

# «La vera prova del fuoco scatta quando il mercato è in ribasso»

Dalle stelle alle stalle. E ritorno. È il destino, ciclico, degli hedge fund, fondi gestiti con tecniche particolari, capaci di performance: stratosferiche (come quelle di George Soros) o catastrofiche perdite (esemplare la disavventura del Long Term Capital Management). E per questi risultati, comunque fuori dall'ordinario, assurgono alle cronache finanziarie.

Oggi, se consideriamo la loro diffusione in termini di numero (sono circa 3 mila nel mondo) e di capitale gestito (tra i 200 e i 250 miliardi di dollari) sono in auge. Ma la loro diffusione tradisce le origini e può essere un segnale di "esuberanza irrazionale" nei mercati finanziari.

Tra poco sbarcheranno anche in Italia, dove sarà possibile costituire hedge fund di diritto italiano. In vista di questo sbarco, "Il Sole-24 Ore del lunedì" ha chiesto ad Antonio Foglia di inquadrare la situazione attuale di questo segmento molto particolare della finanza. Foglia è vicedirettore della Banca del Ceresio (Lugano), consigliere della Banca Leonardo (Milano) e coordina la ricerca di gestori per Hausmann Holdings, una società che affida fondi ai migliori protagonisti nell'attività degli hedge fund.

Cosa sono gli hedge fund?

Gli hedge fund sono fondi che vengono gestiti da professionisti che, dopo aver acquisito esperienza e aver sperimentato le proprie capacità di gestione presso qualche istituzione finanziaria, si mettono in proprio per essere liberi dai vincoli istituzionali e normativi delle gestioni più tradizionali.

Quando sono nati?

Gestioni di questo tipo esistono da decenni. Per esempio, a Wall Street già all'inizio del secolo ope-

ravano professionisti che lavoravano in proprio senza rispettare i criteri di diversificazione normalmente imposti a gestori tradizionali e adoperando tecniche particolari, come la vendita allo scoperto. L'origine degli hedge fund venì proprio in quegli anni '60, quando A. W. Jones ha capito che si poteva

gestire un portafoglio azionario, in parte al rialzo e in parte al ribasso, cercando di estrarre la performance solo dalla scelta dei singoli titoli senza correre il rischio generale di mercato.

Come si è evoluto il settore degli hedge fund?

Ha vissuto degli alti e bassi. Di recente ho recuperato un articolo pubblicato nel 1977 in cui si rimpiangeva la fioritura dell'industria degli hedge fund, riferendosi a dati del 1968, quando già c'erano due miliardi di dollari di allora — pari a circa 10 miliardi di dollari di oggi — investiti in hedge fund, con un discreto numero di gestori. Questi due miliardi nel '77 erano crollati a 200 milioni di dollari, equivalenti a circa

500 milioni di oggi. Nell'88, per mantenere il confronto su base decennale, secondo le nostre stime il patrimonio degli hedge fund era di circa 20 miliardi di dollari; oggi siamo tra i 200 e i 250 miliardi. La nostra esperienza personale conferma le alterne fortune del settore e da questo punto di vista l'elevato interesse attuale verso questo tipo di gestione non può che destare qualche preoccupazione in chi, come noi, vi opera da anni.

Sono troppi gli attori? Cosa vi preoccupa?

Anzitutto, bisogna ricordare che nei cicli borsistici passati l'interesse per questa forma di gestione ha coinciso con la parte terminale della fase rialzista. In secondo luogo, per investitori come noi lo scopo della ricerca di gestori di hedge fund consiste nel trovare pochissimi talenti al mondo — una dozzina al massimo — capaci di fornire un rendimento che nel lungo periodo

sia quantitativamente e qualitativamente superiore a quello di mercato. Questa ricerca è semplificata nei momenti di mercato difficile, quando la scelta di mettersi in proprio e di rischiare la carriera professionale per gestire secondo i propri principi fondi di dimensione relativamente modesta testimonia una forte convinzione nelle proprie capacità.

E oggi?

Oggi è relativamente facile, dopo una così lunga fase di ascesa delle quotazioni, mettersi in proprio e attirare l'interesse degli investitori, mettendo in mostra una serie abbastanza lunga di buoni rendimenti. Quindi, da un lato, sono aumentate le opportunità di investimento in hedge fund, ma nel contempo è diventato più difficile distinguere i buoni dai cattivi gestori.

Quindi potrebbero esserci cocenti delusioni per chi non è ancora passato per la prova del fuoco di un mercato ribassista...

Sicuramente avremo delle delusioni in mercati al ribasso da molti hedge fund. Ma le delusioni maggiori potrebbero venire da un rendimento che potrebbe rivelarsi tutto sommato modesto.

Gli investitori sono, cioè, attratti dalle mirabolanti performance di alcuni gestori, mentre nella media il settore non è poi così brillante?

Questo è un aspetto. Ce n'è però anche un altro: una gran parte degli hedge fund deve il proprio recente successo commerciale a un buon profilo nel rapporto rischio/rendimento. La teoria finanziaria e la pratica si concentrano sul rischio definito come volatilità del rendimento mensile. Questa defini-

zione di rischio non viene considerata da noi valida, come non lo è per personaggi quali Warren Buffett. Nessun investitore con un orizzonte di lungo termine pone l'accento sulla volatilità mensile, ma guarda a fattori più strutturali di rischio di un portafoglio. Il profilo di rischio e rendimento di molte strategie di arbitraggio e "market neutral" ha attirato verso questo tipo di fondi investitori che non si rendono forse ben conto che i rischi che corrono non sono catturati dalla variabilità dei rendimenti mensili. Profili di rischio/rendimento ottimi in tempi nor-

mali si sono dimostrati vulnerabili a uno stormir di foglie più violento del solito.

Mi pare che il riferimento alle disavventure del Long Term Capital Management sia implicito nelle sue parole...

È un caso conosciuto da tutti, ancorché quel fondo si promuovesse come a basso rischio, ma applicava una leva finanziaria eccessiva a strategie ritenute poco rischiose.

Qual è il profilo ideale di un gestore di hedge fund e di un investitore in hedge fund?

Per quanto riguarda il gestore, dovrebbe trattarsi di un professionista che, avendo dimostrato a se stesso e a un certo numero di clienti di avere capacità gestionali sufficienti, decide di avviare una propria attività, magari anche in sordina, sulla scorta di capitali conferiti da qualche cliente, normalmente gli amici e altri professionisti, e di un certo patrimonio personale, che in questo mestiere è prova di una buona professionalità.

E per il cliente? Quale sarebbe la quota ottimale di un portafoglio investita in hedge fund?

Da una parte chi si occupa di hedge fund da oltre trent'anni, come noi e poche altre case al mondo, tende ad avere investito in hedge fund gran parte delle attività a rischio della clientela. Questo è coerente con il fatto che i gestori da noi selezionati detengono normalmente nel loro fondo quasi l'intero patrimonio personale. D'altra parte, per molti nuovi hedge fund nati dall'esigenza di diversificazione, la quota dipenderà dal tipo di investimento che viene proposto.

Da quali fattori dipende il successo degli investimenti in hedge fund?

Il successo dipende dall'aver il portafoglio sufficientemente concentrato sui talenti migliori, che però tendono a limitare le sottoscrizioni e a nascondersi per non compromettere le possibilità di performance future con una massa gestita troppo vasta. È quindi indispensabile frazionare una parte del portafoglio su diversi gestori nuovi per individuare precocemente i vincenti

LUCA PAOLAZZI

Il Sole

24 ORE

Fondato nel 1865