



# *Autorità di Vigilanza e Fondi Speculativi*

*Antonio Foglia*  
*Gruppo Banca del Ceresio*

**Banca d'Italia, Roma 7 maggio 2007**



**1) L'ambiente dei Fondi Speculativi**

- evoluzione dei mercati
- evoluzione dei veicoli di investimento
- evoluzione dei fondi speculativi
- rischi particolari dei fondi in leva

**2) Gli obiettivi delle Autorità di Vigilanza**

- stabilità degli intermediari (o del sistema?)
- tutela dei risparmiatori (quali?)
- promozione della piazza finanziaria

**3) Le possibili modifiche normative**

- “speculativi” o no?
- accesso ai fondi speculativi
- limiti alla gestione
- altri nodi

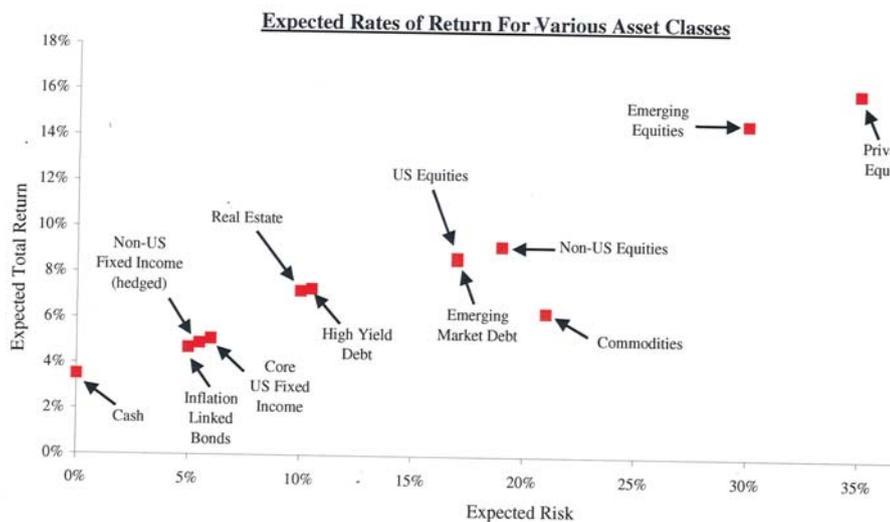


# Evoluzione dei mercati mobiliari

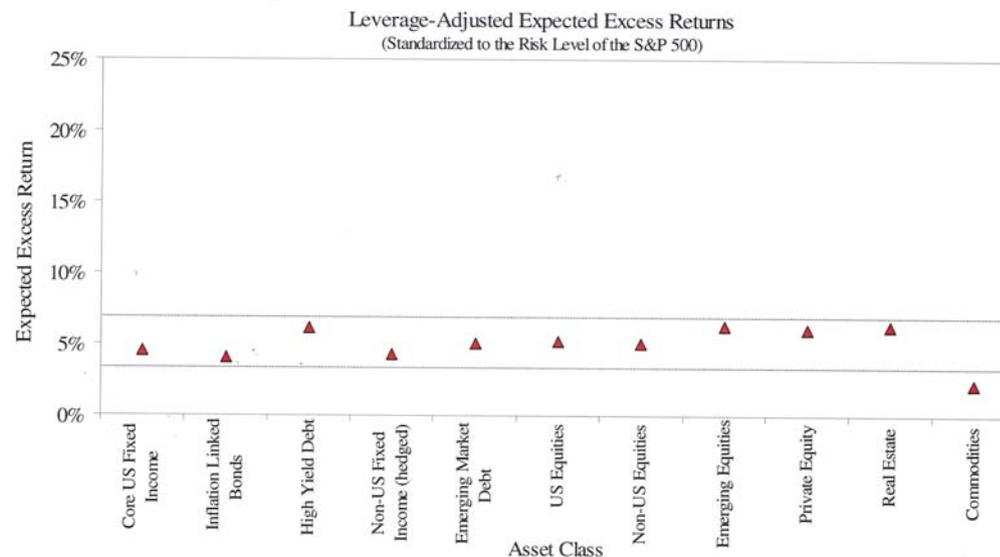
- Progresso irreversibile verso forme radicalmente nuove di gestione che abbattano le classiche distinzioni tra asset classes e tra veicoli di investimento
- Facilità di accesso al credito, securitization e negoziazione dei rischi, da 3 a n asset classes

## CONVENTIONAL ASSET RETURN/RISK PERSPECTIVE

- ◆ For higher returns, invest in “riskier” assets.
- ◆ For less risk, keep more money in “cash and bonds.”



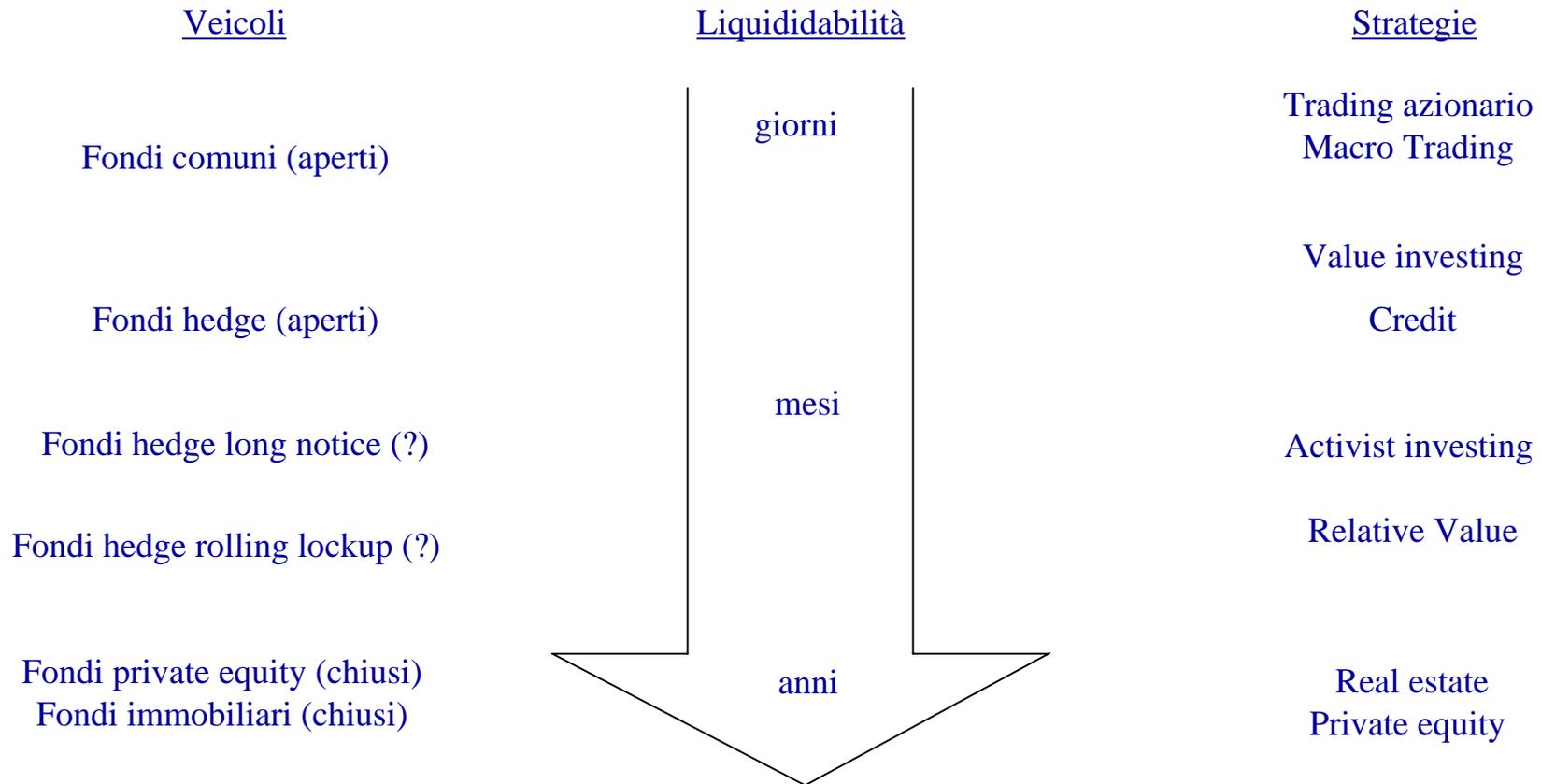
## RISK-ADJUSTED RETURNS



Fonte: Bridgewater



## *Evoluzione dei veicoli di investimento*



• I veicoli di investimento coprono un continuo da meri strumenti di asset allocation da utilizzare parzialmente in un portafoglio a discrezione di chi lo gestisce (ETFs) a prodotti che possono essere considerati programmi completi di investimento in cui tutta la gestione viene delegata (alcuni Hedge Funds).

• La eventuale negoziabilità sul mercato secondario dei veicoli permette al singolo investitore di avere una migliore liquidabilità (Leveraged Capital Holdings, Caxton). La liquidità sul mercato secondario dei veicoli é ottenibile tramite arbitraggio sui termini di riscatto. Se il riscatto é possibile solo dopo anni, la liquidità sul secondario migliora se il veicolo é contendibile.



## *Evoluzione dei fondi speculativi*

- Da strumenti utilizzati da pochi professionisti e private bankers per HNWI a nuovi private bankers loro stessi per grossi risparmi istituzionali
- Storicamente fondi poco noti e speculativi, con pochi partecipanti, ed un gestore interessato ad arricchirsi soprattutto attraverso “performance fees” (es: Quantum, Medallion)
- Oggi veicoli di moda e spesso prudenti, attraverso i quali i responsabili dei grossi risparmi istituzionali delegano la gestione a professionisti interessati ad arricchirsi soprattutto creando aziende di successo (es: Highbridge, D.E.Shaw )
- I modelli ibridi possono essere potenzialmente pericolosi (es. LTCM, Amaranth)



## *Rischi particolari dei fondi speculativi*

- Contrariamente alla percezione comune, gli Hedge Funds sono in ultima analisi spesso creditori netti del sistema bancario e non viceversa
- Per i prime brokers, gli HF costituiscono una primaria fonte di finanziamento in liquidità e titoli
- Pochissimi HF riescono a gestire efficacemente il rischio di credito che corrono verso i loro prime brokers
- Anche il più diversificato portafoglio di HF corre quindi un rischio molto concentrato di credito nei confronti dei pochissimi prime brokers sottostanti
- Ricondere le attività di investimento nell'ambito di mercati regolamentati è prioritario per ridurre sostanzialmente questo rischio che è invece esaltato dallo sviluppo dei mercati di derivati Over The Counter (OTC)



## *Stabilità degli intermediari o del sistema?*

- L'obiettivo ultimo delle Autorità, la stabilità del sistema, è stato storicamente perseguito soprattutto attraverso la stabilità degli intermediari, ed in particolare delle banche. Forse è necessario ora focalizzarsi più sui mercati che sugli intermediari.
- L'effetto combinato delle stratificazioni normative (economie di scala, omogeneità di comportamenti) e della nascita di nuovi mercati e prodotti OTC in leva (rischio di credito) ha portato a forme di moral hazard ("too big to fail") ed una architettura sub ottimale del sistema.
- Mercati regolamentati e mercati OTC evidenziano le diverse strutture di reti egualitarie (a rete da pesca) i primi, ed aristocratiche (a raggiera) i secondi, con caratteristiche diverse di tenuta in caso di crisi. L'operatività in derivati esalta queste differenze.
- I mercati di derivati regolamentati, con margini a mantenere versati ad una stanza di compensazione centrale, pongono tutti gli operatori sullo stesso piano ed hanno una struttura di rete egualitaria piuttosto robusta che può restare operativa anche se un terzo circa dei nodi perde le proprie funzionalità.
- Sui mercati OTC di derivati, invece, il credito di cui gode la controparte è cruciale e tende a spingere ad operare soprattutto con una delle 5-10 principali investment banks "too big to fail". Questi mercati hanno una configurazione a rete aristocratica, con centri e raggiera, che è molto più critica e può crollare anche se solo il 10-15% dei centri smettono di funzionare.
- I rischi condivisi non diminuiscono necessariamente il rischio totale, anzi (portfolio insurance, VAR, Minsky, Rajan). La biodiversità degli operatori deve probabilmente diventare un obiettivo da perseguire.



## *Tutela dei risparmiatori*

- Le patologie di diversi rapporti finanziari alla luce della teoria dei giochi: perché ci sono meno frodi nell'universo dei 5'000 Hedge Funds non vigilati rispetto alle frodi nelle società dello S&P 500?
- Analisi dei rapporti finanziari in base alla rotazione della clientela
  - Distributori e promotori
  - Private Bankers
  - Gestori di prodotti
- L'importanza di lasciare aperta la porta all'innovazione facendone pagare i costi a chi può permetterseli
- La promozione dell'innovazione e della piazza finanziaria tra i possibili obiettivi.



## *Possibili modifiche alla normativa italiana*

- “Speculativi” o “Alternativi”? Restano fondi a rischio particolare, spesso a carattere speculativo, e sono più complementari che alternativi. Profili di rischio che nemmeno gli operatori più qualificati riescono a valutare adeguatamente.
- Accesso: chi può comprarli / a chi possono essere venduti
  - rimuovere il limite (aggirato) delle 200 teste per fondo
  - distinguere tra investimento minimo e valore unitario delle quote
  - mantenere alta la soglia minima di investimento sui fondi senza limiti d’investimento per limitare l’accesso a investitori qualificati / professionisti o a privati che non necessitano di tutela pubblica
  - considerare le gestioni regolamentate come un unico investitore qualificato, permettendo poi di ripartire l’investimento sui conti gestiti
  - estrema cautela nel permettere la vendita retail di prodotti attualmente tra i più redditizi per gli intermediari e di difficile valutazione tecnica
- Limiti agli investimenti (concentrazione, liquidità, trasparenza ecc) come strumento per contenere i rischi di prodotti retail rischiano di mettere prodotti qualitativamente inferiori a disposizione del largo pubblico o di essere aggirati con ulteriori costi per i sottoscrittori
- Altri nodi da risolvere
  - fiscalità (pro e contro la segmentazione nazionale)
  - fondi contrattuali o SICAV in caso di leva?
  - accesso per banche (assorbimento mezzi propri e aggiramento della normativa)
  - accesso per le assicurazioni (normativa ISVAP)



ANTONIO FOGLIA – Presidente del comitato di direzione della Banca del Ceresio, banca svizzera che fa capo alla sua famiglia, Consigliere di Global Selection SGR SpA, e di Generali Thalia Investments Italy SGRpA. Dopo la laurea in Economia Politica all'Università Bocconi, ha completato la sua formazione a Tokyo, New York e Londra. Dalla metà degli anni '80 è professionalmente attivo nel settore degli Hedge Funds. Attualmente partecipa alla gestione di diversi Multimanager Hedge Funds in America, Europa, Asia e Giappone, compresi Global Manager Selection Fund, che dalla partenza nel maggio 2003 è stato il fondo speculativo italiano a più alto rendimento, e Leveraged Capital Holdings N.V., il più vecchio fondo multimanager offshore (Gruppo Rothschild). E' anche membro dei Consigli di Amministrazione di diversi Hedge Funds, tra i quali alcuni fondi del gruppo Quantum di George Soros, M. Kingdon Offshore N.V. e Giano Capital Ltd.

Antonio Foglia è anche membro del Consiglio di Fondazione dello Swiss Finance Institute, organismo che coordina gli Istituti di Finanza delle Università svizzere, e dell'International Advisory Board della Central European University Business School.

Il Gruppo Banca del Ceresio ha oltre 40 anni di esperienza nel campo degli investimenti in Hedge Funds e oltre €3 miliardi di asset investiti nel settore. Il Gruppo, inoltre, dà consulenza su diversi altri miliardi di capitali istituzionali investiti in Hedge Funds.