



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale in Economia e Management
Curriculum Amministrazione, Finanza e Controllo

**HEDGE FUND: UN BENE O UN MALE
PER IL SISTEMA FINANZIARIO?
HEDGE FUND: GOOD OR BAD FOR THE
FINANCIAL SYSTEM?**

Relatore:
Prof.ssa Caterina Lucarelli

Tesi di Laurea di:
Silvi Alessandro

Anno Accademico 2019 – 2020

INDICE

INTRODUZIONE	6
CAPITOLO I: INTRODUZIONE AGLI HEDGE FUND.....	8
1.1 UN PRIMO APPROCCIO	8
1.2 REMUNERAZIONE DEL GESTORE.....	11
1.3 LIMITI DI PARTECIPAZIONE AL FONDO.....	13
1.4 LIQUIDABILITÀ DELLE QUOTE.....	14
1.5 STRUTTURA ORGANIZZATIVA.....	14
1.6 FORME GESTIONALI ALTERNATIVE: FONDI OFF-SHORE E FONDI DI HEDGE FUND	18
1.7 EVOLUZIONE STORICA DEGLI HEDGE FUND.....	21
CAPITOLO II: STRATEGIE E STILI DI GESTIONE	27
2.1 IL PROCESSO DI INVESTIMENTO IN UN HEDGE FUND.....	27
2.2 STRATEGIE NON DIREZIONALI	28
2.2.1 <i>Market neutral</i>	29
2.2.1.1 Convertible arbitrage	30
2.2.1.2 Fixed income arbitrage.....	32
2.2.1.3 Equity market neutral	33
2.2.2 <i>Event driven</i>	34
2.2.2.1 Risk arbitrage	36
2.2.2.2 Distressed securities	37
2.3 STRATEGIE DIREZIONALI	38
2.3.1 <i>Global macro</i>	40

2.3.2 <i>Emerging market</i>	41
2.3.3 <i>Short selling</i>	42
2.3.4 <i>Sector strategy</i>	44
2.3.5 <i>Long/short equity</i>	45
CAPITOLO III: UN QUADRO NORMATIVO	48
3.1 LA PRIMA REGOLAMENTAZIONE STATUNITENSE.....	48
3.2 IL DIBATTITO PER UNA NUOVA REGOLAMENTAZIONE DEGLI HEDGE FUNDS.....	54
3.2.1 IL LONG TERM CAPITAL MANAGEMENT E IL MODELLO DI REGOLAMENTAZIONE INDIRETTA	54
3.2.2 IL MODELLO DI REGOLAMENTAZIONE SEMI-DIRETTA.....	59
3.2.3 LA GRANDE CRISI FINANZIARIA E IL MODELLO DI REGOLAMENTAZIONE DIRETTA.....	63
3.3 IL DODD-FRANK ACT.....	74
CAPITOLO IV: RUOLO NELLE CRISI FINANZIARIE	83
4.1 DIMENSIONI DEL SETTORE HEDGE	83
4.2 RUOLO NELLA CRISI DEI MUTUISUBPRIME	90
4.3 POSSIBILI SCENARI FUTURI	95
CONCLUSIONI	101
BIBLIOGRAFIA	103
SITOGRAFIA	108

INTRODUZIONE

Nel seguente lavoro verrà trattato il tema degli Hedge fund, analizzando le peculiarità, gli stili di investimento, le normative che si sono susseguite negli anni e le prospettive future riguardanti questo settore.

Per molti anni gli Hedge fund sono stati oggetti di mistero, questo ha contribuito alla formulazione di idee su questi fondi lontani dalla effettiva realtà. Il principale ostacolo risiede nel fatto che in dottrina non esista una definizione univoca che raccolga tutte le caratteristiche di questi fondi. Per tanti anni si è creduto che gli Hedge fund fossero fondi che tramite le loro strategie d'investimento cercassero di ottenere alti rendimenti con conseguenti elevati livelli di rischio.

Ancora oggi molti studiosi sostengono l'idea che questi fondi siano dannosi per l'integrità del sistema finanziario e che il loro carattere fortemente speculativo abbia giocato un ruolo fondamentale nelle recenti crisi finanziarie. Altri, invece, ritengono che questi fondi offrano un effetto positivo al sistema finanziario soprattutto in termini di liquidità.

L'obiettivo di questo elaborato è di fare chiarezza su questo settore che per lungo tempo è stato avvolto da un alone di mistero.

Il primo capitolo affronterà le peculiarità di questi fondi, si parlerà quindi della struttura organizzativa, delle forme alternative di investimento quali fondi di fondi e fondi off-shore e si concluderà con un breve excursus storico di tali fondi.

Nel secondo capitolo si cercherà di esporre le principali strategie di investimento, come si vedrà queste sono numerose e molto diverse tra loro anche se l'obiettivo finale è comune a tutte, la ricerca di un rendimento assoluto.

Il terzo capitolo tratterà in modo approfondito lo sviluppo normativo statunitense, partendo dalle prime regolamentazioni fino al più recente *Dodd Frank Act*.

Infine nell'ultimo capitolo si evidenzieranno le dimensioni che questo settore ha raggiunto, il ruolo nella crisi dei mutui *subprime* e le prospettive future sia in termini di regolamentazione che di dimensioni.

CAPITOLO 1

Introduzione agli Hedge Fund

1.1 Un primo approccio

La prima difficoltà che si incontra nella trattazione degli Hedge fund è il tentativo di trovarne una definizione chiara ed esaustiva. Il termine anglosassone “*hedge*” significa letteralmente copertura, protezione e, in effetti, questi fondi nascono con l’intento di gestire il patrimonio eliminando in gran parte il rischio di mercato. Un modo chiaro per capire cos’è un Hedge fund è quello di analizzare tale strumento mettendolo a confronto con mezzi più conosciuti e standardizzati, quali i fondi comuni di investimento tradizionali.

Ciò che caratterizza un fondo comune di investimento tradizionale è la relatività rispetto al portafoglio preso come riferimento, il cosiddetto *benchmark*. Quando il fondo si propone di replicare il *benchmark*, per quanto riguarda il livello di rischio e rendimento, significa che sta conducendo una gestione passiva. Quando il fondo si propone di battere il *benchmark*, cioè di ottenere una performance maggiore a parità di rischio oppure un rischio minore a parità di performance, esso sta attuando una gestione attiva.

Negli Hedge fund non si parla di rendimento relativo, bensì di rendimento assoluto, indipendente dall'andamento del mercato e di qualsiasi *benchmark*.

Il gestore di questa tipologia di fondo può realizzare una performance assoluta perché ha a disposizione più strumenti finanziari da utilizzare e una gamma più ampia di strategie da applicare rispetto al gestore di fondi comuni tradizionali. Il gestore di un Hedge fund fa spesso ricorso alle vendite allo scoperto e alla leva finanziaria¹.

La vendita allo scoperto è un'operazione finanziaria che consiste nella vendita di strumenti finanziari non posseduti con successivo riacquisto. Questa operazione si effettua se si ritiene che il prezzo al quale gli strumenti finanziari si riacquisteranno sarà inferiore al prezzo inizialmente incassato attraverso la vendita. Nel dettaglio, gli strumenti finanziari oggetto di *short selling* vengono prestati temporaneamente al venditore dalla banca o da un intermediario finanziario. Solitamente, per il prestito suddetto, viene pagato un interesse annuale al *broker* in relazione alla durata in giorni dell'operazione di vendita allo scoperto. Oltre a pretendere l'interesse annuale stabilito, il *broker* richiede un margine di garanzia per l'operazione.

Attraverso l'utilizzo della leva finanziaria un soggetto ha la possibilità di acquistare o vendere attività finanziarie per un ammontare superiore al capitale posseduto e,

¹ Si veda diffusamente LIERA M., *Tutti gli strumenti del risparmio*, Schroders, Milano, 2006.

conseguentemente, di beneficiare di un rendimento potenziale maggiore rispetto a quello derivante da un investimento diretto nel sottostante e, di converso, di esporsi al rischio di perdite molto significative. Il concetto di leva può essere analizzato partendo da un caso semplice. Si ipotizzi di avere 100€ a disposizione da investire in un titolo e si ponga che le aspettative di guadagno o perdita siano pari al 30%: in caso di esito favorevole, avremo 130€, in caso contrario, avremo 70€. Questa è una semplice speculazione in cui si scommette su un determinato evento. Nel caso in cui si decida di rischiare di più investendo, oltre ai 100€, anche altri 900€ presi in prestito, allora l'investimento assumerebbe un'articolazione diversa poiché si utilizza una leva finanziaria di 10 a 1 (investiamo 1000€ avendo un capitale iniziale unicamente di 100). Nel caso di esito positivo il titolo sale del 30%, si riceveranno 1300€, restituendo i 900 presi in prestito si avrà un guadagno di 300€ su un capitale iniziale di 100. Si ottiene, quindi, un profitto del 300% con un titolo che in sé dava un 30% di rendimento. Ovviamente sui 900€ presi in prestito si dovrà pagare un interesse, ma il principio generale rimane valido: la leva finanziaria permette di aumentare i possibili guadagni. Quello che può sembrare uno strumento interessante con potenzialità positive per l'investitore presenta, invece, dei rischi che devono essere tenuti in considerazione. Infatti, se il sistema finanziario nel suo complesso lavora con una leva molto elevata e gli istituti finanziari si prestano soldi

a vicenda per moltiplicare i possibili profitti, la perdita di un singolo investitore può innescare un effetto domino contagiando l'intero mercato finanziario².

L'ampia libertà che gli Hedge fund hanno in materia di contenimento e frazionamento del rischio fa in modo che ognuno di essi abbia caratteristiche peculiari rispetto agli altri.

Per cercare di chiarire meglio il concetto, vengono poste a confronto le principali caratteristiche dei fondi comuni di investimento con quelle degli Hedge funds, evidenziando analogie e differenze.

1.2 Remunerazione del gestore

In un fondo comune di investimento il gestore riceve due tipi di commissioni; la commissione di gestione (*management fee*) e la commissione di performance (*performance fee*). La prima è una percentuale fissa applicata al valore dell'attivo del fondo gestito e prelevata periodicamente, la quale rappresenta la parte preponderante della remunerazione, la seconda invece consiste in una percentuale variabile sui profitti degli investimenti, che ha l'obiettivo di remunerare il gestore nel caso in cui riesca a battere il *benchmark*.

Anche i manager degli Hedge fund sono remunerati con una quota fissa ed una variabile; il *management fee* è solitamente inferiore rispetto a quello applicato ai

² Consob, <http://www.consob.it/web/investor-education/la-leva-finanziaria> sito web.

fondi tradizionali perché ha l'obiettivo di ricoprire solamente i costi operativi e di struttura. Generalmente è circa il 2%. La *performance fee* è chiamata anche commissione di incentivo perché ha lo scopo di motivare il gestore a massimizzare la performance del fondo. Essa inoltre serve a far convergere gli interessi del gestore con quelli degli investitori. La commissione di performance risulta mediamente pari al 20% dei profitti del fondo. Negli hedge fund la commissione di performance è la quota preponderante di remunerazione del gestore³.

Inoltre gli Hedge fund prevedono la clausola *high water Mark*, in base alla quale, fino a quando il gestore non avrà recuperato eventuali perdite, non potrà ricevere la *performance fee*.

Per ridurre le situazioni di conflitto di interesse, per gli Hedge fund è prevista una partecipazione al fondo da parte del manager del fondo stesso, in modo da far convergere gli interessi del manager con quelli degli investitori. È presente inoltre un periodo di *lock-up*, un vincolo temporale dell'investimento, variabile da uno a tre anni, che permette all'amministratore del fondo di programmare in maniera più efficiente e sicura i vari investimenti. Con questa clausola il gestore ha la certezza di disporre, per un determinato lasso di tempo, di un certo ammontare di capitale, favorendo l'utilizzo della leva finanziaria e delle vendite allo scoperto.

³Si veda diffusamente Op. Cit. M. LIERA, *Tutti gli strumenti del risparmio*, 2006

1.3 Limiti di partecipazione al fondo

Il gestore definendo la forma del fondo speculativo, definisce gli strumenti che utilizzerà nella gestione del patrimonio. Questi fondi si contraddistinguono principalmente sotto tre aspetti, il primo consiste in un limite massimo di partecipanti al fondo, il secondo definisce un importo minimo della quota iniziale di sottoscrizione ed infine è presente un vincolo in base al quale non è possibile rendere il fondo oggetto di sollecitazione dell'investimento.

I vincoli appena citati hanno lo scopo, da un lato, di limitare il numero di soggetti che aderiscono nello stesso momento ad un organismo con profilo di rischio particolarmente elevato e, dall'altro, di definire una soglia d'ingresso che sia atta a precludere la partecipazione al fondo a soggetti con disponibilità finanziarie non adeguate. Quindi vengono identificati due categorie di investitori, in primo luogo troviamo gli investitori accreditati, ovvero gli investitori istituzionali, come banche, compagnie assicurative, fondi pensione, che abbiano un patrimonio superiore ai 5 milioni di dollari o soggetti privati il cui patrimonio superi il milione di dollari e in secondo luogo gli investitori qualificati, coloro che abbiano investito almeno 5 milioni di dollari o un investitore istituzionale che abbia investito almeno 25 milioni di dollari⁴.

⁴ DEGREGORI & PARTNERS, *Investire in Hedge Funds*, R.E.I., 2016, pp. 11-12

1.4 Liquidabilità delle quote

I rimborsi degli Hedge funds possono avvenire solo in determinati periodi dell'anno, solitamente ogni mese o ogni tre mesi. È necessario un periodo minimo di preavviso, in questo modo il gestore può pianificare in maniera precisa la strategia da adottare, conoscendo con esattezza il patrimonio che ha a disposizione, e può arrivare ad impiegare il 100% del fondo. L'investitore invece si trova in una posizione di svantaggio perché, nel caso in cui avesse urgente bisogno di disinvestire, non lo può fare immediatamente. Nei fondi comuni tradizionali, invece, i flussi di sottoscrizione e di rimborso delle quote sono quotidiani, cioè l'investitore può fare richiesta di disinvestimento in ogni momento, anche se la liquidazione effettiva avviene dopo alcune settimane. La mancanza di periodi determinati per disinvestire costringe il gestore del fondo a mantenere una riserva minima di liquidità necessaria nei casi in cui i rimborsi superino le sottoscrizioni⁵.

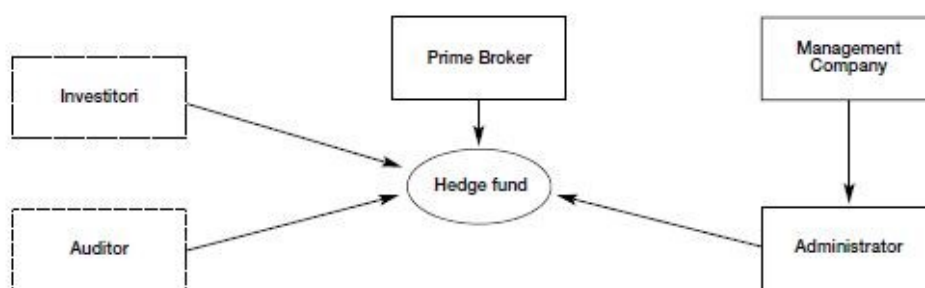
1.5 Struttura organizzativa degli Hedge funds

Dal punto di vista strutturale un fondo hedge presenta alcune analogie con un fondo comune. Ad esempio, proprio come un fondo comune, un fondo hedge è un veicolo d'investimento collettivo che investe in azioni, bond, opzioni e diversi altri titoli. Può anche essere gestito da un manager a sé stante, un po' come un consulente

⁵ Op. Cit. DEGREGORI & PARTNERS, *Investire in hedge fund*, 2016

aggiunto gestisce un fondo comune distribuito da una grande società di fondi comuni. Tuttavia le analogie finiscono qui. Il ventaglio delle strategie di investimento a disposizione dei fondi hedge e il tipo di posizioni che possono assumere sono piuttosto ampi e, in molti casi, estremamente complessi. Ci concentreremo sulle specifiche strategie più avanti, per il momento invece ci occuperemo di come sono strutturati i fondi hedge.

1.1 Struttura organizzativa di un hedge fund estero



Fonte: GENTILI M.P., VISCONTI R.M., *Gli Hedge fund: modelli di business e valutazione delle SGR speculative*, Banche e banchieri n.1, 2005, pag.10

La struttura organizzativa di un Hedge fund “estero” prevede la partecipazione di diversi soggetti. Prima è la *Management Company*, il soggetto che prende le decisioni strategiche del fondo e gestisce i processi di investimento. Le compete, inoltre, anche la scelta del grado di rischio a cui sono soggetti i sottoscrittori ed ha un’ampia autonomia decisionale nella definizione del portafoglio, al fine di realizzare investimenti ottimali rispetto alla combinazione rischio-rendimento.

A tal proposito il rapporto rischio-rendimento è uno dei principali elementi da tenere sotto controllo nel successo di un Hedge fund in quanto i rischi relativi alle

varie strategie adottate sono molto più complessi rispetto a quelli degli investimenti tradizionali. Tre sono i principali rischi da tenere sotto osservazione, il primo, il rischio di mercato, è il rischio legato all'andamento delle variabili che influenzano i mercati finanziari. In secondo luogo il rischio di credito che si manifesta con le controparti che possono rivelarsi insolventi o possono provocare la perdita di valore di un titolo a causa del declassamento del merito creditizio. Il terzo rischio è quello di liquidità che può manifestarsi sotto diversi aspetti, rispetto alla liquidità degli strumenti finanziari in cui investe e nel momento in cui l'Hedge fund deve uscire da una posizione ma, a causa della scarsa liquidità, può farlo solo ad un prezzo inferiore a quello desiderato⁶.

In secondo luogo troviamo il *Prime Broker*, un intermediario finanziario, in genere un *broker-dealer*, proveniente da importanti istituzioni finanziarie, che dispone di un'adeguata capitalizzazione e di una struttura operativa globale. Opera come agente nel processo di *settlement*, effettuando le transizioni finanziarie disposte dal gestore con la massima riservatezza. Il *Prime Broker* svolge il ruolo di finanziatore del gestore, prestando i titoli necessari per dar luogo a vendite allo scoperto, concedendo linee di credito ed acquisendo direttamente idonee garanzie a fronte del credito erogato dal fondo. Inoltre, egli è disposto ad assumersi il rischio di credito nei confronti dell'Hedge fund, a fronte di un'adeguata remunerazione, proprio

⁶ Op. cit. DEGREGORI & PARTNERS, *Investire in hedge funds*, 2016

perché si trova nella privilegiata situazione di poter valutare costantemente il loro profilo di rischio. Contemporaneamente, il *Prime Broker* opera uno stringente controllo sulle esposizioni generali al rischio dell'Hedge fund, al fine di assicurare condizioni di stabilità finanziaria. Tra i servizi svolti dal *Prime Broker* vi sono inoltre quelli di detenzione e deposito delle disponibilità liquide e dei valori mobiliari del fondo, la cura del processo di compensazione e liquidazione e la registrazione di tutte le operazioni di mercato. Infine, proprio per la conoscenza approfondita del fondo, si propone quale intermediario nella promozione del fondo e facilita l'approccio all'investimento di una cerchia più ampia di potenziali investitori.

Altro soggetto coinvolto è l'*Administrator*, un soggetto esterno che ha il compito di svolgere l'attività amministrativa, non solo nei confronti degli investitori, ma anche nei rapporti con le autorità di vigilanza. Egli svolge le attività di back office, gestisce la contabilità del fondo, registra le transazioni di acquisto e di vendita di quote del fondo, svolge l'attività di *compliance* verso gli organi di vigilanza. Inoltre, deve certificare l'attività del fondo, redigendo rapporti dettagliati sul patrimonio del fondo rivolti al manager. Egli deve anche controllare che il fondo rispetti il proprio regolamento, che i principi contabili vengano applicati correttamente, deve provvedere al calcolo del NAV (*Net Asset Value*) del fondo e deve liquidare le commissioni al gestore. L'amministratore deve anche stabilire commissioni di performance stabili ed equilibrate. Esternalizzando la funzione amministrativa, il

gestore può investire più risorse economiche e temporali per la gestione finanziaria, attività principale del fondo, e ridurre i costi fissi, migliorando la struttura dei costi. Gli oneri connessi alle attività svolte dall'*Administrator* sono di competenza diretta del fondo e non della società di gestione.

Gli ultimi soggetti che vanno citati sono l'*Auditor* e gli investitori stessi, il primo ha il compito di certificare il NAV del fondo, calcolato dall'amministratore, sia corretto e che i criteri usati per il calcolo rispettino la normativa vigente, mentre gli Investitori sono soggetti che possiedono ingenti capitali da investire in Hedge fund ed una notevole conoscenza in ambito finanziario che li rende consapevoli dei rischi connessi all'investimento in questo strumento finanziario⁷.

1.6 Forme gestionali alternative: fondi off-shore e fondi di Hedge fund

Nel tempo si sono sviluppate diverse modalità gestionali-organizzative che i gestori hanno utilizzato per offrire i propri servizi d'investimento. Primi sono i fondi *off-shore*, generalmente domiciliati nei paradisi fiscali, i quali sono generalmente costituiti nella forma giuridica di società per azioni, in quanto godono della possibilità di sfruttare i vantaggi organizzativi senza sottostare alle onerose imposizioni fiscali e ai vincoli d'investimento. La forma di società per azioni permette agli investitori di assumere le vesti di soci e ricevere i dividendi distribuiti

⁷ Si veda diffusamente GENTILI M.P., VISCONTI R.M., *Gli Hedge fund: modelli di business e valutazione delle SGR speculative*, banche e banchieri n.1, 2005

dalla società. Permette la liquidazione e l'acquisto delle quote con maggiore liquidità. Un altro vantaggio offerto dall'allocazione del fondo in un centro *off-shore* è dato dalla normativa fiscale più favorevole, che consente di pagare meno imposte sui profitti realizzati a condizione che i guadagni percepiti rimangano nel paese in cui il fondo ha sede legale. Secondo la legislazione infatti i profitti generati dal fondo sono esenti dalla tassazione se il fondo svolge la maggior parte delle sue attività nel paese estero in cui è domiciliato. Questo comporta però, una struttura più articolata, è necessario un organo coordinatore che svolge le funzioni di gestione centralizzata, situata nel paese estero e un sistema di *managers* decentrato, ciascuno responsabile del mercato che presiede. Rispetto ad un Hedge fund domestico, il fondo *off-shore* comporta maggiori spese gestionali ma, allo stesso tempo, gode di una più ampia possibilità di raccolta e non è soggetto a limitazioni nel numero di investitori⁸.

I fondi di fondi sono una struttura tipica italiana, in quanto in Italia è totalmente assente la figura fondamentale del *prime broker*. Generalmente in Italia si ricorre al coinvolgimento di operatori stranieri, come consulenti, apportatori di consolidata esperienza nel settore. L'industria italiana dell'Hedge fund è relativamente giovane e non possiede ancora il *know how* necessario per competere con fondi ben più radicati nel settore. I *fund of funds* sono caratterizzati dal fatto che investono in

⁸Si veda diffusamente DENEALT A., *Offshore. Paradisi fiscali e sovranità criminale*, 2015

quote di altri fondi, il compito del gestore è quindi quello di allocare il patrimonio a disposizione in quote di Hedge fund coordinati da altri gestori. Il processo di scelta di fondi hedge di altri gestori si articola in un'analisi quantitativa, che riguarda le performance storiche ottenute dai fondi e comparandole con quelle dei concorrenti, l'analisi del rischio, l'analisi della leva finanziaria utilizzata e il sistema di commissioni. Il secondo tipo di analisi è un'analisi quantitativa che si occupa di studiare e valutare le strategie di investimento adottate, l'esperienza del gestore e dei suoi collaboratori e la qualità delle informazioni diffuse. In genere questo tipo di fondi sono meno rischiosi di un fondo hedge in quanto composti da fondi diversi non correlati fra loro. Di conseguenza anche il rendimento ne risente e risulterà inferiore ma più stabile.

Il rendimento di un fondo di fondi è dato dalla somma dei risultati ottenuti dai singoli gestori. La variabilità dipende dalle strategie che i fondi di fondi decidono di adottare; il *target return* si pone l'obiettivo di garantire un rendimento predeterminato e la minor volatilità possibile. La *maximal return approach* che svolge un'analisi di scenario macroeconomico e seleziona le tipologie di fondi che garantiscono migliori performance in determinati contesti. La *dedicated strategy* investe in fondi che perseguono una strategia prescelta focalizzata su specifici

settori o segmenti di mercato. Infine con la *multistrategy* si investe in hedge che attuano strategie molto diverse tra loro⁹.

1.7 Evoluzione storica degli Hedge fund

La nascita degli Hedge fund risale al 1949 negli Stati Uniti d'America ad opera di Alfred Winslow Jones, nonostante ci sia una corrente di pensiero che attribuisce la scoperta di queste tecniche di investimento a Benjamin Graham addirittura più di 20 anni prima. Nel 1949 all'età di 48 anni Jones, sociologo presso la *Columbia University di New York* e giornalista di *Fortune*, costituì un fondo di investimento dandogli la forma di *general partnership* (società di persone i cui soci sono direttamente responsabili del fondo) e trasformandolo successivamente in una *limited partnership* (nella quale la responsabilità non è più in capo ai soci), inserendo come compenso per il gestore una commissione basata sulla performance conseguita annualmente dal fondo pari al 20% dei profitti realizzati. La rivoluzione finanziaria di Jones fu quella di introdurre un metodo d'investimento innovativo; procedeva alla vendita allo scoperto di una certa quantità di azioni del portafoglio che erano ritenute sopravvalutate, assumendo una posizione lunga nel caso il loro prezzo fosse sceso speculando sul futuro ribasso dei mercati. In modo analogo, utilizzando l'indebitamento, speculava al rialzo, assumendo delle posizioni lunghe

⁹ Si veda diffusamente STRACHMAN D.A., BOOKBINDER R.S., *Fund of funds investing: a roadmap to portfolio diversification*, 2013

sui titoli ritenuti sottovalutati. Tuttavia, la vera innovazione fu di tipo giuridico, in quanto il suo fondo non era inquadrato negli stretti parametri imposti dalla legislazione vigente in quel periodo. La struttura del fondo permetteva un certo grado di libertà rispetto alle disposizioni regolamentari istituite dall'*Investment Company Act* redatto nel 1940. In questo modo il fondo non era costretto a rientrare nei vincoli sulla leva finanziaria e sulle operazioni di vendita allo scoperto, divieti presenti invece per i fondi comuni tradizionali. La società fu chiamata A.W. Jones & Co. e presentava al momento della stipula un capitale di 100.000 dollari di cui il 40% versato dallo stesso Jones. Il fondo divenne famoso a seguito della prima menzione sulla rivista *Fortune*. L'articolo analizzava il nuovo fondo creato da Jones ed ebbe il merito di far conoscere i risultati ottenuti da Jones. Questo successo portò molti operatori del mercato a tentare di replicare la sua strategia operativa, tanto che negli anni successivi si assistette ad una forte crescita del settore dovuta dalla convinzione che questo nuovo metodo portasse a guadagni semplici ed immediati con un basso profilo di rischio connesso¹⁰.

¹⁰Si veda diffusamente FTA online news, <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/fondohedge.htm>, Milano, 1 Febbraio 2019.

A fine anni '60, negli Stati Uniti, secondo l'indagine del SEC, si contavano circa 215 *investment partnership* di cui 140 definite come Hedge funds¹¹, con un patrimonio gestito di circa 2 miliardi di dollari. Essi erano diventati figure in parti simili ed in parte diverse da quella immaginata da Alfred Jones; da un lato, alcuni dei tratti genetici della figura nata nel 1949 erano andati progressivamente scomparendo, dall'altro, altri tratti genetici del primo Hedge fund erano invece destinati a caratterizzare tale figura per lungo tempo.

Negli anni '80, i gestori iniziano ad adottare strategie più speculative sui mercati globali, negoziando titoli a reddito fisso, valute, *commodities* e tassi d'interesse. Per esempio, si ricorda, il gestore Julian Robertson che, attraverso i suoi fondi *off-shore* e *on-shore*, manteneva contemporaneamente posizioni long su azioni emesse da cassa di risparmio, posizioni short su titoli di società chimiche, posizioni su valute contro il dollaro e prodotti derivati, specialmente nel settore petrolifero¹².

Il concetto di fondo hedge come strumento fortemente speculativo e aggressivo deriva, invece, dalla fama conseguita dal più celebre gestore di Hedge fund, George Soros. “È noto come George Soros, manager del Quantum Fund, guadagnò in meno

¹¹Si veda diffusamente PRESIDENT'S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS, “Hedge Funds, Leverage, and the lessons of the Long-Term Capital Management”, 1999, p. 1

¹² Si veda diffusamente ROHRER J., *The red hot world of Julian Robertson*, in “*Institutional Investor*”, Maggio 1986, pp.86-92.

di due mesi 2 miliardi di dollari, scommettendo sulla rottura dello SME (Sistema Monetario Europeo) e sul calo dei tassi d'interesse europei e dei mercati azionari. Il suo portafoglio era composto da posizioni corte in sterline per un valore di circa 10 miliardi di dollari, lunghe in marchi per 6 miliardi di dollari e in franchi per un importo inferiore. Contemporaneamente aveva acquistato titoli azionari dal mercato inglese per 500.000 dollari. La strategia viene completata con posizioni long su obbligazioni tedesche e francesi e posizioni allo scoperto su titoli azionari di entrambi i mercati. L'aspettativa era che una rivalutazione delle suddette valute avrebbe determinato un ribasso dei tassi d'interesse con effetti positivi per il mercato obbligazionario ma negativi per quello azionario. Grazie alle ampie linee di credito e all'uso di margini, Soros poté mantenere queste posizioni utilizzando solo un miliardo di dollari¹³”.

Un altro evento significativo nella storia degli Hedge fund fu il discusso crollo del fondo *Long-Term Capital Management* (LTCM). Nel 1994 John Meriwether, vicepresidente e responsabile trading delle obbligazioni alla Salomon Brothers, con l'aiuto di un gruppo di colleghi aprì il fondo *Long-Term Capital Management*, istituito in Connecticut. Il fondo basava la sua attività sulla presenza di inefficienze sul mercato, destinate però a scomparire nel medio-lungo termine. Sfruttando

¹³ Si veda diffusamente JAFFE T., MACHAN D., *How the market overwhelmed the central banks*, in Forbes, 9 Novembre 1992.

queste anomalie, effettuava un arbitraggio sui titoli obbligazionari governativi con diverse scadenze, lavorando sui bassi spread esistenti nei rendimenti dei diversi titoli, applicando questa strategia su grandi volumi di titoli. Con il processo denominato *Convergence trading*, Meriwether applicava il concetto di ottenere un'alta probabilità di guadagno a fronte di una bassissima probabilità di perdita, che nel caso si fosse realizzata sarebbe stata ingente. Nei primi due anni di attività la strategia ottenne risultati ottimi, con profitti che si attestavano su livelli del 40% annuo. La straordinarietà dei risultati indusse sempre di più gli operatori (tra cui anche gli investitori istituzionali) ad investire i propri capitali nel fondo. Nel 1998 con un capitale di 4,8 miliardi il LTCM era divenuto ormai una realtà ben consolidata nel panorama finanziario mondiale. Purtroppo, l'abuso della leva finanziaria per supportare l'arbitraggio e la presenza di inefficienze operative contribuirono al crollo del fondo.

A seguito della crisi dei mercati asiatici del 1997 e di quella russa del 1998, la Fed (*Federal Reserve Bank*) fu costretta ad intervenire in maniera tempestiva per evitare la diffusione di un effetto domino sui mercati che avrebbe penalizzato anche gli investitori non coinvolti nel crollo del fondo LTCM. Questo evento evidenziò la necessità di giungere ad un processo volto alla ricerca della trasparenza e della corretta informazione sulla disciplina dei fondi di investimento. Si aprì un dibattito tra gli operatori: chi era favorevole all'introduzione di maggiori regole e chi per la libertà assoluta di movimento sui mercati. La SEC scelse la seconda via, per

mitigare il rischio di un trasferimento dei fondi verso paradisi legislativi e fiscali beneficiando del cosiddetto arbitraggio regolamentare¹⁴.

Negli anni 2000 si assiste alla definitiva crescita e affermazione del settore degli Hedge funds fino ad arrivare ad assumere un ruolo cruciale nelle crisi dei mutui subprime del 2008.

¹⁴Si veda diffusamente STULZ R.M., *Hedge funds: Past, Present and Future*, The Journal of Economic Perspective, Spring, 2007

CAPITOLO 2

Strategie e stili di investimento

2.1 Il processo di investimento di un Hedge fund

Gli Hedge fund spaziano su un'ampia varietà di stili di investimento. Le armi a disposizione nell'arsenale di questi fondi mostrano un livello di differenziazione decisamente superiore a qualsiasi altra forma di investimento, sono inoltre in continua evoluzione le strategie intraprese dai *fund managers* e le loro combinazioni.

Il portafoglio di un fondo hedge è dunque il risultato di un processo d'investimento dinamico basato su una serie di operazioni distinte. Si parte da un'attività di selezione nella quale l'investitore definisce gli obiettivi che intende raggiungere, in base al binomio rendimento atteso-grado di rischio, il tasso di volatilità, il livello di *leverage* utilizzato e la liquidità del fondo. Successivamente si effettua una ricerca e selezione della struttura e delle strategie atte a soddisfare i bisogni e i parametri precedentemente stabiliti. Per ciò che concerne le strategie, non tutte soddisfano i bisogni dell'investitore, ad esempio se si ricerca un rendimento elevato sarà opportuno investire in strategie di tipo *global macro* che, tuttavia, sono caratterizzati da un grado di volatilità elevata, o diversamente se si ricercano

rendimenti non elevati ma un livello di rischio contenuto si opterà per delle strategie *equity market neutral*. Infine si arriva alla scelta del gestore, che comprende una ricerca sui singoli Hedge fund e lo svolgimento di un'analisi sia qualitativa che quantitativa¹⁵.

Il processo d'investimento, però, non termina con la scelta del fondo, ma prevede un costante e continuo monitoraggio delle attività messe in atto dai gestori.

L'ampia varietà di strategie adottate dagli *Hedge fund* deriva da due diversi approcci che il gestore può assumere nei confronti del mercato finanziario. Un primo orientamento, quello *Directional*, consiste, in seguito a previsioni formulate sulle variazioni di prezzo, in un continuo investimento e disinvestimenti. Il secondo invece, detto *Non Directional* si concentra nell'individuare anomalie di prezzo fra i titoli. All'interno di questi due approcci emergono altri stili di investimento che si suddividono ulteriormente in sub-strategie oltre a strategie d'investimento ibride, caratterizzate da tecniche di investimento appartenenti a stili d'investimento diversi.

2.2 Strategie non direzionali

Le strategie non direzionali si caratterizzano per la ricerca di anomalie di *pricing* dei titoli. Non formulano quindi previsioni sull'andamento del mercato o del

¹⁵ Si veda diffusamente PILUSO F., *I fondi hedge attivisti nel contest dello shadow banking. Minaccia o opportunità?*, Egea edizioni, 2013

singolo strumento in cui investono. Il loro successo è dovuto principalmente alla performance relativa tra posizione lunga e corta e non dipende dalla direzione del mercato. Rientrano in questo stile di investimento le seguenti categorie:

- *Market neutral* o *relative value*
- *Event driven*

2.2.1 *Market neutral*

L'obiettivo di questa strategia è creare un portafoglio neutro rispetto ai movimenti del mercato, attraverso la selezione di titoli che presentano anomalie nei prezzi. Più in generale, la strategia *market neutral* comporta, per ogni unità di capitale, l'assunzione di una posizione lunga in una determinata attività e una posizione corta, di uguale valore, in un'attività correlata alla precedente. Nel contesto del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), si può tradurre come il tentativo di ottenere un beta o una *duration* uguale a zero (a seconda che il portafoglio sia composto rispettivamente da azioni o obbligazioni), eliminando così il rischio sistematico¹⁶. Una delle caratteristiche principali di questa tecnica è un rilevante ricorso al *leverage*, grazie al quale è possibile amplificare la redditività dei portafogli, generalmente gli scarti dei prezzi dei titoli causati dalle inefficienze dei mercati sono molto limitati, sono dunque necessari ingenti investimenti per ottenere profitti ragionevoli. Un altro elemento caratterizzante è la maggior flessibilità di cui godono queste tipologie di fondi.

¹⁶ Op. Cit. Stulz R.M., 2007

Tra le diverse subcategorie appartenenti a questa macro classe, di seguito verranno analizzate:

- *Convertible arbitrage;*
- *Fixed income arbitrage;*
- *Equity market neutral.*

2.2.1.1 *Convertible arbitrage*

La strategia del *convertible arbitrage* consiste nell'acquisto di obbligazioni convertibili e nella contestuale vendita allo scoperto di un determinato numero di azioni sottostanti, in modo tale da coprirsi dall'esposizione al mercato. In questo modo gli Hedge fund cercano di trarre vantaggio dalla relazione esistente tra i prezzi dei due strumenti finanziari¹⁷. Le obbligazioni convertibili sono titoli composti da un'obbligazione con cedola, fissa o variabile, e un'opzione di acquisto delle azioni della stessa società emittente o di una terza società. Il possessore del titolo ha la facoltà di convertire tale obbligazione in un numero predeterminato di azioni attraverso l'esercizio dell'opzione. Inoltre il possessore percepisce un interesse periodico e, nel caso in cui decida di non convertire, ha diritto al rimborso del capitale a scadenza; al contrario, se opta per la conversione acquisisce i diritti tipici dell'azione che ottiene. In generale il gestore, dopo aver analizzato le obbligazioni convertibili emesse da un gran numero di società, individua quelle sottovalutate che presentano la maggior differenza di prezzo rispetto al titolo sottostante e che

¹⁷ Si veda diffusamente STOWELL D.P., "*Investment banks, Hedge funds and Private Equity*", 2017

catturano il più possibile *l'upside potential*¹⁸ e, allo stesso tempo, minimizzano l'impatto del *downside risk*¹⁹ del titolo stesso sul convertibile.

Questa strategia va incontro principalmente a due tipi di rischi, il primo è il rischio dipendente dalle condizioni di mercato, il quale include, le variazioni dei tassi d'interesse, che i *fund managers* riducono attraverso l'utilizzo di obbligazioni a breve scadenza, quindi meno sensibili alle variazioni di tasso, o ricorrendo alle opzioni, il rischio di liquidità e la volatilità del mercato azionario; in secondo luogo troviamo i rischi legati alla società emittente, cioè il rischio connesso all'attività svolta dall'impresa che si sta considerando, eventi come acquisizioni e ricapitalizzazioni sono i più importanti che possono coinvolgere la società e che provocano un'oscillazione dei prezzi azionari.

In ultima analisi, tenendo fede alla natura neutrale della strategia, gli specialisti del fondo cercano di investire in obbligazioni convertibili i cui prezzi possano scendere meno rapidamente del titolo azionario sottostante, in un mercato in fase di ribasso, e che riflettano il prezzo d'azione in modo più preciso in un mercato al rialzo²⁰.

¹⁸ *The amount by which analyst or investor expect the price of a security may increase*

¹⁹ *An estimate of the potential loss of value of an investment in a falling market*

²⁰ Si veda diffusamente S. SATCHELL, "Derivatives and Hedge Fund", 2016

2.2.1.2 Fixed income arbitrage

La strategia *fixed income arbitrage* prevede che il gestore assuma contemporaneamente posizioni *long* e *short* in titoli dal reddito fisso per uno stesso ammontare, (quali buoni del Tesoro, obbligazioni societarie, titoli garantiti, debito dei paesi di mercati emergenti), i cui valori sono statisticamente o storicamente correlati, ma che presentano temporanee variazioni di prezzo. L'obiettivo è neutralizzare l'oscillazione dei tassi d'interesse attraverso l'acquisto dei titoli per i quali è previsto un livello dei prezzi superiore a quello di mercato e la vendita allo scoperto di titoli per i quali si prevede invece una riduzione di valore. Per contenere il rischio si cerca di costruire portafogli che minimizzino o azzerino la *duration* complessiva delle due posizioni. A tal proposito sarà compito dei gestori effettuare analisi su flussi di cassa, *rating* creditizi, curve di rendimento e di volatilità, ipotizzando vari scenari e le loro probabilità di accadimento, al fine di individuarne le discrepanze di prezzo. La necessità di ricorrere alla vendita allo scoperto è un fattore vincolante per l'operatività degli arbitraggisti, i quali sono costretti a rivolgersi a quei mercati molto liquidi nei quali i titoli sono facilmente reperibili. Peculiarità di tali mercati è che sono spesso anche i più efficienti e quelli in cui gli sfasamenti di prezzi sono minimi. Per questo motivo i gestori devono identificare discrepanze di pochi punti base e ricorrere in larga scala alla leva finanziaria per raggiungere performance accettabili. L'utilizzo del *leverage* deve, però, essere

valutato in modo opportuno poiché si traduce inevitabilmente in un aumento dell'esposizione al rischio non diversificabile²¹.

2.2.1.3 Equity market neutral

I gestori che utilizzano la strategia dell'*equity market neutral* costituiscono portafogli acquistando titoli per i quali prevedono performance superiori a quelle di mercato e vendendo allo scoperto le attività per le quali si formano previsioni di ribasso. L'obiettivo è sempre quello di neutralizzare il rischio sistematico, operando in modo tale che la media ponderata dei beta dei singoli titoli in posizione lunga (beta long) sia prossima alla media ponderata dei beta dei titoli in posizione corta (beta short)²². L'obiettivo del portafoglio è quello di mantenere un beta basso o nullo e i rendimenti ottenuti non saranno correlati con l'andamento del mercato. Per il gestore diventa fondamentale monitorare costantemente l'andamento dei prezzi e bilanciare il portafoglio per mantenere il beta prossimo allo zero, ma ciò non è così scontato poiché ad ogni minima variazione nel prezzo di un titolo ne modifica i pesi e, di conseguenza, il valore del beta.

²¹ Si veda diffusamente BAKER H.K., FILBECK G., *Hedge funds: structure, strategies and performance*, 2017

²² Si veda diffusamente BERTELLI R., LINGUANTI E., *Analisi finanziaria e gestione di portafoglio. Valutazione del rischio, tecniche di asset allocation, relative e absolute return, strumenti di analisi*, 2015

Tale strategia richiede una grande capacità di *market timing* e di *stock picking* oltre all'analisi di elaborati modelli statistici. Solitamente i fondi *equity market neutral* prendono in considerazione solo titoli emessi da grandi aziende, più liquide e quotate.

La strategia *equity market neutral* si può realizzare in ambito settoriale, individuando nell'ambito dello stesso comparto azioni con aspettative di rendimento opposte e con identici profili di rischio, o costruendo posizioni *long* e *short* in modo che siano speculari rispetto a specifici fattori di rischio.

2.2.2 Event driven

Le strategie *event driven* cercano di trarre vantaggio dalle opportunità che si verificano durante il ciclo di vita dell'impresa o che si presentano in seguito ad eventi societari straordinari o rilevanti che impattano sul valore dei titoli (come ad esempio fallimenti, ristrutturazioni finanziarie, fusioni, scorpori). Caratteristica principale dei portafogli che perseguono queste strategie è l'assunzione di posizioni lunghe, ossia l'esposizione netta al mercato è positiva. La chiave del successo di questa strategia è rappresentata dalla gestione del *deal risk*, vale a dire il rischio che un'operazione annunciata dall'impresa target possa poi non essere conclusa. La strategia seguita dagli investitori, punta alla ricerca, in primo luogo, di un evento catalizzatore a breve termine, che modifichi la percezione che il mercato nutre nei confronti dell'impresa in questione; successivamente si cerca una disparità tra il valore corrente di mercato rispetto al valore intrinseco del titolo in esame; ed infine

si effettua una stima del tempo necessario per far sì che l'evento catalizzatore sia in grado di modificare le valutazioni di mercato.

Prima di procedere con questa scommessa, il gestore deve analizzare le condizioni di mercato, le normative del paese in cui le aziende operano ed i relativi fattori correlati. In particolar modo vanno osservate le norme di *corporate governance* e quelle fallimentari, esse sono determinanti per l'esito dell'operazione e per questo vanno esaminate con attenzione.

L'abilità del *fund manager* sta nella capacità di identificare e prevedere correttamente l'esito dell'evento. Solo se tale valutazione è stata effettuata correttamente gli investitori otterranno un profitto legato all'incremento di valore del titolo conseguente alla rivalutazione dovuta dall'evento catalizzatore.

In queste strategie non sono comunque del tutto assenti strumenti di copertura. Al fine di tutelarsi dal rischio di previsioni sbagliate, è necessario effettuare accurate diversificazioni di portafoglio. Le due variabili da tenere sotto controllo sono il rischio specifico e il rischio sistematico. Il primo viene controllato attraverso l'imposizione di massimali per ogni singolo investimento, mentre il secondo è coperto con l'acquisto di opzioni *put* o con un prudente ricorso alla vendita allo scoperto e un'attenta gestione del *leverage*²³.

²³ Si veda diffusamente DEGREGORI & PARTNERS, *il risparmio gestito*, Edizioni R.E.I., 2015

Tra le subcategorie che utilizzano tale strategia si distinguono quelle che operano su più eventi aziendali da quelle che si specializzano in singole operazioni, tra cui:

- *Merger o risk arbitrage*;
- *Distressed securities*.

2.2.2.1 Merger o risk arbitrage

La strategia *merger o risk arbitrage* focalizza l'attenzione sulle operazioni di fusione e acquisizione. L'opportunità di trarre profitto da questo investimento nasce dal fatto che, generalmente, i titoli delle società che sono oggetto di acquisizione o fusione sono negoziati ad un prezzo inferiore al valore che potrebbero raggiungere una volta completata l'operazione. La forbice che si crea tra il prezzo offerto e quello effettivo è detto *spread* e, molto spesso, esso è positivo e rappresenta la remunerazione dei gestori di tali portafogli.

Il successo della strategia dipende quindi dal completamento delle operazioni di fusione: maggiore è il rischio che una transazione fallisca, maggiore è lo *spread*.

Nello specifico, il *risk arbitrage* si sostanzia in due diverse forme; la prima consiste nel solo acquisto delle azioni della società target, nel caso in cui l'offerta sia nella forma *cash deal*; la seconda, invece, nel caso di *stock for stock deal*, una forma di offerta con scambio dei titoli, consiste nell'acquisto delle azioni della società target e, contestualmente, nella vendita allo scoperto delle azioni della società acquirente. In questo caso, infatti, il gestore deve coprirsi dal rischio relativo ad una riduzione del prezzo del titolo dell'impresa acquirente.

Il maggior rischio corso dai *merger arbitrage managers* è quello che la possibile fusione o acquisizione non vada in porto. Questo può essere causato dalla presenza di leggi *antitrust*, dall'indecisione del management o dalle reazioni negative del mercato²⁴.

2.2.2.2 Distressed securities

La strategia *distressed securities* rivolge l'attenzione verso le azioni e obbligazioni di società che sono in condizioni di dissesto, di risanamento economico o di ristrutturazione. Generalmente i prezzi di tali titoli sono notevolmente scontati a causa delle forti incertezze sul recupero dell'impresa. A contribuire alla svalutazione di tali titoli sono anche investitori istituzionali, come i fondi pensione, e le istituzioni bancarie, i primi hanno obblighi normativi che impediscono loro di detenere obbligazioni al di sotto di uno specifico *rating*; essi si trovano dunque costretti a vendere tali titoli, mentre per le istituzioni bancarie, spesso preferiscono cedere a terzi i propri prestiti peggiori per ottenere liquidità da reinvestire. È proprio in questo contesto che i *fund managers* intuiscono la possibilità di trarre profitti; la strategia consiste nell'assumere posizioni lunghe sui titoli della società in dissesto finanziario, scommettendo sul buon esito dell'operazione di salvataggio. Per selezionare le società in cui investire viene fatta un'analisi volta a definire le cause che hanno spinto i loro titoli al ribasso, è possibile, ad esempio, che l'impresa si

²⁴ Op. Cit., Degregori & Partners, 2015

trovi in una situazione di crisi finanziaria a causa di problemi legali o di eventi esterni non collegati alla solidità dell'attività principale; oppure che la società sia eccessivamente diversificata ma abbia ancora un valido *core business*; o ancora può avere dei problemi di management risolvibili mediante opportuni cambiamenti ai vertici aziendali. Tipicamente i gestori di fondi speculativi che utilizzano questa strategia fanno ricorso ad un moderato ricorso al *leverage*, poiché i *distressed securities* sono già titoli con un'elevata leva implicita in quanto negoziati con un forte sconto rispetto alla parità²⁵. Questa strategia si basa sull'assunzione di un maggior rischio in cambio della possibilità di più elevati guadagni. Il maggior rischio al quale si può andare in contro è quello della bancarotta dell'impresa, nel caso in cui il risanamento non vada a buon fine. Questo comporterebbe la perdita di valore di tutti i titoli acquistati e la conseguente perdita integrale dell'investimento.

Infine, questa è una strategia che gode di una scarsa correlazione con i mercati finanziari, dato che si basa su eventi interni a società in difficoltà.

2.3 Strategie direzionali

Le strategie direzionali scommettono sulla direzione assunta dai prezzi delle valute, delle azioni e dei beni sui mercati. Le performance, a differenze delle strategie non

²⁵ Si veda diffusamente, TANZI M.P., *Manuale del Private Banker*, 2016

direzionali, non sono del tutto estranee all'andamento del mercato di riferimento. In questo tipo di strategie due sono i rapporti che vengono tenuti sotto controllo da parte dei gestori, l'esposizione netta, che è data dal rapporto tra la differenza tra posizioni lunghe e posizioni corte sul capitale investito e il rapporto *long/short* misurato dalla relazione tra la differenza tra posizione lunga e posizione corta sulla posizione corta. Il primo misura l'effettiva esposizione del portafoglio al rischio di mercato, mentre il secondo misura il bilanciamento delle posizioni lunghe e corte. In questa categoria di investimenti il compito principale dei *traders* è quello di individuare le opportunità di investimento, la dimensione delle posizioni e il momento opportuno per la realizzare tali operazioni. La volatilità del portafoglio complessivo è ridotta dalla diversificazione fra un certo numero di mercati non correlati fra loro²⁶.

Le tecniche che rientrano in questa classe sono:

- *Global macro*
- *Emerging market*
- *Short selling*
- *Sector strategy*
- *Long/short equity*

²⁶ Si veda diffusamente MIRABLE K.R., *Hedge fund investing: A practical approach to understanding investor motivation, manager profits and fund performance*, 2016

2.3.1 *Global macro*

I fondi *global macro* godono di una straordinaria flessibilità per quanto riguarda le strategie di investimento. Il gestore macro effettua arbitraggi su qualsiasi tipologia di strumento, titoli a reddito fisso, azioni, valute, convertibili. La lista è potenzialmente infinita, così come i mercati in cui opera, che possono essere di qualsiasi genere. Inoltre sono caratterizzati dallo spostamento di enormi masse di capitali in grado di condizionare l'intero mercato.

L'unico elemento che accomuna le varie tecniche di investimento applicate dai *global macro fund managers* riguarda la loro direzionalità, i gestori utilizzano infatti un approccio di tipo *top-down* per anticipare i cambiamenti nei prezzi sui mercati finanziari e individuare lo strumento finanziario più idoneo per cercare di catturarne i relativi rendimenti. La bravura di un gestore risiede nel saper individuare il momento esatto in cui intervenire sul mercato. I gestori sono sempre molto restii nel rivelare le proprie decisioni di investimento, in quanto sarebbero seguiti da una moltitudine di fondi di dimensioni inferiori che contribuirebbero a ridurre i margini di profitto e quindi tale strategia presenta una scarsa trasparenza nei confronti degli investitori.

Tra gli Hedge fund appartenenti alla categoria del global macro il *Quantum Fund* è il più noto; George Soros, manager del *Quantum fund* guadagnò in meno di due mesi 2 miliardi di dollari, scommettendo sulla rottura dello SME (sistema monetario europeo) e sul calo dei tassi d'interesse europei e dei mercati azionari. Il

suo portafoglio era composto da posizioni corte in sterline per un valore di circa 10 miliardi di dollari, lunghe in marchi per 6 miliardi di dollari e in franchi per un importo inferiore. Contemporaneamente aveva acquistato titoli azionari del mercato inglese per 500 mila dollari. Il presupposto era che generalmente il mercato azionario sale e la valuta viene svalutata. La strategia veniva completata con posizioni lunghe su obbligazioni tedesche e francesi e posizioni allo scoperto su titoli azionari di entrambi i mercati. L'aspettativa era che una rivalutazione delle suddette valute avrebbe determinato un ribasso dei tassi d'interesse con effetti positivi per il mercato obbligazionario ma negativi per quello azionario. Grazie alle ampie linee di credito e all'uso di margini, Soros poté mantenere queste posizioni utilizzando solo un miliardo di dollari²⁷.

2.3.2 Emerging market

Un gestore di Hedge fund dei mercati emergenti investe nelle azioni o nei debiti dei mercati meno maturi, che hanno il potenziale per una crescita significativa ma anche problemi di vario genere, quali instabilità politica, carenza di infrastrutture e scarsa efficienza nei servizi. Sono proprio queste inefficienze che i gestori utilizzano per generare extra rendimenti. Questa strategia presuppone un approfondito studio macroeconomico della nazione nella quale si intende investire.

²⁷ Si veda diffusamente A. KALETSKY, "How Mr Soros made a billion by betting against the pound", in The Times, 26 Ottobre 1992

Dopo aver individuato quelle attività ritenute sottovalutate a causa delle inefficienze di mercato, i *fund managers* acquistano i titoli prima che vengano apportate le correzioni al mercato, anche in questo caso il tempismo dei gestori gioca un ruolo fondamentale. Generalmente si costituiscono portafogli molto diversificati al fine di sfruttare molteplici opportunità, anche in diversi settori, ma soprattutto per contenere il calo nel livello dei prezzi. Il profilo di rischio è maggiore rispetto alle altre strategie, i mercati emergenti tendono ad avere livelli più elevati di inflazione, volatilità, rischi valutari, politici e di liquidità, questo comporta una maggiore difficoltà nell'utilizzo di tecniche di copertura. Inoltre, molti mercati emergenti non consentono la vendita allo scoperto, né offrono *futures* o altri prodotti derivati con cui coprire il rischio eliminando una freccia importante dall'arsenale del gestore di Hedge fund.

2.3.3 Short selling

Lo scopo dello *short seller* è quello di vendere titoli di cui non è in possesso nella speranza di poterli riacquistare in un momento successivo ad un prezzo più basso, lucrando la differenza.

Il manager quindi vende allo scoperto quei titoli che ritiene sopravvalutati, scommettendo su una loro riduzione di prezzo, in modo tale da ottenere un profitto,

nel caso contrario, in cui ci sia un aumento di valore da parte dei titoli, il gestore andrà in contro ad una perdita.

Il funzionamento di questa strategia risulta complessa e scandita da diversi step; per primo il *fund manager* chiede in prestito i titoli di cui necessita ad una *broker house*; non è il *broker* ad essere il legittimo proprietario dei titoli, bensì questi titoli vengono prelevati dal conto di un cliente; successivamente il manager vende i titoli sul mercato e deposita il ricavato presso un conto vincolato nella *broker house*, questo deposito viene remunerato al *short interest ratio* e dal quale il *broker* trattiene delle commissioni per l'operazione svolta, allo stesso tempo il gestore effettua anche un *margin account*. Tale margine è generalmente costituito da cash, ma può comprendere anche strumenti di diversa natura; infine alla scadenza contrattuale, il manager dovrà riacquistare i titoli presi in prestito per restituirli al prezzo corrente di mercato. Il risultato positivo di questa operazione, dipende dunque in larga misura dall'abilità del gestore di attuare una corretta scelta dei titoli e di determinare il giusto timing in cui svolgere l'operazione.

Tale tecnica è utilizzata solitamente per ridurre i rischi, ma altrettanto frequente è l'utilizzo per finalità speculative, scommettendo sull'evoluzione delle variabili di mercato. È possibile assumere posizioni corte su un titolo anche attraverso l'utilizzo di strumenti derivati, come i contratti *forward* e *future*, da cui deriva l'obbligo di consegnare lo strumento sottostante entro o ad una determinata data. Il risultato complessivo si ottiene sommando al guadagno, o perdita, della transazione,

l'interesse maturato sulla liquidità generata dallo *short selling* e sottraendo l'eventuale dividendo maturato sull'azione²⁸.

La differenza principale con le altre tecniche di investimento si può trovare nella misura delle perdite e dei guadagni alla quale si va incontro, mentre per la *long position* si trovano perdite potenziali finite e guadagni potenzialmente infiniti, per una speculazione su una *short position* può comportare una perdita potenzialmente illimitata e dei guadagni potenzialmente finiti.

2.3.4 Sector strategy

I gestori di Hedge fund che perseguono questa strategia restringono il raggio d'azione ad uno specifico settore o su un'area geografica, sfruttando la propria conoscenza pregressa acquisita nello stesso ambito e, dunque, un vantaggio informativo.

In questo caso si va alla ricerca di quei titoli che sono in crescita, sottovalutati dal mercato o che presentano valori, come flussi di cassa e utili, che sono ampiamente scontati rispetto al valore intrinseco della società.

Il portafoglio è solitamente costituito da posizioni in acquisto a lungo termine, prevedendo di assistere ad un aumento delle quotazioni dei titoli, e da posizioni di

²⁸ Si veda diffusamente FABOZZI F.J., *Short selling: strategies, risks and rewards*, John Wiley & sons, Inc., 2004

copertura e speculative, realizzate mediante l'acquisto di opzioni e vendite allo scoperto.

La strategia settoriale presenta delle analogie con quelle *event driven*, infatti anche gli specialisti del settore sono alla ricerca di un evento catalizzatore che attiri l'attenzione degli investitori verso una determinata impresa, che poi si tradurrà in un acquisto o in una vendita delle azioni ad essa collegate²⁹.

I settori in grado di offrire più occasioni di investimento sono il settore tecnologico e delle telecomunicazioni, quello biotecnologico e il settore dell'oro.

Esistono due diverse categorie di gestori settoriali; i generalisti, che operano su più segmenti di mercato e che godono di un'ampia diversificazione di portafoglio e gli specialisti, che agiscono su uno o pochi settori specifici potendo contare su una conoscenza più approfondita dei mercati di riferimento.

2.3.5 Long/short equity

Il concetto base di questa strategia è di assumere posizioni lunghe in titoli azionari che si ritiene possano avere una performance superiore al mercato, facendo un abbondante ricorso al *leverage* per accrescere la redditività dell'investimento e di vendere allo scoperto i titoli azionari che, al contrario, si ritiene possano avere una performance inferiore a quella del mercato. Gli esperti di queste strategie

²⁹ Op. Cit. Degregori & Partners., 2015

combinano investimenti azionari primari lunghi con vendite allo scoperto di titoli azionari o opzioni su indici azionari, in quanto l'obiettivo dei gestori *long/short* è la costruzione di un portafoglio azionario i cui rendimenti non dipendano dall'andamento del mercato, ma solo dalla loro abilità di selezionare le azioni con prospettive migliori. I loro portafogli variano quindi da posizioni lunghe nette a posizioni corte nette, a seconda delle condizioni del mercato, conseguendo guadagni quando le prime si apprezzano e le seconde si deprezzano. I gestori possono avere una esposizione positiva o negativa nei confronti del mercato. Generalmente l'esposizione netta al mercato è positiva, tendendo quindi ad avere una correlazione positiva con l'andamento dei mercati azionari. I gestori sono, però, anche a conoscenza del fatto che i prezzi dei singoli titoli possono subire variazioni a causa di fattori non legati all'evoluzione del mercato nel suo complesso. Occorre dunque effettuare un'adeguata *stock selection* al fine di guadagnare in ognuna delle due fasi del mercato³⁰. I manager di questi fondi sono bravi analisti finanziari che prediligono le azioni di società forti, in crescita o in cambiamento. Per tutelarsi dai rischi, i gestori ricorrono a posizioni correlate, cioè esposizioni lunghe e corte su titoli diversi appartenenti allo stesso settore ed alla diversificazione tra i settori di

³⁰ Op. Cit. BAKER H.K., FILBECK G., 2017

investimento, in modo da separare la performance del portafoglio da quella di uno specifico contesto.

CAPITOLO 3

UN QUADRO NORMATIVO

3.1 La prima regolamentazione Statunitense

Prima delle recenti riforme, nell'ordinamento giuridico statunitense, gli Hedge fund erano definiti come *unregulated investment vehicles*, ossia organismi di investimento collettivi non sottoposti alle regolamentazioni a cui sono invece sottoposti i *mutual funds*. Questi fondi godono generalmente di ampia libertà operativa, sia, in termini di utilizzo della leva finanziaria, *short selling* e di impiego di strumenti derivati, che per quanto riguarda le restrizioni, i divieti operativi e le regole prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio. Inoltre, come già detto, questi fondi non si propongono come strumento di raccolta di risparmio presso i piccoli e medi risparmiatori ma mirano ai cosiddetti *high net worth individuals*³¹.

Prima delle riforme introdotte dal *Dodd-Frank Act*, la legislazione americana attraverso l'*Investment Company Act (ICA)* del 1940, il *Securities Act (SA)* del 1933, e l'*Investment Adviser Act (IAA)* del 1940 regolava rispettivamente le società

³¹ Si veda diffusamente PREISEROWICZ J., *The new regulatory regime for hedge funds: has the Sec gone down the wrong path?*, in XI Fordham J. Corp. & Fin., 2006

di investimento, le offerte al pubblico dei valori mobiliari e l'attività dei gestori in monte del risparmio e dei consulenti finanziari³², i quali permettevano agli Hedge fund e ai loro gestori di operare al di fuori dello stringente regime regolamentare predisposto per i fondi comuni.

In quanto alla forma giuridica, gli Hedge fund sono normalmente costituiti come *limited partnership*³³, all'interno della quale il *fund manager* assume il ruolo di *general partner*. Secondo la disciplina statunitense, le società che investono, reinvestono e vendono strumenti finanziari sono da considerare come *investment companies* ai sensi della *section 3(a)(1)* dell'*Investment Company Act*. Ciò comporta l'iscrizione presso la SEC e i conseguenti limiti operativi; ad esempio alcune forme di transazione sono vietate e il basso livello di *leverage* consentito limita le vendite allo scoperto e i contratti su strumenti derivati. Gli Hedge fund

³² LOSS L., SELIGMAN J., PAREDES T., *Fundamentals of securities regulation*, New York, 2011

³³ Quella della *limited partnership* è una struttura simile a quella dell'accomandita semplice nel nostro ordinamento. Al suo interno troviamo uno o più *general partners*, i quali svolgono la funzione di gestori con conseguente responsabilità illimitata per le obbligazioni sociali; ed uno o più *general partners* che godono di responsabilità limitata ai soli capitali apportati. I *general partners* che affidano la gestione dei capitali raccolti al *general partner* secondo le previsioni contenute nel *partnership agreement*, atto costitutivo del fondo che funge anche da regolamento. Il *general partner*, spesso, decide di esternalizzare alcune funzioni di amministrazione, affidandole ad una società terza, la quale riceverà una commissione di gestione annua.

hanno invece beneficiato dell'esenzione alla regolamentazione statunitense grazie alla *section 3(c)(1)* dell'ICA, basata su due condizioni: la prima che limita il numero di partecipanti al fondo, compreso il *general partner*, a massimo 100, mentre la seconda obbliga il collocamento delle quote del fondo in *private placement* e, dunque, il divieto di renderle oggetto di offerta al pubblico. A tal proposito è la *SEC Rule 506* della *regulation D*, emanata al fine di implementare la *Securities Act*, che stabilisce le condizioni affinché si rimanga nella sfera del *private placement* e che sia quindi consentita la vendita ad un numero illimitato di *accredited investor* e ad un numero massimo di 35 *non accredited investors*, i quali devono essere comunque soggetti in possesso di "*such knowledge and experience in financial and business matters to be able to evaluate the merits and risks of the prospective investment*", valutazione che deve essere effettuata dall'emittente, che ne assume la responsabilità³⁴.

Successivamente, con il *National Securities Markets Improvement Act* del 1996, vengono ampliate le possibilità di evitare la registrazione, viene inserita la *section 3(c)(7)* a modifica del precedente ICA con la quale si esentava dall'obbligo di registrazione presso la SEC tutti i fondi partecipati esclusivamente da *qualified purchasers* senza che vi sia imposto alcun tetto massimo al numero di partecipanti, tuttavia molti Hedge fund per evitare ulteriori obblighi, come ad esempio quelli di

³⁴ Op. Cit. PREISEROWICZ J., 2006

reporting, mantennero un numero di partecipanti inferiore a 500. Oltre a questo la *section 3(c)(7)* estese l'esenzione dalla registrazione anche ai fondi già esistenti prima dell'entrata in vigore del NSMIA in cui non tutti i partecipanti non fossero *qualified purchasers*, a condizione che i partecipanti "non qualificati" non fossero più di 100, venissero fornite una serie di informazioni riguardanti le conseguenze del passaggio al regime *sub section 3(c)(7)*, tra cui, ad esempio, il venir meno della soglia dei 100 partecipanti e infine che fosse offerta agli investitori la possibilità di chiedere il rimborso, totale o parziale, delle quote.

Per quanto riguarda l'utilizzo della leva finanziaria la normativa statunitense concede la possibilità di eludere il limite massimo di indebitamento stabilito dalla *regulation T*, normativa adottata dalla FED al fine di disciplinare le operazioni di *margin buying*, attraverso la stipula di un accordo di *joint back office* con un *broker dealer* abilitato alla funzione di *clearing* delle transizioni, tramite questo canale è possibile ottenere una concessione di credito maggiore rispetto a quella fissata dalla normativa per tutti i *collective investment account*. Grazie a tale meccanismo i limiti all'indebitamento sono determinati su base discrezionale da parte del *broker*, cioè ad un suo "*sound credit judgment*". Ciò ha permesso agli Hedge fund di attuare

tutte quelle strategie che, nel corso degli anni, hanno fatto la fortuna di questo settore³⁵.

Fino a poco tempo fa anche i gestori di Hedge fund riuscivano ad operare in modo tale da sottrarsi ai controlli e alla vigilanza della SEC, sfruttando la normativa presente alla *section 203(b)(3)* dell'IAA nota come *private adviser exemption*. Questa normativa esonerava dall'obbligo di iscrizione presso la SEC il gestore che non si proponesse al pubblico come consulente finanziario; avesse avuto, nel corso degli ultimi 12 mesi meno di 15 clienti; e che non operasse come consulente di una società di investimento registrata. Secondo tale legge infatti, ai fini del *counting investor test*, cliente dell'*adviser* veniva considerata la sola *limited partnership*, quindi il fondo, e non i singoli *limited partners*, almeno fintanto che il gestore fornisse l'attività di consulenza in funzione del perseguimento degli interessi del fondo e non del singolo investitore. In pratica, si permetteva ad un unico gestore di gestire fino a 14 fondi senza rientrare nell'obbligo di registrazione come *investment adviser*³⁶.

³⁵ Si veda diffusamente *Report of examinations of day-trading Broker-Dealers*, February 2000, disponibile sul sito www.sec.gov.

³⁶ Si veda diffusamente DONALDSON W.H., *Implications of the growth of Hedge funds*, September 2003

Allo stesso modo si permetteva ai gestori di sfuggire alle definizioni di *commodity pool* e *commodity pool operator*, contenute nel *Commodity Exchange Act* del 1934, che definivano rispettivamente il veicolo che intraprende operazioni su *futures* ed opzioni quotate in borsa e l'intermediario che gestisce tale specie di veicolo. Non vi era dunque alcun tipo di controllo sull'ingresso nel mercato e sull'operatività degli Hedge fund e dei loro gestori, né in un'ottica "microeconomica" di tutela degli investitori, né in un'ottica "macroeconomica" di tutela dell'integrità e della stabilità dei mercati.

Dal punto di vista di tutela degli investitori essendo considerati come forme di investimento alternative, dedicati ai soli investitori "s sofisticati" cioè in grado di compiere consapevoli scelte di investimento e valutare adeguatamente i rischi ad esse associati, appariva non giustificabile qualsiasi forma di intervento da parte della pubblica autorità a tutela di questi soggetti.

Sotto il profilo della stabilità dei mercati, invece, ogni tipo di regolamentazione appariva economicamente svantaggiosa. In effetti, l'operatività degli Hedge fund veniva vista come fonte di un significativo apporto in termini di efficienza dei mercati. Nel dettaglio ad essi veniva attribuito il merito di offrire un sostegno importante come fornitori di liquidità, anche in mercati di nicchia, di ridurre la volatilità dei prezzi e di ricoprire un ruolo fondamentale nel processo di *price discovery*.

Questi fondi hanno rappresentato uno dei principali motori di innovazione nell'industria finanziaria, grazie alla libertà operativa di cui potevano godere infatti, è stato per loro possibile operare come “speculatori” ma con effetti vantaggiosi sia per il mercato nel suo complesso, sia per gli individui che in esso operano³⁷.

In conclusione negli Stati Uniti, per molto tempo si è sostenuta la teoria: “*regulation is unnecessary*”.

3.2 Il dibattito per una nuova regolamentazione degli Hedge funds

3.2.1 Il Long Term Capital Management ed il modello di regolamentazione indiretta

La situazione si ribalta a fine anni 90 con lo scoppio della crisi asiatica e la decisione della FED di intervenire per organizzare il salvataggio del *Long-Term Capital Management*. Da quel momento in poi assume un ruolo centrale il dibattito sulla decisione di una maggiore supervisione degli Hedge fund.

Il *Long-Term Capital Management* costituito da John Meriwether nel 1994, attirò personalità di grande rilievo, società altamente specializzate in arbitraggi ed investitori istituzionali che non furono affatto intimoriti dall'elevato investimento iniziale e da un *lock-up* di 3 anni. La strategia di questo fondo consisteva nell'arbitraggio su titoli a reddito fisso, in diverse valute, nell'utilizzo di diversi strumenti derivati e nell'impiego in maniera consistente della leva finanziaria. In

³⁷ Op. Cit. PREISEROWICZ J., 2006

particolare, il business si basava sull'individuazione di differenze di prezzo tra obbligazioni con scadenza ravvicinata, cercando di trarre profitto da piccoli *spreads* nei rendimenti, scommettendo sulla convergenza favorevole dei tassi nel breve-medio periodo. Tuttavia, la differenza di prezzo era limitata e fu quindi necessario ricorrere ad un ingente impiego di leva finanziaria, alimentata dal credito concesso dalle più importanti istituzioni finanziarie. LTCM possedeva derivati per oltre 1.000 miliardi di dollari, di cui circa 750 negoziati *over the counter*. I primi due anni del fondo furono buoni, con profitti costanti, al punto che ulteriori investitori furono attratti, fino a che nel 1995 i gestori, per evitare il rischio di perdere il controllo sulle dimensioni del fondo, furono costretti a bloccare l'afflusso di nuovi capitali ed a rimborsare parte delle quote agli investitori già presenti. La situazione si ribaltò nel 1998 con l'avvento della crisi asiatica che influì sulla Russia, la quale svalutò il rublo, dichiarando la moratoria del proprio debito. Tutto ciò sfociò nel crollo dei mercati finanziari. Questa situazione di incertezza portò gli operatori a liquidare rapidamente le azioni più rischiose a favore di impieghi più sicuri con un conseguente calo dei prezzi azionari ed un aumento di quelli dei titoli di stato. Si verificò l'esatto opposto di quello su cui il fondo aveva scommesso. Il fondo, che possedeva più dell'8% dei titoli denominati in rubli e significative esposizioni anche verso altri mercati emergenti travolti dalla crisi, non fu in grado di alleggerire il portafoglio e diminuire il rischio.

L'elevato utilizzo della leva da parte del fondo non fece altro che amplificare le perdite, in seguito alle quali i capitali gestiti scesero da circa 4.1 miliardi di dollari dell'agosto 1998 a circa 600 milioni di dollari alla fine di settembre.

Tuttavia la possibilità che il fondo venisse lasciato fallire era del tutto impercorribile, poiché esso avrebbe trascinato con sé anche i principali creditori, ossia le principali banche mondiali con il rischio di un'implosione dei mercati finanziari mondiali causata da una serie di insolvenze a catena. Era quindi improbabile una chiusura simultanea delle posizioni detenute verso LTCM soprattutto per il possibile impatto sulla volatilità dei mercati e per il conseguente rischio di danneggiare anche altri attori non direttamente coinvolti. La FED decise allora di contattare i creditori del fondo e cercare una soluzione che permettesse di evitarne il fallimento. Venne quindi costituito un consorzio composto da 14 banche ed imprese di investimento con il compito di rilevare il fondo mediante un nuovo veicolo. Vennero acquisite il 96% delle quote del fondo in cambio di 3.6 miliardi di dollari. Venne inoltre garantita l'istituzione di un comitato interno incaricato di supervisionare sulla gestione. Il fondo venne liquidato nel 2000 dopo aver restituito 300 milioni di dollari agli investitori originali rimasti ed un miliardo di dollari alle banche creditrici³⁸.

³⁸ Si veda diffusamente DOWD K., *Too Big to Fail?: Long-Term Capital Management and the Federal Reserve*, Briefing paper no. 52, September 1999

Questa vicenda mostrò la possibilità, che a determinate condizioni, i fondi *hedge* possano costituire potenziale fonte di rischio sistemico. Tuttavia l'idea dominante che emerse fu quella dell'inutilità di una regolamentazione degli Hedge fund, ossia di un *corpus* di regole create *ad hoc* per normare direttamente questa tipologia di veicoli d'investimento. Questa teoria fu sostenuta principalmente da due argomenti, in primis si sostenne che non ci fossero sufficienti dati empirici che giustificassero una regolamentazione diretta, si fece notare che questi fondi costituissero una piccola percentuale dell'*asset management* totale e che il peso specifico di questo comparto risaltasse irrisorio in confronto alle dimensioni ed alla rilevanza sistemica degli altri operatori del mondo bancario e finanziario. In secondo luogo, si sosteneva che ogni norma volta a regolamentare direttamente questo settore potesse essere in grado di compromettere il ruolo positivo che gli Hedge fund, come fornitori di liquidità e arbitraggisti, svolgono all'interno del mercato con lo scopo di assicurarne un più efficiente funzionamento³⁹.

La soluzione proposta fu quella di una regolamentazione indiretta degli Hedge fund tramite *prime broker*, cioè venne introdotta una più adeguata vigilanza su quegli operatori di mercato che concedono credito ed altri servizi essenziali allo sviluppo delle strategie di business. Questa impostazione fu suggerita dalla *International Organization of Securities Commissions*: “*at the present time, International*

³⁹ Si veda diffusamente FRIEDMAN M., *Essays in positive economics*, Chicago, 1953

Organization of Securities Commissions is not recommending that Highly Leveraged Institutions be subject to direct regulation through licensing or the imposition of capital and margin requirements, concentration limits or other regulatory restraints"⁴⁰. Venne inoltre manifestata la preoccupazione che una stretta regolamentazione potesse incentivare una delocalizzazione *off-shore* di questi fondi.

In uno studio condotto dal *President's Working Group on Financial Markets*, costituito dal presidente Regan nel 1988 con lo scopo di coordinare l'azione regolamentare delle singole *authorities* nei rispettivi ambiti di competenza, furono studiate le misure idonee a ripristinare il corretto funzionamento del mercato e ad evitare che episodi come quello del LTCM potessero capitare nuovamente.

Allo stesso tempo si riconobbe che per rendere effettivo il funzionamento delle regole di mercato occorreva che questo disponesse di sufficienti ed adeguate informazioni e che le autorità di vigilanza assicurassero una migliore gestione del rischio di controparte da parte delle istituzioni finanziarie. A tal proposito furono studiate diverse misure; in primo luogo furono rese pubbliche più chiare e frequenti informazioni riguardanti gli *Hedge fund*; in secondo luogo furono rese pubbliche ulteriori informazioni, da parte delle società pubbliche, comprese gli istituti finanziari, riguardanti la loro esposizione verso enti fortemente indebitati, compresi

⁴⁰ IOSCO, November 1999, *Hedge Funds and Other Highly Leveraged Institutions*, p.37

gli Hedge fund; inoltre fu ritenuto opportuno che gli enti finanziari migliorassero le loro pratiche per la gestione del rischio di controparte ed infine i regolatori avrebbero dovuto incoraggiare il miglioramento del sistema di gestione del rischio delle imprese regolamentate. Il *Working Group* ha inoltre preso in considerazione ulteriori misure aggiuntive nel caso in cui fossero emerse ulteriori prove che la regolamentazione indiretta non fosse sufficiente a limitare l'utilizzo della leva finanziaria, ma nessuna di esse è stata realmente utilizzata. Al tempo si credeva che altre restrizioni regolamentari, come i requisiti patrimoniali, potessero, sì servire a limitare in modo più efficace il loro grado di leva finanziaria e la probabilità di un fallimento con conseguenti implicazioni sistemiche, tuttavia fu ritenuto possibile che una regolamentazione diretta potesse guidare molti di essi *off-shore* rendendo la regolamentazione meno effettiva.

Queste sono le principali indicazioni del *President's Working Group* per implementare una regolamentazione indiretta degli Hedge fund che fosse sufficiente a monitorare il rischio sistemico che questi fondi comportano, ed allo stesso tempo evitare una non gradita *over regulation* del settore⁴¹.

3.2.2 Il modello di regolamentazione semi-diretta

Gli Hedge fund tornarono ad essere sotto la lente d'ingrandimento dei *regulators* tra il 2002 ed il 2003 a seguito di un'indagine del procuratore generale dello stato

⁴¹ Si veda diffusamente PWG, *Hedge funds*, April 2008

di New York e da numerose procedure sanzionatorie attuate dalla SEC nei confronti di questi fondi. Questa volta, a differenza di quanto avvenuto dopo il caso di LTCM, il dibattito sulla loro regolamentazione nasceva da esigenze di tutela degli investitori e non da preoccupazioni di tipo “sistemico”.

La SEC condusse un’ampia analisi sui cambiamenti avvenuti all’interno dell’industria dei fondi hedge, concentrandosi in particolar modo sull’enorme crescita di questo settore negli ultimi anni, che portò gli Hedge fund ad essere tra i protagonisti dei mercati finanziari. Inoltre si assistette ad un processo di “*retailization*” del mercato dei prodotti hedge, che a causa di fenomeni di innovazione finanziaria, rendeva accessibile queste forme di investimento anche a quei investitori non dotati dell’esperienza e delle conoscenze necessarie a comprendere il rischio che questi comportano⁴².

La nascita di nuovi veicoli d’investimento strutturati, quali i *funds of hedge funds*, giocarono un ruolo decisivo nel processo di *retailization*. Tali veicoli erano considerati come *investment companies*, cioè fondi comuni che investono in una pluralità di Hedge funds, i quali non incontravano alcun tipo di limite per quanto concerne la cerchia di potenziali investitori da attrarre e, registrando le proprie quote secondo le direttive del SE, erano in grado di renderle oggetto di offerte al pubblico. Grazie a questi nuovi strumenti finanziari era permesso accedere

⁴² Op. Cit. DONALDSON W.H., September 2003

indirettamente al mercato degli Hedge fund anche ai quei soggetti che altrimenti non avrebbero avuto possibilità di farlo⁴³. Allo stesso modo i crescenti investimenti da parte di investitori istituzionali, alla ricerca di maggiori rendimenti rispetto a quelli conseguibili con forme di investimento tradizionali, costituivano un'ulteriore forma di *retailization* indiretta; in terzo luogo, alcuni prodotti finanziari strutturati, il cui rendimento era collegato a sottostanti indici di misurazione di performance di Hedge fund, iniziavano a farsi strada nel mercato. Infine nel corso degli anni '90 la crescita dei redditi e del benessere generale fece in modo che sempre più individui potessero raggiungere lo stato di *accredited investor*, e quindi un processo di *retailization* in via diretta.

La SEC iniziò così a porre un occhio di riguardo a favore di quei contraenti fino ad allora ignorati dichiarando che: *“The commission has long been concerned about the lack of information available about hedge funds and their investment adviser. The opaqueness of hedge funds presents a significant obstacle in regulatory efforts to monitor hedge fund activities, the fact that most hedge fund advisers are not registered with the Commission as investment adviser conceals not only the existence of adviser but also hedge funds themselves. Despite the growth of the hedge fund industry in the last decade, we do not have accurate information about*

⁴³ IOSCO, *Elements of International Regulatory Standards on Funds of Hedge Funds related issues based on best market practices*, Final report, September 2009

how many hedge funds operate in the United States, their assets or who controls them, instead, we must rely on information provided by private organizations, the accuracy of which information remains unclear. Also, hedge funds are becoming a significant participant in our financial markets. We are concerned about the incomplete nature of information we are able to compile about the trading practices of hedge funds advisers on behalf of hedge funds. Among other things, hedge funds advisers can invest hedge fund assets in innovative, and sometimes aggressive, ways in order to effectuate their investment strategies. The Commission's inability to examine unregistered investment advisers, however, inhibits its ability to familiarize itself with the types of trading and other investment activities taking place in hedge funds''⁴⁴.

La SEC ritenne opportuno intervenire per introdurre qualche forma di supervisione che permettesse di monitorare l'attività degli Hedge fund e dei loro gestori. Dal punto di vista pratico si modificò il metodo del *counting investor test* contenuta nel *Private Adviser Exemption*, cioè si ritenne come cliente del gestore non più il singolo fondo ma ciascun investitore appartenente ad ogni fondo. La stessa regola fu estesa anche ai fondi di fondi, dovevano infatti essere considerati come clienti del gestore di un Hedge fund anche tutti i clienti dei fondi di fondi partecipati in esso.

⁴⁴ Si veda diffusamente SEC, 2003, *Implications of the growth of Hedge funds*, pp. 76-81

L'obiettivo della SEC era quindi quello di introdurre una serie di regole a tutela degli interessi degli investitori, infatti la registrazione del gestore come *adviser* ai sensi dell'IAA avrebbe imposto l'obbligo di osservanza di certi obblighi di trasparenza verso i clienti e verso le autorità⁴⁵.

Il modello proposto fu quello di una regolazione semi-diretta, anche questo con lo scopo di non incidere sulla capacità operativa di questi veicoli d'investimento. Le ragioni alle spalle di questa regolamentazione non furono appunto quelle di voler limitare la capacità operativa di questo settore, al contrario, il ruolo che essi svolgevano all'interno del mercato era ben visto, ma si volle essere in grado di monitorare il rapido sviluppo del settore per proteggere gli investitori e salvaguardare il mercato stesso. Tutto ciò poteva attuarsi attraverso molteplici soluzioni, ad esempio, si sarebbero potuti introdurre nuovi requisiti di *suitability* e incrementare i *net worth requirements* vigenti, estendendoli anche alle forme di investimento *hedge* indirette.

Il provvedimento definitivo fu adottato il 10 dicembre 2004 sotto il nome di *Registration under the adviser act of certain Hedge fund advisers*.

Questo modello fu largamente criticato, l'industria riteneva infatti che fosse sufficiente il precedente modello della regolamentazione indiretta via investitore, inoltre il regolamento venne approvato con un solo voto di scarto rendendolo ancora

⁴⁵ Op. Cit. PREISEROWICZ J., 2006

più debole. Successivamente, Philip Goldstein, gestore di un Hedge fund, avviò un ricorso presso la Corte d'Appello del distretto della Columbia. La Corte ritenne che la SEC avesse ecceduto la propria competenza e che la nuova interpretazione data al cliente fosse in contrasto con principali previsioni dell'IAA⁴⁶. Il regolamento venne dichiarato illegittimo.

A seguito poi del fallimento di alcuni grandi fondi e la capacità di assorbimento da parte del mercato, si ebbe la prova che i mercati stessi fossero in grado di autoregolarsi senza il bisogno di ulteriori interventi esterni che apparivano in grado di compromettere il ruolo positivo svolto fino ad ora all'interno del mercato.

Ci furono ulteriori proposte legislative, tutte accomunate dal fatto di non essere arrivate neanche alla discussione in aula.

Sembrava ormai chiaro quindi che gli Hedge fund fossero entità nate e destinate a rimanere deregolate⁴⁷.

3.2.3 La grande crisi finanziaria e il modello di regolamentazione diretta

Una terza fase del dibattito sulla regolamentazione si apre quando il mercato dei mutui *sub-prime* collassa. L'aumento delle insolvenze nel mercato ipotecario

⁴⁶Si veda diffusamente PEKAREK E., *Pruning the Hedge: who is a "client" and whom does an adviser advise?*, in XII Fordham J. Corp & Fin L. 913, 2007

⁴⁷ Si veda diffusamente KAAL W., *Indirect regulation of Hedge funds*, Oxford Handbook of Hedge funds, 2019

statunitense inizia a riflettersi sulle borse, che iniziarono a riflettere il pessimismo degli operatori. Il castello, costruito tramite cartolarizzazioni dei crediti derivanti da mutui di scarsa affidabilità, crolla.

In questa terza fase del dibattito riprende piede la preoccupazione che, a fronte dei benefici associabili al loro operato all'interno dei mercati finanziari, gli Hedge fund possano essere fonte di rischi sistemici, ed è proprio in seguito alla crisi finanziaria che ricominciarono studi più approfonditi dedicati a questo binomio. Alcuni studi hanno evidenziato come il ruolo dei fondi hedge, in termini di rischio sistematico, sia cresciuto nel corso degli anni.

In particolar modo *“when markets are stable, the presence of hedge funds can boost liquidity, whereas under stressed conditions hedge funds, because they are unlikely or simply cannot afford to wait when leveraged positions begin to lose money, would probably be among the first to rush for the exit”*⁴⁸, inoltre la grande crescita dell'industria registrata negli ultimi anni, unita alla sovraesposizione del settore bancario verso gli Hedge funds e la maggiore complessità dei rischi che essi presentano rispetto a prodotti finanziari tradizionali, hanno contribuito all'apporto dell'industria hedge in termini di rischio sistematico. In particolare, è emerso che l'aumento del rischio nel settore dei fondi hedge è correlato ad una riduzione dei

⁴⁸ GARBARAVICIUS T. DIERICK F., Settembre 2005, *Hedge funds and their implications for financial stability*, p.47

rendimenti, provocato dall'aumento degli investimenti e degli *assets* in gestione. I *fund managers*, nel tentativo di aumentare i rendimenti e rimanere così sul mercato, sono costretti ad aumentare i livelli di indebitamento e ad utilizzare tecniche di investimento sempre più complesse, rischiose e difficilmente gestibili sotto tutti i punti di vista. Inoltre, un aumento del rischio all'interno di questo settore provoca un incremento delle correlazioni tra le varie strategie di investimento, *“Ciò è stato ben visibile nel 2008, quando numerosi hedge funds sono stati coinvolti nella crisi del mortgage bond: le perdite sono state realizzate dapprima dai fondi che adottavano strategie basate sulle cartolarizzazioni e, in seguito, anche dai fondi basati su strategie completamente diverse (ad esempio long/short equity). Le perdite di questi ultimi possono essere giustificate solo da una presenza dei titoli interessati dalla crisi all'interno dei portafogli di investimento e dalla vendita forzata provocata dalla necessità di reperire liquidità per far fronte ai margin calls”*⁴⁹. Ormai l'industria hedge era considerata una pedina importante all'interno del mercato, e la dottrina dominante era quella che gli Hedge fund fossero portatori di rischio sistemico in diversi modi, in particolare i fondi hedge *“could potentially pose a systemic risk which could be propagated through direct and indirect channel. A direct channel occurs when a collapse of a hedge fund (or group of hedge funds) holding large positions leads to forced liquidations of those positions*

⁴⁹ BURCHI A., 2011, *Investire in Hedge fund*, Edibank, pp. 24-25

at fire-sale prices. The impact on asset prices may be amplified through the use of leverage, whether created directly through the use of margin or indirectly through the embedded leverage of derivative positions. Such a disorderly unwinding could generate heavy losses to systematically important financial institutions. In the direct channel, a forced hedge fund liquidation exacerbates market volatility and reduces liquidity in key markets. Systemic risk can occur when correlations in assets classes increase during times of stress, or when the potential for herding amplifies market movements”⁵⁰.

Infine, vi è un terzo canale, tramite il quale i fondi hedge possono condizionare la stabilità dei mercati finanziari, ovvero quello dell'utilizzo di forme di *trading* opportunistico, mirate a manipolare a proprio vantaggio la formazione dei prezzi dei titoli relativi a determinati settori.

Come già accennato, in questa fase del dibattito sulla regolamentazione degli Hedge funds, prende campo l'idea che in realtà l'operatività di questi fondi non produca effettivi benefici al mercato come invece si credeva. Con la crisi del 2007 questa teoria venne rafforzata e gli Hedge fund iniziarono ad essere accusati di aver contribuito a far crescere la bolla e ad aver guadagnato dalle perdite prodottesi sui

⁵⁰ KING M. R. MAYER P., 2009, *Hedge funds and financial stability: regulating prime brokers will mitigate systemic risks*, p.6

titoli cartolarizzati dei mutui grazie ai *credit default swaps* scommettendo sul fallimento delle banche emittenti.

Ad alimentare questa teoria nel dicembre del 2008 fu la scoperta di quello che è ritenuto “*The Hedge Funds Enron Point*”, cioè una truffa da oltre 65 miliardi di dollari architettata da Bernard Madoff.

Per molti anni Madoff, dichiarando di gestire meno di 15 clienti, riuscì ad eludere i controlli della SEC e, solo in seguito, grazie ad alcune segnalazioni e ad una serie di ispezioni, venne a galla la gestione di almeno 16 clienti e il conseguente obbligo di registrazione presso la SEC.

La truffa messa in atto si basava su un concetto semplice: i soldi versati da chi entrava per ultimo nel fondo d’investimento servivano per liquidare i primi che chiedevano di uscire. Questo trucco, il cosiddetto “schema Ponzi” non fu scoperto fino a quando non crollò sotto il peso della frode stessa⁵¹.

Questo evento segnò sul piano reputazionale l’intera industria hedge, oltre a far emergere la necessità di qualche intervento regolatore al fine di ricreare un clima di fiducia da parte del pubblico degli investitori.

In questa terza fase del dibattito, i due profili analizzati nelle prime due fasi, focalizzati rispettivamente sui problemi di stabilità sistemica che i fondi ad alto

⁵¹ Si veda diffusamente RHEE, *The Madoff scandal, market regulatory failure and business education of lawyers*, in 35 Journ. Of Corp. L., 2010

leverage possono generare e sulla tutela degli investitori a seguito della *retailization* indiretta del mercato, si presentano congiuntamente. Inoltre, la preoccupazione che l'attività speculativa ed il *trading* particolarmente aggressivo praticato dai fondi hedge possa produrre effetti destabilizzanti per il mercato, si affiancano ai già esaminati "pericoli".

Con l'*Hedge Fund Transparency Act* del 20 gennaio 2009, il più significativo dei progetti di legge in materia di Hedge fund, cambiava completamente la prospettiva di regolamentazione, infatti l'attenzione non era più posta né a monitorare la loro operatività tramite la vigilanza su *prime broker*, né a richiedere al *fund manager* la registrazione sotto l'IAA, bensì assoggettava il fondo stesso ad obblighi di registrazione e *disclosure*. Ciò nonostante questa nuova regolamentazione non poteva ritenersi a tutti gli effetti una regolamentazione diretta degli Hedge fund, infatti secondo le nuove disposizioni gli Hedge fund avrebbero assunto la qualifica di *investment companies* ai sensi dell'ICA, ma sarebbero rimasti esenti dalla disciplina prudenziale dei *mutual funds* ed altri prodotti *retail*. L'obiettivo era dunque quello di riclassificare i fondi come *investment companies* e di sottoporli ad una più stretta vigilanza da parte della SEC. In particolare si imponeva ai fondi con *assets under management* di registrarsi presso la SEC; predisporre e conservare le scritture ed i libri contabili stabiliti dalla SEC; cooperare con la SEC in caso di richiesta di informazioni e di ispezione da parte di questa; ed infine inoltrare alla SEC, con cadenza annuale, una serie di informazioni riguardanti: dati identificativi

del fondo, società partecipante del fondo, il *prime broker*, la struttura proprietaria, l'esistenza di ulteriori legami tra il fondo ed altre istituzioni finanziarie, l'ammontare minimo richiesto per l'ingresso nel fondo e il numero totale degli investitori ed il valore corrente delle attività del fondo. Queste informazioni sono volte alla tutela degli investitori, ad esempio la conoscenza del taglio minimo delle quote e il numero degli investitori era pensato per tenere sotto controllo il livello di *retailization* del settore⁵².

L'*Hedge Fund Transparency Act* poteva rappresentare un passo importante nel percorso di regolamentazione di questi fondi e, con le dovute implementazioni da parte della SEC, avrebbe potuto produrre effetti importanti. Tuttavia, anche questa volta, si concluse con un nulla di fatto.

In sede di G-20 si è finalmente raggiunto un accordo, il contesto venutosi a creare dopo la crisi finanziaria globale aveva indotto *policymakers* e *regulators* a perseguire la stabilità dei sistemi finanziari internazionali e quindi si decise per far rientrare gli Hedge fund, soprattutto quelli rilevanti per la stabilità dell'intero sistema, tra le attività finanziarie da assoggettare ad una regolamentazione più stringente rispetto al passato. Fu dunque deciso che "*hedge funds or their managers will be registered and supervisors or regulators, including on their leverage,*

⁵² Si veda diffusamente KRUG A.K., *The Hedge fund transparency act of 2009*, Berkley center for law, Business and The economy white paper, 2010

necessary for assessment of the systemic risk that they pose individually or collectively". Inoltre si è stabilito che *"where appropriate, registration should be subject to a minimum size", "they will be subject to oversight to ensure that they have adequate risk management"* e che *"institutions which have hedge funds as their counterparties should have effective risk management. This should include mechanisms to monitor the funds' leverage and set limits for single counterparty exposures"*⁵³.

Dopo la riunione che ha coinvolto i banchieri centrali e ministri finanziari dei paesi del G-20 a Busan il 5 giugno 2010 e in occasione dell'incontro del G-20 a Toronto del 26-27 giugno 2010 è stato raggiunto un accordo su di una nuova regolamentazione degli Hedge fund il cui obiettivo venisse perseguito *"in an internationally consistent and non discriminatory way"*. Questa precisazione nasceva dal fatto che gli Stati Uniti e il Regno Unito si dimostrarono preoccupati a seguito del vertice del G-20 di Londra che proponeva una Direttiva sui gestori dei fondi alternativi. Questa direttiva venne letta come un tentativo di limitare la commerciabilità di quote di fondi hedge non UE presso gli investitori comunitari. Il segretario del tesoro USA, Tim Geithner, tramite due lettere inviate ai *policymakers* europei, espresse la sua preoccupazione sulle conseguenze che

⁵³ G-20, April 2, 2009, *Final declaration*, London Summit, p. 3

l'approvazione della normativa avrebbe portato sull'accesso e la permanenza dei fondi americani sul mercato europeo.

A supporto del tesoriere venne George Osborne, il quale espresse la sua perplessità in merito alle restrizioni alla commerciabilità *cross-border* previste nella bozza di Direttiva per i fondi extra UE⁵⁴.

Nel tempo ci si era resi conto che uno strumento tramite il quale i fondi hedge possono minacciare la stabilità dei mercati finanziari sono i *prime broker*, che svolgono servizi per attuare le strategie dei fondi. I *regulators* tuttavia ritenevano che fossero proprio loro i soggetti adatti a valutare ed eventualmente limitare l'assunzione eccessiva del rischio. Tuttavia, i *prime brokers*, per poter effettuare un'adeguata sorveglianza, dovevano possedere un'adeguata conoscenza su tutte le strategie di investimento e la struttura del portafoglio gestito dall'*adviser*. Ovviamente gli Hedge fund saranno restii nel svelare queste informazioni al mercato, infatti, spesso, questi fondi trovano nei *prime broker* un potenziale concorrente che gode della stessa libertà operativa e che potrebbe quindi innescare un effetto amplificatore dei fattori di rischio sistemico tramite i fenomeni di *hedging behavior* e *crowded trades*. In poche parole consegnare ad una delle grandi *investment bank*, che dominano il mondo dei servizi di *prime brokerage*, le

⁵⁴ Si veda diffusamente PARKER, *Hedge Funds win G20 support*, in Financial Times, Online edition, June 7, 2010

informazioni relative alle strategie di investimento seguite dagli Hedge fund sarebbe come voler proteggere l'agnello nascondendolo nella tana del lupo.

Gli Hedge fund per proteggersi e mantenere riservate le informazioni riguardanti le strategie di investimento si avvalgono dei servizi di una pluralità di *prime brokers*, in modo tale che nessuno sia a conoscenza di troppe informazioni. Da ciò deriva un evidente indebolimento della capacità di controllo, in quanto le informazioni necessarie sarebbero suddivise in una molteplicità di fonti. Inoltre l'elevato livello di interconnessione presente nel sistema a livello globale, potrebbe comportare il rischio di *shocks* a livello sistemico in due direzioni; la prima dove le difficoltà di un Hedge fund possono trasmettersi al *prime broker* ed a catena anche ad altri operatori (caso Bear Stearns), e la seconda tramite la direzione opposta ovvero dove le difficoltà dei *prime brokers* si trasmettono agli Hedge fund, che sono costretti a dismettere rapidamente consistenti posizioni in portafoglio, peggiorando ulteriormente la situazione (caso Lehman Brothers)⁵⁵.

Nasce quindi un nuovo approccio alla regolamentazione degli Hedge fund.

In primo luogo, il modello della regolamentazione semi-diretta via *fund manager* si affianca al modello della regolamentazione indiretta via *prime broker* che, congiuntamente, svolgono le funzioni di protezione dell'investitore e di monitoraggio del rischio sistemico. *Il fund manager* assume quindi il ruolo del

⁵⁵ Si veda diffusamente IOSCO, *Hedge Funds oversight*, Final report, March 18, 2009

soggetto designato a fornire alle autorità di vigilanza e controllo le informazioni relative ai veicoli d'investimento in gestione. In secondo luogo, nella nuova idea di regolamentazione si introduce, per la prima volta, l'ipotesi di una regolamentazione diretta degli Hedge fund, ovvero una disciplina prudenziale che opera direttamente sul veicolo d'investimento e pensata per limitare la totale libertà operativa di cui questa tipologia di fondi hanno sempre goduto.

3.3 Il Dodd-Frank Act

A seguito della crisi finanziaria globale, venne emanato il *Dodd-Frank Act* (DFA), promulgato dal Presidente Obama il 21 luglio 2010. Il provvedimento, il più grande nella storia degli Stati Uniti, mirava ad attuare una riforma del sistema finanziario. Questo provvedimento dedica numerose disposizioni agli Hedge fund e rimanda più specifiche norme alle autorità federali. Il sistema previgente viene stravolto, con l'emanazione del *Private Fund Investment Advisers Registration Act*⁵⁶, vi è l'introduzione dell'obbligo di registrazione come *investment adviser* per i gestori di *private funds*. A differenza di prima, dove i gestori dei fondi hedge avrebbero potuto esentarsi dall'obbligo di registrazione a patto che gestissero un massimo di 14 clienti, ora, invece, il gestore sarà obbligato a registrarsi presso la SEC come *adviser*

⁵⁶ Si veda diffusamente MURDOCK C.W., *The financial reform act: Will it succeed in reversing the causes of the Subprime crisis and prevent future crises?*, Loyola University Chicago School of Law, Research paper no. 2010-010

di *private funds*. Oltre all'obbligo di registrazione vengono inserite una serie di doveri di *information disclosure* per consentire alle autorità di avere maggiori informazioni sull'industria dei fondi hedge e permettere quindi una migliore capacità di supervisione. Il *private fund adviser* era dunque tenuto a fornire alla SEC, per ogni fondo in gestione, informazioni riguardanti l'*asset under management* e l'impiego del *leverage*, la tipologia di *assets* presenti nel portafoglio, le strategie di investimento, l'esposizione al rischio di controparte, le metodologie di valutazione delle attività del fondo e l'eventuale presenza di *side letters* che attribuiscono a determinati investitori condizioni più favorevoli rispetto ad altri. La commissione ha il potere di richiedere ai gestori di fondi informazioni aggiuntive ritenute "*necessary and appropriate in the public interest and for the protection of investors or for the assessment of systemic risk*". Tutte le informazioni in possesso della SEC dovranno essere condivise con un nuovo organismo introdotto dal *Dodd-Frank Act*, il *Financial Stability Oversight Council* (FSOC). Questo nuovo organismo di vigilanza è composto da due tipologie di soggetti, i *voting members* e quelli privi del diritto di voto. I primi sono il Segretario del Tesoro, che svolge il ruolo di presidente, i vertici delle principali agenzie di vigilanza statunitensi, ad esempio FED, SEC, CFTC e un membro scelto dal Presidente degli Stati Uniti con il consenso del Senato tra personaggi con comprovata esperienza nel settore delle assicurazioni. I *non-voting members* sono invece il direttore dell'*Office of Financial Research* e quello del *Federal Insurance Office* e tre supervisori statali

dei settori bancario, mobiliare ed assicurativo. Infine alla SEC è permesso introdurre *sets* di regole specifiche in base alle “*different classes of fund advisers, based on the type or size of private funds being advised*”⁵⁷.

Regolamento a parte è invece stato pensato per i gestori di *mid-sized private funds*, cioè quei fondi con *asset under management* inferiore a 150 milioni di dollari negli Stati Uniti. La SEC prevede anche per questi degli obblighi di *record keeping* e di *reporting* tali da garantire un’adeguata protezione agli investitori. Inoltre spetta sempre alla commissione il compito di valutare se questi fondi possano contribuire a generare rischi sistemici e quindi predisporre procedure di registrazione e controllo sui gestori dei fondi. La SEC ha tarato il contenuto e la frequenza degli obblighi di *reporting* distinguendo i gestori in tre categorie, *Liquidity Funds* definiti come “*any private funds that seeks to generate income by investing in a portfolio of short term obligations in order to maintain a stable net asset value per unit or minimize principal volatility for investors*”; *Private Equity Funds* definiti “*any private fund that is not a hedge fund, liquidity fund, real estate fund, securitized asset fund or venture capital fund*” e infine *Hedge Funds* che vengono invece definiti come “*any private fund having one of three common characteristics of a hedge fund: a) a fund with respect to which one or more investment advisers may be paid a performance fee or allocation calculated by taking in to account*

⁵⁷ Si veda diffusamente Section 404 (2) PFIARA

unrealized gains; b) a fund that may borrow an amount in excess of one half of its net asset value or may have gross notional exposure in excess of twice its net asset value; c) a fund that may sell securities or other asset short or enter into similar transactions". All'interno di questi ultimi viene posta una maggiore attenzione per i *large hedge funds advisers*, ovvero vengono richieste informazioni più dettagliate a quei *managers* che gestiscono *asset under management* complessivo di 1.5 miliardi di dollari.

Lo scopo finale è quello di permettere alle autorità di controllo di osservare un settore fino ad ora rimasto in ombra ed essere in grado, qualora necessario, di intervenire sul mercato con norme mirate in funzione della rilevanza sistemica del fondo⁵⁸.

Nel *Dodd-Frank act* troviamo accanto alla regolamentazione tramite *fund manager* appena descritta, anche il modello di regolamentazione diretta del fondo. Il compito principale del FSOC, assegnatoli dal FSA, è quello di prevedere ed identificare i rischi posti al sistema finanziario statunitense da parte di quegli intermediari finanziari considerati "*too big to fail*". L'obiettivo principale del DFA è quello di prevenire, al contrario di quanto successo durante la crisi del 2008, il pericolo di

⁵⁸ Si veda diffusamente DEPARTMENT OF THE TREASURY, *Financial regulatory reform. A new foundation: rebuilding financial supervision and regulation*, June 17, 2009

moral hazard creato da eventi straordinari e a questo scopo stabilisce una più stringente regolamentazione per le imprese di rilevanza sistemica.

Oggi, gli Hedge fund di grandi dimensioni e quelli che utilizzano un elevato livello di *leverage* vengono considerati come “*nonbank financial companies*”, e come tali potranno essere sottoposte alla supervisione ed agli standards prudenziali determinati dalla SEC, tra cui: requisiti di capitale *risk-based*, limiti all’impiego del *leverage*, requisiti di liquidità e requisiti di *risk management*.

Con il DFA si continuava dunque sulla falsa riga delle precedenti direttive, non si ponevano vincoli normativi troppo stringenti, onde evitare una delocalizzazione o qualche variazione operativa volta ad eludere i nuovi vincoli normativi, bensì una regolamentazione prudenziale legata alla supervisione del rischio sistemico portato dai fondi⁵⁹.

Ultima, ma non per importanza, va citata la *Volcker Rule* cioè quella disposizione volta a limitare la capacità operativa delle banche commerciali a cui è stato imposto il divieto di svolgere in modo autonomo alcune attività finanziarie speculative. Questa disposizione prende il nome dell’economista americano Paul Adolph Volcker, ex presidente della FED (1979-1987), che dopo la crisi finanziaria globale è stato uno dei principali sostenitori della teoria che alle imprese che esercitano

⁵⁹ Si veda diffusamente GRIFFITH C., *Dodd-Frank may impose new obligations on managers of large hedge fund and plan asset Hedge funds that enter into swap*, August 13, 2010

attività di intermediazione creditizia finanziandosi tramite la raccolta di depositi non debba essere consentito di operare come rivenditori sul mercato dei titoli.

Le ragioni alla base di questa tesi sono principalmente due. La prima comprende il rischio di un uso sproporzionato di leva finanziaria, dovuto alla duplice attività svolta dagli intermediari finanziari, che consentirebbe di finanziare le attività speculative, sia attraverso l'uso sia di fondi propri, che quelli derivanti dall'attività di banca commerciale, ad un costo inferiore. Si vuole quindi evitare che i benefici di cui godono le banche commerciali, in ragione del loro ruolo a sostegno dell'economia reale, vengano indirettamente utilizzati per favorire attività che non rientrano propriamente tra quelle di *core banking*. In secondo luogo, la percezione diversa di cui potrebbero godere quei fondi gestiti direttamente dalle banche, le quali, in caso di periodo sfavorevole, potrebbero intervenire e fornire supporto finanziario rendendo questi fondi più sicuri e finanziati a condizioni migliori rispetto ad uno non collegato ad una banca.

Questa norma riscosse un ampio gradimento popolare, soprattutto a seguito di eventi di frode verificatesi in quegli anni. Nonostante ciò il testo finale ne uscì completamente ridimensionato, quello che doveva essere un divieto assoluto, finì per comprendere una serie di eccezioni indicate come "*permitted activities*". Tra queste rientravano la possibilità di negoziare in conto proprio i titoli pubblici, la negoziazione con finalità di copertura e la negoziazione con finalità di *market making* o di *underwrititng*, permesse al fine di salvaguardare la liquidità dei mercati

e la capacità di gestione del rischio da parte degli intermediari. In pratica ciò che veniva realmente vietato era il *proprietary trading*. Il compito di supervisionare sulle attività permesse e quelle non permesse spetta alle diverse *authorities* competenti attraverso regolamenti emanati in base alle linee guida del FSOC. Tuttavia le attività che sono considerate “*permitted*” dalla legge potrebbero non essere considerate allo stesso modo dalle autorità di controllo competenti nel caso in cui esse siano in grado di produrre conflitti di interesse tra le banche e le sue controparti, o che ci sia un’esposizione rilevante da parte della banca su attività ad alto rischio o che possano arrecare minaccia alla stabilità finanziaria degli Stati Uniti⁶⁰. Nella versione finale viene inoltre intesa come *permitted activity* anche l’attività di *sponsoring* dei fondi, nel dettaglio viene consentito alle banche la gestione dei veicoli d’investimento, ma vengono posti dei limiti. In primo luogo il collocamento delle quote dei fondi può essere effettuato solo presso soggetti a cui la banca è già legata da un rapporto contrattuale che ha per oggetto la prestazione di tali servizi. In secondo luogo, deve essere dichiarato per iscritto e comunicato agli investitori che le banche non assumono alcun impegno di garanzia o di copertura delle perdite del fondo. In terzo luogo i fondi non devono possedere la stessa denominazione o una minima variazione della banca promotrice per evitare

⁶⁰ Si veda diffusamente, WHITEHEAD C.K., *The Volcker rule and evolving financial markets*, Cornell law faculty publication no. 184, 2011

che la banca si assuma il rischio reputazionale dovuto alle perdite del fondo. Infine viene vietato agli amministratori o a qualsiasi dipendente della banca di possedere quote del fondo sponsorizzato.

Solo ai fondi che rispettano tutte le citate condizioni, la *Volcker Rule* permette l'investimento nel settore hedge da parte delle banche commerciali, rientrando comunque nei limiti della "3 and 3 rule" della *section 619* del *Dodd-Frank Act*. Attraverso questa regola si pongono limiti alle quote di pertinenza della banca su ogni singolo fondo sponsorizzato e l'ammontare complessivo degli investimenti della banca in fondi sponsorizzati che non possono eccedere il 3% del *tier 1 capital* della banca. Inoltre è bene ricordare che, al fine di evitare che i fondi hedge gestiti dalle banche che hanno accesso alla *safety net* pubblica e quindi la possibilità di ricorrere al *leverage* a costi inferiori rispetto a quelli di mercato, è vietato alle banche di assumere il ruolo di *prime brokers*⁶¹.

In conclusione possiamo dire che, al fine di monitorare al meglio il rischio sistemico relativo agli Hedge fund, viene effettuata una regolamentazione semi-diretta, attraverso la vigilanza sul gestore, una regolamentazione diretta, tramite l'introduzione di una disciplina diretta sui fondi sistematicamente rilevanti ed infine una regolamentazione indiretta, volta a prevenire la diffusione di rischi finanziari

⁶¹ Si veda diffusamente GAVER G.N., BROWN S.M., CLARKE R.L., HOFF C.L., *Implications of the Volcker Rule, managing hedge fund affiliations with banks*, Vol. 3 No.10, March 11, 2010

dai fondi hedge ad altri operatori, attraverso la regolamentazione dei rapporti tra veicoli d'investimento e banche commerciali ed imponendo norme che garantiscono la corretta valutazione del merito di credito da parte dei *prime brokers*.

CAPITOLO 4

RUOLO NELLE CRISI FINANZIARIE

4.1 Dimensioni del settore hedge

Esistono diversi database che cercano di raccogliere dati sui rendimenti e sulle performance del settore, compito reso difficile dalle caratteristiche di questi tipi di fondi che non hanno alcun obbligo di *disclosure*.

I più conosciuti database sono quelli di HFR⁶², Preqin⁶³ e Credit Suisse⁶⁴, i quali forniscono dati anche molto diversi tra loro.

Le ragioni alla base di queste discrepanze nei risultati sono molteplici, la principale è senza dubbio la forte riservatezza che caratterizza questo settore, gli Hedge fund raramente forniscono dati sui propri rendimenti o sulle proprie strategie, per timore

⁶² HFR is a global leader in the creation of custom & customizable performance benchmarks for leading financial institutions and institutional investors. Disponibile al sito <https://www.hfr.com/>

⁶³ Preqin is a leading source of data and intelligence for the alternative assets industry. Operating from office in New York, London, Singapore, San Francisco, Hong Kong, Chicago, Sydney, Dubai, Bangalore, Manila and Guangzhou. Disponibile al sito <https://www.preqin.com/>

⁶⁴ Credit Suisse is a leading global wealth manager with strong investment banking capabilities. Disponibile al sito <https://www.credit-suisse.com/>

che queste possano essere utilizzate anche da altri fondi riducendo così il vantaggio competitivo del quale godono. Un'altra motivazione si trova nel caso dei fondi falliti, i quali vogliono evitare che la notizia possa influenzare negativamente la reputazione e la stabilità di altri fondi gestiti dalla stessa società. Diversamente i fondi che vogliono farsi conoscere dal mercato e che possono vantare storie di rendimenti positivi tenderanno ad apparire su questi database.

Altra causa della divergenza dei dati presenti nei database è dovuta alla non chiarezza riguardo ad una definizione univoca su questi fondi, a seconda dei criteri utilizzati infatti, ci potranno essere conteggi diversi su quelli che sono i numeri dei fondi e di conseguenza anche sul patrimonio in gestione.

Esistono diversi tipi di distorsioni, che prendono il nome di *backfill bias*, *survivorship bias* e *end of life bias*, che non permettono a questi indicatori di rappresentare in modo esaustivo il mondo hedge. Più nel dettaglio, il *backfill bias* è dovuto dal fatto che i gestori creano un fondo hedge attraverso un *seed capital* e solo successivamente iniziano a pubblicare i propri risultati e, naturalmente, solo se questi sono positivi. Anche i risultati precedenti all'inclusione in un determinato indice, se particolarmente positivi, vengono comunicati e inseriti nel database. Questo comporta sì una banca dati più completa, avendo a disposizione una serie storica più lunga, ma allo stesso tempo i dati risultano distorti verso performance migliori rispetto alla realtà.

Seconda distorsione è il *survivorship bias* comune a tutti i tipi di benchmark. La distorsione si ritrova nel fatto che generalmente si tende a rappresentare solo i rendimenti dei fondi esistenti, escludendo di fatto i fondi precedentemente inclusi nei database ma che hanno cessato la propria attività. Ogni anno inoltre si verificano innumerevoli ingressi ed uscite dal mercato, accentuando questo tipo di distorsione, infatti in seguito all'uscita dal mercato degli Hedge fund meno efficienti rimangono nel database solo quelli con performance migliori migliorando la percezione di questo settore. Caso opposto si verifica, quando sono i fondi efficienti ad uscire dal mercato. Questo evento è generalmente dovuto dal fatto che alcuni fondi preferiscano non attrarre nuovi investitori avendo già raggiunto i limiti prefissati dalla legge.

Ultimo tipo di distorsione è l'*end of bias*. In questo caso i rendimenti rappresentati dagli indici di Hedge fund sono distorti positivamente, escludendo i fondi con i rendimenti peggiori, a causa del fatto che quei fondi che si trovano in difficoltà interrompono la pubblicazione dei rendimenti particolarmente negativi negli ultimi mesi prima della liquidazione⁶⁵.

Nonostante questi limiti, è possibile effettuare un'analisi sulla dimensione del settore e del ruolo che gli Hedge fund svolgono nel contesto finanziario.

⁶⁵ Si veda diffusamente KAISER D., HABERFELNER F, *Hedge fund biases after the financial crisis*, managerial finance vol. 38 no. 1, 2012

La crescita degli *asset* e della leva finanziaria nell'industria degli Hedge fund dal 1990 ad oggi è stata esponenziale. In particolar modo i grossi fondi svolgono un ruolo chiave in questa crescita. L'aumento delle masse gestite da 39 miliardi USD del 1990 a 1.870 miliardi USD del 2007 è da attribuire in gran parte ai fondi più importanti, che ad inizio 2008 controllano circa il 70% del mercato⁶⁶. Un altro ruolo importante è stato giocato dal processo di *reitalization* che ha permesso anche ad investitori con non elevate disponibilità patrimoniali di investire in questo mercato grazie alla parallela crescita dei fondi di hedge. Si consideri che la quota di clientela privata con elevate disponibilità patrimoniali è scesa al 40% del 2006 dall'oltre 60% del 1997⁶⁷. L'ampiezza raggiunta dall'industria degli Hedge fund è importante, alcune stime mostrano che le attività degli Hedge fund nel 2008 ammontano a circa 1.600 miliardi USD a fronte delle posizioni assunte che sono stimate a circa 3.700 miliardi USD. Naturalmente l'utilizzo della leva finanziaria permette di movimentare masse di capitali maggiori rispetto a quelle realmente raccolte⁶⁸. La crescita è stata notevole, tra il 1990 ed il 2008, si è assistito ad un

⁶⁶ Si veda diffusamente SEIDES T., *Understanding Hedge Fund fundamentals and trends*, CFA Institute Conference Proceedings Quarterly, 2008

⁶⁷ Si veda diffusamente FSF, *Update of the FSF report on High Leveraged Institutions*, May 2007

⁶⁸ Si veda diffusamente LO A., *Hedge Funds, Systemic risk and the Financial crisis of 2007-2008*. U.S. House of Representatives Committee on Oversight and Government reform, 2008

aumento del 23% annuo degli *asset* e del 22% circa per quanto riguarda le posizioni sul mercato.

Figura 4.1 Numero di Hedge Fund a livello globale

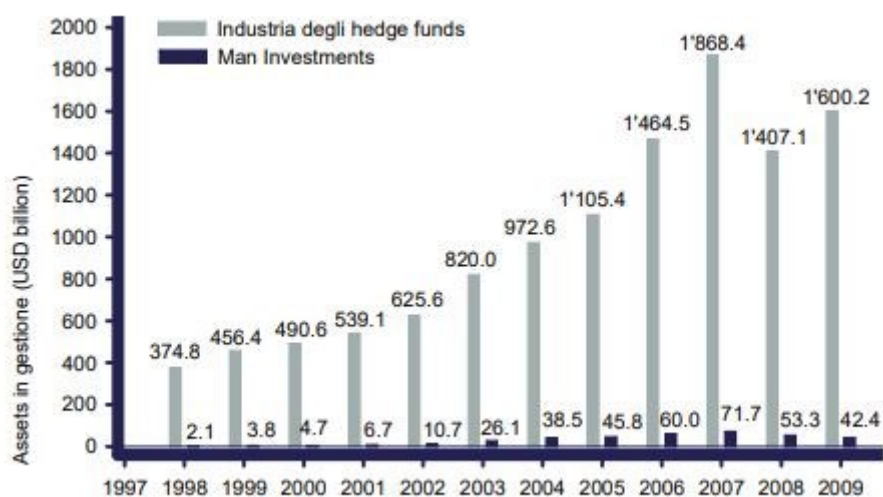


Fonte: Hedge Fund Research Inc

Una frenata si è verificata in corrispondenza della crisi dei mutui *subprime* nel 2008, durante la quale si ebbe un periodo di difficoltà nel mercato del credito. Durante questi anni ad una riduzione del 14% degli *asset*, è corrisposta una riduzione del 31% delle posizioni sul mercato. In quel periodo l'ambiente finanziario fu caratterizzato da finanziamenti scarsi, bassa liquidità e numerosi disinvestimenti che rendevano complicato l'operato degli Hedge fund. Tale crisi colpì questo settore per tre principali motivi, primo su tutti fu la bancarotta dichiarata da Lehman Brothers che rappresentava la principale controparte dei fondi speculativi nelle operazioni di *short selling* e leva finanziaria. La banca possedeva circa il 5% del

business globale di *prime brokerage*, ovvero circa 100 miliardi di dollari. In secondo luogo troviamo il divieto di vendite allo scoperto che ha di fatto limitato la capacità operativa dei fondi e ha colpito quei fondi con esposizioni corte sul settore finanziario fatte in un'ottica di medio/lungo periodo. Ultimo è il crollo dei mercati azionari, in particolar modo i più importanti in cui gli Hedge fund investivano, che contribuirono alle grandi perdite subite dall'industria hedge.

Figura 4.2 Mercato globale Hedge Fund: Assets in gestione

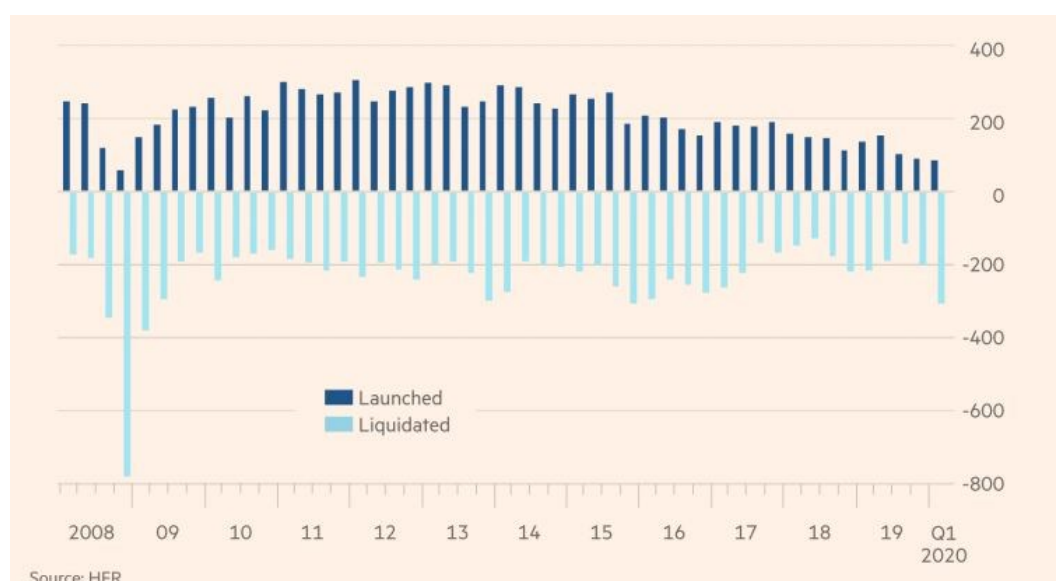


Fonte: Hedge Fund Research Inc

Negli anni successivi, la crisi avvenuta negli Stati Uniti si trasferì su numerosi istituti di credito europei, interrompendo una ripresa già incerta. Le tensioni di paesi come Grecia, Portogallo, Irlanda, Spagna e Italia si sono subito riflesse su tutti i mercati finanziari, aumentando l'incertezza e il clima di sfiducia. La situazione creata generò ulteriori perdite per i fondi hedge internazionali.

Dopo una timida ripresa, il 2016 si è chiuso con un rialzo del 3% per l'industria hedge nonostante la crisi finanziaria avvenuta a cavallo tra la fine del 2015 e i primi mesi del 2016 causata principalmente dalla caduta del prezzo del petrolio, il crollo della borsa di Shanghai e l'aumento dei tassi da parte della FED. Tutte queste situazioni si riversarono sul mercato internazionale e causarono ingenti perdite per quei fondi che utilizzavano principalmente strategie *equity*, inoltre, come riportato nel grafico seguente, le chiusure di Hedge fund hanno di fatto superato le aperture.

Figura 4.3 Estimated number of funds launched or liquidated worldwide



Fonte: Fletcher L., 2020, *Hedge Fund seize up in tough markets*, *Financial Times*

Nonostante questi dati non siano del tutto positive, questo discorso non vale per tutti. Infatti nel 2016 i primi sette gestori di Hedge fund hanno guadagnato circa 10,6 miliardi di dollari. Questo dimostra che nonostante il trend non sia dei più rosei

i “colossi” di questo settore continueranno a generare risultati più che positivi, risentendo solo in minima parte della crisi.

4.2 Ruolo nella crisi dei mutui subprime

Durante i grandi shock finanziari gli Hedge fund sono stati spesso individuati come pedine fondamentali delle crisi, soprattutto a causa delle strategie di gestione attiva che caratterizzano questo settore. Alcuni studi hanno dimostrato che, durante gli shock, gli Hedge fund aumentano il loro volume di negoziazioni portando benefici ai mercati finanziari. Come già detto è proprio il binomio benefici-criticità degli Hedge fund fonte di ampio dibattito, soprattutto lo fu a seguito della crisi dei mutui *subprime* del 2008.

La crisi ebbe inizio negli Stati Uniti già nel 2006, ma le cause scatenanti risalgono ai primi anni duemila, quando ci fu un aumento consistente dell'erogazione di mutui ad alto rischio, ovvero ad individui che in tempi normali non avrebbero mai potuto ottenere un prestito a causa dell'impossibilità di fornire le adeguate garanzie. La diffusione di questi mutui è stata favorita dalla crescente pratica della cartolarizzazione del debito, la quale permetteva la trasformazione del mutuo in titoli e il successivo trasferimento alle società veicolo, che permetteva di recuperare in anticipo una buona parte del credito. La mancanza di uno screening approfondito sull'affidabilità dei clienti da parte delle banche unito ad una politica ribassista sui tassi d'interesse dei mutui permettevano a chiunque di contrarre un debito. Per

ovviare a questo problema, la FED decise di innalzare i tassi d'interesse interbancari. I mutui divennero sempre più costosi e le rate dei mutui stabilite divennero insostenibili per alcune famiglie. Nel 2007 ci fu un calo nella valutazione dei debiti cartolarizzati da parte delle agenzie di rating, tali titoli divennero illiquidi, mettendo in grande difficoltà quelle società veicolo che furono costrette a chiedere finanziamenti alle banche emittenti. Visto il contesto di incertezza e potenzialmente critico che si era venuto a creare molti veicoli trovarono difficoltà nel reperire credito dagli istituti finanziari e si ebbe un ulteriore aumento dei tassi interbancari. Le banche andarono incontro ad ingenti perdite dovute all'esposizione verso le società veicolo e a causa dei debiti contratti con i fondi d'investimento che avevano deciso di investire sui titoli cartolarizzati. Le banche si trovarono quindi in un momento di grandi difficoltà, sia dal punto di vista economico che finanziario, finendo per causare un nuovo periodo di instabilità dei mercati. Il culmine si verificò con la bancarotta della Lehman Brothers, le autorità americane decisero di non fornire sostegno ad una delle più grandi istituzioni finanziarie del momento, aumentando ancora di più la sfiducia generale sulla stabilità del sistema bancario. La crisi si espanse anche a tutti gli altri settori, andando a coinvolgere sia il mercato azionario che quello dei derivati, mettendo in luce il forte grado di correlazione tra

i sistemi finanziari. La crisi si diffuse inoltre anche in Europa grazie alle strette relazioni tra banche europee e statunitensi⁶⁹.

A seguito della crisi si crearono due diverse correnti di pensiero, i manager dei fondi che sostenevano di essere stati danneggiati dallo shock e dall'altra parte chi sosteneva che fu proprio il ruolo svolto dai fondi speculativi all'interno del mercato ad aver aggravato e diffuso gli effetti della crisi. Le accuse si basavano sulla convinzione che la presenza dei fondi speculativi aumentasse il grado di volatilità dei mercati.

La "colpa" principale attribuita agli Hedge fund era antecedente al manifestarsi della crisi e riguardava il trading sui *collateral debt obligation* (CDO), ovvero obbligazioni che avevano come garanzia un debito. Durante la crisi il debito era rappresentato dal mutuo concesso dalle banche e poi cartolarizzato ed affidato alle società veicolo. Visto il periodo favorevole che stava attraversando l'economia questi debiti erano considerati con un basso profilo di rischio ed alti rendimenti, in poche parole rappresentavano lo strumento perfetto per soddisfare l'enorme quantità di liquidità richiesta dal mercato e che non poteva essere raggiunta tramite la solita raccolta di risparmio pubblico.

⁶⁹ Si veda diffusamente HASKIN B.J., DAVIS J.G., FLYNN J.C., *Under the microscope valuation and hedge fund*, Journal of investment compliance VOL 10 NO. 3, 2009

Nel 2006 circa il 50% dei CDO era nelle mani degli Hedge fund. La mancanza di regolamentazione su questi fondi permise un abuso nel *trading* di questi strumenti, tuttavia non ci furono abbastanza evidenze per attribuire le colpe della crisi ai fondi speculativi.

Come già detto in precedenza uno dei fattori che hanno senza dubbio influito è stato il crollo del colosso Bear Stearns, ed un'analisi di questa vicenda consente di capire meglio le dinamiche dei fondi speculativi durante la crisi.

In primis Bear Stearns è stata una banca d'investimento statunitense, la cui attività era basata soprattutto sulla negoziazione di strumenti simili ai CDO e altri strumenti derivati. Fu una delle banche che emesse più *Asset Backed Securities* (ABS) ponendo come garanzia i mutui ipotecari, facendo ricorso in larga scala alla cartolarizzazione del debito. I primi segnali di un pericolo di crollo si ebbero quando i prezzi delle case cominciarono a diminuire e i titoli cartolarizzati a perdere il loro valore fino a quando ci fu la svalutazione totale dei titoli e dei derivati garantiti sui mutui. La strategia attuata dai fondi hedge per conto della banca si basava principalmente in trading su CDO che permette di avere rendimenti sufficienti alla mole di investimenti necessari al fondo ed un largo uso della leva finanziaria per poter comprare un numero maggiore di CDO ed ottenere quindi ritorni maggiori da obbligazioni garantite. Il tutto veniva coperto attraverso l'uso di *Credit Insurance Swap* (CDS) che permetteva alla banca di coprirsi dal rischio di credito a fronte di un pagamento periodico di un premio. Infine veniva utilizzata una strategia di "*Roll*

in” tramite la quale generava un guadagno netto dato dal rendimento dei suoi investimenti a fronte dell’indebitamento e al pagamento dei premi per i CDS. Al tempo questa strategia sembrava quasi infallibile, tuttavia non era possibile coprire tutti i rischi connessi a questo tipo di investimento, in particolar modo non si erano fatti i conti con la possibilità di eventi estremi, come poi realmente accadde.

Nel 2007 la banca investì oltre 3 miliardi di dollari per acquistare strumenti di garanzia contro il rischio di default, ma alla fine dello stesso anno la banca registrò una perdita di oltre 850 milioni di dollari. Nel gennaio successivo la situazione dal punto di vista delle perdite si aggravò ulteriormente a causa dell’agenzia di rating Moody’s che diede una valutazione BAA alle obbligazioni della banca rendendole di fatto delle obbligazioni spazzatura (*Junk Bonds*) e rendendole quindi illiquide. La banca fallì nel 2008 con gravi ripercussioni sul sistema finanziario.

Questa situazione illustra in modo chiaro come un non corretto utilizzo della leva finanziaria possa rivelarsi dannosa, soprattutto in una fase di declino dei prezzi. Il coefficiente di leva finanziaria raggiunto in quegli anni dai due fondi della banca era pari a 32, numeri che resero impossibile il risanamento e costrinse la banca a liquidare tutti i suoi *asset*. L’errore più grande fu quello di non considerare un corretto matching tra le scadenze tra i prestiti a breve termine e l’investimento in strumenti finanziari a lungo termine, infatti i prestiti erano generalmente negoziati

con tassi *overnight*, mentre gli investimenti erano su obbligazioni a medio lungo termine⁷⁰.

In conclusione, si può dire che l'esistenza di fenomeni di *crowded trades* e l'aumento della correlazione tra le diverse strategie del mondo hedge possono condurre a situazioni di rischio sistemico. Nel caso della crisi appena analizzata infatti la situazione di stress venutasi a creare, sommato alla mancanza di liquidità e alla eccessiva concentrazione di operatori con portafogli basati su strategie simili, abbiano contribuito ad alimentare, in breve tempo, la crisi.

4.3 Possibili scenari futuri

In uno studio condotto da Preqin, viene effettuata una previsione a cinque anni su questo settore, con il contributo di più di 300 gestori di fondi e 120 investitori istituzionali.

Dopo la grande crisi finanziaria che ha fortemente influito sulle prestazioni del settore, anche il 2016 è stato un anno complesso, infatti anche se il mercato azionario ha fatto un notevole balzo in avanti, lo stesso non si può dire dei fondi hedge, il cui indice è salito solo del 3%. Il 2017, è stato caratterizzato da una piccola crescita, circa il 7%, mentre per il 2018 si è andati incontro ad una leggera perdita

⁷⁰ Si veda diffusamente CAVE A., HUBNER G, SOUGNE D., *The market timing skills of hedge funds during the financial crisis*, Managerial Finance VOL 38 NO 1, 2012

(-0,68%). Questi rendimenti sono dovute da cause diverse ma il periodo e gli avvicendamenti non hanno di certo aiutato.

Il rapporto emesso da questo studio intitolato *“The future of alternatives: The classes of 2023”*, cerca di fare una previsione per i prossimi anni sui possibili sviluppi di questo settore.

Riguardo alla crescita del settore lo studio ipotizza una crescita del 31% nei prossimi anni, raggiungendo circa i 4,7 trilioni di dollari gestiti, l'aumento meno significativo in termini percentuali rispetto a tutte le classi di attività alternative. La maggioranza degli investitori e dei gestori prevede di mantenere comunque stabile il livello di esposizione verso questo settore e si prevede quindi una crescita costante nei prossimi anni. Insieme a questa crescita costante ci si aspetta un'intensa attività nel settore perché gli investitori continueranno a cercare di riequilibrare continuamente il loro portafoglio a seconda degli obiettivi che perseguono e le varie fasi del mercato.

Altra previsione riguarda le potenziali tipologie di investitori che saranno attivi nel settore, le quote di capitali più rilevanti si aspettano da istituzioni, fondazioni, fondi sovrani e piani di dotazione. Solo una minoranza ritiene che il settore privato e i fondi pensioni pubblici siano coloro da cui ci si aspetta una affluenza di capitale maggiore. Tuttavia, gli investitori attuali non hanno le stesse esigenze e le stesse richieste degli investitori di 15 anni fa, quindi, per attirare del nuovo capitale, i gestori dovranno adattare le loro offerte ed adeguarsi ai nuovi investitori.

Ad oggi gli Hedge fund attivi sono circa 14.800, nonostante il calo del numero dei nuovi manager che entrano nel settore ogni anno, i gestori sono convinti che ci sarà un ulteriore consolidamento del settore nei prossimi anni. Infine va tenuta in considerazione l'influenza della tecnologia. Le nuove tecnologie, come la *blockchain*, le criptovalute e i *big data*, si presume possano portare un notevole contributo nel ridurre i costi e nel trovare fonti di *alpha*. In conclusione, il modo in cui i gestori sapranno adattarsi ed evolversi per soddisfare le sempre nuove richieste degli investitori determinerà il loro successo e la loro permanenza sul mercato⁷¹.

Dal punto di vista normativo, nel terzo capitolo sono state esposte le criticità che caratterizzano la disciplina degli Hedge fund, si possono ipotizzare alcune proposte al fine di integrare le normative vigenti ed ovviare ad alcuni dei problemi individuati.

In primo luogo, potrebbe essere oggetto di controllo il ruolo che gli Hedge fund svolgono all'interno del *shadow banking system* e di indagare sulle modalità in cui essi sono coinvolti nelle dinamiche di questo sistema di intermediazione creditizia non bancaria, che contribuisce a creare pericoli di instabilità del sistema finanziario e di danno per l'economia reale. In particolare va valutata la possibilità di una

⁷¹ Si veda diffusamente PREQIN, *The future of alternatives: the classes of 2023*, Prequin Ltd., 2008 disponibile al sito web <https://www.preqin.com/>

regolamentazione diretta dei veicoli hedge che effettivamente operano in questo “sistema ombra”⁷².

Altro punto da toccare è sicuramente quello del processo di *retailization* che sta rendendo l’industria dei fondi hedge una componente standard di qualsiasi portafoglio. Il problema principale lo si trova nel fatto che alla diffusione di una forma di investimento così complessa nel portafoglio di un numero sempre maggiore di istituzioni finanziarie, non sempre corrisponde la capacità degli investitori di operare una scelta ottimale dei fondi in cui investire compromettendo la stabilità del sistema finanziario. Una soluzione per ovviare a questo problema sarebbe quella di restituire quel carattere di “esclusività” che caratterizzava inizialmente questi tipi di investimento, e di ricercare un più alto livello di qualità sia dal punto di vista della domanda che da quello dell’offerta.

Riguardo al lato della domanda, il sempre crescente livello di complessità dei mercati dei prodotti finanziari sfocia in un sempre maggior livello di asimmetria informativa che rende difficile anche per gli investitori cosiddetti sofisticati compiere scelte di investimento del tutto consapevoli. Altra questione è quella che riguarda i requisiti richiesti per essere qualificato come *sophisticated investor*, attualmente tutte le varie nozioni di *accredited investor*, *qualified purchaser* e

⁷² Si veda diffusamente FINANCIAL STABILITY BOARD, *Shadow banking: scoping the issues*, 12 aprile 2011, disponibile al sito <https://www.fsb.org>

qualified client si fondano esclusivamente su requisiti di natura monetaria e patrimoniale. L'idea potrebbe essere quella di verificare che l'investitore sia realmente in possesso di *such knowledge and experience in financial and business matters* da risultare capace di comprendere i rischi ed i benefici dell'investimento. Dal punto di vista dell'offerta invece sono due gli aspetti oggetto di ulteriore approfondimento, il primo riguarda i requisiti operativi necessari al rilascio della licenza per operare come *private fund adviser* e il secondo relativo alla scarsa trasparenza che contraddistingue questo mercato.

Riguardo al primo punto, allo stato attuale è sufficiente la sola registrazione, si potrebbe quindi pensare a dei requisiti operativi, come proposto precedentemente per l'investitore, a cui subordinare il rilascio della licenza per poter operare come *private fund adviser*. La questione non è così semplice in questo caso, infatti non sarebbe sufficiente un'iniziativa della SEC come nel caso dell'investitore ma, occorrerebbe effettuare una vera e propria riforma legislativa.

In secondo luogo, riguardo al problema della scarsa trasparenza è stata avanzata una proposta da una recente dottrina che suggerirebbe la costituzione di una *Self Regulatory Organization* (SRO) a cui affidare, sotto la supervisione della SEC, il compito di definire criteri standardizzati per la diffusione delle informazioni al fine di renderle affidabili e facilmente comparabili tra loro. Il raggiungimento di questo

traguardo porterebbe indubbi benefici contro gli effetti tipici del processo di selezione avversa generata da situazioni di *hidden information*⁷³.

La nuova regolamentazione statunitense è quindi il prodotto della crisi finanziaria globale e delle nuove esigenze di stabilità dei mercati finanziari che ne sono conseguite.

⁷³ Si veda diffusamente MARTIN C.S., *Is systemic risk prevention the new paradigm? A proposal to expand investor protection principles to the Hedge Fund industry*, St. John's Law Review, 1 Agosto 2011

CONCLUSIONI

In questo lavoro si è cercato di fare chiarezza sul mondo degli Hedge fund ancora oggi circondato da un alone di mistero. L'analisi si è svolta principalmente dal punto di vista normativo ed ha cercato di mettere in luce i rischi e i benefici che le attività di questi fondi possono portare al sistema finanziario.

La nuova regolamentazione di questo settore è il prodotto della crisi del 2008 e delle nuove esigenze di stabilità dei mercati finanziari che ne sono conseguite.

Nello specifico della situazione statunitense, la disciplina introdotta con il *Dodd-Frank Act*, è la combinazione di modelli di regolamentazione diretta ed indiretta, che interessano il gestore del fondo in primis, le relazioni tra il fondo ed altri istituti finanziari, i soggetti ammessi ad investire e infine il fondo stesso.

La strada scelta è stata quella di concedere alle autorità, quando e se occorra predisporre delle regole più stringenti, la facoltà di implementare i principi generali tramite normative secondarie che mirino ad imporre più trasparenza ai fini del controllo del rischio sistemico che questi fondi possano causare.

Esistono comunque delle incertezze riguardanti principalmente l'effettiva capacità dei supervisori competenti di attuare tale nuova regolamentazione e soprattutto il pericolo che le nuove normative non siano in grado di raggiungere gli scopi prestabiliti. L'obiettivo principale è quello di riportare questo settore alle origini,

ovvero di tornare ad essere un settore riservato a pochi gestori capaci di garantire un equilibrio rischio/rendimento e ad investitori dotati delle capacità necessarie a comprendere i rischi che questa forma di investimento comporta. L'idea è quindi di tenere sotto controllo il processo di *retailization*, la crescita di *asset under management* gestito, la correlazione all'interno del settore e di conseguenza il rischio sistemico.

La regolamentazione dovrà essere a favore degli Hedge fund, volta quindi a salvaguardare i benefici che, quali arbitraggisti, sono in grado di apportare al funzionamento dell'intero sistema finanziario.

In conclusione, il settore degli Hedge fund è in continua evoluzione, le future ricerche dovranno quindi osservare i cambiamenti che i sistemi finanziari effettueranno per adeguarsi alla nuova regolamentazione e, in particolare, dovrà essere approfondito il ruolo di questi fondi nel contesto dello *shadow banking system* ed introdurre una regolamentazione adeguata a questo fenomeno.

BIBLIOGRAFIA

- BAKER H.K., FILBECK G., *Hedge funds: structure, strategies and performance*, 2017
- BERTELLI R., LINGUANTI E., *Analisi finanziaria e gestione di portafoglio. Valutazione del rischio, tecniche di asset allocation, relative e absolute return, strumenti di analisi*, 2015
- BURCHI A., 2011, *Investire in Hedge fund*, Edibank, pp. 24-25
- CAVE A., HUBNER G, SOUGNE D., *The market timing skills of hedge funds during the financial crisis*, Managerial Finance VOL 38 NO 1, 2012
- DEGREGORI & PARTNERS, *il risparmio gestito*, Edizioni R.E.I., 2015
- DEGREGORI & PARTNERS, *Investire in Hedge Funds*, R.E.I., 2016, pp. 11-12
- DENEALT A., *Offshore. Paradisi fiscali e sovranità criminale*, 2015
- DEPARTMENT OF THE TREASURY, *Financial regulatory reform. A new foundation: rebuilding financial supervision and regulation*, June 17, 2009
- DONALDSON W.H., *Implications of the growth of Hedge funds*, September 2003
- DOWD K., *Too Big to Fail? Long-Term Capital Management and the Federal Reserve*, Briefing paper no. 52, September 1999
- FABOZZI F.J., *Short selling: strategies, risks and rewards*, John Wiley & sons, Inc., 2004
- FRIEDMAN M., *Essays in positive economics*, Chicago, 1953

FSF, *Update of the FSF report on High Leveraged Institutions*, May 2007

G-20, April 2, 2009, Final declaration, London Summit, p. 3

GARBARAVICIUS T. DIERICK F., Septembre 2005, *Hedge funds and their implications for financial stability*, p.47

GAVER G.N., BROWN S.M., CLARKE R.L., HOFF C.L., *Implications of the Volcker Rule, managing hedge fund affiliations with banks*, Vol. 3 No.10, March 11, 2010

GENTILI M.P., VISCONTI R.M., *Gli Hedge fund: modelli di business e valutazione delle SGR speculative*, banche e banchieri n.1, 2005

GRIFFITH C., *Dodd-Frank may impose new obligations on managers of large hedge fund and plan asset Hedge funds that enter into swap*, August 13, 2010

HASKIN B.J., DAVIS J.G., FLYNN J.C., *Under the microscope valuation and hedge fund*, Journal of investment compliance VOL 10 NO. 3, 2009

IOSCO, *Elements of International Regulatory Standards on Funds of Hedge Funds related issues based on best market practices*, Final report, September 2009

IOSCO, *Hedge Funds oversight*, Final report, March 18, 2009

IOSCO, November 1999, *Hedge Funds and Other Highly Leveraged Institutions*, p.37

JAFFE T., MACHAN D., *How the market overwhelmed the central banks*, in *Forbes*, 9 Novembre 1992.

KAAL W., *Indirect regulation of Hedge funds*, Oxford Handbook of Hedge funds, 2019

KAISER D., HABERFELNER F, *Hedge fund biases after the financial crisis*, managerial finance vol. 38 no. 1, 2012

KALETSKY, *How Mr Soros made a billion by betting against the pound*, in The Times, 26 Ottobre 1992

KING M. R. MAYER P., 2009, *Hedge funds and financial stability: regulating prime brokers will mitigate systemic risks*, p.6

KRUG A.K., *The Hedge fund transparency act of 2009*, Berkley center for law, Business and The economy white paper, 2010

LIERA M., *Tutti gli strumenti del risparmio*, Schroders, Milano, 2006

LO A., *Hedge Funds, Systemic risk and the Financial crisis of 2007-2008*, U.S. House of Representatives Committee on Oversight and Government reform, 2008

LOSS L., SELIGMAN J., PAREDES T., *Fundamentals of securities regulation*, New York, 2011

MARTIN C.S., *Is systemic risk prevention the new paradigm? A proposal to expand investor protection principles to the Hedge Fund industry*, St. John's Law Review, 1 Agosto 2011

MIRABLE K.R., *Hedge fund investing: A practical approach to understanding investor motivation, manager profits and fund performance*, 2016

MURDOCK C.W., *The financial reform act: Will it succeed in reversing the causes of the Subprime crisis and prevent future crises?* , Loyola University Chicago School of Law, Research paper no. 2010-010

PARKER, *Hedge Funds win G20 support*, in Financial Times, Online edition, June 7, 2010

PEKAREK E., *Pruning the Hedge: who is a “client” and whom does an adviser advise?*, in XII Fordham J. Corp & Fin L. 913, 2007

PILUSO F., *I fondi hedge attivisti nel contest dello shadow banking. Minaccia o opportunità?*, Egea edizioni, 2013

PREISEROWICZ J., *The new regulatory regime for hedge funds: has the Sec gone down the wrong path?*, in XI Fordham J. Corp. & Fin., 2006

PRESIDENT’S WORKING GROUP ON FINANCIAL MARKETS, *“Hedge Funds, Leverage, and the lessons of the Long-Term Capital Management”*, 1999, p. 1

PWG, *Hedge funds*, April 2008

RHEE, *The Madoff scandal, market regulatory failure and business education of lawyers*, in 35 Journ. Of Corp. L., 2010

ROHRER J., *The red hot world of Julian Robertson*, in “Institutional Investor, Maggio 1986, pp.86-92.

SATCHELL S., *Derivaties and Hedge Fund*, 2016

SEC, 2003, *Implications of the growth of Hedge funds*, pp. 76-81

SECTION 404 (2) PFIARA

SEIDES T., Understanding Hedge Fund fundamentals and trends, CFA Institute Conference Proceedings Quarterly, 2008

STOWELL D.P., *Investment banks, Hedge funds and Private Equity*, 2017

STRACHMAN D.A., BOOKBINDER R.S., *Fund of funds investing: a roadmap to portfolio diversification*, 2013

STULZ R.M., *Hedge funds: Past, Present and Future*, The Journal of Economic Perspective, Spring, 2007

TANZI M.P., *Manuale del Private Banker*, 2016

WHITEHEAD C.K., *The Volcker rule and evolving financial markets*, Cornell law faculty publication no. 184, 2011

SITOGRAFIA

Preqin, The future of alternatives: the classes of 2023, Prequin Ltd., 2008
disponibile al sito web <https://www.preqin.com/>

Financial Stability Board, Shadow banking: scoping the issues, 12 aprile 2011,
disponibile al sito <https://www.fsb.org>

Consob, <http://www.consob.it/web/investor-education/la-leva-finanziaria> sito
web.

FTA online news, <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/fondohedge.htm>, Milano, 1 Febbraio 2019.

Report of examinations of day-trading Broker-Dealers, February 2000,
disponibile sul sito www.sec.gov.