



www.lavoce.info

Finanza

GLI HEDGE FUND? DIAMOGLI UNA REGOLATA *

di [David Thesmar](#) 27.02.2009

Le regole servono per imporre comportamenti ispirati alla prudenza a tutti i grandi operatori del sistema finanziario, compresi gli hedge fund. A quelli di notevoli dimensioni in grado di causare un danno sistemico si potrebbe applicare lo stesso sistema di norme imposto alle banche. E se la regolamentazione diretta è difficile e costosa, si può utilizzare quella indiretta, propria delle borse. In ogni caso, hanno oggi un'occasione unica per dimostrare alla collettività che l'evasione fiscale non è la loro unica ragion d'essere.



È dall'inizio della crisi finanziaria che si continua a discutere sulla necessità di **regolamentare gli hedge fund**, quei fondi di investimento che operano con regole elastiche e leggere. È una posizione che certamente paga, sotto il profilo politico. Ma qual è la situazione reale? Gli hedge fund sono responsabili della crisi? È davvero necessario inquadrali in regole più rigide? In caso affermativo, cosa bisogna fare e come?

L'ORIGINE DELLA CRISI



www.lavoce.info

Anzitutto è bene ricordare che gli hedge fund non sono al centro dell'attuale **crisi**, anche se hanno recentemente sofferto per le sue conseguenze. Per dirla in breve, la crisi finanziaria è il risultato di due fattori. Il primo dipende dall'eccessivo ammorbidimento delle condizioni monetarie nel mondo intero. **Indebitarsi** era divenuto, da troppo tempo, troppo facile: una situazione che ha generato bolle in diversi mercati, tra cui i derivati del credito residenziale, ma anche del credito al consumo o dei fondi di *private equity*. E le banche ci hanno speculato alla grande. Per giunta, alla speculazione hanno potuto partecipare in molti (istituzioni, banche), grazie a una recente innovazione finanziaria, la *securitization*. Di conseguenza, quando la bolla è scoppiata, tutti sono stati colpiti. Gli investitori istituzionali, per rispettare i loro obblighi, hanno dovuto liberarsi in gran fretta delle attività a rischio, ma liquide (come le azioni) e ciò ha fatto precipitare le borse. Le **banche**, in cui è totalmente venuta a mancare l'attività di controllo dei rischi, hanno dovuto sospendere l'erogazione creditizia, al fine di ricostituire le loro riserve, senza pesare troppo sugli azionisti. In conclusione, sono proprio i principali, e in teoria più regolamentati, operatori della finanza che hanno provocato lo scandalo.

In tale contesto, gli hedge fund, nonostante quanto affermato dai loro sostenitori, non hanno certo potuto impedire al sistema di sfasciarsi. Si tratta di strumenti finanziari a **lungo termine**, avvantaggiati, rispetto a normali Sicav, dal fatto che il loro passivo è bloccato da clausole contrattuali diverse dalla norma. Se gli investitori vogliono recuperare quanto investito, il fondo richiede una dilazione oscillante tra i tre e i dodici mesi, talvolta persino ventiquattro, il che permette di liquidarlo in modo più sistematico o di mantenere la posizione, finché non divenga più vantaggiosa. Alcuni fondi sono addirittura in grado di sospendere temporaneamente i rimborsi, per periodi anche di parecchi anni, qualora venga ritenuto che una loro liquidazione troppo rapida vada a detrimento degli interessi degli investitori.

Eppure, malgrado queste misure di sicurezza, la crisi è stata troppo lunga per permettere agli hedge fund di tenere le posizioni sino alla ripresa dei mercati. Sotto questo profilo, i fondi di *private equity*, in cui gli investimenti sono bloccati per 7-10 anni, sono meglio attrezzati per sostenere i mercati e il finanziamento dell'economia, fino al momento in cui si normalizzi il sistema finanziario. Comunque sia, anche se gli hedge fund hanno solo subito l'attuale crisi, necessitano ugualmente di ulteriori regole.

REGOLE DI PRUDENZA

Coloro che auspicano una maggiore regolamentazione degli hedge fund la giustificano invocando il rischio sistemico. Se mi indebito molto per assumere posizioni a rischio, il mio eventuale fallimento coinvolgerà parecchie controparti (trader, banche, altri fondi, e così via), il cui dissesto creerebbe un effetto domino su tutto il sistema. Ogni operatore finanziario, che si tratti di hedge fund, di istituzioni o di banche, è potenzialmente capace di far crollare tutto l'edificio. Ed è proprio per evitare situazioni del genere che banche e investitori istituzionali sono sottoposti, in genere, a regolamenti ispirati alla prudenza. Talora accade addirittura che le regole debbano intervenire *ex post* e cioè quando è già suonato l'allarme. Ricordiamoci che nel 1998 la Fed di New York aveva obbligato gran parte degli operatori finanziari mondiali a organizzare la liquidazione ordinata dell'hedge fund "Long Term Capital Management" (LtcM), la cui brusca caduta aveva scosso le fondamenta del sistema finanziario internazionale. La crisi attuale ha registrato, anch'essa, comportamenti devianti di questo tipo (assicurazioni Aig, banca Citigroup, ecc.). Ma per ora gli hedge fund non hanno svolto un ruolo fondamentale nello scatenarsi della crisi: tuttavia il rischio esiste sempre. Il che significa che occorre



www.lavoce.info

sottoporre anche questi fondi a **regolamenti prudenziali**, analoghi a quelli delle banche. La difficoltà principale consiste, però, nell'inquadrare l'attività di tutta una serie di operatori diversi, senza per questo paralizzarli.

Come fare? Il primo suggerimento potrebbe essere applicare lo stesso sistema di **regolamentazione delle banche** solo agli hedge fund di notevoli dimensioni. Per evitare che si possano generare rischi sistemici, le regole impongono alle banche di detenere, in funzione della loro esposizione al rischio, una più o meno grande quantità di capitale a lungo termine. I piccoli fondi non hanno certo i mezzi per indebolire il sistema, ma alcuni hedge fund mastodontici sarebbero perfettamente in grado, a causa della loro capacità di indebitamento, di minare le fondamenta dei mercati. È ciò che è successo a **Ltcm**, che godeva al suo apogeo di un capitale di 6 miliardi di dollari, ma in virtù di un *financial leverage* di 20, era in grado di gestire attività per **120 miliardi**. Le regole devono pertanto imporre a tutti i grandi operatori del sistema finanziario, compresi gli hedge fund, comportamenti ispirati alla prudenza. Eppure, si tratta pur sempre di soluzioni parziali, perché nel caso di Ltcm i 120 miliardi sottovalutavano di molto le posizioni prese dal fondo, che era una controparte di notevole spessore sui mercati dei derivati dei prodotti di tasso. D'altra parte, si può legittimamente sostenere che cento piccoli fondi, tutti sulle stesse posizioni, e in questo caso si parla di *crowded trade*, hanno lo stesso **potere destabilizzante** di un grande fondo.

REGOLE DI BORSA

Tali limitazioni ci portano a configurare il secondo suggerimento: obbligare gli operatori finanziari, tra cui anche gli hedge fund, a lavorare in maggior misura sui mercati organizzati, specie per quanto riguarda i prodotti derivati. Automaticamente gli hedge fund dovranno sottostare alla regolamentazione di questi mercati. In altri termini: siccome la regolamentazione diretta è difficile e costosa, tanto vale utilizzare quella **indiretta**, imposta dalle borse.

Non si tratta di fantascienza: gli hedge fund che comperano azioni alla borsa americana, per un ammontare che supera un determinato livello, devono dichiarare le loro posizioni alla *Security and Exchange Commission*, che le rende pubbliche. Uno dei vantaggi dei mercati organizzati è che permettono di sorvegliare più agevolmente l'eventuale accumulo di posizioni a rischio da parte di uno o più operatori. E, a parte ovvie questioni di trasparenza, la crisi attuale ha messo in evidenza i rischi esistenti quando si scambiano prodotti derivati al di fuori dei mercati organizzati. Per esempio, un investitore che avesse acquistato un'assicurazione contro l'eventuale fallimento della Lehman Brothers non era in alcun modo garantito sulla effettiva "presenza" del suo "assicuratore", se questa fosse fallita. Quando è scoppiata la crisi, gli operatori hanno improvvisamente scoperto il problema, rendendosi conto che i loro bilanci erano **molto meno solidi** di quanto credessero. Si è allora diffuso il panico. Questo "rischio della controparte" è meno diffuso nei mercati organizzati, che richiedono ai partecipanti la dimostrazione della loro solidità finanziaria, grazie a quotidiane richieste di margine, che dipendono dall'evolversi delle loro posizioni. Quando vengono scambiati in forte misura molti prodotti simili (era il caso dei *credit default swaps*, prima della crisi) la regolamentazione deve "forzare" la loro standardizzazione, facendone migrare le transazioni su un mercato organizzato. Del resto lo sviluppo di questo tipo di mercato è una delle sfide della "politica industriale". Muovendosi in tal senso, le regole europee possono restituire ai mercati finanziari del Vecchio Continente una posizione di **leadership mondiale**, permettendo che i nuovi prodotti



www.lavoce.info

finanziari vengano scambiati in Europa.

Ultimo suggerimento: organizzare un ordinato movimento di settore al di fuori dei **paradisi fiscali**. Del resto, lo richiedono gli stessi investitori per motivi di trasparenza. Se coordinano la loro azione, i governi responsabili delle principali piazze finanziarie riusciranno a sopprimere efficacemente le transazioni che provengono da operatori con base nei paradisi fiscali. L'opinione pubblica è giustamente scandalizzata dai benefici fiscali di cui godono gli investitori in hedge fund, anche perché in genere si tratta di individui che dispongono di grosse fortune. I politici hanno, in questo caso, l'opportunità di porre il settore di fronte alle sue responsabilità. Gli hedge fund hanno la pretesa di creare valore per l'economia, portando liquidità ai mercati e contribuendo alla loro efficienza. Tornare *onshore* rappresenta un'occasione unica, per dimostrare alla collettività che l'evasione fiscale non è la loro unica ragion d'essere.

(traduzione di Daniela Crocco)