

FINANZA

*Il loro successo è dovuto all'aumento della cultura finanziaria e non alla minore sensibilità al rischio*

VENGONO USATI SEMPRE PIÙ COME STRUMENTI DI INVESTIMENTO ALTERNATIVO PER DIVERSIFICARE UN PORTAFOGLIO

# La «riscossa» degli Hedge funds

A colloquio con Antonio Foglia, Vice Direttore della Banca del Ceresio

Intervista a cura di Alfonso Tuor

Gli Hedge funds sono ritornati in auge. Alcuni ritengono che possano diventare addirittura i fondi di investimento del Duemila, altri li usano sempre più quali strumenti di investimento alternativo che permettono una diversificazione del portafoglio, poiché si ritiene che non siano necessariamente correlati con i mercati (in altri termini, quando le borse scendono, gli Hedge funds non dovrebbero muoversi nella stessa direzione, anzi dovrebbe salire e quindi dovrebbero limitare i danni nell'eventualità di un ribasso dei mercati). Gli Hedge funds sono comunque strumenti di investimento molto controversi. Vengono considerati strumenti ad alto rischio e poco trasparenti. Soprattutto è controverso, come ha dimostrato l'esempio della Long Term Capital Management (LTCM), il loro ampio uso della leva finanziaria per moltiplicare le loro «scommesse».

Ma gli Hedge funds non sono tutti uguali. Anzi sotto il cappello di hedge funds si nascondono stili di investimento completamente diversi. La principale suddivisione è comune tra gli Hedge funds che perseguono strategie di arbitraggio (scommettono, ad esempio, come la LTCM, sulla convergenza dei tassi di interesse) o direzionali (scommettono, ad esempio, come quelli del noto finanziere americano Georges Soros, sulla svalutazione di una moneta o su un preciso trend del mercato). Sta di fatto che gli Hedge funds vengono sempre più utilizzati anche dalle nostre banche quale strumento di investimento alternativo. Per questi motivi abbiamo voluto discuterne con un esperto: il dottor Antonio Foglia, Vice Direttore della Banca del Ceresio, un istituto attivo nel private banking che da anni usa diffusamente gli Hedge funds nella sua politica di asset management. Antonio Foglia non è attivo in questo campo solo in Ticino, ma anche a livello internazionale. È infatti membro del Consiglio di Investimento di diversi fondi del gruppo Soros ed è Investment co-advisor di Hausmann Holdings. Antonio Foglia è pure consulente di un fondo dei fondi creato recentemente dalla BSI, ossia di un fondo che investe il proprio patrimonio in altri fondi selezionati in base alle capacità professionali dei loro gestori, misurate in base ai rendimenti assoluti conseguiti negli anni, alla loro stabilità nel tempo, alla trasparenza delle loro strategie e al loro grado di rischio. In pratica, si tratta di un fondo che cerca di selezionare i migliori professionisti per l'eccellenza delle loro politiche di investimento e quindi investe nei loro fondi nella convinzione che saranno in grado di ottenere anche in futuro risultati eccellenti.

■ Gli Hedge funds sono tornati in auge. Questa loro resurrezione non è dovuta anche alla diminuzione della percezione del rischio da parte degli investitori dopo anni di continui rialzi dei mercati finanziari?

Mi sembra che l'aneddotica su una diminuzione della percezione del rischio da parte degli investitori non manchi. Anche se alla fine degli anni '60 l'aumento di interesse per gli Hedge funds è coinciso con il picco delle quotazioni. Tuttavia non sono sicuro sia giusto includere anche l'interesse per gli Hedge funds tra i sintomi di un certo rilassamento da rialzo borsistico prolungato. Mi sembra piuttosto indice di un normale

aumento della cultura finanziaria in questa fase del ciclo.

Secondo alcuni, gli Hedge funds possono diventare addirittura i fondi d'investimento di domani, ossia occupare una quota di un normale portafoglio di qualsiasi investitore. Secondo Lei è realistica questa prospettiva?

Forse sì. Vi sono molti tipi di Hedge funds e le generalizzazioni sono pericolose. Tuttavia vi sono tre spinte verso un maggiore utilizzo di questo tipo di prodotti in portafogli normali. La prima è la speranza di accedere attraverso gli Hedge funds a gestori particolarmente bravi; la seconda è l'interesse per le caratteristiche statistiche dei rendimenti di alcuni tipi di Hedge funds e la terza è forse il desiderio di fuggire dalle responsabilità di asset allocation che la rigida segmentazione dei prodotti finanziari tradizionali scarica sull'investitore attraverso prodotti come gli Hedge funds, in cui il gestore gode di ampi gradi di libertà. Perché per un investitore ha senso concentrarsi sugli Hedge funds?

Perché in generale i migliori money managers migrano naturalmente verso la gestione degli Hedge funds.

Secondo Lei, gli Hedge funds possono essere utilizzati in

un normale portafoglio come uno strumento di diversificazione, che rende possibile in un caso di ribasso generalizzato dei mercati di avere una quota degli investimenti che si muove in rialzo e che quindi non è correlata con il resto del portafoglio?

C'è ribasso e ribasso. Per i ribassi ciclici, diciamo come il crash dell'87 del '90 o del '98 che vengono superati in pochi mesi c'è evidenza statistica che alcuni tipi di Hedge funds sono poco correlati all'andamento delle borse e quindi possono aiutare ad abbattere la volatilità in fasi critiche del mercato. Tuttavia per i ribassi secolari, come quelli degli anni '30 o '70 che durano decenni ed ammaz-

zano i mercati mobiliari l'evidenza è che non sopravvivono stili o tipi di gestione ma solo pochi gestori di particolare talento i quali oggi probabilmente gestiscono un Hedge Funds. Questa teoria, secondo cui gli Hedge funds non sono necessariamente correlati con i mercati, non è una favola? Ad esempio, nell'estate/autunno del 1998 quando i mercati finanziari si mossero al ribasso, crollarono anche gli Hedge funds.

In una crisi difficile come il '98 sono successi molti eventi concatenati in modo nuovo che hanno coinvolto mercati che prima di allora non erano mai

stati correlati. Se l'evento scatenante è stata la crisi finanziaria russa, l'evento principale è stata la crisi di Long Term Capital Management. La gravità sta nel fatto che la FED è dovuta intervenire perché stava partendo una reazione a catena incontrollabile di insolvenze. Si è saputo dopo che la metà delle 12 banche chiamate al salvataggio di LTCM, e si tratta delle principali banche mondiali, erano già tecnicamente insolventi perché avevano speculato proprio come LTCM. Più che la debolezza degli Hedge funds, di cui LTCM era un esponente molto particolare e praticamente unico nel suo genere, la

crisi ha esposto la debolezza del sistema bancario, dei sistemi di controllo del rischio e le difficoltà delle autorità di vigilanza nazionali nel monitorare banche globali.

Il mondo accademico e l'industria finanziaria presenta dei dati statistici, dai quali risulta che l'uso degli Hedge funds non è molto rischioso per l'investitore. Lei condivide queste analisi?

Tutto sommato, e col senno di poi, direi di sì. Bisogna tenere presente che la maggioranza degli Hedge funds sono incorporati in ordinamenti giuridici che offrono scarsa protezione agli investitori e non sono sottoposti ai controlli a cui le autorità di vigilanza sottopongono i fondi tradizionali. Inoltre la retribuzione dei gestori, basata su commissioni di performance li incentiva ad essere molto aggressivi. Potenzialmente, quindi, gli Hedge funds sono molto più rischiosi dei fondi tradizionali ed è necessaria una buona professionalità specifica dell'investitore per valutare questi rischi. Tuttavia i casi di frode sono stati pochissimi e sono relativamente pochi anche i fallimenti. Tutto sommato sembra che la qualità dei gestori ed il loro coinvestimento nel proprio Hedge funds abbiano funzionato bene, almeno in passato, nel tenere sotto controllo la potenziale rischiosità di questi investimenti.

Alcuni Hedge funds si basano su sofisticati modelli matematici di controllo dei rischi. La complessità del mondo dell'economia e della finanza può essere racchiusa in un modello matematico oppure questa è una semplice dimostrazione di arroganza intellettuale destinata al fallimento?

I modelli di cui parla sono modelli che oggi vengono insegnati nelle università ed i cui ideatori sono stati insigniti di premi Nobel. L'arroganza intellettuale non sta oggi nel loro utilizzo ma nel dubitare della loro validità. Dato però che le peggiori crisi finanziarie degli ultimi 15 anni sono direttamente riconducibili all'utilizzo di questi modelli è forse ora di rimmetterli in discussione.

Vi sono numerosi tipi di Hedge funds: da quelli che hanno strategie di arbitraggio che scommettono sulla riduzione di differenze dei prezzi nei diversi mercati (come la Long Term Capitale Management, che scommetteva sulla riduzione dei differenziali dei tassi d'interesse in Europa in vista dell'introduzione dell'euro) a quelli che hanno strate-



“  
I gestori  
migliori  
migrano verso  
gli Hedge  
funds  
”

Antonio Foglia (nella foto Gonnella): «La Federal Reserve non è intervenuta per salvare la Long Term Capital Management, ma per salvare alcune grandi banche, il cui fallimento avrebbe provocato una crisi dalle conseguenze incalcolabili».

gie direzionali, che scommettono su eventi eccezionali, come gli Hedge funds di Soros che scommisero (e vinsero) sulla svalutazione della sterlina britannica. Per un investitore che deve diversificare il proprio portafoglio è decisivo scegliere tra queste diverse strategie? E come deve scegliere?

Gli Hedge funds che praticano strategie di arbitraggio possono essere dei validi investimenti a patto che il gestore e l'investitore si accontentino di rendimenti non straordinari. Il pericolo per questo stile è che, come nel caso di LTCM, i gestori cerchino di gonfiare a dismisura i rendimenti delle strategie con un uso esagerato della leva finanziaria. Gli Hedge funds direzionali possono anche avere rendimenti eccezionali ma dipendono totalmente dalle capacità individuali del gestore la cui valutazione è l'elemento più importante per la scelta di questi fondi.

Gli Hedge funds promettono rendimenti nettamente superiori a quelli degli investimenti tradizionali, naturalmente a condizione di accettare un maggiore rischio. Questa promessa non si gioca sul fatto che le loro scommesse sono talmente alte che in caso di perdita, a salvare queste società intervengono Stati o autorità monetarie come nel caso della LTCM? In pratica se si guadagna, e si guadagna forte, guadagna l'investitore, se si perde le perdite verranno coperte da altri?

Gli Hedge funds non promettono niente: anche per motivi giuridici i prospetti sono general-

mente volti a minimizzare le attese e richiamare l'attenzione sui rischi. Ciò detto, il caso di LTCM è grave ma resta unico. La sua gravità sta nel fatto che il fallimento di LTCM e la liquidazione delle sue posizioni avrebbe comportato il fallimento di alcune delle principali banche del mondo che speculavano esattamente come LTCM. La FED non è intervenuta per salvare LTCM od i suoi investitori (che comunque hanno perso quasi tutto) ma per salvare le banche.

Non esiste una doppia morale del mondo della finanza e dei «puristi del libero mercato». Infatti, si sono levate voci scandalizzate per il salvataggio da parte del governo tedesco del gruppo Holzmann che ha permesso di salvare migliaia di posti di lavoro, ma non vi è stata invece alcuna critica per il salvataggio della LTCM, organizzato dalla Federal Reserve, che ha salvato un centinaio di speculatori e

qualche premio Nobel e ha creato un precedente pericoloso. Non è un caso da manuale di «moral hazard»? La FED è intervenuta non per salvare LTCM ma per salvare alcune delle maggiori banche del mondo. Con un intervento poco ortodosso ma brillante ha adempito esattamente al suo mandato istituzionale. Ciò ha permesso di bloccare una crisi dalle conseguenze incalcolabili. I disoccupati sarebbero stati milioni. Certo ora bisogna andare a vedere perché LTCM e le principali banche ci hanno messo in una situazione di rischio talmente grave ed avere il coraggio di trarne le

conclusioni.

Il «padrone dell'universo» John Meriwether, principale responsabile del crollo della LTCM, è ancora protagonista del mondo della finanza di New York. Quindi il principio «chi sbaglia paga» non vale per personaggi che si sono dimostrati in grado di mettere in ginocchio l'intera economia mondiale?

Malgrado non mi risulti che abbiano infranto alcuna legge, per me resta un mistero come mai i gestori di LTCM possano addirittura oggi pensare di lanciare un nuovo fondo e non siano stati interdetti a vita dall'esercitare la professione. Certamente c'è una certa dose di «moral hazard» anche nei rapporti straordinariamente stretti che intrattenevano con diverse autorità di vigilanza.

Una delle caratteristiche degli Hedge funds è quella di indebitarsi fortemente per moltiplicare la forza dei loro investimenti sui mercati. Secondo la Banca dei Regolamenti Internazionali di Basilea, ultimamente le banche commerciali hanno ripreso a prestare consistenti quantità di capitali agli Hedge funds. Questa tendenza non rischia di rappresentare un pericolo per la stabilità del sistema finanziario internazionale?

La leva finanziaria eccessiva è sempre pericolosa ma se guardiamo agli istituti che la utilizzano di più vediamo che banche ed assicurazioni sono generalmente più aggressive degli Hedge funds, oltre ad essere molto più grandi. Il vero pericolo per la stabilità del sistema è che banche ed assicurazioni sanno di poter contare su un salvataggio da parte delle autorità data la loro importanza per il sistema economico. Con l'eccezione di LTCM, che resta un caso unico per dimensioni, il

fallimento di un Hedge funds, che ogni tanto avviene, non comporta problemi sistemici e quindi il gestore è generalmente molto più prudente perché sa di dover contare solo sulle sue risorse finanziarie.

Come giustifica il fatto che le attività finanziarie sono controllate e regolamentate, mentre quelle degli Hedge funds, che possono destabilizzare l'intero sistema finanziario internazionale, sfuggono a qualsiasi controllo?

Il fatto che siano liberi nelle strategie di investimento non vuol dire che gli Hedge funds sfuggano a qualsiasi controllo. In generale le società di gestione degli Hedge funds sono basate in piazze finanziarie come Londra o New York in cui per operare è necessario essere autorizzati e si è controllati dalle autorità locali. Inoltre, quando agiscono sui mercati regolamentati, come avviene sulla maggioranza dei casi, gli Hedge funds sono soggetti agli stessi limiti e controlli di tutti gli altri operatori su quei mercati. Quando invece agiscono sul mercato interbancario sta alle banche esercitare tutti i controlli e richiedere le garanzie che ritengono necessarie oppure rifiutarsi di lavorare con gli Hedge funds.

L'attività degli Hedge funds è moralmente discutibile, come ha dimostrato la speculazione



“  
Gli Hedge funds sono meno rischiosi di quanto molti pensano  
”

# La «riscossa» degli Hedge funds

attuata nel 1997 da Soros, dal Tiger Fund e da altri Hedge funds contro il dollaro di Hong Kong. Si puntava su una svalutazione del dollaro di Hong Kong, giocando contemporaneamente al ribasso sulla borsa. Per l'Hedge funds era una «win - win situation» che è stata rotta dall'abile manovra dell'autorità monetaria di Hong Kong che ha posto limitazioni all'uso dei derivati sul mercato borsistico e che ha cominciato a comperare azioni. A quel punto i puristi del libero mercato, e in primis gli Hedge funds, hanno gridato allo scandalo. Eppure questa manovra delle autorità monetarie di Hong Kong ha permesso di evitare la svalutazione del dollaro di Hong Kong e quindi di evitare un forte peggioramento della crisi asiatica. L'obiettivo di far soldi giustifica queste manovre?

Secondo me sono semmai moralmente discutibili le autorità di Hong Kong che hanno preso la decisione di cambiare le regole del gioco ma non ne rispondono democraticamente a nessuno. La loro scelta è stata quella di salvare alcune potenti famiglie, gravemente indebitate, e la reputazione dell'oligarchia cinese in cambio di un prolungamento della deflazione che pesa ancora oggi su tutti gli altri cittadini di Hong Kong e della Cina. Nel 1992, in una situazione analoga, di fronte alla deflazione importata at-

traverso un cambio sopravvalutato, i governi inglese ed italiano che rispondono democraticamente ai loro elettori, hanno dovuto riconoscere quale era il bene comune ed hanno svalutato. Naturalmente gli Hedge funds sapevano di avere a che fare con un regime che avrebbe potuto scegliere contro l'interesse generale. Dispiace quindi che sia andata così non tanto per gli Hedge funds, ma per i cittadini di Hong Kong che ancora pagano le conseguenze di questa scelta arbitraria di un governo che non hanno eletto.

Una delle teorie, che anche Lei ha precedentemente esposto, consiste nel dire che gli Hedge funds direzionali, come quelli di Soros, possono avere un effetto destabilizzante nel breve periodo, ma stabilizzante nel lungo periodo. L'esempio classico è l'attacco alla sterlina britannica del 1992 che destabilizzò il Sistema monetario europeo, ma che permise alla Gran

Bretagna di liberarsi da un tasso di cambio troppo elevato e quindi di far ripartire l'economia grazie alla svalutazione della sterlina. Si possono però fare altri esempi, come quello della Malesia che nel pieno della crisi asiatica chiuse il proprio mercato agli speculatori e stabilì un tasso di cambio fisso per la propria moneta. Subito gli uomini della finanza predissero che questa mossa avrebbe prodotto solo guai e sventure per l'economia malese. Invece, nulla di tutto ciò è accaduto. La Malesia si difese in modo intelli-

gente dagli speculatori, Kuala Lumpur non dovette ricorrere agli aiuti dell'FMI per superare la crisi asiatica, e oggi si può dire che l'intervento si è rivelato un successo: l'economia si è ripresa e quest'anno ha potuto riaprire il proprio mercato finanziario agli investitori internazionali. Quindi, la teoria che queste speculazioni hanno alla fine degli effetti benefici non è in realtà una scusa per giustificarsi di fronte all'opinione pubblica e per mettere a posto la propria coscienza?

I mercati che funzionano bene sono degli organismi complessi e delicati fatti di regole, istituti, ed operatori che non s'improvvisano. Le economie più avanzate hanno raggiunto, perfezionandoli in molti anni, un altissimo livello di efficienza dei propri mercati ed è quindi giusto si affidino ad essi. Le altre situazioni sono molto diverse e possono richiedere un approccio diverso. Tuttavia il vantaggio dei mercati nelle de-

mocrazie è che non lasciano il dubbio che la politica scelta da Mahatir in Malesia fosse in realtà centrata sulla sopravvivenza propria e dei poteri economici a lui vicini, e che il buon esito della sua politica sia dipeso in buona parte da fattori economici positivi esterni alla Malesia stessa.

Il mondo della finanza, attraverso la disintermediazione bancaria e attraverso la diffusione di nuovi strumenti finanziari, distribuisce maggiormente il rischio, ma la crisi asiatica ha dimostrato che se ne creano di nuovi. Infatti

l'insolvenza della Corea del Sud, evitata all'ultimo momento da interventi del governo americano e dell'FMI, ha impedito un crollo generale. Come si possono affrontare questo nuovo genere di rischi, che gli Hedge funds contribuiscono a far aumentare? I mercati o gli Hedge funds non aumentano i rischi. È come accusare il termometro di causare la febbre. I rischi sono causati da cattive scelte politiche o economiche che non vengono corrette prima di aver causato danni tali da diventare insostenibili. Uno dei rischi è anche quello di avere uniformato troppo il comportamento degli intermediari finanziari che tendono a muoversi tutti nello stesso modo. Gli Hedge funds aumentano la biodiversità dei mercati e quindi, probabilmente, li rendono più efficienti. D'altra parte è forse un rischio affidarsi troppo ai meccanismi di mercato prima che esistano le infrastrutture per il loro funzionamento, come si è visto in Russia.

Per concludere, non crede che l'odierno mondo della finanza è molto più efficiente e molto più sofisticato, ma è anche nel contempo molto più fragile e quindi foriero di possibili crisi sistemiche?

Le sue ultime domande mi hanno portato su terreni lontani dalle mie specifiche competenze professionali. Non so dare una risposta alla sua domanda. Però ogni crisi dovrebbe permettere di migliorare il sistema. Potenzialmente la crisi del '98 poteva far precipitare l'economia mondiale in una depressione stile anni '30. Non è successo, forse per caso, o forse grazie alle lezioni imparate allora. Speriamo di poter superare le prossime crisi grazie anche alle lezioni imparate nel '98.

*Sono le cattive  
politiche e non  
gli Hedge funds  
a provocare  
le crisi*