

SPECULAZIONE 1 STUDIO ESCLUSIVO DI QUATTRO ESPERTI DELLA FINANZA

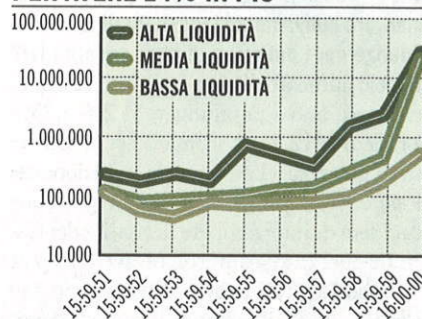
Così l'hedge fund gioca con i prezzi

Manipolazione del mercato azionario per abbellire i report. L'ultimo giorno del trimestre alcuni titoli volano. E la Sec...

Gli hedge fund manipolano i prezzi a Wall Street. Lo fanno non per avere un beneficio diretto dai valori elevati sul mercato dei titoli azionari, ma per rendere più attraenti i propri report agli occhi degli investitori. Il meccanismo è all'apparenza semplice: l'ultimo giorno di ogni trimestre, ci sono gruppi di azioni dove gli hedge sono massicciamente investiti, che prendono il volo spinti dagli acquisti dei fondi stessi. Il rendimento arriva a toccare i 30 punti base (0,30%) in più rispetto al mercato. Ma all'indomani, il crollo: i portafogli perdono anche 25 basis point. A realizzare questa fotografia, minuto per minuto e fino agli ultimi secondi utili per il trading, è uno studio accademico realizzato da quattro professori di finanza (Itzhak Ben-David di Ohio state university, Francesco Franzoni di Swiss Finance Institute all'università di Lugano, Augustin Lander di Tolosa school of economics, Rabih Moussawi di Wharton).

La ricerca del team, che *il Mondo* è in grado di anticipare, ha per titolo: *Do hedge*

PER AVERE L'1% IN PIÙ



Nella scala di sinistra, la quantità di dollari necessari per far salire il prezzo dei titoli azionari dell'1% tramite acquisto di azioni, durante gli ultimi dieci secondi di contrattazione dell'ultimo giorno di trading del trimestre. La liquidità dei titoli stessi è misurata secondo un metodo (cosiddetto Amihud) che è possibile semplificare in alta, bassa e media

funds manipulate stock prices?, anche se il punto interrogativo si può tranquillamente togliere, suggeriscono i docenti. Che si sono mossi come sulla scena di un crimine, a partire da alcuni indizi: hanno effettuato una ricognizione puntuale di andamenti, prezzi, rendimenti legati a questi strumenti speculativi. Che puntualmente finiscono nell'occhio del ciclone. Come è accaduto di recente negli Usa dopo la condanna (insider trading) del guru Raj Rajaratnam fondatore di Galleon. «Oltreoceano si continua a discutere se regolamentare in qualche modo gli hedge fund, e anche la Sec si interessa a fenomeni di possibili distorsioni dei mercati», afferma Franzoni. Il quale sottolinea come la teoria finanziaria «ha sempre considerato gli hedge fund strumenti capaci di aggiustare le inefficienze del mercato tramite operazioni di arbitraggio. Ma, adesso, la realtà ci racconta una storia diversa». Sono proprio gli hedge a stravolgere i prezzi. Ecco chi, perché e come. Anzitutto, occorre fornire alcuni numeri della ricerca che ha messo sotto la lente d'ingrandimento tra cento e 180 hedge, intesi come società di gestione e non singoli prodotti, a partire dal 2000 e fino al terzo trimestre 2010 (vedere tabella in alto a destra). Naturalmente, la quota più alta è raggiunta nel biennio 2006-07, prima dello scoppio della crisi economica mondiale, con successiva liquidazione o scomparsa di molti protagonisti. «Ab-



Francesco Franzoni, Swiss Finance Institute, università di Lugano

biamo escluso gli hedge con un totale di asset in gestione inferiore al milione di dollari», è scritto nel report, «per assicurare che i risultati non siano condizionati da fondi che hanno partecipazioni insignificanti». Sta invece tra 500 milioni e 1 miliardo l'ammontare medio dell'equity portfolio gestito. Nulla dice lo studio quanto a nomi delle quotate o dei comparti coinvolti. Più chiari gli incentivi, che spingono a manipolare gli stock price: «Per gli hedge, la fine di mese, trimestre o anno è una data importante per due motivi: prima di tutto, le loro commissioni sono pagate sulla base delle performance del passato misurate al termine di questi periodi. Per inciso, in genere ammontano al 2% della massa gestita in caso di rendimenti positivi, più una percentuale sui guadagni nell'anno. Poi, i fondi curano molto la posizione nelle graduatorie: infatti gli investitori scelgono dove collocare i propri soldi sulla base dei ranking». Quindi, tra chi ha

I NUMERI DELLA RICERCA

ANNO	FONDI	PORTAFOGLIO EQUITY
2000	101	1.251
2001	110	878
2002	126	612
2003	138	688
2004	156	746
2005	177	685
2006	186	765
2007	184	1.030
2008	145	675
2009	107	594
2010	100	752

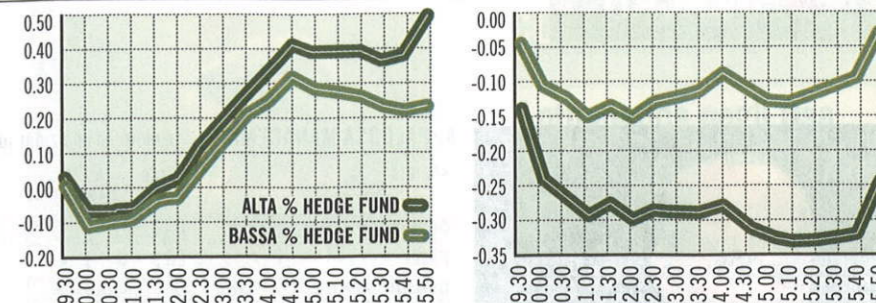
Il portafoglio equity, in milioni di dollari gestiti, dal 2000 al 2010

maggior interesse nell'altezzare i prezzi per guadagnare posizioni ci sono i fondi già top performing, in qualche modo obbligati a rimanere in vetta, chi è più giovane e disposto ad adulterare i dati, e infine chi ha un portafoglio azionario meno diversificato. Ma come opera il meccanismo di manipolazione delle quotazioni di Borsa? Questo è il cuore del report che, con un complesso meccanismo di analisi statistiche e studi intraday, ha passato in rassegna, nel periodo considerato (2000-2010), ogni ultimo giorno di trimestre e il primo del successivo. Con particolare attenzione al comportamento delle azioni la cui capitalizzazione è posseduta dagli hedge per una quota superiore o inferiore alla mediana (vedere grafici in alto).

Tra i due gruppi, la distanza in termini di ritorno complessivo percentuale inizia a essere evidente a partire dalle ultime ore utili al trading, fino a raggiungere la forchetta massima alla chiusura dei mercati.

«Questo significa che i fondi qui stanno comprando molte azioni di aziende che già hanno in portafoglio per far alzare i prezzi», spiega Franzoni. Invece, sta tutto in terreno negativo il giorno successivo l'andamento delle azioni ad alto contenuto di hedge fund, che a fine giornata lasciano sul terreno lo 0,25%. Chi ha venduto? «Non necessariamente gli stessi hedge», spiega Franzoni, «ma ci potrebbero essere state anche molte prese di beneficio da parte di altri investitori». Secondo i pro-

GIRO DI VALZER DEI RENDIMENTI



Il grafico a sinistra mostra, durante l'ultimo giorno del trimestre, l'andamento con il ritorno complessivo (percentuale sulla scala a sinistra) di due gruppi di titoli: quelli che hanno un'elevata percentuale di fondi hedge tra gli azionisti e quelli che hanno una percentuale bassa di hedge fund tra i proprietari. Nel grafico a destra, la situazione, analizzata ora dopo ora, si ribalta al primo giorno del trimestre successivo. Nei due giorni, i titoli che hanno una maggiore presenza di hedge fund guadagnano di più, nel primo caso, e perdono di più rispetto agli altri nel secondo caso

fessori di finanza, a essere più facilmente manipolabili sono i titoli con minor liquidità. Quanti soldi bisogna investire per muovere i prezzi delle azioni? Nel finale, lo studio prova a rispondere all'interrogativo, dividendo le azioni secondo un indice (cosiddetto Amihud) di liquidità. L'analisi è dettagliata e condotta nei dieci secondi prima dello stop alle contrattazioni (ore 16). Anche in questo caso, calendario alla mano, sotto la lente sono finiti tutti gli ultimi del mese, da gennaio 2000

a dicembre 2009. Per muovere dell'1% il prezzo di un'azione con bassa liquidità occorre una cifra al di sotto del milione di dollari. In conclusione, il paper ipotizza anche in che modo provare a diminuire l'incentivo alla manipolazione. Due le soluzioni proposte, in apparenza contraddittorie: ridurre a cadenza annuale la frequenza delle relazioni sui risultati. O introdurre un daily reporting, che renderà più facile agli investitori scoprire tali pratiche scorrette. Ed eliminarle. **Fabio Sottocornola**

SPECULAZIONE 2 GLI ULTIMI MOVIMENTI NEI PORTAFOGLI A NOVE ZERI

Dove investono i guru americani

Codice 13F-HR. È il file mandato alla Sec che ogni tre mesi svela, con un ritardo di una quarantina di giorni, i portafogli dei big boss di Wall Street. Parliamo di finanzieri, d'assalto e no, con portafogli a nove zeri, dai

53,6 miliardi di dollari di Warren Buffett ai 34,3 di John Paulson, fino ai soli 5,8 miliardi di William Ackman e 4,2 di David Tepper. Cominciamo da quest'ultimo e dal suo fondo, l'Appaloosa Management, che solo l'anno scorso ha consegnato

