

R99-10

**HEDGE FUNDS: LA LORO ATTIVITA' E
LE PROPOSTE DI REGOLAMENTAZIONE**

M. Esposito



**HEDGE FUNDS: LA LORO ATTIVITA' E
LE PROPOSTE DI REGOLAMENTAZIONE**

M. Esposito

R99-10

Editing: S. Papandrea

Milano, Dicembre 1999



Non esiste una definizione precisa di hedge fund^()*

Forse non è il modo migliore per iniziare un lavoro, ma la prima cosa che abbiamo imparato è che una definizione precisa di che cosa sia un *hedge fund* non esiste e che, per individuare quei soggetti su cui si sta concentrando l'attenzione delle autorità, sarebbe meglio utilizzare l'espressione di *Highly Leveraged Institutions* (HLI, d'ora in avanti), coniata dalla Banca dei regolamenti internazionali (BIS)¹.

I tratti caratteristici sono l'elevato leverage, l'assenza di regolamentazione, l'opacità della gestione

Per prima cosa, nel nostro lavoro cercheremo, quindi, di chiarire che cosa s'intende per *hedge fund*. Come vedremo, gli *hedge fund* possono essere identificati attraverso (i) un criterio funzionale (l'elevato ricorso alla leva finanziaria nelle strategie d'investimento), (ii) un criterio ambientale (l'assenza di regolamentazione e di vigilanza, ottenuta anche grazie alla localizzazione in paradisi fiscali), (iii) un criterio sociale (la struttura societaria prescelta è tale da evitare di incappare nella normativa sulla sollecitazione del pubblico risparmio e, quindi, consente un notevole grado di opacità). Questi tre tratti caratteristici non necessariamente ricorrono in tutti quei soggetti comunemente definiti come *hedge fund*; allo stesso tempo, alcuni di essi possono anche essere presenti in altri soggetti finanziari, ai quali non viene attribuita normalmente la qualifica di *hedge fund*.

Gli hedge fund sono adesso sotto osservazione da parte delle autorità internazionali.

Per questa ragione la BIS ha preferito identificare, tra i soggetti finanziari che condividono un ricorso elevato alla leva finanziaria per migliorare la redditività attesa delle strategie d'investimento, quelli più pericolosi per la stabilità del sistema e dei mercati, non limitandosi agli *hedge fund* ma estendendo l'attenzione a quelle

^(*) *Le opinioni riportate nella presente nota sono esclusivamente dell'autore e non coinvolgono in alcun modo l'Istituto di appartenenza.*

¹ *Più precisamente, il termine HLI è nato nell'ambito dei lavori del Basle Committee on Banking Supervision.*



istituzioni che rispettano in tutto o in parte, direttamente o indirettamente, i tre criteri sopra menzionati.

... per il ruolo destabilizzante giocato durante la crisi finanziaria del 1998.

Alla luce delle vicende del 1998, le autorità stanno considerando il modo in cui limitare i rischi che gli *hedge fund* pongono alla stabilità del sistema finanziario. In particolare, è in corso un dibattito sul possibile ruolo che il quasi fallimento di *Long Term Capital Management* (LTCM) ha avuto nell'amplificare la crisi dell'autunno 1998. Se gli *hedge fund* non hanno causato la crisi dell'autunno del 1998, la hanno sicuramente aggravata e le hanno fatto assumere un carattere peculiare che la distingue in maniera netta dalle precedenti crisi finanziarie.

La necessità di chiudere rapidamente le posizioni di alcuni *hedge fund*, che avevano raggiunto dimensioni di assoluto rilievo e che si estendevano su scala mondiale, ha infatti generato comportamenti anomali dei mercati, in parte dovuti al prosciugamento della liquidità sugli stessi, con effetti a catena che hanno temporaneamente distrutto i rapporti normalmente esistenti tra gli andamenti delle diverse variabili finanziarie. Mentre la crisi del '87 ha mostrato come la volatilità sia dipendente dai movimenti estremi di mercato (da allora le opzioni incorporano lo *smile effect*), la crisi del '98 ha quindi mostrato come questo valga anche per le correlazioni.

CHE COSA È UN HEDGE FUND

Un hedge fund gestisce patrimoni senza ricadere nell'ambito della normativa a protezione del risparmio

Nel senso più ristretto del termine, un *hedge fund* è una società che amministra patrimoni e che, per non rientrare nei controlli relativi alla sollecitazione del pubblico risparmio, non è registrata presso le autorità competenti e, quindi, è costituita da un numero estremamente limitato di soci. In realtà, da questa definizione rischiano di essere esclusi operatori finanziari come LTCM, che era registrata come *Commodity Pool Operator* (CPO) presso la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTA), o come i *Commodity Trading Advisor fund* (CTA fund), che sono ormai indistinguibili



dagli *hedge fund* propriamente detti nell'attività sia di raccolta che di gestione di fondi. Per tale motivo, seguendo l'impostazione di Fung e Hsieh (1999), abbiamo ritenuto opportuno non effettuare alcuna distinzione tra *hedge fund* tradizionali e CTA *fund*, chiamandoli entrambi *hedge fund*.

Per questo ci sono limiti numerici e patrimoniali sugli investitori

Per poter usufruire del regime favorevole per i *private placement*, e quindi evitare di ricadere sotto il controllo della *Securities Exchange Commission* (SEC), un fondo non deve avere più di 35 investitori "nonaccredited" (*Rule 506, Regulation D, Securities Act 1933*), investitori cioè che guadagnano meno \$200,000 all'anno o possiedono una ricchezza finanziaria inferiore a \$1,000,000. Se i soci sono meno di 100, un *hedge fund* non è considerato una *investment company* e, quindi, può sfuggire ai controlli che la SEC svolge sui fondi comuni di investimento in virtù del *Investment Company Act* (1940). Recentemente, il limite sulla numerosità dei soci è stato elevato a 499, purchè ognuno di essi possieda una ricchezza finanziaria superiore a \$5,000,000. Per questo i soci sono in genere individui facoltosi o investitori istituzionali. Un ultimo limite numerico può riguardare quello dei clienti a cui l'*hedge fund* offra consulenza finanziaria. Per sfuggire al controllo esercitato dal SEC in virtù del *Investment Advisers Act* (1940), i clienti devono essere meno di 15.

In ogni caso, gli *hedge fund* devono sottostare alla regolamentazione sulla stabilità e trasparenza dei mercati. Sotto questo punto di vista, possono essere costretti a riferire al Tesoro su posizioni rilevanti in cambi e titoli di Stato, alla SEC se hanno posizioni sul 5% o più di una azione quotata, alla CFTC se hanno posizioni rilevanti in futures. Ovviamente, questa regolamentazione si applica agli *hedge fund* come a qualsiasi altro operatore.

I soci lasciano amplissima libertà di manovra ai gestori del fondo e, proprio a tale scopo, non esiste la possibilità di ritirare le somme investite nel fondo se non avvisando per tempo (dai 30 giorni ai 3 anni). Non essendoci alcun obbligo di comunicazione ed essendo le strategie il vero ed unico valore aggiunto fornito dai gestori, la struttura esatta del portafoglio e, quindi, la sua rischiosità costituiscono in genere un segreto gelosamente custodito. A questa opacità della gestione fa



riscontro, in genere, un coinvolgimento diretto dei gestori, con una remunerazione legata alla performance del fondo (secondo quanto riportato in Fung-Hsieh, 1999, le commissioni di *performance* sono mediamente pari al 15-25% dei profitti, mentre la *management fee* si aggira su un più “normale” 1-2%). A maggiore sicurezza degli investitori, in genere viene richiesto ai gestori di partecipare con una quota della loro ricchezza al fondo. Tuttavia, è bene notare che la struttura degli incentivi è lasciata alla libera scelta dei soci, non ricadendo sotto la stessa legislazione dei fondi di investimento. In particolare, la performance fee può essere anche asimmetrica (cioè non penalizzare il gestore in caso di sotto-performance), cosa che sarebbe vietata per i fondi comuni (vedi Fung-Hsieh).

La funzione è quella di offrire combinazioni rischio-rendimento non ottenibili con strumenti tradizionali

L'obiettivo di un *hedge fund* può essere sia quello di massimizzare il rendimento atteso sia quello di offrire un migliore rapporto rischio-rendimento rispetto a strategie di investimento tradizionali del tipo *buy&hold*. Dal momento che la funzione di produzione di un *hedge fund* è proprio quella di trasformare le caratteristiche di rischio rendimento di attività tradizionali e che questa funzione può essere esplicitata in modi diversi, forse il criterio di classificazione degli *hedge fund* più appropriato è quello che si basa sulle strategie d'investimento.

In genere, questo comporta l'individuazione e lo sfruttamento di presunte imperfezioni di mercato e ...

Per raggiungere l'obiettivo ambizioso di battere il “mercato”, è necessario fare affidamento sulla propria capacità di individuarne le imperfezioni. Imperfezioni che possono manifestarsi a livello “macro” (paesi, aree geografiche o settori sopra/sotto valutati) e a livello “micro” (titoli azionari, obbligazioni o *commodities* sopra/sotto valutati). Naturalmente, l'idea è quella che tali imperfezioni siano destinate ad essere corrette dalla *invisible hand*, attraverso gli appropriati movimenti nel sistema dei prezzi. A seconda del rischio che l'*hedge fund* vuole affrontare, la posizione può essere presa sui movimenti assoluti dei prezzi o sui movimenti relativi. Solo in



quest'ultimo caso (e se i prezzi relativi si riferiscono ad attività attinenti), la definizione *hedge fund* può dirsi appropriata.²

L'individuazione delle imperfezioni può avvenire sulla base di tecniche quantitative estremamente sofisticate (come nel caso di LTCM) o basarsi sul "fiuto" del gestore. Non è questo ciò che distingue un *hedge fund* da un investitore tradizionale. Allo stesso tempo, non è la rischiosità intrinseca dell'*underlying* a definire la rischiosità di un *hedge fund*: posizioni rischiose possono essere costruite a partire dagli strumenti finanziari meno rischiosi che esistono, i titoli di Stato europei o americani.

... il ricorso elevato al leverage

Nelle strategie d'investimento ciò che distingue un *hedge fund* da un investitore tradizionale è l'elevato ricorso alla leva finanziaria, ottenuto esplicitamente con l'indebitamento (in casi rari) e implicitamente attraverso l'uso di derivati.

² *Per fare qualche esempio, un fondo che acquisti (prendendo a prestito o utilizzando il proprio cash) una obbligazione convertibile della società X perché la ritiene sottovalutata scommette sul movimento al rialzo del titolo, ma si espone al rischio che l'azione della società X possa nel frattempo deprezzarsi. Se, invece, acquista l'obbligazione convertibile e, contemporaneamente, vende l'azione sottostante, scommette sempre sul fatto che l'imperfezione di mercato (cioè la sottovalutazione della convertibile) possa essere corretta, ma dovrebbe immunizzarsi contro il rischio che l'obbligazione si deprezzi a causa di una variazione negativa del prezzo dell'azione sottostante.*



LA DIMENSIONE ECONOMICA DEGLI HEDGE FUND

Trattandosi di soggetti poco o per niente regolamentati, le informazioni sugli *hedge fund* e sulla loro dimensione economica (cioè, sul loro livello di *leverage*) scarseggiano. Ancora più scarse sono le informazioni su le HLI, essendo alcune di esse dipartimenti o *desk* interni a banche e assicurazioni tradizionali.

I primi *hedge fund* nacquero negli USA negli anni '40. Probabilmente, il termine *hedge fund* si deve ad uno di essi la cui strategia di investimento consisteva nel comprare le azioni ritenute sottovalutate e nel vendere a termine (*short-selling*) quelle ritenute sopravvalutate. In questo modo, la strategia è immunizzata (*hedge*) rispetto a movimenti generali del mercato azionario, che dovrebbero coinvolgere nella stessa misura le posizioni lunghe e quelle corte.

Gli *hedge fund* prendono comunque piede a partire dagli anni '80. Stando a stime della Bundesbank (1999) il loro numero è passato da 1.400 nel 1988 a 5.500 nel 1997.

EVOLUZIONE DEGLI HEDGE FUND NEGLI ULTIMI 10 ANNI

	1988	1997
Numero <i>hedge fund</i>	1.400	5.500
Attività gestite (US\$ mln)	42.000	300.000

Fonte: Bundesbank (1999)

Rispetto ad altre realtà finanziarie, gli *hedge fund* possono sembrare "piccoli". Se, tuttavia, teniamo conto che si tratta di un settore quasi completamente non regolamentato, si può ben vedere che la dimensione raggiunta negli Stati Uniti non rende possibile considerare gli *hedge fund* un fenomeno marginale e, tutto sommato, trascurabile per le autorità. Sulla base del solo attivo, rappresentano oltre il 4% del mercato finanziario USA. Se considerassimo il valore nozionale complessivo delle operazioni in derivati, probabilmente il loro posto in graduatoria sarebbe decisamente più alto. Così come, probabilmente, risulterebbe più alto se considerassimo l'attività diretta sui principali mercati finanziari.



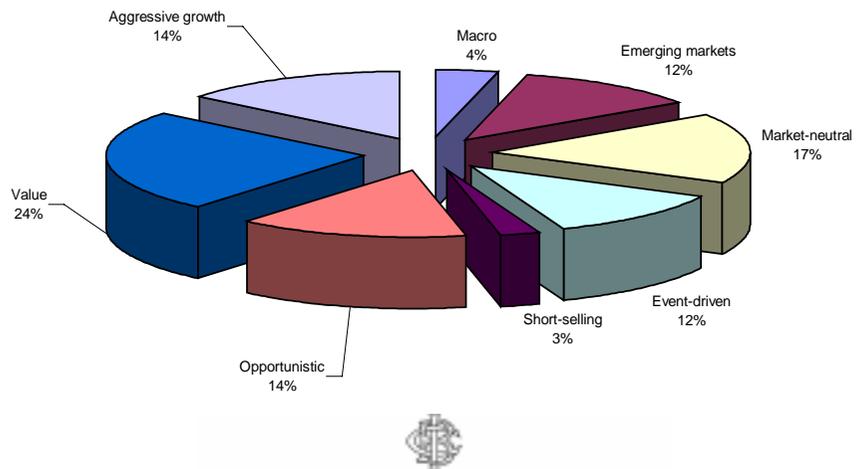
DIMENSIONE DEI PRINCIPALI OPERATORI FINANZIARI USA

1998 (US\$ mln)	Attivo complessivo	% su totale
<i>Hedge fund</i>	900.000	4.43%
Banche commerciali	4.100.000	20.20%
Fondi comuni	5.000.000	24.63%
Fondi pensione privati	4.300.000	21.18%
Fondi pensione pubblici	2.300.000	11.33%
Assicurazioni	3.700.000	18.23%
Totale	20.300.000	100%

Fonte: *President's Working Group on Financial Markets (PWGFM, 1999)* riferita a metà 1998 e ai soli Stati Uniti, dove il numero di *hedge fund* era stimato pari a 2.500-3.500.

Per quanto riguarda la tipologia di *hedge fund*, costruita sulla particolare strategia di investimento seguita, le categorie più importanti sono quelle cosiddette "value" e "market neutral", come si può notare dalla figura sottostante.

PESO RELATIVO DELLE DIVERSE CATEGORIE DI HEDGE FUND



A parte le ovvie “emerging markets”, “short-selling” e “market-neutral”, la strategia “aggressive growth” si concentra sulle azioni di società ad alta crescita prevista degli utili, la strategia “macro” gioca sugli effetti di cambiamenti del contesto macroeconomico sul prezzo delle attività finanziarie, la strategia “value” si basa sull’analisi fondamentale delle aziende, la strategia “event driven” si basa sull’impatto di eventi come i buy-backs, le OPA, etc etc sul prezzo delle azioni, la “opportunistic” è completamente libera. La classificazione e i dati sono presi da Bundesbank (1999).

Per quanto riguarda la rischiosità delle strategie degli *hedge fund*, la tabella sottostante mostra abbastanza chiaramente come le strategie che cercano di immunizzare il portafoglio dalle variazioni generali del mercato sono quelle meno rischiose in termini assoluti, ed anche le più favorevoli sotto il profilo rischio-rendimento. Infatti, se rapportiamo l’extra-rendimento (rendimento – tasso *risk-free*) della strategia alla sua volatilità, troviamo che i fondi *market neutral* sono i migliori. I fondi macro-globali sono invece i peggiori e sono anche peggiori di una semplice strategia di *buy&hold* sul mercato azionario (vedi *Sharpe ratio* dello S&P500).

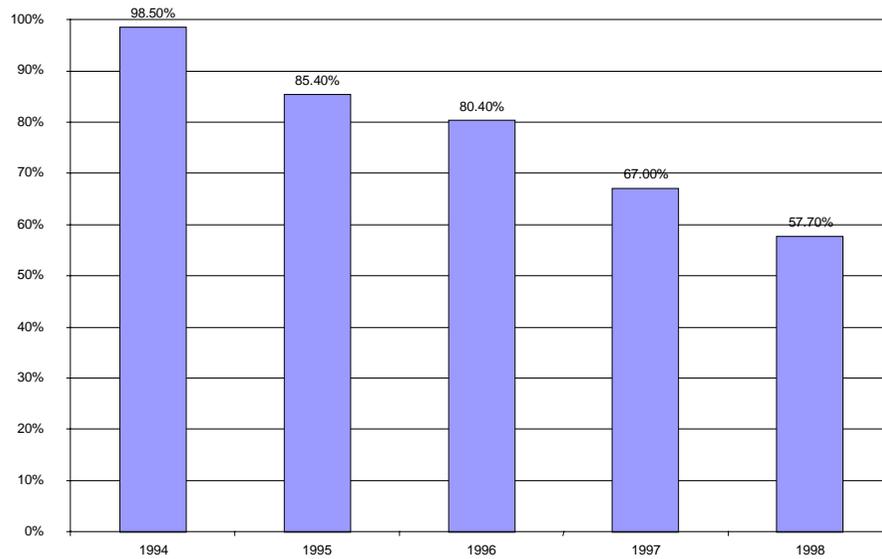
PROFILO RISCHIO-RENDIMENTO DI ALCUNE TIPOLOGIE DI *HEDGE FUND*

	Rendimento medio	Volatilità media	Sharpe ratio
Macro globali	21,2%	17,9%	1,32
Market neutral	6,8%	6,2%	4,31
S&P500	21,0%	13,1%	1,60

Fonte: *PWGFM* (1999)

La rischiosità degli *hedge fund* può essere valutata anche considerando il loro tasso di sopravvivenza nel tempo.



TASSO DI SOPRAVVIVENZA IN UN CAMPIONE DI *HEDGE FUND*

Fonte: PWGFM (1999)

Come il grafico mostra, su un campione di 397 *hedge fund* censiti nel dicembre del 1994, solo il 57,7% era ancora operante a fine 1998. Bisogna, comunque, precisare che le cause per cui si registra un tasso così basso di sopravvivenza non sono sempre legate alla cattiva *performance* dei fondi.



HEDGE FUNDE LEVERAGE

Prima di fornire alcune stime (molto imprecise, a dire il vero) su uno degli aspetti più importante degli *hedge fund*, cioè il ricorso alla leva finanziaria (d'ora in poi, *leverage*), conviene soffermarsi su tale concetto.

La misurazione del leverage è resa complicata dall'utilizzo di derivati.

In termini generali, il *leverage* è il rapporto esistente tra il debito e il capitale. Però, sui moderni mercati finanziari ci si può indebitare in modi molto più sofisticati che non semplicemente prendendo a prestito attraverso i tradizionali canali creditizi. Gli esempi sono molteplici. Ad esempio, acquistando un contratto *futures* sui BTP, si versa un margine iniziale che è pari ad una frazione del capitale nozionale a cui effettivamente ci si espone. In questo modo, non c'è un debito convenzionale con un intermediario creditizio, anche se l'effetto finale è equivalente a prendere a prestito 200 milioni (il controvalore di un contratto *futures* su BTP) da investire in BTP. Con un pronti/termine gli effetti sono analoghi, così come con un asset swap.

Il grado di leverage di LTCM (28:1) era notevole ma non molto diverso da quello di alcune Investment Bank

Misurare il *leverage* in presenza di posizioni in derivati è quindi un'operazione estremamente difficile e complicata, e non stupisce pertanto che le cifre di cui siamo a conoscenza siano solo delle stime molto approssimate. Nel caso di LTCM, forse quello meglio noto alle autorità USA, si stima che a fine 1997 le attività complessivamente iscritte a bilancio fossero pari a \$129 miliardi a fine 1997, contro \$4,6 miliardi di capitale. Il che si traduce in un *leverage* pari a 28:1. A questo livello elevatissimo di *leverage* hanno contribuito operazioni in derivati il cui valore nozionale, sempre a fine 1997, ammontava a \$1.300 miliardi. LTCM è un caso particolare, ma non bisogna pensare che sia un caso isolato. Come mostra la tabella sottostante, anche le istituzioni finanziarie USA più tradizionali presentano livelli di *leverage* molto elevati.



**INDICATORI DI LEVERAGE NELLE PRINCIPALI
ISTITUZIONI FINANZIARIE USA E IN LTCM**

	Attivo complessivo**	Ammontare nozionale delle posizioni in derivati	Leverage
Top 5- Commercial banks*	\$261-\$618	+\$1,000	14:1
Top 5 – Investment banks	\$154-\$318	+\$1,000***	27:1
LTCM	\$89	\$1,500	28:1

I dati, in miliardi, si riferiscono a fine 1998; () holding companies; (**) range; (***) prime due investment bank. Fonte: PWGFM (1999)*

Il problema del *leverage* non è, quindi, confinato al solo mondo degli *hedge funds*. D'altro canto, secondo un'indagine ripresa dalla Bundesbank (1999) circa il 15% degli *hedge fund* dichiarava un *leverage* superiore a 2:1 nel dicembre 1997 ed il 54% un *leverage* inferiore a 2:1. E' però probabile che il dato sia distorto verso il basso dall'utilizzo di una semplice media aritmetica. Abbiamo l'impressione che, ponderando per l'attivo, il *leverage* medio dell'industria degli *hedge fund* risulterebbe decisamente più elevato.

Quando il grado di *leverage* diventa pericoloso

La pericolosità del leverage non dipende solo dalla sua dimensione, ma anche ...

Eppure, anche se riuscissimo a misurare il valore nozionale delle attività finanziarie implicito nelle operazioni messe in piedi da un *hedge fund*, saremmo ancora lontani dal misurare l'effettiva pericolosità del suo *leverage*. Fatti salvi i casi estremi, la rischiosità del *leverage* solo in parte dipende dalla sua dimensione. A questo scopo bisogna, infatti, conoscere la volatilità delle singole voci che compongono lo stato patrimoniale dell'*hedge fund* e la loro correlazione.



... dalla volatilità delle voci dell'attivo e dalla correlazione tra queste e le voci del passivo.

La rischiosità generata da una diversa volatilità delle voci dell'attivo è chiaramente il concetto più semplice da comprendere. Volendo fare un esempio, indebitarsi in marchi per acquistare titoli di Stato tedeschi o titoli emessi da paesi emergenti genera lo stesso grado di *leverage*, ma nel secondo caso i rischi sono decisamente maggiori. Diventa un po' più complicato comprendere la rischiosità quando si passa alla correlazione tra attivo e passivo, ma a ben vedere questo è un problema già noto e da tempo recepito in alcune parti della stessa legislazione bancaria (vedi la vecchia separazione tra banche commerciali e banche per il credito a medio termine). In ogni caso, un esempio tratto dall'esperienza della crisi del 1998 è costituito dall'indebitamento in yen per acquistare *Bund*. Questo naturalmente genera lo stesso *leverage* dell'indebitarsi in marchi, ma la pericolosità della prima strategia è decisamente maggiore.

... e può aggravarsi a causa di errori di misurazione ...

Assumendo che la struttura probabilistica dello stato patrimoniale sia nota, è possibile applicare alcune metodologie standard di valutazione della sua rischiosità, come il *Value at Risk* (VAR), e sulla base dei risultati ottenuti verificare se il capitale è sufficiente o meno. Tuttavia, non sempre la struttura probabilistica è nota, soprattutto se il portafoglio comprende combinazioni eterodosse di strumenti finanziari e relative coperture (come detto sopra, indebitarsi in yen per acquistare titoli tedeschi).

... quasi inevitabili se il mercato sottostante è poco liquido e l'hedge fund non è price-taker su di esso

Ma anche escludendo i casi (e sono purtroppo la maggior parte) in cui la teoria economica non è in grado di prevedere con esattezza il segno della correlazione di breve-medio periodo tra variabili finanziarie, questa può in alcuni momenti di particolare tensione assumere segni imprevisi e contrari a quanto lo stesso buon senso suggerirebbe. La principale ragione di questi fenomeni risiede nella possibile scarsa liquidità del mercato su cui le attività in questione vengono trattate. Questo è



successo nell'autunno del 1998 quando la necessità di smobilizzare in fretta le posizioni di alcuni *hedge fund* ha creato enormi problemi nel funzionamento di mercati non in grado di gestire flussi di contrattazione così elevati.

Perché del problema del *leverage* se ne devono interessare le autorità

Bisogna premettere che gli hedge fund possono rispondere ad una funzione economica di base, che consiste nella redistribuzione di rischio

Partiamo dall'assunto che (i) se la struttura probabilistica del mondo fosse nota, (ii) se gli *hedge fund* fossero puri *price-taker* sul mercato, (iii) se fosse nota la loro rischiosità ai potenziali creditori, il grado di *leverage* dovrebbe essere un problema esclusivamente degli azionisti del fondo e dei suoi creditori. Da questo punto di vista, un intervento limitativo da parte delle autorità sarebbe controproducente. Gli *hedge fund* possono, infatti, rispondere ad un'esigenza economica di base che consiste nel trasferimento del rischio dagli investitori meno avversi a quelli più avversi al rischio. Nelle strategie di investimento dedicate ai paesi emergenti potrebbero anche contribuire ad accorciare la durata della fase di *catch-up* nei confronti dei paesi più maturi, spostando rischi dai produttori dei primi ai risparmiatori dei secondi. Inoltre, investendo su strumenti finanziari sottovalutati possono contribuire a rendere più efficiente il sistema dei prezzi, con guadagni generalizzati a tutti i partecipanti al mercato.

Gli hedge fund possono però rappresentare un rischio sistemico per i meccanismi di formazione dei prezzi

In realtà, la dimensione del *leverage* e quindi la sua rischiosità può diventare pericolosa a livello sistemico (e, quindi, richiedere l'intervento delle autorità) per due ragioni. La prima è che quando un fondo come LTCM arriva da solo a rappresentare il 10% delle posizioni aperte su un unico strumento o mercato finanziario, lo smobilizzo di tali posizioni può determinare anomalie nel meccanismo di formazione dei prezzi, con conseguenze negative per tutto il sistema economico. Tra l'altro, in questi casi, ci sarebbero forti ripercussioni anche per i creditori, indipendentemente dal grado di trasparenza adottato dal fondo: non essendo più un *price-taker* sul



mercato, il valore del patrimonio (o del “collaterale”) del fondo in fase di smobilizzo può essere di gran lunga inferiore al valore misurato ai prezzi correnti di mercato.

La seconda ragione è la seguente. Affinché il meccanismo di redistribuzione del rischio funzioni, è necessario che tale rischio sia correttamente valutato non solo dai gestori del fondo, ma anche dai suoi azionisti e, soprattutto, dai suoi creditori (espliciti ed impliciti). Se la valutazione non è corretta, si può avere un prezzo troppo basso del rischio creditizio che porta ad un eccessivo trasferimento di rischio. Se, poi capita l'incidente (come è successo lo scorso autunno), la valutazione può eccedere nella direzione opposta, magari coinvolgendo anche operatori economici del tutto estranei agli *hedge fund*, causando un blocco nel processo di redistribuzione del rischio forse ancora più pericoloso della situazione precedente.

... e perché possono destabilizzare il sistema bancario

A tutto ciò si aggiunge che le controparti principali degli *hedge fund* sono le banche, da cui dipende tra l'altro il funzionamento del sistema dei pagamenti. Di conseguenza, la necessità di un intervento delle autorità dipende anche dal legame che si è stabilito tra *hedge fund* e sistema bancario.

IL PROBLEMA DELLA REGOLAMENTAZIONE DEGLI *HEDGE FUND*

In generale, la regolamentazione di un particolare segmento dell'attività finanziaria può essere richiesta per:

- (1) Proteggere i risparmiatori;
- (2) Salvaguardare il corretto funzionamento del sistema dei prezzi sui mercati finanziari;
- (3) Proteggere il sistema bancario e garantire l'ordinato funzionamento del sistema dei pagamenti.



La protezione del risparmio

In genere, il problema della protezione del risparmiatore non si pone

Nel caso degli *hedge fund*, è opinione comune che il problema della protezione del risparmio non si ponga. Per la natura stessa degli *hedge fund* (società con numero ridotto di partecipanti, senza possibilità di sollecitare il pubblico risparmio), i sottoscrittori di quote dovrebbero essere soggetti privati e istituzionali sufficientemente informati sulla natura di ciò che stanno acquistando e, quindi, non dovrebbe porsi quel problema di asimmetria informativa che invece si può porre nel rapporto tra risparmiatore *retail* e istituzione finanziaria.

... ma bisogna stare attenti alle “famiglie” di hedge fund e alla sollecitazione tramite nuovi mezzi di comunicazione

Tuttavia, non bisogna a nostro parere sottostimare due aspetti che stanno emergendo dalle prime indagini sulle HLI. In primo luogo, le HLI possono anche essere dipartimenti di banche o istituzioni finanziarie tradizionali. Quindi, se gli *hedge fund* propriamente detti possono non ricadere nella fattispecie della protezione del risparmio, per le HLI in generale il discorso può invece rimanere aperto. In secondo luogo, negli ultimi anni gli *hedge fund* hanno sempre più assunto la forma di famiglie di fondi più che di fondi unici, a cui partecipano anche investitori istituzionali regolamentati. E' probabile, quindi, che la soglia di ricchezza dei partecipanti “finali” si sia mediamente abbassata o che i limiti numerici alla partecipazione all'*hedge fund* siano di fatto stati ampiamente superati. Infine, non bisogna sottovalutare che la sollecitazione del pubblico risparmio può avvenire in modi e forme più sofisticati e meno appariscenti di quanto probabilmente accadeva negli anni '30 quando la legislazione sull'argomento è stata elaborata.

La protezione del mercato

La protezione del mercato si pone quando gli hedge fund non sono più price-taker

Abbiamo già descritto il modo in cui, indirettamente, gli *hedge fund* possono causare problemi al corretto funzionamento dei mercati qualora le loro posizioni rappresentino



una quota considerevole delle contrattazioni o dell'ammontare *outstanding* di attività finanziarie. In questo caso, infatti, gli *hedge fund* non possono più essere considerati *price-taker*.

Per limitare il potere di influenzare il meccanismo di formazione dei prezzi, gli strumenti a disposizione delle autorità sono sostanzialmente due. Da un lato, è possibile imporre delle restrizioni quantitative. Dall'altro, si può richiedere agli operatori una trasparenza maggiore.

Vincoli quantitativi sono poco efficaci e molto distorsivi

Il primo rimedio è più difficile da applicare, ed anche potenzialmente più distorsivo. Infatti, richiede in primo luogo una definizione esatta di che cosa sia un *hedge fund*, altrimenti, se applicato indistintamente a tutti gli operatori o solo ad alcune categorie di strumenti finanziari (a breve termine, ad esempio) rischia di rientrare nella categoria dei controlli ai movimenti di capitale. Sulla sua efficacia sorgono poi dei dubbi, perché l'*hedge fund* può costruire sinteticamente la sua esposizione su un determinato mercato, mettendo in piedi operazioni in derivati con operatori non soggetti a limitazione quantitativa.

Più efficace risulterebbe una maggiore trasparenza dei portafogli degli hedge fund

Il secondo rimedio opera per via indiretta, permettendo a tutte le controparti di conoscere per tempo la solidità dell'*hedge fund*. Sarà, quindi, il "mercato" a stabilire il comportamento nei confronti degli *hedge fund*. Tuttavia, affinché questo rimedio abbia efficacia, è necessario che ci sia un'autorità che faccia rispettare gli obblighi di informativa agli *hedge fund* e che tali obblighi siano condivisi a livello internazionale, per evitare la frammentazione dell'informazione e, soprattutto, la elusione di tali obblighi con lo spostamento dell'attività nei centri finanziari meno regolamentati.

La protezione del sistema bancario

La protezione delle banche si pone quando queste sono le principali controparti degli hedge fund



L'altra ragione per cui potrebbe risultare desiderabile una regolamentazione dell'attività degli *hedge fund* riguarda la relazione che questi ultimi hanno con il sistema bancario. Se, infatti, il loro fallimento o la loro attività può essere pericolosa per la stabilità del sistema bancario, si può pensare ad un intervento delle autorità. Anche in questo caso, l'intervento può avvenire direttamente sugli *hedge fund* o indirettamente sulle banche loro controparti.

Si potrebbe arguire che la relazione creditizia tra una banca ed un *hedge fund* non è molto diversa da quella tra una banca ed un'impresa. Pertanto, basterebbe una maggiore trasparenza da parte degli *hedge fund* sulle posizioni prese e sulle strategie di trading, così da lasciare alla banca il compito di decidere sul livello di rischio della controparte e sul prezzo per la concessione del credito. In questo mondo, le autorità dovrebbero solo garantire una maggiore trasparenza da parte dell'*hedge fund* nei confronti dei propri creditori.

Siccome banche ed hedge fund sono competitor e la relazione creditizia non avviene attraverso i canali usuali, bensì con strumenti di mercato ...

Questa però è una visione un po' troppo semplicistica del nuovo mondo finanziario. Mentre le banche e le imprese svolgono due mestieri separati (e quando questo non accade gli effetti negativi si vedono), tra banche ed *hedge funds* c'è competizione. Quando una banca estende implicitamente un credito ad un *hedge fund* stipulando un contratto di vendita a termine, se l'*hedge fund* guadagna la banca perde e viceversa. Non bisogna inoltre dimenticare che le strategie dell'*hedge fund* sono la sua unica fonte di valore aggiunto e, con i nuovi strumenti finanziari, per capire la rischiosità di un *hedge fund* bisogna conoscerne in maniera estremamente approfondita la struttura del portafoglio. Se questa informazione approfondita venisse rivelata al "mercato", cioè alle potenziali controparti, l'*hedge fund* perderebbe buona parte dei propri vantaggi competitivi.

... , non si possono applicare gli schemi classici dei rapporti creditizi tra banca ed impresa.

A tale proposito, da alcuni commentatori è stato evidenziato come gli effetti peggiori della crisi dell'autunno 1998 possano essere stati provocati dalla conoscenza che



molti operatori “tradizionali” avevano della necessità di molti *hedge fund* di smobilizzare le posizioni sui paesi emergenti: “traders knew their positions and positioned their own strategies to exploit the distressed selling” (S&P CreditWeek, April 14, 1999, pag. 26). Per questa ragione, a nostro parere non è possibile applicare al rapporto tra *hedge fund* e banche lo stesso schema di valutazione del rischio creditizio che si applica al rapporto tra banche ed imprese.

Basti pensare all'inefficacia dei tradizionali strumenti di garanzia, come il collaterale in titoli negoziabili

Questo, oltre che dal versante informativo, lo si può comprendere anche per quanto riguarda le garanzie (il collaterale) che la banca può chiedere ad un *hedge fund*. E' infatti estremamente improbabile che un'impresa industriale presenti livelli di *leverage* come quelli di un *hedge fund* (28:1, ad esempio) o che le condizioni che possono portare al fallimento dell'*hedge fund* siano le stesse che possono portare ad un significativo deprezzamento del collaterale. Questo, invece, è accaduto durante la crisi degli *hedge fund* dell'autunno scorso, quando il collaterale, sotto forma di titoli liquidabili, si è rivelato una forma imperfetta di protezione.

Al momento, le autorità sembrano di conseguenza aver concentrato il problema della regolamentazione dell'attività degli *hedge fund* proprio sul fronte della interazione con il settore bancario. L'idea, a nostro parere condivisibile, è che regolamentando il rapporto tra le banche e gli *hedge fund*, si possa indirettamente evitare che questi ultimi assumano un grado di *leverage* pericoloso per la stabilità del sistema finanziario.

LE PROPOSTE DI REGOLAMENTAZIONE DELL'ATTIVITA' DELLE BANCHE NEI CONFRONTI DEGLI HEDGE FUND

Nelle operazioni in derivati OTC, i meccanismi di protezione basati su collaterale e margin call ...

L'esposizione delle banche nei confronti delle HLI viene in gran parte realizzata attraverso operazioni in derivati *over-the-counter* (OTC, d'ora in poi). Nella pratica



internazionale, queste operazioni, per ridurre il rischio di controparte, si accompagnano alla richiesta di collaterale, sotto forma di titoli negoziabili depositati a mo' di cauzione (margine, d'ora in poi). Se la posizione della controparte dovesse deteriorarsi oltre certi livelli prestabiliti, la banca può chiedere altri titoli ad integrazione del margine iniziale (*margin call*), in un meccanismo per molti versi simile a quello dei contratti *futures* regolamentati.

... trovano il proprio fondamento ultimo sempre nella solidità finanziaria della controparte ...

E' chiaro che l'efficacia di un sistema di garanzie basato su un margine iniziale (piccolo) e su sue successive integrazioni (alla bisogna) dipende non dal collaterale già versato ma dalla capacità della controparte di fare fronte ai *margin call* con nuovo collaterale. Per questo, è necessario per le banche applicare una corretta metodologia di valutazione del rischio di credito delle HLI, anche in presenza di un sistema di *margin call*.

... e, quindi, se non integrati da una analisi creditizia, possono dare un falso senso di tranquillità

Anche perché la rigidità del sistema di *margin call* viene talvolta mitigata attraverso la concessione di linee di credito a cui la controparte può attingere nel caso in cui le condizioni di mercato non consentano di integrare con tempestività il margine. Questa flessibilità era stata, per esempio, concessa a LTCM. Naturalmente, in questi casi l'analisi creditizia della controparte diventa ancora di più necessaria, affinché le linee di credito non diventino delle vere e proprie fonti di finanziamento più che dei semplici mezzi per far fronte a temporanee crisi di liquidità.

Ricapitolando, affidarsi esclusivamente al collaterale come forma di protezione dal rischio di controparte può essere estremamente pericoloso. Oltre al rischio che il valore di liquidazione del collaterale (anche in caso di titoli negoziabili) non sia uguale al valore correntemente stimato in situazioni "normali" di mercato, abbiamo alcune carenze del sistema di margini che rendono necessaria una analisi approfondita del rischio creditizio della controparte.



La BIS ha individuato i fattori critici della relazione creditizia tra banche e hedge fund

Per questa ragione, la BIS ha ritenuto necessario pubblicare una serie di raccomandazioni che adesso sono al vaglio delle autorità internazionali e degli organismi di vigilanza nazionali. In particolare, la BIS ha individuato alcuni aspetti critici nel rapporto creditizio tra banche e *hedge fund* e da questi è partita per elaborare una serie di raccomandazioni. Tali aspetti critici sono relativi sia alle procedure di *due diligence* e al monitoraggio dell'esposizione nei confronti degli *hedge funds* sia ad alcuni fattori esterni alle banche, riconducibili alla particolare natura degli *hedge fund* e, in parte, al contesto competitivo nel sistema bancario che può talvolta spingere ad un abbassamento degli standard creditizi richiesti alla controparte. Dal momento che la BIS ha voluto precisare che l'attenzione deve essere posta non sugli *hedge fund* in sé ma, più in generale, sulle *Highly Leveraged Institutions* (HLI), di seguito anche noi faremo riferimento a queste ultime.

FATTORI CRITICI NEL RAPPORTO BANCHE-HLI INDIVIDUATI DALLA BIS

Procedure di due diligence	Monitoraggio dell'esposizione	Fattori esterni
1. Politica creditizia specifica per le HLI;	5. Revisioni generali della controparte frequenti e accurate;	8. incentivi per le banche ad intrattenere rapporti corretti e prudenziali con le HLI;
2. Informazione quantitativa sulla controparte e comprensione della sua attività;	6. Verifica della efficacia delle strategie di gestione del rischio della controparte e delle posizioni off-balance-sheet;	9. minore opacità delle strategie di trading delle HLI;
3. conoscenza delle procedure di risk-management delle HLI;	7. stress-test sull'esposizione verso la controparte;	10. individuazione di una metodologia condivisa per misurare il <i>leverage</i> delle HLI e l'esposizione ai movimenti di mercato;
4. aggiustamento delle clausole contrattuali (es. collaterale, margin call) su standard prudenziali;		



Rafforzamento della due diligence e del monitoraggio dell'esposizione sono responsabilità delle banche

Le carenze e, quindi, le raccomandazioni della BIS vertono su circa 10 fattori critici che quest'ultima ha individuato nel rapporto tra banche e HLI e che noi abbiamo riclassificato nella tabella. Sui primi 7 fattori, relativi alle procedure di *due diligence* e al monitoraggio dell'esposizione, la responsabilità diretta ricade sulle singole banche e le autorità di vigilanza devono semplicemente verificarne l'implementazione corretta nelle pratiche di concessione crediti.

Maggiore trasparenza delle HLI e metodologie di misurazione del leverage sono invece responsabilità delle autorità

Per quanto riguarda i fattori per così dire "esterni", la responsabilità delle autorità e degli organismi internazionali è invece preponderante. Devono esserci incentivi (positivi o punitivi), condivisi a livello internazionale, affinché le banche adottino standard prudenziali nella concessione del credito. Allo stesso modo, deve essere imposta alle HLI una minore opacità nelle strategie di *trading* e, soprattutto, nella loro esposizione ai rischi di mercato. Infine, deve essere promossa una metodologia comune per misurare il *leverage*. Ma a dire il vero andrebbe promossa una metodologia comune anche per definire cosa si intenda per *stress-test* sull'esposizione nei confronti della controparte.

Ma un aiuto le banche dovrebbero riceverlo anche per quanto riguarda la definizione pratica di stress-test

In teoria, infatti, lo *stress-test* è una procedura piuttosto semplice: si verifica cosa succede alla propria posizione se nell'andamento di una particolare variabile avviene un evento classificato come altamente improbabile. Ma il problema è che l'evento altamente improbabile da "trascurabile" diventa "interessante" quando scatena altre reazioni a catena nel sistema economico. E la capacità della teoria economica o dei modelli statistici attualmente disponibili di prevedere le crisi o i loro sviluppi è così bassa da rendere necessario da parte delle autorità specificare esattamente cosa si intenda per *stress test*. Diverso il caso se si delimita la procedura di *stress-test* ad un processo di validazione delle stime dei parametri di input per le procedure di tipo



VAR o se si traduce nel coinvolgimento di figure “atipiche” (l'economista, lo *strategist*, l'esperto di sistema dei pagamenti, ...) nel processo di valutazione dell'esposizione ai rischi di mercato.



BIBLIOGRAFIA

- B.I.S., 1999, "Banks' interactions with highly leveraged institutions", January, Basilea
- B.I.S., 1999, "Sound practices for banks' interactions with highly leveraged institutions", January, Basilea
- Bundesbank, 1999, "Hedge funds and their role in the financial markets", *Monthly Report*, March, p. 29-42.
- Fung W., D. A. Hsieh, 1999, "A primer on hedge funds", *Journal of Empirical Finance*, 6, p. 309-331
- Jorion P., 1999, "How Long-Term lost its capital", *Risk*, 31, September, p. 31-36.
- Standard & Poor's, 1999, "Hedge funds: calm restored?", *CreditWeek*, 14, April, 26-27
- Standard & Poor's, 1999, "The importance of knowing your borrower and counterparty", *CreditWeek*, 14, April, 28-31
- United States, President's Working Group on Financial Markets, 1999, "Hedge funds, leverage, and the lessons of Long Term Capital Management", April, Washington

