

**Comunicazione n. DIN/9079688 del 4-9-2009**

**OGGETTO: Profili di correttezza comportamentale nella gestione dei fondi di fondi speculativi. Linee di indirizzo**

***1. PREMESSA***

Gli eventi di mercato innescati dalla recente crisi finanziaria hanno inciso notevolmente sull'operatività dei fondi speculativi (c.d. fondi *hedge*). Le esigenze di liquidità degli investitori e di riposizionamento del livello di rischiosità dei loro portafogli sono state, infatti, alla base delle ingenti richieste di rimborso effettuate nei mesi scorsi ai gestori di fondi *hedge*. La presenza di strumenti finanziari di difficile liquidabilità nei portafogli di tali fondi ha reso, in tale periodo, estremamente vischioso il processo di selezione degli attivi da cedere per soddisfare le richieste di rimborso, comportando in taluni casi la necessità di dilazionare i rimborsi (c.d. *gate*) o di costituire comparti *ad hoc* per la gestione delle componenti illiquide (c.d. *side pockets*).

L'azione ricognitiva realizzata nel contesto italiano con riguardo alle prassi in uso per la gestione dei patrimoni dei fondi di fondi *hedge*, anche avvalendosi delle informazioni acquisite attraverso le società di revisione dei rendiconti dei fondi, ha messo in rilievo la sussistenza di inefficienze nelle concrete modalità di articolazione dell'attività gestoria. Particolarmente rilevante appare, per il gestore di un fondo di fondi, il tema della conoscibilità delle caratteristiche di rischiosità dei fondi *target*.

Alla luce delle risultanze acquisite, si ritiene opportuno formulare talune linee di indirizzo per la definizione di idonee procedure interne finalizzate all'ordinata e corretta attività di ricerca e selezione dei fondi *target*, in conformità alla *ratio* della regolamentazione vigente in tema di correttezza di comportamento e coerentemente con le specificità dell'attività svolta.

***2. PROFILI DI CORRETTEZZA NEL PROCESSO DI INVESTIMENTO***

Il concreto atteggiarsi del processo di investimento riveste un ruolo centrale ai fini di una corretta prestazione del servizio gestorio.

Tale processo è strutturato in modo da assicurare che l'attività di gestione si svolga in conformità agli obiettivi, alla politica di investimento e ai rischi specifici del fondo, come illustrati agli investitori nel relativo regolamento di gestione o statuto (art. 65, comma 1, lett. b), del Regolamento CONSOB 29 ottobre 2007, n. 16190).

In tal senso, per ciascun fondo, la costruzione del portafoglio si estrinseca in diverse fasi, che consentono, *ex ante*, di indirizzare l'attività gestionale e, *ex post*, di controllare i risultati da questa prodotti.

La fase di acquisizione ed elaborazione delle informazioni, necessarie per effettuare previsioni sia con riferimento a ciascuna attività investibile (incluse le relative "*condizioni di liquidabilità*") sia a livello macroeconomico, costituisce il presupposto indispensabile di una corretta attività gestoria (artt. 65, comma 1, lett. c) e 66, comma 1, lett. a), del Regolamento CONSOB 29 ottobre 2007, n. 16190).

Seguono la fase di definizione delle "*conseguenti*" strategie di investimento e dell'esecuzione delle operazioni, che sono disposte sulla base delle medesime strategie (art. 66, lett. b) e c) del Regolamento CONSOB 29 ottobre 2007, n. 16190).

Infine, gli intermediari gestori monitorano la coerenza del portafoglio con le "*strategie generali di investimento e i rischi a queste correlati*" al fine di valutare il mantenimento dell'esposizione verso un'attività finanziaria o, eventualmente, la sua vendita (art. 66, comma 1, lett. d) del Regolamento CONSOB n. 16190/2007).

Delle informazioni così acquisite, delle conseguenti strategie e operazioni nonché dei controlli effettuati deve essere conservata adeguata evidenza documentale ai fini della ricostruibilità dell'*iter* logico che ha condotto all'adozione di determinate scelte di investimento (art. 66, comma 2, del Regolamento CONSOB 29 ottobre 2007, n. 16190).

In sintesi, affinché il comportamento del gestore sia improntato ai prescritti canoni di diligenza e correttezza comportamentale, ogni scelta iniziale di investimento deve risultare non solo conforme alle strategie deliberate, ma coerente con le informazioni previamente acquisite, che delle strategie costituiscono il presupposto. Anche il mantenimento dell'esposizione verso un'attività o la sua vendita costituiscono decisioni che devono essere costantemente e consapevolmente ponderate alla luce delle informazioni disponibili.

Il ricorso a consulenti non fa venir meno in capo alle SGR e SICAV la responsabilità del rispetto delle citate previsioni. Peraltro, i consulenti potrebbero essere portatori di interessi in conflitto con quello degli OICR, con conseguenti implicazioni in termini di presidi delle situazioni di conflitto, alla cui definizione gli intermediari gestori sono chiamati (cfr. artt. 37 e ss. del Regolamento congiunto CONSOB - Banca d'Italia 29 ottobre 2007).

E infatti, i gestori, nel considerare le situazioni di conflitto di interessi da censire e gestire, valutano, tra l'altro, se un soggetto rilevante - quale, in tal caso, l'*advisor* - possa avere un interesse distinto da quello dell'OICR gestito.

In relazione a ciascun fondo di fondi *hedge*, l'assolvimento degli obblighi comportamentali sopra descritti non può che tradursi nella ricerca e selezione dei fondi oggetto di possibile investimento (c.d. universo investibile) sulla base di strategie coerenti con le previsioni del regolamento di gestione (o dello statuto), ma anche con le informazioni acquisite.

In tale ambito, la successiva selezione di uno specifico fondo è preceduta da un'adeguata attività di *due diligence*, da intendersi quale acquisizione di informazioni atte ad apprezzare, in concreto, i rischi connessi all'investimento.

Nel caso di ricorso a consulenti, i relativi contributi sono valutati anche alla luce delle eventuali situazioni di conflitto di interessi in cui questi ultimi potrebbero versare (quali interessenze nei fondi *target* consigliati o relazioni d'affari con i loro gestori). Ciò sulla base di un flusso informativo continuo e adeguato tra il gestore e l'*advisor* per tutta la durata del rapporto consulenziale.

### **3. IL NOVERO DEI FONDI INVESTIBILI**

La costruzione dell'universo investibile si basa su diverse fonti informative, che includono l'accesso a *database* di *hedge fund*.

Gli intermediari gestori identificano le caratteristiche 'minime' che i fondi *hedge*, o i loro gestori, devono possedere per poter essere considerati ai fini di un potenziale investimento, quali:

- livello di trasparenza, da valutarsi in termini di adeguatezza dei contenuti e della tempistica di diffusione delle informazioni fornite agli investitori (informazioni sulla politica di gestione e sulla composizione dei portafogli, sul *team* di gestione, sugli assetti organizzativi e procedurali,..);

- compatibilità della tempistica di rimborso del fondo *hedge* con quella del fondo di fondi;
- efficacia della regolamentazione cui soggiace il fondo *target*, soprattutto nel caso di c.d. fondi *off-shore*;
- presenza di un *fund administrator* e di un custode degli *asset* rappresentati da primarie istituzioni e indipendenti;
- redazione di rendiconti secondo *standard* contabili e loro assoggettamento a revisione.

Le modalità di identificazione dei fondi che, nell'ambito dell'universo investibile, si intendono sottoporre a *due diligence* devono essere adeguatamente formalizzate e documentate.

In tale ambito, i fondi sono selezionati anche sulla base di analisi quantitative atte ad apprezzarne il profilo di rischio-rendimento, la coerenza con gli obiettivi di investimento dichiarati e la compatibilità con la strategia del fondo di fondi.

#### **4. LA DUE DILIGENCE**

L'attività di *due diligence* si estrinseca nella materiale acquisizione e analisi delle informazioni relative ai fondi *hedge* selezionati al fine di accertare se, in concreto, sussistono le condizioni per l'investimento.

La 'profondità' dell'attività è direttamente correlata alla rilevanza economica dell'investimento. Essa è modulata in un'ottica di proporzionalità, da valutarsi in termini di percentuale di incidenza del controvalore di un fondo sul totale del patrimonio gestito.

In tal senso, possono essere previsti incontri con i gestori dei fondi *target* e/o contatti di altro tipo (video/*conference call*), da effettuarsi periodicamente, ferma restando l'esigenza di formalizzazione per consentire la ricostruibilità *a posteriori* della *due diligence* svolta.

In ogni caso, è necessario esaminare la documentazione legale relativa al fondo *target* e al gestore (documentazione di offerta, accordi con i fornitori di servizi,..) al fine di valutarne la coerenza e i possibili rischi.

Sebbene condotta in relazione allo stile di gestione e alla rischiosità del fondo *target* (un largo ricorso alla leva finanziaria richiederà, ad esempio, di apprezzare i rischi a ciò connessi), la *due diligence* si propone principalmente di verificare la sussistenza, in capo al gestore del fondo *target*, di assetti organizzativi e procedurali tali da minimizzare i rischi legali e operativi, gestire le situazioni di conflitto di interesse e, in termini più generali, assecondare comportamenti improntati a canoni di correttezza.

Quale parte integrante del processo di investimento, l'attività non può esaurirsi nella compilazione di schede informative (quali i c.d. questionari di *due diligence*), ma deve fattivamente contribuire al conseguimento degli obiettivi di investimento.

La *due diligence* è un'attività di tipo dinamico, che precede la decisione di investimento ma continua anche successivamente, fine di concorrere al monitoraggio dei fondi in portafoglio.

#### **4.1 La selezione dei fondi**

Un'accurata *due diligence* consente di acquisire informazioni volte ad apprezzare la capacità del gestore di conseguire gli obiettivi di investimento dichiarati.

Sono anche valutate le modalità operative dei soggetti che intervengono nel 'processo produttivo' del fondo *target* (quali, oltre al gestore, il *prime broker*, gli eventuali depositari o custodi degli *asset*, e gli eventuali *sub* depositari o *sub* custodi, il *fund administrator*). In tal senso, sono necessari, almeno:

- l'esame dell'effettivo perseguimento della politica di gestione dichiarata nella documentazione di offerta del fondo *target*, tramite un processo di investimento adeguatamente strutturato (dalla fase di acquisizione delle informazioni a quella di esecuzione delle operazioni) e l'impiego di personale dotato di necessaria esperienza;
- l'analisi della struttura organizzativa e degli assetti procedurali dei gestori dei fondi *target* (e dei fondi stessi, laddove costituiti in forma societaria), inclusi il sistema di controlli interni, la *compliance* e il *risk management*;
- la verifica dell'adozione di politiche di gestione delle situazioni di conflitto che possono sorgere tra il fondo *target* e altre parti, inclusi gli investitori (a causa, ad esempio, dell'esistenza di *side-letter*) e gli eventuali *custodian* e *sub custodian*;
- l'analisi delle modalità di valutazione dei patrimoni (quali criteri di valutazione, soggetti che vi intervengono, ruolo del *risk management*). Rileva, in tal senso, anche l'acquisizione di informazioni in ordine all'attività del *fund administrator* con riferimento al calcolo del NAV, la verifica dell'obbligo di redazione di rendiconti secondo *standard* contabili e il loro assoggettamento a revisione;
- la considerazione di ogni altro elemento utile a valutare la correttezza e la professionalità del gestore del fondo *target* (anche con riferimento all'adesione a codici di condotta) e degli altri soggetti che intervengono nell'attività (*prime broker*, *fund administrator*, consulenti, revisori, *custodian* e *sub custodian*).

#### **4.2 Il monitoraggio dei fondi selezionati**

Le informazioni e le analisi acquisite in sede di *due diligence* preliminare alla scelta di investimento sono costantemente aggiornate al fine di consentire la verifica nel continuo della persistenza delle condizioni soddisfatte in fase di selezione iniziale.

Apposite procedure sovrintendono alle modalità e alla tempistica di ricezione delle comunicazioni da parte dei fondi *target*, inclusa la documentazione di offerta e le modifiche degli accordi intervenute con i fornitori di servizi (quali *fund administrator*, custode, ...).

Resta ferma la necessità che gli intermediari gestori assicurino il monitoraggio della coerenza dei fondi in portafoglio con le strategie generali di investimento e i rischi a queste correlati. Rilevano, al riguardo, le analisi di tipo quantitativo ma anche le verifiche di *compliance*, che pongono particolare attenzione all'estrinsecarsi del processo di investimento, nelle sue diverse fasi.

\* \* \*



Ai fini di una corretta attività di gestione dei fondi di fondi *hedge*, gli intermediari gestori sono invitati a valutare la necessità di adeguamento delle procedure interne nei termini sopra illustrati.

IL PRESIDENTE  
*Lamberto Cardia*