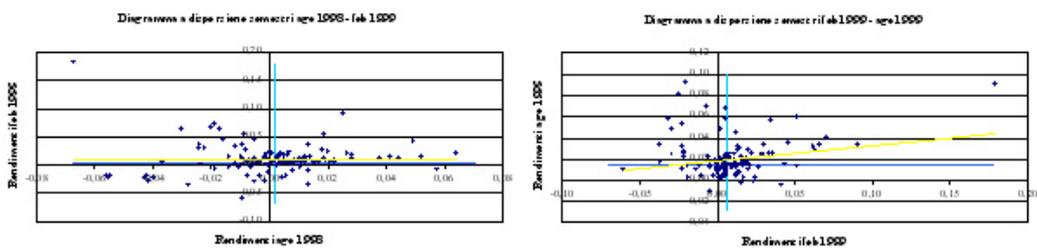


Figure 26: Semestri agosto 1998, febbraio 1999 e febbraio 1999, agosto 1999 a confronto. *Fonte: elaborazioni su dati Monte dei Paschi di Siena S.p.a.*

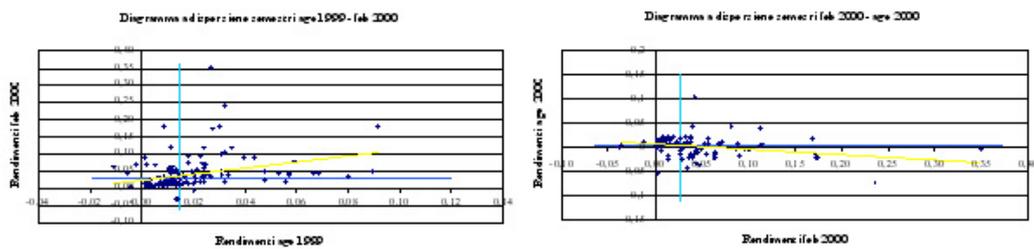


Figure 27: Semestri agosto 1999, febbraio 2000 e febbraio 2000, agosto 2000 a confronto. *Fonte: elaborazioni su dati Monte dei Paschi di Siena S.p.a.*

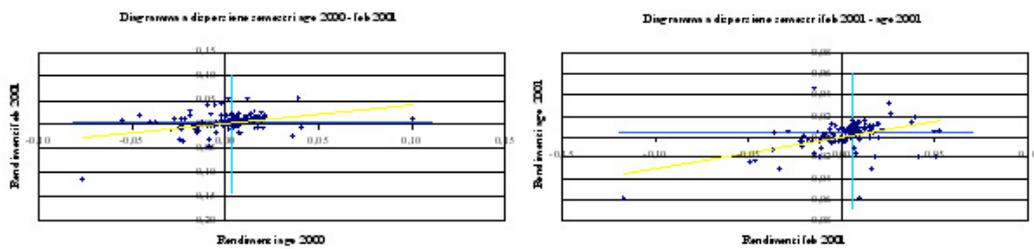


Figure 28: Semestri agosto 2000, febbraio 2001 e febbraio 2001, agosto 2001 a confronto. *Fonte: elaborazioni su dati Monte dei Paschi di Siena S.p.a.*

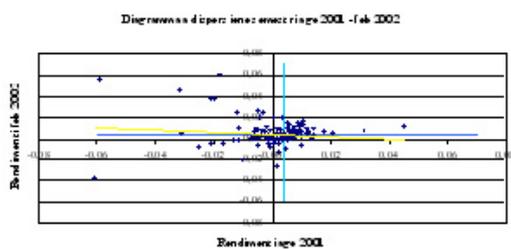


Figure 29: Semestri agosto 2001, febbraio 2002 a confronto. *Fonte: elaborazioni su dati Monte dei Paschi di Siena S.p.a.*

Diagrammi a dispersione: intervalli annuali

Le figure 30 e 31 fanno riferimento all'analisi annuale della persistenza biperiodale tra tutti i fondi del campione. Ogni punto rappresenta la coppia dei rendimenti fatti registrare in ogni periodo considerato da ciascun fondo del campione. La metodologia usata consiste in un confronto con il rendimento mediano di ogni periodo per osservare in una prospettiva d'insieme la collocazione dei singoli fondi e la loro distribuzione all'interno dei quattro quadranti tracciati dall'incrocio delle rette mediane. La concentrazione dei punti nel quadrante in alto a destra e in quello in basso a sinistra indicano rispettivamente l'esistenza di una persistenza positiva e negativa. Per contro la concentrazione dei punti nei restanti quadranti rilevano assenza di persistenza biperiodale.

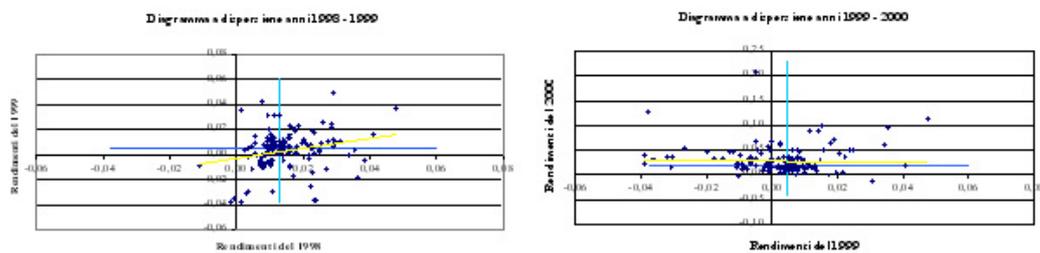


Figure 30: Anni 1998, 1999 e 1999, 2000 a confronto. *Fonte: elaborazioni su dati Monte dei Paschi di Siena S.p.a.*

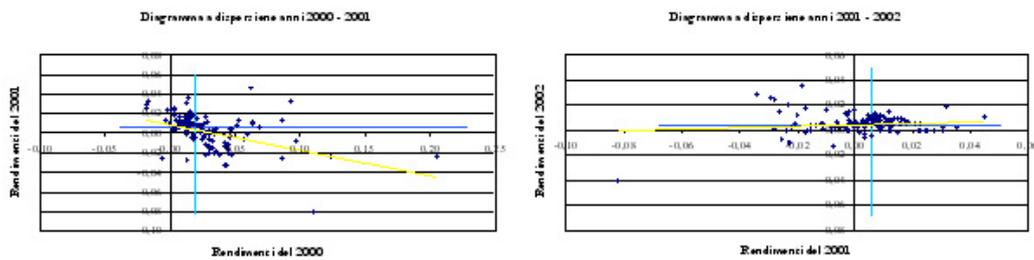


Figure 31: Anni 2000, 2001 e 2000, 2002 a confronto. *Fonte: elaborazioni su dati Monte dei Paschi di Siena S.p.a.*

6 Considerazioni conclusive

Al termine del presente lavoro, è opportuno riconsiderare il quesito iniziale che ha dato origine alla disamina e che punta a valutare se gli *hedge funds* costituiscono una valida alternativa d'investimento alle tradizionali *asset class*, dinanzi scenari finanziari avversi. Per dare una chiara risposta al quesito, è necessario riassumere i punti principali emersi nel corso del lavoro. Nel descrivere i tratti distintivi del fenomeno *hedge fund* sono emerse posizioni non tutte agevolmente conciliabili, consentendo di estrapolare sia elementi di vantaggio, sia di svantaggio. Tra i principali benefici derivanti da un investimento in fondi alternativi, è possibile annoverare l'indipendenza delle *performance* dall'andamento del mercato. Il perseguimento di rendimenti assoluti ha permesso di rilevare bassi indici di correlazione media con le tradizionali attività, con la conseguenza di attribuire ai fondi *hedge* la qualifica di *asset class* distinta da quelle tradizionali. Un evidente esempio di scarsa correlazione è fornito dal confronto dell'andamento delle quotazioni del *MSCI World Equity* rispetto il *CSFB Tremont Hedge Fund Index* durante l'anno 2001 e precisamente intorno il mese di settembre, noto per l'attentato terroristico al *World Trade Center*. L'indice azionario mondiale ha fatto registrare alla fine del mese il più basso valore dell'anno, con una caduta di 9,15 punti percentuali rispetto la fine del precedente mese d'agosto. Al contrario l'indice dei fondi *hedge*, rispetto il medesimo intervallo, ha fatto rilevare una lieve flessione pari appena allo 0,83%. Gli stessi Brunnermeier e Nagel (2004) hanno rilevato che gli *hedge funds* durante la bolla speculativa dei titoli tecnologici sono stati in grado di catturare i rialzi delle quotazioni, contenendo (attraverso la riduzione delle esposizioni) la successiva caduta dei rendimenti. Intuitivamente questa caratteristica distintiva attribuisce ai fondi alternativi un notevole potere di diversificazione che permette di migliorare la frontiera efficiente dell'investitore. Altro elemento di vantaggio, in parte legato al miglioramento della frontiera efficiente, è rappresentato dall'ottimo rapporto rischio-rendimento. Questo permette di rilevare valori notevolmente elevati dell'indice di Sharpe, sinonimo d'efficiente gestione delle due variabili considerate, sebbene secondo Brooks e Kat (2001) tale indicatore tenderebbe a sovrastimare la *performance* reale dell'investimento. Secondo Amin e Kat (2002) i fondi *hedge*, per le peculiari caratteristiche in termini di distribuzione dei rendimenti, sembrano più appropriati per gli investitori istituzionali rispetto a quelli privati. In effetti, la tendenza ingenerata da un investimento in un fondo *hedge* consiste in una maggiore stabilità delle *performance*, parallelamente ad una diminuzione della probabilità associata al conseguimento d'elevati rendimenti di picco. La particolare conformazione della struttura degli *alternative funds* attribuisce loro

un'organizzazione interna capace di guadagnare in agilità operativa, particolarmente indicata di fronte il rapido alternarsi degli scenari di mercato, consentendo di beneficiare d'ogni opportunità di profitto.

Nell'ultima parte del lavoro sono stati esposti i risultati di un'indagine volta ad accertare il grado di persistenza delle *performance* di un campione di 128 fondi *hedge* selezionati da un database del Monte dei Paschi di Siena S.p.a.. Le serie storiche dei rendimenti hanno coperto l'orizzonte temporale che va dal primo aprile del 1997 al 31 marzo del 2002. L'indagine, basata su analisi di regressione *cross-section*, è finalizzata inoltre al rilevamento di possibili variazioni del grado di persistenza in relazione al tipo di strategia utilizzata dall'*hedge fund manager* e all'intervallo temporale di riferimento (trimestre, semestre e anno). Si è voluto verificare se la persistenza osservata è suscettibile di variazioni nel grado d'intensità rispetto all'intervallo di misurazione delle *performance*. Due sono i risultati rilevanti ricavati dall'indagine effettuata.

In primo luogo è stato dimostrato che in relazione al campione studiato è possibile affermare l'esistenza di un grado di persistenza biperiodale (statisticamente significativa) non trascurabile, sebbene riferita in particolare agli intervalli semestrali e trimestrali. Quanto detto implica che i fondi *hedge* esaminati manifestano un grado di stabilità delle *performance* solo in una prospettiva di breve periodo, mentre la letteratura relativa ai fondi comuni dimostra che per quest'ultimi l'orizzonte temporale di persistenza è di circa due anni (Agarwal e Naik, 2000). La potenziale conclusione che è possibile trarre da quanto sopra esposto è che dal punto di vista dell'investitore non trova giustificazione un periodo di *lock up* di un anno di fronte ad una stabilità dei rendimenti che invece si mantiene per il periodo massimo di due semestri consecutivi. A questo proposito è tuttavia doveroso aggiungere che data la quantità limitata di dati disponibili soprattutto a livello annuale, sarebbe opportuno ripetere l'analisi su un orizzonte ben più ampio.

Secondo aspetto rilevante che è possibile trarre dall'indagine è che, la persistenza non sembra sia un fenomeno legato al tipo di strategia di *trading* seguita dall'*hedge fund manager*. È opportuno precisare che, se nella maggior parte dei casi analizzati è vero quanto appena esposto, esiste tuttavia un episodio particolare che mostra un elevato grado di persistenza indipendentemente dall'intervallo temporale considerato: i *convertible arbitrage funds*.

L'analisi di regressione *cross-section* non permette di distinguere i fondi migliori da quelli peggiori nella verifica della stabilità dei rendimenti e, per ovviare almeno in parte al problema, è stata realizzata un'ulteriore analisi di tipo grafico. I diagrammi a dispersione hanno confermato che gli *hedge funds* del campione studiato presentano una persistenza significativa solo su un orizzonte temporale inferiore l'anno. Aspetto non analizzato nel presente

lavoro e meritevole d'approfondimento è la ricerca delle possibili cause della persistenza. Una simile indagine permetterebbe di comprendere l'eventuale esistenza e il tipo di relazioni tra la stabilità delle *performance* e la dimensione dei fondi, il settore d'investimento eventualmente privilegiato dai gestori, o altre variabili rilevanti.

A sfavore dell'investimento in *alternative funds* giocano un ruolo decisivo la scarsa trasparenza la limitata liquidità dell'investimento e le elevate commissioni e soglie minime d'ingresso, che rendono i fondi *hedge* l'oggetto esclusivo di un'élite d'investitori circoscritta agli operatori istituzionali e ai pochi privati dotati d'ingenti patrimoni finanziari da allocare. La stessa disciplina giuridica mira a confinare l'accesso ai fondi alternativi ai soli investitori nei confronti dei quali si nutre una ragionevole presunzione di consapevolezza sui rischi cui vanno incontro, vietandone per contro l'accesso al pubblico dei risparmiatori.

Il fenomeno *hedge fund* è piuttosto recente e in modo particolare nel caso italiano. È perciò plausibile un futuro ancora lungo per la finanza alternativa e per i fondi *hedge* in particolare, prima che una successiva innovazione finanziaria nel comparto del risparmio gestito si appropri della connotazione "alternativa", attualmente attribuibile agli *hedge funds*. Sul piano degli *assets under management* esistono diverse ricerche che hanno tentato di stimare l'andamento futuro di questa variabile. Uno recente *report* di *Van Hedge* (2005) stima che gli *hedge fund* raggiungeranno i 6 mila miliardi di dollari di attività in gestione entro il 2015, a fronte di un'evoluzione anche qualitativa, tesa ad esplorare nuovi mercati e opportunità d'investimento. Già oggi è possibile annoverare nell'universo dei fondi *hedge* innovative categorie rivolte al *real estate*, al *private equity* e ai fondi ETF. L'espansione su nuovi orizzonti d'investimento potrebbe trovare giustificazione nel problema della *capacity* ad un livello macro, essendo in continua espansione la domanda di investimenti alternativi.

Un diverso approccio per la valutazione delle potenzialità di crescita del fenomeno *hedge fund* è costituito dal modello del ciclo di vita. Esistono evidenti analogie tra le caratteristiche di crescita dei fondi tradizionali di circa dieci anni fa e il fenomeno attuale dei fondi alternativi. In effetti, sulla base di queste considerazioni, è possibile associare il ciclo di vita dei *mutual funds* a quello dei fondi *hedge*, giacché comparando l'andamento evolutivo dei primi con quello dei secondi si riscontrano notevoli affinità. Il modello consente di stabilire che se attualmente i fondi tradizionali si trovano nella fase della maturità, i tassi di sviluppo degli *hedge funds* permettono di collocare quest'ultimi nell'ambito della fase di crescita.

Un'altra argomentazione a sostegno della teoria del ciclo di vita applicato ai fondi alternativi, riguarda lo stato di frammentazione del mercato, tipico

di fenomeni non ancora pienamente sviluppati. Uno studio del database *Mar-hedge* rivela che il primo 15% della popolazione dei fondi *hedge* controlla oltre l'80% del totale delle attività in gestione, così che la struttura dell'industria appare concentrata al vertice e molto frammentata alla base. È possibile rilevare inoltre che il fenomeno può essere scisso in un piccolo gruppo di "super funds" e una moltitudine di fondi che sfruttano invece strategie di nicchia. Questa realtà ha suggerito l'idea di un ulteriore eventuale processo di sviluppo per un futuro non troppo lontano. Secondo Rao (1999), l'industria degli *hedge funds* tenderà a muoversi verso una dimensione istituzionalizzata e operativa a livello globale. Una promettente forma di aggregazione potrebbe essere la famiglia di fondi *hedge*. L'idea basata sul modello previsto per i *mutual funds*, riguarderebbe un'unitaria struttura che raccoglierebbe più fondi alternativi, ciascuno autonomamente operativo. La novità prevede che ogni *fund manager* si concentri esclusivamente sull'attività di *trading*, mentre l'organizzazione centrale della famiglia di fondi provvederebbe a gestire tutti i rapporti con la clientela, rendendo possibile il transito da un fondo all'altro, entrambi appartenenti alla medesima famiglia, ed evitando di conseguenza i periodi di *lock up*.

Da quanto esposto è possibile concludere con una valutazione positiva di sintesi, che attribuisce agli *hedge funds* la qualifica di un valido investimento alternativo, soprattutto di fronte a scenari economico-finanziari caratterizzati da forte instabilità e con un'inclinazione di fondo discendente. È pertanto auspicabile l'inserimento di una quota (superiore al 3%, Amin e Kat, 2002) in fondi *hedge*, ovvero speculativi, nell'ambito di un portafoglio tradizionale, conservando la necessaria consapevolezza sui rischi insiti nella natura di questo investimento alternativo.

References

- [1] Ackerman C., McEnally R. e Ravenscraft D., (1999) “The performance of hedge funds: risk, return and incentives”, *Journal of Finance*, 54, pp.833-74.
- [2] Agarwal V. e Naik N. Y., (2000a) “Multi-period performance persistence analysis of hedge funds”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35, 3, pp.327-42.
- [3] Agarwal V. e Naik N. Y., (2000b) “Performance evaluation of hedge funds with option-based and buy-and-hold strategies”, *Working Paper London Business School*.
- [4] Amin G. S. e Kat H. M., (2002) “Who Should buy hedge funds? The effects of including hedge funds in portfolios of stocks and bonds”, *Working Paper University of Reading*.
- [5] Anson M. J. P., (2001) “Should hedge funds be institutionalized”, *The Journal of Investing*, fall, pp.69-74.
- [6] Assogestioni, (2001) “Fondi comuni d’investimento. Guida a dati e statistiche.”
- [7] Assogestioni, (1999) “Benchmark e fondi comuni. Le regole per interpretare e utilizzare correttamente il parametro oggettivo di riferimento.”
- [8] Banca d’Italia, (1995) “Struttura e tecniche operative degli hedge funds.” *Bollettino economico*, 24, febbraio.
- [9] Barès P. A., Gibson R. e Gyger S., (2002) “Performance in hedge fund industry: an analysis of short and long-term persistence”, *Working Paper University of Zurich*.
- [10] Basilico P., (1999) “La gestione attiva si fa con gli hedge. Vie alternative per l’asset management”, *Il sole 24 ore*, 29 settembre.
- [11] Battles R., (1999) “CalPERS board authorizes hedge fund diversification”, *Financial Times Mandate*, 13 settembre.
- [12] Belli F. e Mazzini F., (1999) “Vasto potere regolamentare alle autorità di settore”, *Il sole 24 ore*, 22 luglio.

- [13] Beltratti A. e Miraglia R., (2001) "I fondi comuni di investimento. Il caso italiano", Carocci, Roma.
- [14] Betty T., (1998) "Hedge funds may have bought a little peace of mind", *Sunday Times, South Africa*, 20 febbraio.
- [15] Bogler D., (1999) "Funds of the future", *Financial Times*, 2 agosto.
- [16] Brealey R. A., Myers S. C. e Sandri S., (1999) "Principi di finanza aziendale", Mc Graw Hill, Milano.
- [17] Brown S. J. e Goetzmann W. N., (1995) "Performance persistence", *Journal of Finance*, 51, pp.679-98.
- [18] Brown S. J., Goetzmann W. N. e Ibbotson R. G., (1999) "Offshore hedge funds: survival and performance 1989 - 1995", *Journal of Business*, 72, pp.91-118.
- [19] Brooks C. e Kat H.M., (2001) "The statistical properties of hedge fund index returns and their implications for investors", *Alternative Investment Research Centre Cass Business School, Working Paper City University, London*.
- [20] Brunnermeier M.K. e Nagel S., (2004) "Hedge funds and the technology bubble", *The journal of Finance*, 59, 5, pp.2013-40.
- [21] Bufacchi I., (2000) "Hedge, al compleanno non c'è nessuno", *Il sole 24 ore*, 26 maggio.
- [22] Bufacchi I. e Plateroti A., (1998) "Uic, cinque portafogli-pilota con 1.100 miliardi di riserve", *Il sole 24 ore*, 6 ottobre.
- [23] Canepa M., (1998) "Il sistema italiano fa rotta verso il modello americano", *Il sole 24 ore*, 2 marzo.
- [24] Carhart M. M., (1997) "On persistence in mutual fund performance", *The journal of Finance*, 52, pp.57-82.
- [25] Cesari R. e Panetta F., (1998) "Style, fees and performance of italian equity funds." *Temì di discussione del servizio studi della Banca d'Italia*, 325.
- [26] Chaffin J., (2000) "Hedge funds managers to increase fees", *Financial Times*, 2 agosto.

- [27] Chan L. K. C., Chen H. e Lakonishok J., (1999) “On mutual funds investment styles” *NBER, Working Paper, 7215*.
- [28] Chen Z. e Knez P., (1996) “Portfolio performance measurement: theory and applications”, *Review of Financial Studies* ,9, pp.511-55.
- [29] Clow R., (2001a) “Dramatic increase in hedge fund inflows raises overheating fears”, *Financial Times*, 7 agosto.
- [30] Clow R., (2001b) “Indexers find their own bull market”, *Financial Times*, 27 marzo.
- [31] Clow R., (2002) “Hedge fund investors set to increase allocations”, *Financial Times*, 11 aprile.
- [32] Coggan P., (2000) “Long and short of the modern hedge fund”, *Financial Times*, 27 novembre.
- [33] Coy P. (1998) “Fear not all hedge funds”, *Business Week*, 14 dicembre.
- [34] Cranston S., (1999) “Hedge funds: tailoring risk and return”, *Personal Wealth Weekly*, 12 novembre.
- [35] Cumby R. E. e Glen J. D., (1990) “Evaluating the performance of international mutual funds”, *The journal of Finance*, 35, pp.497-521.
- [36] Della Valle I. (2000) “Pi trasparenza con il benchmark”, *Il sole 24 ore*, 30 luglio.
- [37] Dybvig P.H. e Ross S. A., (1985) “Differential information and performance measurement using a security market line”, *The journal of Finance*, 40, pp.383-400.
- [38] Edwards F. R., (1999) “Hedge funds and the collapse of Long Term Capital Management”, *Journal of Economic Perspectives*, 13, 2, pp.189-210.
- [39] Elton E. J., Gruber M. J. e Blake C. R., (1996) “Survivorship bias and mutual fund performance”, *Review of Financial Studies*, 9, pp.1097-1120.
- [40] Fabozzi F. J. e Francis J. C., (1979) “Mutual fund systematic risk for bull and bear markets: an empirical examination”, *The journal of Finance*, 34, pp.1243-50.

- [41] Ferson W. E. e Schadt R. W., (1996) “Measuring fund strategy and performance in changing economic conditions”, *The journal of Finance*, 51, pp.425-61.
- [42] Fieldhouse S., (1998) “Hedge funds get green light”, *Offshore Financial Review*, dicembre.
- [43] Friedland D., (2000) “A market not just for the super rich”, *Financial Times Mandate*, 13 marzo.
- [44] Friedland D., (1998) “Beat the bear”, *Financial Mail*, 2 ottobre.
- [45] Fung W. e Hsieh D. A., (2001) “Asset based hedge fund styles and portfolio diversification” *London Business School, Working Paper*.
- [46] Fung W. e Hsieh D. A., (1997) “Empirical characteristics of dynamic trading strategies: The case of hedge funds”, *Review of Financial Studies*, 10, pp.275-302.
- [47] Galimberti F., (2000) “L’onda del nuovo”, *Il sole 24 ore*, 15 gennaio.
- [48] Gerson M. e Lehrman T., (1998) “Most hedge funds play it safe”, *Wall Street Journal*, 2 ottobre.
- [49] Getmansky M., (2004) “What drives hedge fund returns? Models of flows, autocorrelation, optimal size, limits to arbitrage and fund failures.” tesi Ph.D. non pubblicata, MIT, Cambridge.
- [50] Girino E., (1999) “I segreti della leva finanziaria”, *Amministrazione e Finanza*, 9, pp.63-67.
- [51] Goetzmann W. N., Ingersoll J. Jr. e Ross S. A., (1998) “High water marks” *NBER, Working Paper*, 6413.
- [52] Golec J. H., (1992) “Empirical tests of a principal-agent model of the investor-investment advisor relationship”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, pp.81-95.
- [53] Gottardo P. e Murgia M., (1996) “Variabili fondamentali e performance dei fondi comuni di investimento”, *Rivista internazionale di scienze economiche e commerciali*, 43, pp.927-46.
- [54] Hedge funds, (2002) “An introduction” *www.aima.org*.
- [55] Holt A., (1998) “Regulating hedge funds won’t work”, *Portfolio International*, ottobre.

- [56] Hull J. C., (1993) "Options, futures, and other derivatives securities", Prentice-Hall, N.J..
- [57] IMF, (1998) "Hedge funds and financial market dynamics" *occasional paper, maggio*.
- [58] Kant D. e Grinblatt M. et. al., (1997) "Measuring mutual fund performance with characteristic-based benchmarks", *The journal of Finance*, 52, pp.1035-58.
- [59] Kat H. M. e Menexe F., (2002) "Persistence in hedge fund performance: the true value of a track record" *Alternative Investment Research Centre, Working Paper*.
- [60] Keslar L., (1998) "Hiding in the hedges", *Individual Investor*, ottobre.
- [61] Khorana A., (1996) "Top management turnover: An empirical investigation of mutual fund managers", *Journal of Financial Economics*, 40, pp.403-27.
- [62] Lande L. e Calian S. et al., (1998) "Emerging markets plague hedge funds", *Wall Street Journal Europe*, 23 ottobre.
- [63] Lazzari V., (2000) "Economia e finanza degli hedge funds", *Banca Impresa Societ*, XIX, 3, pp.383-413.
- [64] Leland H., (1999) "L'assicurazione di portafoglio. Elementi teorici e applicativi", Il Mulino, Bologna.
- [65] Lesser A., (1999) "A new life for hedge funds", *Global Investment*, dicembre.
- [66] Lewis M., (1999) "How to eggheads cracker", *The New York Times*, 24 gennaio.
- [67] Liang B., (2000) "Hedge funds: the living and the dead", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35, 3, pp.309-26.
- [68] Manuli A. e Manuli E., (1999) "Hedge Funds. I vantaggi di una forma di investimento alternativa", Jackson libri, Milano.
- [69] Markowitz H. M., (1959) "Portfolio selection: efficient diversification of investments", Wiley, New York.
- [70] Merli A., (1999) "Torna di moda l'hedge fund", *Il sole 24 ore*, 29 maggio.

- [71] Mix D., (1999) “Dispelling the myths of hedge funds”, *International Investment*, luglio.
- [72] Modigliani F. e Modigliani L., (1997) “Risk-adjusted performance”, *Journal of Portfolio Management*, pp. 45-54.
- [73] Moschini D., (2005) “Hedge funds: cifre e aspetti gestionali dell’investimento alternativo” in atti del convegno “*Il comportamento degli operatori nei mercati finanziari ed assicurativi*”, Università Politecnica delle Marche, Facoltà di Economia “G. Fuà”, Ancona, 28 ottobre.
- [74] Niada M., (1999) “L’hedge fund seduce l’Italia”, *Il sole 24 ore*, 29 aprile.
- [75] Nichele D. e Stefanini F., (2002) “Hedge funds. Investire per generare rendimenti assoluti”, *Il sole 24 ore*, Milano.
- [76] Nicholas G. J., (1999) “Investing in hedge funds”, Bloomberg Press, Princeton.
- [77] Oppel R. A., (1999) “Not such a bad year for hedge funds”, *The New York Times*, 31 gennaio.
- [78] Patton A.J., (2004) “Are ”market neutral” hedge funds really market neutral?” *London School of Economics, Working Paper*.
- [79] Plateroti A., (1998) “Ltcn nel mirino di Al Waleed. Il principe arabo studia l’acquisizione”, *Il sole 24 ore*, 10 dicembre.
- [80] Riley B., (2000) “Hedge funds come in from the cold”, *Financial Times*, 12 luglio.
- [81] Rao R., (1999) “The future of the hedge fund industry”, *Treasury Management International*, dicembre.
- [82] Ross S. A., (1973) “The economic theory of agency: The principal’s problem”, *American Economic Review*, 63, pp.134-39.
- [83] Scarci E., (1999) “Gli hedge fund: esordio sul mercato per i fondi a rischio”, *Il sole 24 ore*, 11 ottobre.
- [84] Schneeweis T., (1998) “Dealing with myths of hedge fund investment”, *The Journal of Alternative Investments*.
- [85] Serkin G., (1998) “Big winners, big losers”, *Portfolio international*, 1 marzo.

- [86] Sharpe W. F., (1998) “Morningstar’s risk-adjusted ratings”, *Financial Analysts Journal*, pp.21-33.
- [87] Sharpe W. F., (1970) “Portfolio theory and capital markets”, Mc Graw Hill, New York.
- [88] Sharpe W. F., (1994) “The Sharpe ratio”, *Journal of Portfolio Management*, Fall, pp.49-58.
- [89] Smith H., (2000) “Hedge funds prove popular with the French and Swiss”, *Financial Times Mandate*, 13 marzo.
- [90] Starks L., (1987) “Performance incentive fees: an agency theoretic approach”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 22, pp.17-32.
- [91] Targett S., (2001) “Hedge fund market set to grow by 60 per cent”, *Financial Times*, 12 giugno.
- [92] Tergeson A., (1999) “As hedge funds grow, their walls don’t look so high”, *New York Times*, 12 marzo.
- [93] The Lex Column Hedge Fund, (1999) *Financial Times*, 14 giugno.
- [94] Van Hedge, (2005) “Hedge fund demand and capacity 2005-2015. Is worldwide hedge fund demand outstripping capacity?”, *Van Hedge Fund Advisors International LLC*, www.vanhedge.com.
- [95] Veneziano G., (2001) “Gli hedge funds in Italia”, <http://www.mondohedge.com> (ultimo accesso: aprile 2002).
- [96] Wood S., (1997) “Hedging option for nervous investors”, *Financial Mail*, 7 novembre.
- [97] Zheng L., (1999) “Is money smart? A study of mutual fund investors’ fund selection ability”, *Journal of Finance*, 54, pp.901-33.