

Hedge funds, non è in atto una crisi

Secondo Antonio Foglia, vicedirettore della Banca del Ceresio, si tratta unicamente di un momento di difficoltà soprattutto per i fondi che seguono strategie di arbitraggi

Intervista a cura di Alfonso Tuor

Gli Hedge funds vivono solo un momento di difficoltà, le paure di una destabilizzazione del sistema finanziario sono esagerate. È l'opinione di Antonio Foglia, vicedirettore della banca del Ceresio e Director di alcuni prestigiosi Hedge funds. Effettivamente negli ultimi mesi la redditività degli Hedge funds è stata nettamente inferiore alle aspettative. Particolarmente colpiti sono stati i fondi che seguono delle strategie di arbitraggio. L'andamento dei tassi d'interesse e il downgrade di società importanti come General Motors e Ford hanno infatti provocato perdite consistenti. Finora comunque, nonostante le voci di difficoltà che circolano sui mercati, non è emersa alcuna crisi. Alcuni ritengono che l'appuntamento sia stato unicamente rinviato e che le perdite ac-

cumulate da alcuni fondi si tradurranno nel riscatto delle loro quote da parte di molti investitori. Il deflusso dei capitali porterà alla luce, secondo queste tesi, una crisi che per il momento è stata solo rinviata. Altri ritengono invece che la migliore gestione del rischio da parte dei gestori degli Hedge funds abbia ridotto la redditività di questi fondi, ma contemporaneamente ridotto anche la possibilità che si ripeta un collasso simile a quello della Long Term Capital Management. Sta di fatto che l'attrattiva dell'industria degli Hedge funds, che negli ultimi anni ha riscosso un tale successo da raccogliere oltre mille miliardi di dollari da parte degli investitori, viene oggi messa alla prova da queste difficoltà. Ed è di questo che abbiamo parlato con Antonio Foglia.



“Non siamo alla vigilia dello scoppio della bolla degli Hedge fund, ma è certo che non potranno replicare i risultati ottenuti negli scorsi anni”

Antonio Foglia

■ Nei mercati circolano voci di grandi difficoltà di alcuni Hedge funds. Queste voci sono a suo giudizio plausibili?

«Effettivamente da alcune settimane vi sono voci ricorrenti di possibili crisi, ma finora non è venuta a galla nessuna vittima. Quindi, al di là di qualche perdita sicuramente più vistosa della norma non ho l'impressione che vi sia una crisi in atto». Sembra che grandi perdite siano state accumulate da alcuni Hedge funds negli arbitraggi sulle obbligazioni e in particolare sui corporate bonds. In pratica avrebbero comperato azioni contro obbligazioni di General Motors dopo l'annuncio di Kerkorian che avrebbe acquistato l'8% della casa automobilistica per poi trovarsi in difficoltà il giorno successivo dopo il downgrade dell'agenzia di rating S&P. È vero? «Sicuramente il downgrade di General Motors e di Ford ha causato perdite a qualche operatore. Questi fatti sono avvenuti alcune settimane orsono. Nel frattempo non sono emersi fondi in grave difficoltà. D'altra parte, è normale che il mercato in questa fase cerchi qualche possibile vittima. Infatti, ogni fase di rialzo dei tassi di interesse è stata caratterizzata dalla crisi degli operatori più in leva, ossia con maggiore esposizione debitoria. Oggi il mercato è già a caccia della prossima vittima di questo rialzo del costo del denaro, ma mi sembra che la battaglia di caccia non stia dando frutti e sia quindi precoce, poiché il rialzo dei tassi è stato finora modesto e dunque ampiamente previsto negli scenari di tutti gli operatori minuziosamente responsabili».

Un analista ha parlato di un possibile effetto Navarone. Ossia ha fatto riferimento alla possibilità che la diga che trattiene l'acqua degli hedge funds continui a tenere anche se ha cominciato a mostrare delle falle. Ora tocca alla pressione dell'acqua allargare le falle e quindi a far scoppiare la crisi. C'è la possibilità

che il probabile aumento dei riscatti allarghi le falle di alcuni hedge funds e faccia scoppiare la crisi?

«Il mondo degli hedge funds è molto variegato, ma si divide grosso modo in due grandi settori: quello dei fondi a bassa volatilità, che fanno soprattutto arbitraggio, e quello dei fondi direzionali che seguono strategie macro e long-short equity. Dopo diversi anni di rendimenti elevati nei settori a bassa volatilità, in particolare rispetto ai rendimenti negativi degli investimenti azionari in quel periodo, quell'area specifica di hedge funds ha conosciuto un enorme afflusso di nuovi capitali per cui già l'anno scorso i rendimenti di questo tipo di hedge funds sono diminuiti e quest'anno registrano perdite. È possibile che rendimenti modesti o negativi, comunque inferiori alle aspettative degli investitori, provochino un deflusso di capitali dal settore. Se questo sarà sufficiente a generare un effetto Navarone, non lo so. Dipende molto dalla velocità del tutto. Inoltre non vi è dubbio che la Federal Reserve sorveglia la situazione e sarebbe indubbiamente in grado di scongiurare una crisi con appropriate misure monetarie». Lei ha ricordato che i risultati degli hedge funds non sono più quelli di una volta e soprattutto non corrispondono più alla promessa di rendimenti positivi assoluti usati dall'industria finanziaria per venderli agli investitori. Quali sono le ragioni di questi risultati mediocri? «Bisogna distinguere i diversi settori. Per quanto riguarda le strategie di arbitraggio, dopo che nei primi anni di questo decennio hanno avuto rendimenti nettamente superiori alle attese, oggi siamo sui livelli di spreads nelle attività finanziarie in cui fan-

no arbitraggi, per esempio la differenza tra le obbligazioni ad alto rendimento e quelle più conservative, talmente compressi, che è facilmente prevedibile che nei prossimi anni questi spreads non possano comprimersi ulteriormente, potranno semmai allargarsi, creando quindi un ambiente in cui per questi fondi sarà molto difficile ottenere dei rendimenti interessanti. Diverse invece sono le opportunità per i fondi direzionali, sia quelli macro sia quelli long-short. Entrambi hanno ottenuto l'anno scorso risultati più che soddisfacenti. Quest'anno invece appare fin'ora più problematico. I motivi sono essenzialmente due: il primo è che le borse di molti paesi sono per l'anno in territorio negativo e ciò non favorisce l'attività degli hedge funds long-short; il secondo motivo è che dal punto di vista macroeconomico sono successe le cose più impreviste, come un rafforzamento del dollaro, quando la maggior parte degli operatori si attendeva un indebolimento, e un rialzo dei corsi delle obbligazioni, quando la maggioranza degli operatori si attendeva invece un rialzo dei tassi di interesse». Parliamo degli hedge funds che seguono delle strategie di arbitraggio. Questi fondi non saranno ancora più propensi ad alzare le loro scommesse usando ancor più la leva per recuperare terreno? In altri termini non è probabile che le perdite accumulate li spingano ad assumere posizioni ancora più rischiose?

«Mi sembra improbabile, anche perché le linee di credito di cui godono gli hedge funds sono state aperte dalle banche. Ebbene, le banche sono gli istituti maggiormente in grado di valu-

tare lo stato di salute dei singoli hedge funds e quindi di modulare l'offerta di credito nei loro confronti in funzione della loro esposizione al rischio. Inoltre, dato che gli spreads in molte attività sono storicamente a livelli minimi, è difficile ipotizzare che la maggioranza dei gestori sia disposta oggi a correre rischi superiori a quelli abituali di fronte a prospettive meno incoraggianti di quelle vissute in passato».

Lei ha parlato delle banche, ma le grandi banche di investimento non sono a loro volta dei grandi hedge funds?

«Sì, in un certo senso lo sono. Ma c'è di più, a mio parere. Oggi le grandi banche corrono più rischi degli stessi hedge funds. Normalmente le grandi banche usano maggiore leva degli stessi hedge funds, ma hanno il vantaggio di godere della garanzia non scritta data dai governi di non poter fallire. Gli hedge funds non beneficiano di questa garanzia, e quindi, sono costretti ad usare il proprio capitale con una maggiore disciplina».

Lei alcuni anni orsono aveva scritto un articolo sul quotidiano «Il Sole 24-Ore» in cui sottolineava che il calcolo del rischio nelle strategie di arbitraggio non teneva conto del fatto che tutti facevano circa le stesse cose e che quindi di fronte ad un evento non previsto si sarebbe verificata contemporaneamente una fuga di tutti gli operatori, che avrebbe provocato gravi crisi sistemiche. Anche se oggi non sembra esserci alcun rischio imminente di crisi, non è necessaria una regolamentazione di questi strumenti di investimento, che finora non sottostanno ad alcuna regolamentazione?

«Regolamentazione sicuramente no, anche perché si è rivelata uno strumento totalmente inefficace. Pensiamo soltanto agli scandali che negli Stati Uniti hanno toccato i fondi co-

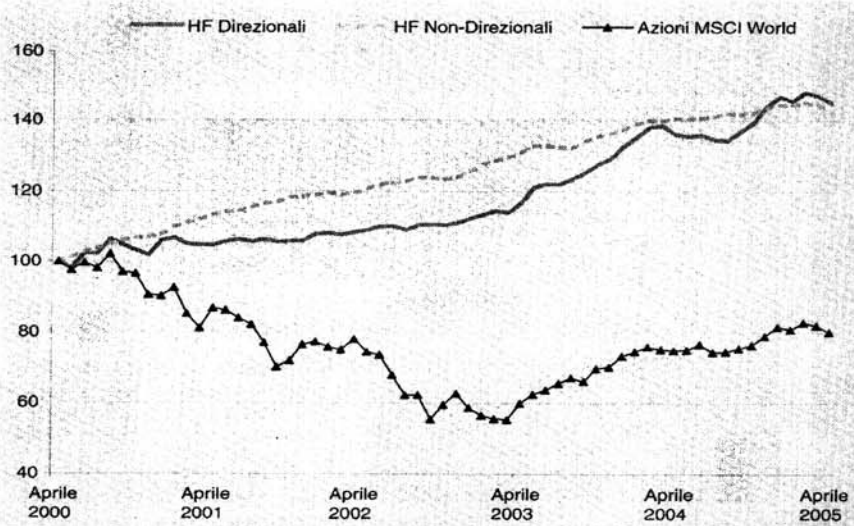
muni di investimento, che sono un'area iperregolamentata, dove comunque il regolatore non è stato in grado di vedere per tempo dei vizi di comportamento plateali che si sono protratti per più di un decennio. Quindi, la soluzione non è la regolamentazione, ma lo può essere la trasparenza. Quello che mi preoccupa dell'attività degli hedge funds, soprattutto di quelli di arbitraggio, è che il grosso di quest'attività, così come quella delle banche, si svolge su mercati non regolamentati e quindi totalmente opachi sia per gli investitori sia per le autorità di sorveglianza. Le uniche che hanno un minimo di visibilità su questi mercati, e dai quali quindi traggono una buona rendita di posizione, sono le grandi banche».

Però sia la Sec statunitense sia le autorità europee stanno adoperandosi per introdurre forme di regolamentazione di questo settore finanziario.

«Bisogna tener presente che molti hedge funds sono già regolamentati. Per esempio, tutte le società di gestione di hedge funds che operano a Londra sono sotto la supervisione della FSA e molte delle società che operano negli Stati Uniti sono sotto la supervisione della Cftc e saranno prossimamente sotto quella della Sec. Sono anche regolamentati molti dei mercati su cui gli hedge funds lavorano, in particolare quelli dei futures e quelli azionari. L'area su cui senz'altro è necessaria una maggiore trasparenza, e forse anche un minimo di regolamentazione, è quella dei prodotti derivati e non trattati over the counter».

Accanto alla forte crescita dell'industria degli hedge funds si è assistito in questi ultimi anni anche all'esplosione di prodotti strutturati delle più diverse specie, come ad esempio quelli a capitale garantito. Queste garanzie implicano una controparte e quindi un rischio che è difficile identificare e che però a livello sistemico potrebbe essere molto elevato. Ecco questa grande produzione di carta non pone dei rischi?

«Vi sono diversi aspetti. Innanzitutto vi è da tener presente che per quanto sappiamo nessun operatore di hedge fund lavora con le leve alte che hanno portato alla crisi della Long Term Capital Management nel 1998. Quindi, l'utilizzo del capitale oggi, perlomeno sul fronte degli hedge funds, è molto più conservativo, anche se non so se ciò vale anche per le banche. In secondo luogo, per la salute dei mercati una maggiore biodiversità degli operatori e quindi il fatto che agli investitori istituzionali e agli investitori indicizzati si siano affiancati in questi anni operatori con altri orizzonti temporali e con altri orizzonti di rendimento, non può che aumentare la stabilità di un sistema complesso, come sono i mercati finanziari internazionali. Invece i prodotti strutturati a capitale garantito possono rappresentare potenzialmente un rischio, poiché queste garanzie del capitale si trasformano oltre certi livelli di perdita in una liquidazione forzata degli investimenti. Quindi il rapporto tra questo tipo di prodotti e il rischio è un rapporto che dovrebb-



Andamento composito degli indici per strategia CSFB-Tremont ponderati per le masse gestite nelle singole strategie a fine 2004 secondo dati Tass.

be essere tenuto sotto un minimo di controllo, così come è nei mercati regolamentati il rapporto tra il volume delle opzioni rispetto al sottostante».

Si può dire che il fenomeno degli hedge funds è giunto all'apice e che la loro attrattività è destinata a diminuire?

«L'interesse della clientela, soprattutto quella istituzionale, verso gli hedge funds, è probabilmente solo alle battute iniziali. Dato il successo di raccolta avuto dagli hedge funds negli ultimi cinque anni, è senz'altro possibile una fase di consolidamento, magari stimolata da rendimenti per qualche anno inferiori alle attese. Più a lungo termine

mi sembra normale che nei portafogli della clientela sia privata sia istituzionale trovino posto delle strategie operative sui mercati diverse tra loro e che quindi concorrano a dare all'insieme del portafoglio e anche all'insieme dei mercati una maggiore stabilità ed efficienza».

Ma gli hedge funds concorrono veramente a dare maggiore stabilità ai mercati? Molti sostengono esattamente il contrario.

«Bisogna di nuovo distinguere gli effetti sul mercato delle due grandi famiglie di hedge funds. Gli hedge funds di arbitraggio hanno sicuramente un effetto stabilizzante nel breve periodo, poiché promuovono la compressione degli spreads e lavorano sull'ipotesi che il passato recente si ripeta in futuro. Ma quando lavorano usando un'eccessiva leva finanziaria o devono affrontare un brusco cambiamento di tendenza possono mettere in moto fenomeni altamente dirompenti come il fallimento di Long Term Capital ha dimostrato o quell'effetto Navorrone, di cui si è parlato prima. Diverso è l'effetto sui mercati dei fondi direzionali di tipo

macro o long-short che lavorano sulle discrepanze tra quello che è il valore fondamentale delle attività finanziarie e i prezzi che il mercato esprime. In quest'ultimo caso l'effetto di lungo termine è sicuramente stabilizzante, anche se a breve termine l'effetto può essere dirompente, come è stato ad esempio nella speculazione condotta da Soros contro la sterlina. È comunque un effetto dirompente che rimette in linea prezzi ed economia e che quindi ricrea le basi per una crescita sana, come dimostra la storia economica della Gran Bretagna successiva alla svalutazione».

Dunque, secondo lei, non siamo al prelude dello scoppio della bolla degli hedge funds?

«È difficile azzardare una previsione, però sono abbastanza propenso a concludere in modo ottimistico. Anche se non mi stupirebbe affatto un lento e continuo deflusso di capitali dagli hedge funds, soprattutto da quelli dediti a strategie di arbitraggio, che nei prossimi anni difficilmente potranno dare i risultati che hanno dato in passato».