

**LA REGOLAMENTAZIONE DEGLI *HEDGE FUNDS* NEGLI
USA: DAL QUASI-COLLASSO DI *LONG-TERM CAPITAL
MANAGEMENT* AL *DODD-FRANK ACT* (*)**

di CASIMIRO A. NIGRO (**) e GIOVANNI ROMANO (***)

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Inquadramento del fenomeno regolando. – 3. Gli *hedge funds* nella prima legislazione statunitense. – 4. Il dibattito per una nuova regolamentazione degli *hedge funds*: il quasi-collasso di *Long-Term Capital Management* ed il modello di *regolamentazione indiretta*. – 5. *Segue*: La crescita dell'industria, la *retailization* ed il modello di *regolamentazione semi-diretta*. – 6. *Segue*: La crisi finanziaria globale ed il modello di *regolamentazione diretta*. – 7.1. Il *Dodd-Frank Act*: uno sguardo d'assieme – 7.2. *Segue*: La regolamentazione degli *hedge funds* nel *Dodd-Frank Act*: la vigilanza sul *fund manager*. – 7.3. *Segue*: la regolamentazione prudenziale degli *hedge funds* di rilevanza sistemica. – 7.4. *Segue*: la regolamentazione del rapporto banche-*hedge funds* e del rapporto di *prime brokerage* nella c.d. *Volcker Rule*. – 7.5. *Segue*: le norme a protezione degli investitori. – 8. Analisi critica della nuova regolamentazione degli *hedge funds*. – 9. Alcune proposte ed alcuni spunti per la ricerca futura. – 10. Conclusioni.

I.– Innovativo portato di una Crisi Finanziaria Globale¹ la cui gravità ha a suo tempo costretto il Governo di Washington ed il *Federal Reserve System* ad

(*) Il presente contributo è già stato pubblicato nel volume del Prof. VITTORIO SANTORO (cur.), *La crisi finanziaria. Analisi e prospettive*. I, Milano, pp. LII-512, pp. 185-353. Il detto volume raccoglie le ricerche realizzate nel contesto del Progetto di ricerca di interesse nazionale, coordinato dal Prof. Vittorio Santoro, cui hanno partecipato le Università di Siena, Perugia, Napoli Sun e Napoli Federico II, presso cui sono state istituite altrettante unità operative locali dirette, rispettivamente, dai Prof. Vittorio Santoro, Enrico Tonelli, Andrea Paciello e Marilena Rispoli Farina.

(**) Laurea in Giurisprudenza *cum laude* presso l'Università degli Studi di Perugia; Culture di Diritto Commerciale e dei Mercati Finanziari, Facoltà di Giurisprudenza dell'Università degli Studi di Perugia; LL.M. Candidate in Corporate and Securities Law presso la London School of Economics and Political Science.

(***) Laurea in Giurisprudenza *cum laude* presso l'Università degli Studi di Perugia; Dottorando di Ricerca in Diritto della Banca e del Mercato Finanziario presso la Facoltà di Economia dell'Università degli Studi di Siena; Ricercatore presso il CERADI (Centro di Ricerca per il Diritto d'Impresa) della Libera Università degli Studi Sociali "LUISS" Guido Carli di Roma.

¹ D'ora in poi, "CFG".

adottare una serie di misure storicamente senza precedenti², la regolamentazione degli *hedge funds*³⁻⁴, introdotta negli Stati Uniti per dar attuazione agli impegni

² V., al riguardo, JOHNSON, *Exigent and Unusual Circumstances: The Federal Reserve and the US Financial Crisis*, in ALEXANDER e MOLONEY (a cura di), *Law Reform and Financial Markets*, Cheltenham, 2011, p. 269 ss., ove una classificazione categoriale delle diverse misure adottate a fronte della CFG dal sistema statunitense delle banche centrali. Sullo stesso tema v. anche ACHARYA *et alt.*, *A Bird's-Eye View – The Financial Crisis of 2007-2009: Causes and Remedies*, in ACHARIA e RICHARDSON (a cura di), *Restoring Financial Stability – How to Repair a Failed System*, New York, 2009, p. 35 ss.; nonché DAVIDOFF e ZARING, *Regulation by Deal: The Government's Response to the Financial Crisis*, in 61 *Admin. L. Rev.* (2009), p. 463 ss., ove una valutazione delle misure emergenziali adottate dal governo statunitense alla luce della loro non sempre puntuale rispondenza alle prerogative attribuite dall'ordinamento giuridico formale allora vigente.

³ Sia per il momento consentito l'impiego di questa generica espressione. Dal prosieguo della trattazione risulterà chiaro come la regolamentazione abbia, invero, conosciuto diversi momenti, avendo riguardato ora il veicolo *hedge fund*, ora il *money manager* che il veicolo *hedge* gestisce, ora altri soggetti ed istituzioni finanziarie che con gli *hedge funds* in vario modo interagiscono. Sui diversi possibili momenti (e modelli) della regolamentazione degli *hedge funds* v., già da ora, WYMEERSCH, *The regulation of private equity, hedge funds and state funds*, Financial Law Institute Working Paper No. 2010-06, disponibile all'indirizzo www.ssrn.com, p. 8 ss.

⁴ Quello degli *hedge funds* è un segmento dell'industria finanziaria che ha conosciuto un'enorme crescita durante gli ultimi vent'anni, passando dai circa 50 miliardi di dollari di masse patrimoniali gestite (*assets under management* – “AUM”) del 1990, agli oltre 1.700 miliardi del gennaio 2007. Altrettanto notevoli sono state le *performances* del settore. Dal dicembre 1993 fino all'agosto 2007, gli indici Credit Suisse/Tremont – che descrivono l'andamento delle diverse strategie adottate dai fondi *hedge* – hanno fatto registrare rendimenti sistematicamente positivi, con un incremento del 600% dall'inizio alla fine del periodo considerato. A titolo di paragone, nello stesso periodo la crescita dell'indice S&P 500 è stata “solo” del 216%. Inoltre, la volatilità dei rendimenti mensili dell'indice generale dei fondi *hedge* è risultata pari al 2.2%, mentre quella dell'indice azionario, nello stesso periodo, è stata superiore al 4%, ossia quasi doppia. I dati evidenziano, dunque, che fino a prima della CFG gli *hedge funds* hanno fornito rendimenti positivi con bassa volatilità, quale che fosse l'andamento dei mercati azionari: cfr., sul punto, LAZZARINO e ZOLA, *I fondi speculativi: un ruolo importante ma un rischio eccessivo*, in BARUCCI e MESSORI (a cura di), *Oltre lo shock. Quale stabilità per i mercati finanziari*, Milano, 2009, p. 116 ss. Lo scoppio della CFG nell'estate del 2007 ha interrotto questi *trend* positivi solo nell'immediato. Gli afflussi di capitale verso il settore *hedge* sono diminuiti significativamente nel 2008, salvo tornare a crescere e riportare l'AUM complessivo intorno ai livelli pre-CFG già nel 2009 e ai 2.000 miliardi alla fine del 2011. Il *net asset flow* (“NAF”, ossia il valore degli afflussi al netto dei deflussi) è anch'esso ritornato positivo dopo gli anni più duri della CFG. In base ai più recenti dati di cui si dispone, il processo di *recovery* dell'industria è proseguito anche nel 2010, anno durante il quale si è registrato un incremento del 13% delle masse patrimoniali gestite, che hanno così raggiunto complessivi 1.920 miliardi di dollari. Quanto ai rendimenti, la perdita media subita del Credit Suisse/Tremont Hedge Fund Index nel 2008 è stata certamente elevata (19%), ma, anche in quello che è stato il vero *annus horribilis* della finanza globale, il confronto con l'indice azionario statunitense S&P 500 (che nel 2008 ha perso il 37.66%) premia ancora il settore *hedge* rispetto al comparto azionario generale. In un articolo apparso sulla stampa specialistica lo scorso anno, si dava notizia del fatto che nel secondo semestre 2010 i primi dieci *hedge funds* al mondo avevano fatto registrare profitti per 28 miliardi di dollari, circa 2 miliardi in più di quelli conseguiti dalle prime sei banche ed imprese finanziarie del pianeta (MACKINTOSH, *Top 10 Hedge Funds Make \$28bn*, in *Financial Times*, On-line edition, March 1, 2011, www.ft.com) e, stando alle cronache più recenti, pare che, dopo un 2011 non troppo brillante, il 2012 sia iniziato con il conseguimento di altissimi rendimenti

assunti a livello internazionale⁵ al fine di ovviare alle carenze di un sistema di regole pubbliche e private fortemente scosso, tanto sul piano del *regulatory design* quanto su quello dell'*enforcement*⁶, dai recenti eventi storici⁷, rappresenta certamente uno dei più significativi tasselli del ben più ampio processo riformatore in atto per la creazione di una disciplina finalizzata sia a ridurre gli spazi per l'arbitraggio regolamentare e ad incrementare i livelli di trasparenza complessiva⁸, sia a creare le basi strutturali e funzionali per un'efficace e coordinata vigilanza sui mercati finanziari⁹⁻¹⁰.

(AHMED, *A Strong Start to 2012 for Hedge Funds*, in *New York Times – Deal Book*, Online edition, March 8, 2012, <http://dealbook.nytimes.com>). Ulteriori e più dettagliati dati circa le dimensioni e le *performances* dell'industria possono rinvenirsi in ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *AIMA's Roadmap to Hedge Funds*, November 2008, p. 13 ss., reperibile all'indirizzo www.aima.org; COALITION OF PRIVATE INVESTMENT COMPANIES, *Hedge Funds: How They Serve Investors in U.S. and Global Markets*, 2009, reperibile all'indirizzo www.hedgefundfacts.org, p. 3 ss.; nonché, per un quadro ancor più aggiornato, in THECITYUK, *Hedge Funds*, Financial Market Series, May 2011, p. 1 ss., reperibile all'indirizzo www.thecityuk.com.

⁵ V., ad illustrazione delle misure riformatrici introdotte negli Stati Uniti in esecuzione degli obblighi assunti in sede di G-20, il documento del FINANCIAL STABILITY BOARD, *FSB-G20 MONITORING PROGRESS – the United States*, September 2011. Degli *standards* regolamentari convenuti a livello internazionale si dirà più oltre (v. *infra*, par. 6). Per una approfondita analisi del ruolo del G-20 nella definizione delle strategie di miglioramento del sistema finanziario internazionale, v. EERNISSE, *Banking on Cooperation: The Role of the G-20 in Improving the International Financial Architecture*, in 22 *Duke J. Comp. & Int'l L.* (2012), p. 239 ss..

⁶ Chiare al riguardo le parole di ALEXANDER e MOLONEY, *Introduction*, in *Id.* (a cura di), *Law Reform and Financial Markets*, cit., p. VIII: “*Law and regulation, both “on the books”, in term of regulatory design, and “in action”, in terms of supervisory practices and enforcement, were notably deficient in responding to changes to financial markets over the global financial crisis. Private law and public law were both implicated. Weaknesses in private law and contracting frameworks, such as the model contracts governing the vast over-the-counter derivatives market, and in the corporate law doctrine of separate legal personality, which allowed banks to shift massive risks to shell corporations or to evade regulatory controls, were exacerbated by prudential regulation frameworks that allowed process-based regulation, such as Basel II, to eviscerate prudential controls and put the global financial system at risk. Legal and regulatory frameworks had an overriding – and disproportionate – focus on reducing transaction costs between market participants, so that they could enter into an increasing array of complex transactions with the expectations of greater returns. But these transactions also carried greater risks, mostly of which have been externalized, or shifted on to society at large. Regulation and private contracting essentially permitted private parties to reap huge gains from private risk-taking while, at the same time, socializing the losses*”.

⁷ Tanto da imporre, in definitiva, un ripensamento critico di elementi essenziali dello stesso processo di definizione delle regole che governano i mercati e le azioni dei loro partecipanti, oltre che dei meriti e dei demeriti, con specifico riferimento alla causazione della crisi, delle diverse tecniche – *principle-based* o *rule-based* – per la definizione dei contenuti di queste regole: v. sul punto BLACK, *The Rise, Fall and Fate of Principles-based Regulation*, in ALEXANDER e MOLONEY (a cura di), *Law Reform and Financial Markets*, cit., p. 1 ss.

⁸ “*Today's financial system is dominated by markets in which complex institutions are connected through short-term financing, securitization, derivatives, and other means. These connections are part of gradual financial deepening which has paid dividends by improving risk management, spurring competitiveness of financial markets, lowering the cost of capital, and increasing economic growth, but they have not come without potential costs. Regulatory reform should not turn back the clock but should,*

Benché le dinamiche scatenanti della CFG, la meccanica della sua propagazione e, a dire il vero, perfino l'esatto momento del suo "inizio"¹¹ siano tuttora in corso di definitivo appuramento¹², è un dato storico incontrovertibile che alcuni

instead, improve the stability of this interconnected financial system by minimizing regulatory arbitrage and increasing transparency": così concludono KROZNER e STRAHAN, *Financial Regulatory Reform: Challenges Ahead*, in 101 *Econ. Amer. Rev.* (2011), p. 242 ss. Sulla nozione di "cross-jurisdictional regulatory arbitrage, che – pur senza specificazioni – è quella cui si fa riferimento nel testo, v., anche per distinguerla dalla diversa ipotesi di *product regulatory arbitrage*, DORN, *Policy Stances in Financial Markets Regulation: Market Rapture, Club Rules, or Democracy?*, in ALEXANDER e MOLONEY (a cura di), *Law Reform and Financial Markets*, cit., p. 63, nota n. 87. Per una generale ed approfondita trattazione del tema v. l'ampio studio di FLEISCHER, *Regulatory Arbitrage*, in *University of Colorado Law Legal Studies Research Paper No. 10-11*, reperibile in www.ssrn.com; e le acute osservazioni, anche in chiave storicistica, di KNOLL, *The Ancient Roots of Modern Financial Innovation: The Early History of Regulatory Arbitrage*, in 87 *Oregon L. Rev.* (2008), p. 93 ss. Come si avrà modo di verificare (v. *infra*, par. 8, note nn. 302-305 e testo corrispondente), il contenimento degli spazi per manovre di arbitraggio regolamentare dopo la CFG è, probabilmente, uno degli obiettivi mancati dalle riforme, essendo concreto il rischio che gli operatori saranno largamente incentivati a ricorrervi proprio per tentare di sottrarsi alla stretta regolamentare.

⁹ Sempre più interconnessi e, quindi, sempre più fragili: v. ACHARYA *et alt.*, *A Bird's-Eye*, cit., p. 1, secondo cui "[t]he integration of global financial markets has delivered large welfare gains through improvements in static and dynamic efficiency – the allocation of real resources and the rate of economic growth. These achievements have, however, come at the cost of increased systemic fragility, evidenced by the ongoing financial crisis. We must now face the challenge of redressing the regulatory overlay of the global financial system in order to make it more robust without crippling its ability to innovate and spur economic growth".

¹⁰ Non v'è dubbio che, come già si accennava (v. *supra*, nota n. 8 e testo corrispondente), quella del coordinamento a livello transnazionale delle iniziative intraprese dai vari *regulators* al fine di minimizzare il rischio di esternalità derivanti da possibili arbitraggi regolamentari sia una delle principali sfide dell'attuale fase di ri-regolamentazione dei mercati finanziari, pur restando ferme – come nota SCHWARCZ, *Controlling Financial Chaos: The Power and Limits of Law*, disponibile su www.ssrn.com, *passim* – le insuperabili imperfezioni di qualsiasi "regulatory framework". Tra coloro che hanno affrontato il tema dell'esigenza di una regolamentazione finanziaria di portata transnazionale, sottolineando le difficoltà che si frappongono al conseguimento dell'obiettivo, vi sono KANE, *Confronting divergent interests in cross-country regulatory arrangements*, NBER Working Paper No. 11865, December 2005; e, dopo la CFG, con particolare riferimento alla c.d. *Volcker Rule* (v. *infra*, par. 7.4), al fine di indagare la sussistenza dei presupposti per una eventuale revisione del modello della banca universale anche in Europa, KIM, *Toward Transatlantic Convergence in Financial Regulation*, University of Michigan Public Law and Legal Theory Working Paper No. 234, April 2011, disponibile all'indirizzo www.ssrn.com. Sullo specifico tema della regolamentazione degli *hedge funds*, v., invece, ENGERT, *Transnational Hedge Fund Regulation*, in 11 *EBOR* (2010), p. 329 ss.; FIORETOS, *Capitalist diversity and the international regulation of hedge funds*, in 17 *Rev. of Inter. Pol. Econ.* (2010), p. 696 ss.; nonché il lavoro di BOLLEN, *Setting international regulatory standards for hedge funds*, che consta di due parti entrambi disponibili all'indirizzo www.ssrn.com.

¹¹ V. ACHARYA *et alt.*, *A Bird's-Eye View*, cit., p. 2 ss.

¹² Lunghi dal pretendere di fornire un'esauritiva elencazione della (oramai sterminata) letteratura sulla CFG, possono citarsi, indicativamente, i contributi di ACHARYA e RICHARDSON, *Causes of the Financial Crisis*, in 21 *Critical Rev.* (2009), p. 195 ss.; BLANCHARD, *The Crisis, Basic Mechanism and Appropriate Policies*, International Monetary Fund Working Paper No. 09/89; GORTON, *Slapped in the Face by the Invisible*

tipi di veicoli di investimento collettivo siano finiti nell’“occhio del ciclone”¹³, essendo stati considerati “responsabili” non tanto di aver direttamente innescato le turbolenze finanziarie degli ultimi anni quanto, piuttosto, di aver amplificato le conseguenze dell’instabilità inizialmente localizzabile solo in alcuni specifici settori “merceologici” ed in una specifica area geografica¹⁴: di aver, in altre parole, amplificato gli effetti della crisi, e, quindi, la sua gravità.

Quanto appena detto vale, in modo particolare – ma non certo esclusivo¹⁵ – per gli *hedge funds*, ormai da qualche tempo destinatari di una notevole attenzione mediatica che – in uno con la retorica propria dell’alta politica alle prese con la riforma delle regole della finanza dopo CFG¹⁶ – ha in qualche modo favorito,

Hand: Banking and the Panic of 2007, Prepared for the Federal Reserve Bank of Atlanta’s 2009 Financial Markets Conference: “Financial Innovation and Crisis”, May 11-13, 2009; FRIEDMAN e FRIEDMAN, *The Global Financial Crisis of 2008: What Went Wrong?*, disponibile all’indirizzo www.ssrn.com; SCHWARCZ, *Protecting Financial Markets: Lessons from the Subprime Mortgage Meltdown*, in 93 *Minn. L. Rev.* (2008), p. 101 ss. Nella letteratura italiana v., almeno, ONADO, *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, Roma-Bari, 2009; BARUCCI e MESSORI (a cura di), *Oltre lo shock.*, cit., *passim*; D’APICE e FERRI, *Crisi finanziarie e regolamentazione. Politiche economiche per un capitalismo stabile*, Bari, 2011; MOLINARI, *Basilea Zero. Uno schema alternativo per riformare i mercati finanziari*, Milano, 2011; VELLA, *Capitalismo e finanza*, Bologna, 2011. Ulteriori, assai interessanti contributi possono reperirsi sul sito <http://timeline.stlouisfed.org/>. Infine, con specifico riguardo alla crisi negli Stati Uniti, cfr. pure i riscontri della FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION, *The Financial Crisis Inquiry Report*, January 2011, reperibile sul sito www.gpo.gov.

¹³ Così già WYMEERSCH, *The regulation*, cit., p. 2.

¹⁴ Per una chiara analisi della genesi della crisi *sub-prime*, nonché dei canali di trasmissione e delle dinamiche di propagazione del relativo *liquidity shock* e del conseguente *credit crunch*, cfr. . GORTON, *The Subprime Panic*, NBER Working Paper No. 14398, October 2008; e BRUNNERMEIER, *Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008*, in 23 *Journ. of Ec. Persp.* (2008), p. 77 ss. Per una considerazione, in prospettiva storica, delle peculiarità della CFG e per l’individuazione delle caratteristiche tipiche delle crisi bancarie, v., invece, KLINDEBERGER, *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, London, 1978; CALOMIRIS, *Banking crises yesterday and today*, in 17 *Financial History Rev.* (2010), p. 3 ss.; GIGLIOBIANCO e TONIOLO (a cura di), *Financial Market Regulation in the Wake of Financial Crises: The Historical Experience*, Banca d’Italia – Workshops and Conferences No. 1, November 2009.

¹⁵ Il pensiero corre, ad es., ai cc.dd. *money market funds*, anch’essi oggi sotto la lente di ingrandimento dei *regulators*: cfr., ad es., AJAY MAKAN, *Regulatory fears weigh on money market managers*, in *Financial Times*, On-line edition, February 7, 2012, www.ft.com. V. anche GRIND, *The Money-Market Fund Showdown*, in *Wall Street Journal*, On-line edition, March 7, 2012, <http://blogs.wsj.com> (“[...] the SEC is at the center of the heated debate on how money-market funds should be regulated, which has reached a fever pitch in recent weeks. A proposal from the agency is expected as soon as the end of March. The main issue: The SEC thinks money-market funds, which suffered a run during the U.S. financial crisis, need further regulation, while much of the industry disagrees”). Per una prima analisi del problema relativi ai *money market funds* quali portatori di fattori di rischio rilevanti sul piano sistemico, si rinvia a ALLEN, *Money Market Fund Reform Viewed Through a Systemic Risk Lens*, in 11 *Journ. of Bus. & Sec. L.* (2010), p. 87 ss. Per una ricostruzione del ruolo svolto da questi intermediari “ombra” in relazione alla CFG e per alcune proposte per una loro adeguata regolamentazione, v., invece, KACPERCZYK e SCHNABL, *Money Morket Funds: How to Avoid Breaking the Duck*, in ACHARYA *et alt.* (a cura di), *Regulating Wall Street. The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, Hoboken, NJ, 2010, p. 305 ss.

¹⁶ V., a titolo di mero esempio, REGA, *Hedge Funds’ “Dangerous Opponent” Rasmussen Pushes EU Crackdown*, June 17, 2009, in www.bloomberg.com, ove si legge

nell'immaginario collettivo (ed alle volte non solo in questo), una loro progressiva "demonizzazione", ossia una visione tale da indurne l'associabilità ad epifenomeni del capitalismo più perverso. Da ciò l'idea che gli *hedge funds* siano "fuori dagli schemi del capitalismo classico"¹⁷ e rappresentino, più in generale, opache e pericolose strutture di arricchimento di pochi a detrimento dei più¹⁸.

Condivisibile o meno che appaia, da un punto di vista squisitamente scientifico, tale mistificante visione del fenomeno finanziario in discorso¹⁹, sta di fatto che – in nome del rinnovato obiettivo di stabilità dei mercati e dell'esigenza di proteggerli contro future, possibili minacce²⁰ – ad essa ha corrisposto, sul piano

che "Rasmussen [is] concerned that hedge funds [...] destabilize markets and destroy jobs in a hunt for profits".

¹⁷ Queste le parole che avrebbe usato l'allora Ministro dell'Economia e delle Finanze italiano in occasione di una riunione del Fondo monetario internazionale nell'autunno del 2008: cfr. PERINI, *Gli hedge fund (ora) chiedono regole*, in *Il Sole-24Ore*, 5 Novembre 2008, edizione online, www.banchedati.ilsole24ore.com.

¹⁸ È fin troppo agevole constatare come alcune innovative teorie circa la correlazione tra ineguaglianze nella distribuzione della ricchezza e "crisi economico-finanziarie" sostenute da una recente letteratura potrebbero, ove confermate – o quantomeno non smentite – accrescere l'*outrage* pubblica scaturente dalla percezione di certi fenomeni finanziari come forme di manifestazione di un deleterio capitalismo di tipo "predatorio". Ricostruzioni di questo tipo hanno trovato una prima esplicitazione in taluni recenti papers, tra i quali v., innanzitutto, KUMHOF e RANCIÈRE, *Inequality, leverage and crises*, IMF Working Paper No. 268, November 2010; e sono alla base del volume di RAJAN, *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton, NJ, 2011. Il dibattito è stato ancor più di recente portato all'attenzione del pubblico anche da parte della stampa specializzata in materia finanziaria: v. l'editoriale *Body of evidence - Is a concentration of wealth at the top to blame for financial crises?*, in *The Economist - Print edition*, March 17, 2012, disponibile anche online sul sito www.economist.com, ove anche alcuni ulteriori riferimenti bibliografici.

¹⁹ La quale spesso dimentica (*rectius*, tace) la capacità di questi particolari *investment schemes* di estrarre valore anche da investimenti apparentemente privi di ogni attrattività: cfr., EBRAHIMI, *US Hedge Funds Capitalise on Lehman Collapse*, in *The Daily Telegraph*, February 6, 2012, p. B5: "It may sound impossible that one of the best financial investment of the past three years has been a collapsed bank. And not just any bank but Lehman Brothers, the world's biggest bankruptcy. The Wall Street titans' 2008 downfall saw the implosion of \$1 trillion balancesheet, putting 26,000 jobs at risk. Yet, it is now making some investors very rich. Four large American hedge funds – Heliot Associates, King Street, CarVal, and Baupost – now stand to make billions of dollars in profit for Lehman. They have snapped up big tranches of the bank's debt at knocked-down price in one of the biggest vulture swoops in history". Sui benefici generalmente associabili all'operatività degli *hedge funds* sui mercati finanziari v. anche *infra*, nota n. 87.

²⁰ Che la crisi abbia prodotto un'inversione del ciclo politico-regolamentare della finanza, riportando in cima alla lista delle preferenze di *policymakers* e *regulators* l'introduzione di regole che garantiscano una maggiore stabilità dei mercati in luogo degli imperativi dell'efficienza, della concorrenza e dei benefici associabili a mercati "lightly-regulated" che avevano, al contrario, ispirato le scelte di politica legislativa compiute nel decennio precedente, è un dato acquisito dalla letteratura: cfr. D'APICE e FERRI, *Crisi finanziarie*, cit., p. 11 ss.; PAGLIARI, *Who Governs Finance? The Shifting Public-Private Divide in The Regulation of Derivatives, Rating Agencies, and Hedge Funds*, disponibile all'indirizzo www.ssrn.com. Sul trade-off tra gli obiettivi della stabilità e quelli della concorrenza/efficienza in sede di definizione delle misure regolamentari da predisporre in risposta alla CFG, cfr. anche GIGLIO, *La crisi e il rapporto tra stabilità e concorrenza*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2010, II, p. 279 ss.

delle iniziative concrete, la scelta dei *regulators* (internazionali e regionali) di ricondurre gli *hedge funds* nel perimetro delle attività finanziarie regolamentate. Nel presente contributo saranno esposte ed esaminate le regole concernenti gli *hedge funds* adottate dal legislatore americano tramite il *Dodd-Frank Act* del 21 luglio 2010, epocale *bill* di riforma della finanza statunitense²¹.

La scelta di muovere dall'analisi dell'ordinamento nordamericano si giustifica in ragione di due complementari ordini di considerazioni. La prima è *lato sensu* "quantitativa" e "storica" al tempo stesso, mentre la seconda è di tipo *stricto sensu* "scientifico" e trova nei vantaggi della comparazione giuridica la sua causa efficiente. Dal primo punto di vista, deve essere notato che la più importante industria dei fondi *hedge* a livello mondiale è proprio quella statunitense²², senza dire che, conseguenzialmente, è proprio in quel contesto che, prima e più che altrove, il tema del "se" e del "come" eventualmente regolare questi fondi si è imposto all'attenzione dei *policymakers*, dei *regulators* e dell'accademia.

La regolamentazione introdotta per i "private funds" dal *Dodd-Frank Act* conchiude circolarmente il dibattito iniziato nel 1998, quando la FED decise di intervenire per sollecitare il salvataggio di *Long-Term Capital Management* nel timore che il fallimento di questo fondo dalla impressionante massa patrimoniale e dalle ingenti esposizioni debitorie potesse avere gravi ripercussioni a livello sistemico²³. Il dibattito era poi proseguito nei primi anni del nuovo millennio, allorché la SEC tentò di attrarre l'industria dei fondi *hedge* nel perimetro della propria giurisdizione in nome di sopravvenute esigenze di protezione degli investitori²⁴. La CFG ha definitivamente segnato l'evoluzione della discussione²⁵: pur non avendo condotto commentatori e *rulemakers* ad accantonare il tema di fondo – oggi anzi analizzato forse ancor più vividamente che in precedenza – concernente l'opportunità di fare o meno degli *hedge funds* un "prodotto" finanziario regolamentato²⁶, il confronto si sta attualmente sviluppando, almeno prevalentemente e come ci si poteva aspettare, intorno alla questione della adeguatezza delle neonate forme di regolamentazione.

La CFG ha portato anche i *rulemakers* europei ad introdurre un'apposita disciplina volta a mitigare – nonostante lo scetticismo di alcuni autorevoli

a. ²¹*Bill* che, non certo per caso, ha indotto molti a rispolverare la formula roosveltiana del *New Deal* per "marchiare" il contesto finanziario riformato: cfr. SKEEL JR., *The New Financial Deal: Understanding the Dodd-Frank Act and its (Unintended) Consequences*, il cui primo capitolo (dal titolo "Introduction: The Corporatist Turn In American Regulation") è liberamente accessibile all'indirizzo www.ssrn.com.

²² Gli Stati Uniti rappresentano sia il principale centro di domiciliazione dei veicoli (i fondi *US-based* rappresentano il 50% dell'AUM globale), sia la principale sede di stabilimento delle società di gestione (i gestori *US-based* gestiscono il 68% dell'AUM globale). La piazza dominante è New York, da dove viene gestito il 41% dell'AUM globale, seguita, con notevole distacco, da Londra, i cui gestori controllano "solo" il 19% dell'AUM globale. Cfr. THECITYUK, *Hedge Funds*, cit., p. 2 ss.; COALITION OF PRIVATE INVESTMENT COMPANIES, *Hedge Funds*, cit., pp. 9, 16; ALTERNATIVE INVESTMENT MANAGEMENT ASSOCIATION, *AIMA's Roadmap*, cit., pp. 18, 19.

²³ *Infra*, par. 4.

²⁴ *Infra*, par. 5.

²⁵ *Infra*, par. 6.

²⁶ V., ad es., le avvertenze di BROWN *et alt.*, *Hedge Funds in the Aftermath of the Financial Crisis*, in ACHARYA e RICHARDSON, *Restoring Financial Stability*, cit., p. 162, da cui si evince la necessità di approcciare al problema del "se" regolamentare gli *hedge funds* in modo molto cauto, per evitare di neutralizzare gli effetti benefici promananti dall'operatività di questi *players* finanziari (v., *infra*, par. 3, ivi nota n. 87 e testo corrispondente).

esponenti dell'accademia circa il "merito di regolamentazione" dei detti *investment schemes*²⁷ – i rischi causati dalla "esuberanza" e dalla "disinvoltura" con cui questi ormai globali *players* dei mercati finanziari obbediscono alla (profittevole) religione del "ritorno assoluto"²⁸. E proprio quest'ultima notazione introduce al secondo ordine di ragioni che hanno suggerito di preferire l'analisi delle regole statunitensi rispetto ad ogni altra iniziativa regolamentare intrapresa in materia: si è convinti, infatti, che ripercorrere le vicende passate (ed in particolare collezionare ed analizzare le informazioni racchiuse in un ventennale confronto sul tema) sia essenziale non solo al fine di meglio comprendere le origini ed il senso della regolamentazione oggi in vigore negli Usa, ma anche in vista di una più proficua analisi comparativa, e quindi di un più attento vaglio della omologa disciplina introdotta in Europa²⁹.

²⁷ Cfr. MOLONEY, *How to Protect Investors – Lessons from the EC and the UK*, Oxford, 2010, p. 41, la quale, nel descrivere la carenza di iniziative a favore dei *retail investors* nell'immediato post-CFG, osserva: "*The international and EC response to the "credit crunch", which has led to the deepest world financial crisis since the Great Depression, is evolving at the time of writing. The reform movement and the policy debates, so far, have been strongly associated with systemic stability, the credit and banking system and macro-prudential regulation. They have focused on those actors most closely implicated in the crisis, namely, credit rating agencies, investment banks and credit institutions, and, perhaps unfairly, hedge funds and on those rules which, either by failing to support strong internal risk management, or by reinforcing procyclicality [...] have been linked to the crisis*" (enfasi aggiunta). Pur ammettendo la necessità di approntare meccanismi di registrazione degli *hedge funds*, parla di "*regulatory excess*", critica il complessivo operato di Bruxelles e conclude osservando che potrebbe trattarsi del proverbiale "martello adoperato per schiacciare una noce", FERRAN, *After the Crisis: The Regulation of Hedge Funds and Private Equity in the EU*, in 12 *EBOR* (2011), p. 410: "[I]n assessing the Alternative Investment Fund Managers Directive, the starting point has to be that it was appropriate for EU policymakers to bring the industry more directly within public control because the existing regulatory treatment was no longer sustainable. However, the Directive goes a lot further than simply requiring fund managers to register with a public authority and to submit to disclosure-oriented obligations that are intended to allow authorities to patrol for the build-up of systemic risk. This suggests that the EU Institutions could have indulged in regulatory excess. The legislation is certainly formidable, in both its length and its technical complexity. Given that it is to apply only to a relatively small part of financial market activity, it has a disproportionate feel, implying that it could be the proverbial "sledgehammer to crack a nut" (enfasi aggiunta). Come si avrà modo di notare lungo tutto il corso della trattazione, il tema di una possibile *over-reaction* legislativa e del conseguente rischio di uno smisurato ampliamento del perimetro regolamentare è da sempre presente nel dibattito sulla regolamentazione degli *hedge funds* (v., in particolare, *infra*, parr. 4-6, 8).

²⁸ Anche quando – stando alle cronache della stampa specialistica – si rischia di mettere in ginocchio, come nel caso della speculazione sui *bonds* governativi italiani, l'economia di un paese e, con esso, i conti di una intera regione finanziaria: cfr. McCrum, *Us Hedge Funds Bet Against Italian Bonds*, in *Financial Times*, On-line edition, July 10, 2011, www.ft.com. Le cronache finanziarie descrivono il settore *hedge* a vario titolo coinvolto anche nelle speculazioni sui titoli greci (cfr. THOMAS JR., *Hedge Funds Take Another Look at Greek Debt*, in *New York Times – Deal Book*, On-line edition, February 22, 2012, <http://dealbook.nytimes.com>); ed addirittura si narra della loro intenzione di provocare il *default* di Atene al fine di conseguire il *full repayment* dei titoli di stato di quel Paese (v. in merito WHITE e WILKES, *Hedge funds find loophole to trigger Greek default*, March 9, 2012, in <http://uk.reuters.com>).

²⁹ Si veda la Direttiva 2011/61/EU del Parlamento e del Consiglio Europeo dell'8 giugno 2011 sui Gestori di Fondi di Investimento Alternativo, pubblicata nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea del 1 luglio 2011, meglio nota come *Alternative*

Il lavoro è così strutturato: il *par.* 2 fornisce un generale inquadramento del fenomeno finanziario *hedge funds*; i *parr.* 3-7.5 illustrano l'evoluzione della disciplina statunitense degli *hedge funds* ed il dibattito che l'ha accompagnata fino alle scelte definitivamente "codificate" nel *Dodd-Frank Act*; il *par.* 8 valuta criticamente i contenuti della nuova disciplina, mentre il successivo *par.* 9 offre alcune possibili soluzioni per ovviare alle lacune e debolezze in essa riscontrate, al contempo indicando, nella prospettiva della ricerca futura sul tema, gli aspetti che appaiono meritevoli di ulteriore approfondimento scientifico. Il *par.* 10 conclude.

2. – Fornire una definizione univoca e certa di cosa sia un *hedge fund* non è certo operazione agevole, ch , anzi, v'  chi ha addirittura definito la possibilit  di riuscire nell'intento una vera e propria "sfida"³⁰.

Del resto, salve fatte alcune rare eccezioni³¹, quasi nessun ordinamento giuridico fornisce una definizione di *jus positum* che si spinga sino a stabilire

Investment Fund Managers Directive. Una dettagliata analisi della normativa recata dalla citata Direttiva trascende gli scopi del presente lavoro: ad essa sar  pertanto fatto soltanto qualche sporadico cenno nel corso della trattazione. In argomento si rinvia, per una introduzione ai contenuti del provvedimento, a DUNCAN, CURTIN e CROSIGNANI, *Alternative regulation: the directive on alternative investment fund managers*, in 6 *Capital Markets L. Journ.* (2011), p. 326 ss.; e, per una analisi (in buona misura critica) dello stesso, a FERRAN, *After the Crisis*, cit., p. 409 ss. La proposta di direttiva aveva a sua volta formato oggetto di vari studi e riflessioni, tra cui, principalmente, WYMEERSCH, *The regulation*, cit., p. 19 ss.; e R. MASERA, *Towards a new regulatory and supervisory framework of the financial sector in Europe: role and contents of the AIFMD, with specific reference to Non-Listed Real Estate*, in *Riv. trim. dir. econ.*, I, 2010, disponibile all'indirizzo www.rtd.luiss.it, p. 108 ss. Per un raffronto tra i contenuti della Direttiva e la regolamentazione dei *private funds* di cui al *Dodd-Frank Act*, con esaustivi riferimenti anche ai rispettivi lavori preparatori e proposte preliminari, v., invece, GREEN e ADAMS, *Private fund manager regulation: US and European initiatives compared*, in 3 *Journ. of Sec. L., Reg. and Compl.* (2010), p. 241 ss.; e KAAL, *Hedge Fund Regulation via Basel III*, in 44 *Vander. Journ. of Trans. L.* (2011), pp. 401 ss., 436 ss. Per un quadro generale delle riforme intraprese a Bruxelles per fare fronte alle conseguenze della CFG v., invece, WYMEERSCH, *The Institutional Reforms of the European Financial Supervisory System – An Interim Report*, January 25, 2010, Ghent University Financial Law Institute Working Paper No. 2010-01, disponibile sul sito www.ssrn.com; ; D'AMBROSIO, *Le autorit  di vigilanza finanziaria dell'Unione*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2011, I, p. 109 ss. Per un loro confronto con la riforma finanziaria statunitense v. anche PACELLA, *La riforma della regolamentazione finanziaria*, in D'APICE e FERRI, *Crisi finanziarie*, cit., p. 207 ss.; e MASERA, *Reforming financial system after the crisis: a comparison of EU and USA*, in 63 *PSL Quart. Rev.* (2010), pp. 297 ss., 318 ss.

³⁰ Cfr., ampiamente, BULLMAN, *Hedge Funds and the Definition Challenge, Part I e Part II*, in 15 *Commercial Law Practitioner* (2008), pp. 14 ss.; 31 ss. In argomento v. anche GEENE, *Defining Hedge Funds; Regulations and Strategies in Mature and Emerging Markets*, disponibile all'indirizzo www.ssrn.com, p. 4. Da un punto di vista meramente "merceologico", gli *hedge funds* si collocano nell'universo dei prodotti di investimento c.d. alternativo, espressione che pu  voler dire tutto, cos  come pu  non voler dire nulla, dal momento che essa indica tutto ci  che   "altro" rispetto a forme di investimento "tradizionali": cfr. JAIN, *What are Hedge Funds?*, UBS Hedge Fund Education Series - Part 1, disponibile all'indirizzo www.ssrn.com, p. 1: "The alternative investment universe consists of investments outside of publicly traded debt, equity, and real estate. It includes investments ranging from hedge funds and managed futures to venture capital, private placements, private equity LBO funds, natural resource partnerships, private real estate and commodity investments".

cosa sia, in positivo, un *hedge fund*. Altro è, infatti, l'usuale approccio seguito dai *regulators*, preferendosi piuttosto dire cosa un *hedge fund non è*, e cioè un fondo comune d'investimento, alla cui regolamentazione viene così ad essere sottratto³².

Ed anche nei contesti recentemente riformati l'approccio è rimasto lo stesso, ossia un approccio sostanzialmente "non-definitorio". Nel *Dodd-Frank Act*³³ un *private fund* è qualsiasi "issuer that would be an investment company, as defined in section 3 of the Investment Company Act of 1940, but for section 3(c)(1) or 3(c)(7)"³⁴, vale a dire ogni veicolo d'investimento emittente quote di partecipazione sottratto alla disciplina delle società di investimento (*id est*, dei *mutual funds*), in forza delle disposizioni ultime citate³⁵. Non dissimilmente, nella *Alternative Investment Fund Managers Directive*³⁶, sono definiti fondi di investimento alternativi "gli organismi di investimento collettivo [...] che i) raccolgono capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in conformità di una politica di investimento definita a beneficio di tali investitori; e ii) non necessitano di un'autorizzazione ai sensi dell'articolo 5 della direttiva 2009/65/CE"³⁷.

A rendere ancor più arduo sviscerare il problema definitorio, v'è poi l'approccio "*one-size fits all*", che si i legislatori americano ed europeo hanno scelto di adottare. Infatti, con le definizioni testé richiamate si sono invero voluti

³¹ Tra queste, ad es., il Sud Africa, ove una definizione di *hedge fund* è contenuta in un regolamento adottato nel 2007 dall'autorità di mercato mobiliare di quel paese, il *Financial Services Board* (cfr. MEIRING, *The regulatory landscape for hedge funds in South Africa*, Werkmans Legal Brief, April 2008, reperibile sul sito www.werkmans.co.za), e la Danimarca, ove è l'*Investment Associations and Special-Purpose Associations and Other Collective Investment Schemes Act*, a seguito di alcune modifiche introdotte nel dicembre 2004, a dare una definizione di ciò che costituisce una "*hedge association*" (cfr. ULRIKSEN THUESEN, *Hedge Funds in Denmark and Internationally*, in *Monetary Rev. 2005 I. Quarter*, p. 99 ss., reperibile sul sito della banca centrale danese all'indirizzo www.nationalbanken.dk). Anche in questi contesti, tuttavia, il dato normativo, in buona sostanza, si limita a sancire solamente l'ampia libertà di cui le forme di gestione di tipo *hedge* godono in punto di strategie d'investimento perseguibili e di definizione del proprio profilo di rischio rispetto a gestioni di tipo più tradizionale (v. *infra*, nel testo).

³² Cfr. ancora BULLMAN, *Hedge Funds and the Definition Challenge, Part I*, cit., p. 14, per la notazione per cui, normalmente, "*constituent segments of the alternative investment industry, such as hedge funds, are [...] defined by reference to what they are not*". Anche in Italia, in fondo, ciò che sul piano normativo qualifica la fattispecie "fondo speculativo" di cui all'art. 16 del D.M. 24 maggio 1999, n. 228, è il suo essere sottratta alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento dal rischio stabilite dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 6, comma 1, lett. c) del Testo Unico della finanza, e dalla capacità di investire il suo patrimonio in beni anche diversi da quelli individuati nell'articolo 4, comma 2, del citato D.M. In argomento v., per tutti, ANNUNZIATA, *I fondi speculativi*, in LENER e GABRIELLI (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2011, p. 817 ss.

³³ Il nome completo del provvedimento è *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (Pub. L. No. 111-203, 124 Stat. 1376 (2010)). D'ora in avanti, "DFA".

³⁴ Section 402(a) DFA.

³⁵ Sulle quali si tornerà *infra*, par. 3.

³⁶ D'ora in avanti, "AIFMD".

³⁷ Art. 4, co. 1 AIFMD. Come si vede, secondo un approccio non dissimile da quello adottato dal legislatore statunitense, ai sensi della AIFMD fondo di investimento alternativo è ogni veicolo d'investimento che ai sensi della normativa UCITS non è un OICVM.

ricomprendere nelle maglie regolamentari di nuova tessitura molteplici e diverse specie di veicoli d'investimento che non si lasciano identificare con i soli fondi *hedge*, ma che ricomprendono, ad es., i fondi di *private equity*³⁸ ed altre eterogenee tipologie di schemi d'investimento collettivo³⁹. Pertanto, se è vero che un *hedge fund* è un “*private fund*” per il *Dodd-Frank Act* ed un “fondo di investimento alternativo” per la AIFMD, non è vero il reciproco: non tutto ciò che è non è una *investment company* o un OICVM è un *hedge fund*⁴⁰.

Prescindendo allora dalle “non-definizioni” normative, il cui apporto qualificatorio del fenomeno regolando è appunto assai scarso⁴¹, in altre sedi

³⁸ Cfr., indicativamente, SJOSTROM, JR., *A Brief History of Hedge Fund Adviser Registration and Its Consequences for Private Equity and Venture Capital Advisers*, Arizona Legal Studies, Discussion Paper No. 11-06, disponibile all'indirizzo www.ssrn.com, p. 39 ss.; e FERRAN, *After the Crisis*, cit., *passim*. Per una compiuta disamina del tema, v. anche il recente contributo di PAYNE, *Private Equity and Its Regulation in Europe*, in 12 *EBOR* (2011), p. 559 ss. Sebbene la questione si ponga al di là dei confini della presente indagine, v'è quanto meno da osservare che – al di là della basilare condivisione del modello organizzativo e, per certi limitati aspetti, della struttura incentivante caratterizzante la remunerazione (v. *infra*, nota n. 51 e testo corrispondente) – i fondi di *private equity* differiscono dagli *hedge funds* sotto molteplici punti di vista. Ciò vale, ad esempio, per i profili di *governance* interna del fondo (v., tra i tanti, MCCAHERY e VERMEULEN, *The Contractual Governance of Private Equity Funds and Hedge Funds: A Case Study*, in *Corporate Governance of Non-Listed Companies*, Oxford, 2010, p. 171 ss.), come pure per quanto concerne le modalità che ne caratterizzano l'attivismo sul versante della *governance* delle *portfolio companies* (v., sul tema, MCCAHERY e VERMEULEN, *Private Equity and Hedge Fund Activism: Explaining the Differences in Regulatory Responses*, in 9 *EBOR* (2008), p. 535 ss.). Su entrambi i temi, anche per una più estesa elencazione della rilevante bibliografia, cfr. anche l'approfondita ed autorevole analisi di MACEY, *Corporate Governance. Promises Kept, Promises Broken*, Princeton-Oxford, 2008, p. 241 ss.

³⁹ Quali i *real estate funds*: sul tema v. MASERA, *Towards a new regulatory and supervisory framework*, cit., p. 131 ss.

⁴⁰ Per quanto riguarda l'ordinamento statunitense, v. anche *infra*, par. 7.2, nota n. 212 e testo corrispondente, ove si darà conto della (parzialità della) definizione di *hedge fund* recentemente adottata dalla SEC in sede di implementazione del DFA al fine di differenziare la disciplina applicabile ai diversi tipi di veicoli d'investimento altrimenti tutti ricadenti, secondo le generali previsioni di legge, nella macro-categoria dei “*private funds*”.

⁴¹ E' peraltro agevole constatare come le formule definitorie prescelte dai due legislatori, pur mirando a regolare lo stesso fenomeno, pongano l'accento su profili non pienamente coincidenti. Invero, mentre il legislatore statunitense parla di “*private fund*”, sottolineando così il carattere tendenzialmente “privato” dell'affare (v. al riguardo KRUG, *Moving Beyond the Clamor for “Hedge Fund Regulation”: A Reconsideration of “Client” Under the Investment Adviser Act of 1940*, in 55 *Vill. L. Rev.* (2009), p. 664) – o, meglio, il fatto che si tratti di forme di investimento tendenzialmente riservate a certe tipologie di investitori qualificati, le non possono costituire oggetto di sollecitazione del pubblico risparmio (v. *infra*, par. 3) – il legislatore comunitario discorre, dal canto suo, di fondo di investimento “alternativo”, ove l'alternatività è da apprezzarsi non solo sul piano “merceologico”, ma è soprattutto da intendersi come elemento di “alterità” rispetto al sistema dei fondi UCITS ed all'impianto normativo che li disciplina (e quindi rispetto alla gamma di investimenti che il *money manager* è legittimato ad operare). Per una chiara ed ampia illustrazione dell'evoluzione della disciplina UCITS, si veda l'ampia monografia di MOLONEY, *EC Securities Regulation*, Oxford, 2002, p. 242 ss.. Per i successivi emendamenti del relativo regime cfr. la seconda edizione del medesimo volume: MOLONEY, *EC Securities Regulation*, Oxford, 2008, p. 230 ss. Nella letteratura domestica v., invece, FOMBELLIDA, *Esposizione delle direttive in materia di servizi d'investimento (ISD) e di fondi d'investimento (UCITS)*, in PALISI (a cura di), Roma,

documentali (*report*, studi e documenti ufficiali, normative di rango secondario; etc.) è comunque possibile reperire i risultati di numerosi tentativi di definizione intrapresi nel corso del tempo. Ciascuno di questi documenti fornisce indicazioni importanti ai fini che qui rilevano, essendo di volta in volta possibile isolare alcuni elementi utili (se non a risolvere definitivamente il problema definitorio, quanto meno) ad inquadrare – ora sotto il profilo fenomenologico, ora sotto quello economico, ora sotto quello giuridico-regolamentare – il concetto di *hedge fund*⁴².

Uno dei modi per ovviare alla carenza di una precisa, univoca definizione di *hedge fund* è, ad es., quello di evidenziare le similitudini e le differenze tra questo tipo di veicolo ed i più comuni *mutual funds*. In quest'ottica – e per pura

1993, p. 7 ss; e, per gli aggiornamenti, DESIDERIO, “UCITS III”: la riforma europea della gestione collettiva del risparmio e le modifiche al testo unico della finanza. Le novità per fondi e SICAV, in *Dir. banc. mer. fin.*, 2004, p. 105 ss.; LAMANDINI, *The Commission's UCITS IV Proposal: Is it Sufficient to Create a True Single Market Platform?*, in *Riv. dir. soc.*, II, 2009, p. 361 ss.; RENZULLI e TUCCI, *I fondi comuni d'investimento*, in LENER (a cura di), *Diritto del mercato finanziario. Saggi*, Torino, 2011, p. 321 ss. In linea di principio, la locuzione utilizzata dalla AIFMD sembrerebbe da preferirsi, almeno nella misura in cui essa sembra riuscire ad indicare con maggiore immediatezza il fatto che si abbia qui a che fare con qualcosa di “altro”, appunto, rispetto alle gestioni collettive tipicamente rivolte a convogliare il risparmio *retail*: al riguardo v. LAZZARI, *Economia e finanza degli hedge funds*, in *Banca Impresa Società*, 3, 2000, p. 383 ss., ove una chiara spiegazione delle connotazioni che proprio in punto di “tecnologia” valgono a differenziare profondamente le gestioni di tipo *hedge* da quelle di tipo *mutual*. Ciò nondimeno, occorre già qui segnalare che la stessa AIFMD ha deciso di lasciare agli Stati membri la scelta circa la commerciabilità delle quote dei fondi alternativi anche presso investitori al dettaglio (v. *infra*, par. 8, alla nota n. 319) e, quindi, presso il risparmio indifferenziato, il che, a ben vedere, avrebbe reso non del tutto giustificabile l'eventuale scelta di definire, sull'esempio statunitense, l'*hedge fund* come fondo “privato”, indipendentemente da quale sia poi il regime tramite cui è possibile collocarne le quote presso le diverse categorie di investitori ammessi ad accedervi. Al di là delle notazioni appena svolte, al fine di inquadrare con maggiore precisione il fenomeno finanziario oggetto delle nostre riflessioni, sarebbe senz'altro interessante ed al tempo stesso utile ripercorrere l'evoluzione dell'industria dei fondi *hedge* sin dalle sue origini. Il che non è evidentemente possibile in questa sede. Rinviando, pertanto, alla storia narrata da MALLABY, *More Money than God. Hedge Funds and the Making of a New Elite*, London, 2011, ci si limita qui a ricordare che l'espressione *hedge fund* nasce nella prassi, essendo stata per la prima volta utilizzata nell'articolo di LOOMIS, *The Jones Nobody Keeps Up With*, in *Fortune*, April 1966, p. 237 ss., per descrivere le innovative tecniche di investimento messe in pratica, a partire dal 1949, da Alfred Winslow Jones, gestore di una società di investimento considerata, appunto, il primo *hedge fund* della storia.

⁴² Cfr. UK HEDGE FUND WORKING GROUP, *Hedge Fund Standards Consultation Paper - Part 1: Approach to best practice in context*, October 2007, p. 37, ove la notazione per cui “*hedge funds are easier to recognise than to define. However, they tend to share certain characteristics and are generally susceptible to the elephant test: although hard to describe, you know a hedge fund when you see it*”. Particolarmente utile per cogliere i tratti fisionomici del fenomeno finanziario oggetto del presente studio è la lettura di SEC, *Implications of The Growth of Hedge Funds*, Staff Report, September 2003, p. 3 ss.; GARBARAVICIUS e DIERICK, *Hedge funds and their implications for financial stability*, European Central Bank, Occasional Paper Series No. 34, 2005, p. 6 ss.; KAMBHU, SCHUERMANN e STIROH, *Hedge Funds, Financial Intermediation, and Systemic Risk*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 291, July 2007, p. 2 ss.; FSA, *Hedge Funds: A Discussion of risk and regulatory engagement*, Position paper No. 05/4, June 2005, p. 11 ss.; IOSCO, *The Regulatory Environment for Hedge Funds: Survey and Comparison*, Final Report, November 2006, p. 4 ss.

comodità espositiva – può allora muoversi dall’assunto che un *hedge fund* condivida con un fondo comune il solo fatto di essere un patrimonio raccolto presso una moltitudine di investitori a fronte dell’emissione di “quote”, che viene gestito in monte a fini di investimento finanziario da un gestore professionale.

I tratti comuni finiscono qui, mentre numerose si presentano le differenze tra un *hedge fund* ed un fondo comune⁴³, le quali, in termini analitici, si lasciano apprezzare sotto (almeno) quattro diversi profili.

L’analisi del profilo operativo-funzionale, innanzitutto, rivela che gli *hedge funds* si connotano per il fatto essere veicoli che sfuggono alle restrizioni, ai divieti operativi ed alle regole prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio cui devono invece conformarsi i fondi comuni⁴⁴. A differenza del gestore

⁴³ Occorre precisare che, sempre al solo scopo di rendere più agevole l’esposizione, evitando complicazioni di sorta, in questa sede si assumono come interamente ridicibili l’una all’altra le due espressioni “fondo comune” e “*mutual fund*”, pur nella consapevolezza che, ove si dovessero puntualmente considerare le differenze esistenti tra i vari contesti istituzionali di riferimento, l’operazione non sarebbe pienamente corretta. Per ragioni attinenti all’oggetto del lavoro, l’espressione “fondo comune” è allora da intendersi come semplice traduzione di “*mutual fund*”, alla quale, nell’ordinamento Usa, quella di *hedge fund* si contrappone in quanto entità al di fuori del perimetro degli schemi di investimento collettivo regolamentati. Per un sintetico confronto tra le due fattispecie v. *The Differences Between Mutual Funds and Hedge Funds*, in *Investment Company Institute*, April 2007, all’indirizzo www.ici.org.

⁴⁴ Probabilmente è questo l’elemento capace di spiegare il perché un fenomeno finanziario la cui denominazione sembrerebbe evocare l’impiego di strategie atte a dar copertura agli investimenti (“*hedging*”), abbia invece nel tempo acquisito la fama di gestione finanziaria di tipo “speculativo” e, quindi, altamente rischiosa. Il che è soprattutto vero con riferimento all’Europa continentale, ove il fenomeno viene appunto così identificato dal legislatore italiano (*fondi speculativi*) e da quello tedesco (*Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken*), i quali, in un certo senso, nel momento in cui “codificano” questa forma di investimento, la connotano nel senso di un suo superiore grado di rischiosità: v., rispettivamente, art. 16, co. 5, D.M. 24 maggio 1999, n. 228, che impone di indicare nel regolamento del fondo la “rischiosità dell’investimento”, con l’ulteriore precisazione che “esso avviene in deroga ai divieti ed alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio” generalmente applicabili alle gestioni collettive “non speculative”; e § 117 *Abs. 2, Satz 1*, dell’*Investmentgesetz*. 15. December 2003, ove si fa obbligo di inserire nel *Verkaufsprospekt* la seguente avvertenza: „Bei diesem Investmentfonds müssen Anleger bereit und in der Lage sein, Verluste des eingesetzten Kapitals bis hin zum Totalverlust hinzunehmen“. Più neutra appare, invece, la terminologia impiegata dal legislatore francese, il quale parla semplicemente di *organismes de placement collectif en valeurs mobilières à règles d’investissement allégées* e di *organismes de placement collectif en valeurs mobilières de fonds alternatifs* (v. *articles R214-83 e R214-86 del Code monétaire et financier*). Per un quadro d’insieme sulla regolamentazione degli *hedge funds* negli ordinamenti nazionali appena menzionati, cfr. IOSCO, *The Regulatory Environment*, cit., pp. 4 ss., 13 ss., nonché, in letteratura, RIVIÈRE, *The Future of Hedge Fund Regulation: A Comparative Approach. United States, United Kingdom, France, Italy and Germany*, disponibile all’indirizzo www.ssrn.com, p. 23 ss. Sulla disciplina degli *hedge funds* in Germania v., specificamente, REINHARDT e ZILLMANN, *The Investment Act: A new regulatory framework for establishment and distribution of hedge funds in the German investment market*, in *5 Journ. of Intern. Bank. Reg.* (2004), p. 358 ss. La questione meriterebbe un più ponderato approfondimento, ma, al fine di fare un pò di chiarezza, occorre quanto meno rilevare che se il riferimento all’“*hedging*” trovava piena giustificazione in relazione alla gestione praticata dal capostipite fondo di Jones – ove la contemporanea presenza di posizioni lunghe e corte, le une a compensare la rischiosità delle altre e viceversa, mirava a neutralizzare gli effetti dell’andamento complessivo del

di un fondo comune, un *hedge fund manager* gode pertanto di ampia libertà decisionale nella determinazione dell'equilibrio da dare alle tre determinanti del rendimento del portafoglio finanziario gestito, ossia in merito a: *i*) la scelta delle attività da inserire in portafoglio; *ii*) la scelta della posizione lunga o corta da assumere su ciascuna di esse; e *iii*) la scelta in merito all'*an*, ed al *quantum* moltiplicare il controvalore delle posizioni assunte rispetto al patrimonio del fondo gestito tramite l'impiego della leva finanziaria⁴⁵. Pur nella profonda eterogeneità di stili di gestione e strategie di investimento rinvenibili nella prassi⁴⁶, in generale è possibile dunque affermare che il gestore di fondi *hedge*

mercato sul valore del fondo, il quale risultava in questo senso "coperto" ("*hedged*") (l'esposizione al rischio sistematico di mercato, il c.d. *beta*, era cioè pari a zero: cfr. EHRlich, *The Changing Role of Hedge Funds in the Global Economy*, disponibile all'indirizzo www.ssrn.com, p. 2), poiché il portafoglio era diviso tra azioni che avrebbero guadagnato in fasi di *bear market* ed azioni che avrebbero guadagnato in fasi di *bull market* –, esso non appare invece del tutto corretto ove si tenga conto dell'evoluzione dell'industria negli ultimi 60 anni. L'espressione *hedge fund*, infatti, non è più idonea a cogliere quelli che sono i connotati qualificanti delle gestioni patrimoniali cui tramite questa espressione ci si suole comunemente riferire, rappresentando oramai solo una formula linguistica tralatizia, convenzionalmente accettata per indicare un fenomeno complesso che essa, in verità, non riesce più validamente a descrivere a livello concettuale. Quello dei fondi (cc.dd.) *hedge* rappresenta, infatti, un universo oramai estremamente composito, in cui i principi di gestione "coperta" e l'attenzione per il mercato azionario alla base del fondo di Jones non costituiscono più caratteristiche costanti. Oggigiorno, al contrario, i fondi *hedge* assumono posizioni su di una moltitudine di mercati, nel tentativo di prevedere, ad. es., ora una crisi valutaria, ora i possibili risultati di integrazioni economiche ed evoluzioni tecnologiche, ora l'esito dei processi di ristrutturazione di imprese in crisi, e così via, offrendo un quadro assai variopinto in quanto composto da gestioni patrimoniali in monte connotate da profili di rischio/rendimento molto diversi tra loro. Sicché può convenirsi con chi ha rilevato come, nonostante la sua acquisita popolarità, l'espressione *hedge fund* debba considerarsi ormai "*impropria sotto il profilo etimologico ed [...] imprecisa a livello concettuale. E' etimologicamente impropria in quanto questi veicoli d'investimento non trovano da tempo nella copertura del rischio né il loro tratto dominante, né il loro minimo comune denominatore [...] E' concettualmente imprecisa in quanto viene utilizzata per indicare una gamma assai eterogenea di veicoli di investimento in monte. L'eterogeneità non è relativa solo a dettagli istituzionali derivanti dalle differenze tra i quadri normativi e regolamentari delle diverse giurisdizioni, ma interessa anche la dimensione economico-finanziaria*". Così si esprimono LAZZARI e GIULIANI, *Un'analisi comparata degli hedge fund*, Liuc Papers No. 130, Serie Financial Markets and Corporate Governance 4, suppl. agosto 2003, p. 1, agli occhi dei quali risulta più appropriata l'espressione, oggi fatta propria dalla AIFMD, di "fondo di investimento alternativo". A parere di chi scrive, discutibile appare, invece, l'operazione di qualificare le gestioni di tipo *hedge* tramite l'impiego dell'aggettivo "speculativo", salvo che di quell'aggettivo si chiariscano significato e portata.

⁴⁵ Il punto è ben spiegato da LAZZARI, *Economia e finanza*, cit., p. 403 ss.

⁴⁶ Le strategie d'investimento più "celebri", ossia quelle che, in un certo senso, esprimono maggiormente il carattere attivo e *skill-based* proprio di una gestione *hedge*, sono le strategie di *market neutral* – caratterizzata dalla contemporanea presenza in portafoglio di posizioni lunghe e di posizioni corte, in modo da modulare attivamente l'esposizione al rischio sistematico di mercato – e le varie strategie di *arbitrage* – che mirano invece a sfruttare i disallineamenti tra prezzi di attività finanziarie tra loro in certo modo correlate – tra le quali, ad. es., quelle di *convertibile arbitrage* (arbitraggio su titoli convertibili) e di *fixed income arbitrage* (arbitraggio su titoli a reddito fisso). Celebri sono anche i cc.dd. *macro funds*. Si tratta, in genere, dei fondi di più grandi dimensioni, che concentrano la propria attenzione sulla previsione di movimenti di mercato dovuti ad importanti eventi a livello macroeconomico, quali il prodotto interno

non incontra, almeno virtualmente, alcun ostacolo nella scelta degli *assets* investibili e nella determinazione delle strategie di investimento da seguire⁴⁷, potendo ricorrere a strumenti (contratti derivati, *short-selling*, indebitamento) che gli consentono di operare con livelli di leva finanziaria (esplicita ed implicita) non accessibili ai più tradizionali fondi comuni⁴⁸, sulla base di un mandato di gestione definito in termini di obiettivi di rendimento e rischio assoluti (*absolute return target*) e non già invece relativi alle *performances* di un dato *benchmark* (*relative return target*)⁴⁹.

lorde, il debito pubblico, l'inflazione, le dinamiche demografiche, i movimenti nei tassi d'interesse, gli andamenti valutari e i rendimenti dei mercati azionari. Per una esaustiva illustrazione delle principali strategie d'investimento impiegate dai gestori di *hedge funds*, v. ROVERA, *Rischio e rendimento degli hedge funds*, Torino, 2005, p. 52 ss.; e BURCHI, *Investire in hedge funds*, Roma, 2011, p. 77 ss.

⁴⁷ Efficace la sintesi di BURCHI, *Investire in hedge funds*, cit., p. 69, allorché rileva che “[I]a libertà di scelta delle asset class, del mercato di riferimento, degli strumenti finanziari e delle tecniche consente [agli hedge funds] di poter prendere posizione su qualunque evento che si manifesta nel mondo della finanza”.

⁴⁸ Occorre comunque chiarire che, benché i fondi *hedge* vengano spesso indistintamente indicati come fondi ad alto *leverage* (v., in luogo di molti, COLOMBINI, *Intermediari, mercati e strumenti finanziari. Economia e integrazione*, Torino, 2008, p. 234), sarebbe invero profondamente sbagliato credere che tutti gli *hedge funds* siano veicoli d'investimento operanti con alti livelli di indebitamento, e che possano, perciò, essere considerati, sempre e comunque, delle “*highly leveraged institutions*”. Si tratta, per utilizzare l'espressione di EASTERLING, *Myths and Facts*, 2007, in *www.crestmontresearch.com*, p. 5, appunto di una “leggenda”, dal momento che, anzi, ve ne sono molti che prevedono specifici limiti al *leverage ratio* con cui andranno ad operare o che, addirittura, non ricorrono affatto alla leva finanziaria (cfr. UK HEDGE FUND WORKING GROUP, *Hedge Fund Standards*, cit. p. 37). Del resto, ciò dipende dalle significative differenze riscontrabili in punto di strategie di investimento (v. *supra*, nota n. 46). Ad es., mentre i fondi che tentano di profittare, tramite operazioni di arbitraggio, di piccole discrepanze nel prezzo di attività e titoli in qualche modo tra loro correlati (*global macro*, *fixed income arbitrage* e *convertibile arbitrage*) tendono ad assumere posizioni di leva per diversi multipli del loro capitale, viceversa, i fondi che investono in *distressed securities* raramente opereranno ricorrendo alla leva, la quale, ov'anche impiegata, normalmente non si spinge mai oltre un *debt/equity ratio* di 2:1 (cfr. SEC, *Implications of the growth*, cit., p. 37; LAZZARI, *Economia e finanza*, cit. p. 391; RIVIÈRE, *The Future of Hedge Fund Regulation*, cit., pp. 52, 53). Pertanto, ove proprio si voglia usare un paradigma generalizzante, appare più corretto affermare che il grado di leva è inversamente proporzionale al *trade-off* che gli *assets* oggetto di investimento presentano in termini di rischio/rendimento: le strategie aventi ad oggetto attività a basso rischio e basso rendimento (quali quelle di arbitraggio) devono utilizzare un alto grado di leva affinché il profitto atteso giustifichi l'importanza dell'investimento; viceversa, le strategie aventi ad oggetto attività più rischiose non necessitano di un ricorso alla leva in misura altrettanto significativa: v., in questo senso, SCHNEEWEIS, *Dealing with Myths of Hedge Fund Investment*, in *The Journ. of Alt. Inv.*, Winter 1998, p. 11 ss.; e BLUNDELL WIGNALL, *An Overview of Hedge Funds and Structured Products: Issues in Leverage and Risk*, in *Financial Markets Trend*, 92, 2007, p., 46.

⁴⁹ Cfr. STULZ, *Hedge Funds: Past, Present and Future*, in *21 Journ. of Ec. Persp.* (2007), p. 181. Oltre che volti a conseguire obiettivi di rendimento definiti in termini assoluti, gli *hedge funds* si propongono come prodotti finanziari ad alto *alfa*, ossia prodotti capaci di conseguire rendimenti positivi decorrelati dalle generali condizioni di mercato e, quindi, teoricamente indipendenti dall'andamento di quest'ultimo. La principale fonte di *alfa* di un fondo *hedge* risiede nella capacità del gestore di saper sviluppare e attuare strategie d'investimento sempre innovative. Sul punto cfr. SHADAB, *The Law and Economics of Hedge Funds: Financial Innovation and Investor Protection*,

Sotto il profilo ambientale-normativo, poi, gli *hedge funds* si connotano per essere veicoli di investimento che, proprio al fine di conseguire la suindicata libertà operativa, sono organizzati in modo tale da minimizzare l'impatto dei vincoli normativi, fiscali e di vigilanza normalmente incidenti sulla produzione ed erogazione dei servizi di gestione professionale in monte⁵⁰.

In terzo luogo, differenze importanti intercorrono tra *hedge funds* e fondi comuni sotto il profilo della loro conformazione, per così dire, "strutturale". I fondi *hedge*, infatti, si connotano per essere veicoli che non si propongono come strumento di raccolta del risparmio presso il pubblico dei piccoli e medi risparmiatori, mirando piuttosto a convogliare gli investimenti di cc.dd. *high net worth individuals* (cioè soggetti dotati di ingenti risorse finanziarie) e/o di investitori istituzionali, i quali sono ammessi a parteciparvi per alti importi di sottoscrizione minima (alle volte anche significativamente superiori all'ammontare minimo eventualmente fissato per legge) ed in un numero massimo predefinito (solitamente non molto elevato). In secondo luogo, la loro tipica strutturazione contempla la partecipazione diretta del *manager* al fondo con capitali propri e la sua remunerazione, oltre che tramite una *management fee* determinata in misura di una percentuale fissa sulle masse patrimoniali gestite (usualmente ricompresa tra l'1 ed il 3% di queste), attraverso la corresponsione di una commissione incentivante (*performance fee*), misurata in ragione degli utili conseguiti dal fondo (normalmente oscillante tra 15 ed il 25% di essi) nel periodo di riferimento⁵¹.

in 6 *Berkeley Business L. Journ.* (2009), pp. 263, 283, 284; ed EHRlich, *The Changing Role*, cit., p. 1.

⁵⁰ Sul punto cfr. LAZZARI e GIULIANI, *Un'analisi comparata*, cit., p. 3. Gli *hedge funds*, pur rimanendo normalmente assoggettati alle normative generali a tutela della trasparenza e del corretto funzionamento dei mercati (come le norme anti-frode e quelle sull'*insider trading*, la normativa anti-riciclaggio, le regole in tema di scalate, etc.: v. SHADAB, *The Law and Economics*, cit., p. 247), sono tradizionalmente riusciti ad evitare ogni forma di vincolo normativo per tutto ciò che riguarda le caratteristiche e l'oggetto della loro attività d'investimento, l'esposizione al rischio e la sua gestione, le procedure di controllo (ivi compresa la certificazione dei portafogli da parte di revisori specializzati), la liquidità dei titoli in portafoglio, le informazioni da fornire tanto agli investitori potenziali ed attuali (rimesse, in gran parte, alla discrezionalità del gestore), quanto alle autorità di vigilanza. Al di fuori dei casi in cui la sottrazione ad un penetrante regime normativo e di supervisione sia il risultato di una localizzazione del veicolo su piazze finanziarie *off-shore*, gli *hedge funds* sono normalmente riusciti ad operare in un ambiente deregolamentato sfruttando talune *gray areas* e talaltre esenzioni normative espresse presenti negli ordinamenti positivi in relazione a servizi e prodotti finanziari non destinati a costituire oggetto di sollecitazione all'investimento presso il risparmio *retail*.

⁵¹ La partecipazione del gestore all'iniziativa e la presenza di un meccanismo di *pay for performance* costituiscono, insieme alla libertà operativa di cui si è detto, gli aspetti maggiormente qualificanti delle gestioni di tipo *hedge*, dal momento che permettono alle parti del mandato di gestione (investitori e *money manager*) di conformare un assetto di incentivi di tipo *tailor-made* del quale occorre aver piena contezza ai fini della esatta comprensione di specifici profili di rischio non presenti, invece, nelle gestioni in monte tradizionali, ove è lo stesso legislatore, tramite una pervasiva regolamentazione eteronoma, a tentare di dar soluzione ai problemi di *agency* che tipicamente sorgono all'interno di un rapporto di mandato che si sviluppa in un contesto di informazione asimmetrica. Sul punto si rinvia alla vivida analisi di LAZZARI, *Economia e finanza*, cit., p. 387 ss. Utile a cogliere il *proprium* giuseconomico delle gestioni *hedge* è anche la lettura di SHADAB, *The Law and Economics*, cit., pp. 250, 275 ss. Sullo specifico tema del compenso dell'*hedge fund manager* v. anche, tra i contributi più significativi, ARGAWAL, DANIEL e NAIK, *Role of Managerial Incentives and Discretion in Hedge*

Quanto alla liquidità dell'investimento *hedge*, esso è in genere concepito in modo tale da superare la dicotomia "chiuso/aperto" propria dei fondi comuni. L'autonomia negoziale porta infatti a prevedere periodi di immobilizzo dell'investimento (cc.dd. clausole di *lock-up*)⁵² e, per il periodo successivo, a limitare la rimborsabilità delle quote a poche finestre nel corso dell'anno (cc.dd. *exit dates*)⁵³.

Sovente, in un'ottica di efficienza funzionale, i fondi *hedge* ricorrono alla esternalizzazione di diverse funzioni e servizi (ad es., tenuta della contabilità del

Fund Performance, in 64 *The Journ. of Fin.* (2009), p. 2221 ss., ove un'analisi delle correlazioni registrabili tra livello delle *performance fees* praticate e redditività dell'investimento. Occorre aggiungere che il diritto del *fund manager* alla percezione della commissione d'incentivo suole essere variamente limitato tramite apposite clausole inserite nel contratto di gestione. Abbastanza ricorrente nella prassi è, innanzitutto, la previsione di un c.d. *hurdle rate* (letteralmente: "tasso ostacolo"), la cui funzione è quella di condizionare il percepimento della *fee* al conseguimento di un certo livello minimo di utili da parte del fondo. Il detto tasso può essere definito in termini assoluti, ovvero far riferimento ad un dato *benchmark*. Parimenti frequente è la clausola di c.d. *high-water mark*, tramite la quale, invece, si stabilisce che il compenso del gestore venga calcolato non già sulle plusvalenze di periodo, bensì solamente su quelle realizzate rispetto al precedente massimo storico di valore del fondo: fin quando il fondo non supera il suo precedente massimo livello di redditività, nulla è dovuto al gestore. Sul ruolo di quest'ultimo meccanismo contrattuale, che *ex ante* funziona da congegno di allineamento degli interessi delle parti del mandato di gestione, ma che *ex post*, a seguito di periodi di *poor performance* e forti svalutazioni del portafoglio, rischia di stimolare un forte *risk-appetite* nel gestore e, al limite, di incidere sulla stessa "vita" del veicolo, dal momento che gli investitori potrebbero trovare troppo rischioso permettere al gestore di continuare ad operare, così come quest'ultimo, dal canto suo, potrebbe trovare più conveniente impegnarsi nel lancio di un nuovo fondo piuttosto che proseguire nella gestione già in atto, i cultori della finanza si sono lungamente intrattenuti. Tra i vari contributi, cfr. RUCKES e SEVOSTIYANOVA, *Time to Wind Down: Closing Decisions and High Water Marks in Hedge Fund Management Contracts*, Karlsruhe Institute of Technology, November 9, 2011, disponibile all'indirizzo www.whu.edu; nonché GOETZMANN, INGERSOLL JR. e ROSS, *High-Water Marks and Hedge Fund Management Contracts*, in 4 *The Journ. of Fin.* (2003), p. 1685 ss.; la cui analisi è stata di recente ripresa ed approfondita da SONG, YANG e YANG, *High-Water Marks and Hedge Fund Management Contracts with Partial Information*, disponibile all'indirizzo www.ssrn.com.

⁵² L'immobilizzo è solitamente previsto per un periodo di tempo che oscilla tra 1 e 3 anni.

⁵³ La possibilità di uscita dal fondo è per lo più data con cadenza quadrimestrale o annuale, subordinatamente, peraltro, al rispetto di periodi di preavviso generalmente alquanto lunghi, che in taluni casi possono raggiungere anche i 6 mesi. Si tratta di meccanismi tutti funzionali ad una più più efficiente e sicura programmazione degli investimenti da intraprendere, garantendo al gestore la certezza di poter far affidamento per un certo lasso di tempo su capitali di un dato ammontare, certezza da cui non può prescindere ove si vogliano implementare efficacemente strategie fondate sull'impiego della leva finanziaria e sullo *short-selling*. Inoltre, limiti temporali sono solitamente previsti anche per la possibilità di successivo ingresso nel fondo (cc.dd. *entry dates*), dal momento che anche l'afflusso di nuovi apporti potrebbe produrre squilibri nelle strategie finanziarie già intraprese dal *fund manager*. Non è perciò infrequente che il gestore rifiuti l'ingresso di nuovi investitori, il che sarebbe invece del tutto inaudito per i fondi comuni. All'entrata ed all'uscita dal fondo vengono talvolta ad accompagnarsi specifiche *entry* ed *exit fees* a carico dei nuovi entranti e degli uscenti, rispettivamente. Su tutti questi temi cfr., tra i tanti, GARBARAVICIUS e DIERICK, *Hedge funds*, cit., p. 33 ss.; BURCHI, *Investire in hedge funds*, cit., p. 76; LAZZARI, *Economia e finanza*, cit., pp. 391, 392; SHADAB, *The Law and Economics*, cit., pp. 251, 252.

fondo; gestione di cassa; calcolo delle *performances*; risoluzione di problemi legali, fiscali e amministrativi), affidandone la cura a diversi *service providers*⁵⁴, tra cui, dal punto di vista operativo, il più importante è senza dubbio alcuno il c.d. *prime broker*⁵⁵. Trattasi di un intermediario finanziario (solitamente autorizzato ad operare come *broker-dealer* e munito di strutture operative su scala globale⁵⁶) con cui l'*hedge fund* intrattiene quella che è stata efficacemente definita come una "*symbiotic relationship*"⁵⁷. Il *prime broker*, infatti, presta una serie di servizi essenziali al fondo (ad es., prestito e negoziazione titoli; attività di ricerca; deposito degli *assets* di pertinenza del fondo, etc.) ed assumendo spesso la qualità di controparte del fondo in svariate transazioni quali contratti derivati, *repos* e *margin loans*, rappresenta per il fondo medesimo il principale canale di accesso al *leverage*⁵⁸.

Infine, sotto il profilo relazionale fondo/investitori, merita da subito accennare anche alla scarsa trasparenza che, rispetto a quanto avviene per l'investimento in fondi comuni, la gestione dei fondi *hedge* presenta nei confronti degli stessi partecipanti. Se, infatti, negli *offering documents* o *private placement memoranda* vengono sovente fornite agli investitori potenziali informazioni generali relative agli obiettivi che il fondo si propone di raggiungere, alle spese ed alle commissioni che graveranno sugli stessi investitori, alle condizioni di entrata e di uscita che saranno applicate, etc., il gestore mantiene, invece, il più geloso riserbo su informazioni riguardanti le tecniche e le strategie di investimento che intende impiegare⁵⁹, le quali in fin dei conti rappresentano il vero valore aggiunto di una gestione di tipo *hedge*. Maggiore *transparency* è invece assicurata agli investitori attuali, con modalità comunque tali da proteggere la riservatezza delle informazioni di tipo "proprietario"⁶⁰: ad es., potrebbe essere declinata la disponibilità a rendere nota agli investitori l'esatta composizione del portafoglio di attività del fondo, oppure tali informazioni potrebbero essere rese solamente su base sufficientemente ritardata per evitare il pericolo che la loro eventuale rivelazione possa avvantaggiare altri operatori di mercato⁶¹. In funzione del conseguimento di una maggiore flessibilità nelle

⁵⁴ Sul punto, ampiamente, BURCHI, *Investire in hedge funds*, cit., p. 61 ss.

⁵⁵ Cfr. KLAUS e RZEPKOWKI, *Hedge funds and prime brokers: The role of funding risk*, disponibile all'indirizzo www.ssrn.com, *passim*; LAZZARI e GIULIANI, *Un'analisi comparata*, cit., p. 39 ss., LENER, *Il contratto di prime brokerage*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di LENER e GABRIELLI, *I contratti*, cit., p. 895 ss.

⁵⁶ *Goldman Sachs*, *Morgan Stanley* ed *Ubs* sono i principali operatori sul mercato globale dei servizi di *prime brokerage*, con il 29, 20 e 11% rispettivamente: v. BURCHI, *Investire in hedge funds*, cit., pp. 63, 64.

⁵⁷ Così LAFAMAN, *Prime brokers: Analysing their developing roles in the marketplace*, in JAFFER (a cura di), *Hedge Funds: Crossing the Institutional Frontier*, London, 2006, p. 128.

⁵⁸ Cfr. BLUNDELL WIGNALL, *An Overview of Hedge Funds*, cit., p. 49 ss.

⁵⁹ Cfr. SEC, *Implications of the Growth*, cit., p. 46 ss.

⁶⁰ Cfr. KAMBHU, SCHUERMAN e STIROH, *Hedge Funds*, cit., p. 3.

⁶¹ BURCHI, *Investire in hedge funds*, cit., p. 89, 90, tra i molti, individua tre ragioni in particolare che concorrono a spiegare la maggiore opacità del "prodotto" *hedge fund*: "a. *Diversamente da quanto accade nei fondi comuni di investimento, gli hedge funds possono operare con quantitativi limitati di capitali in gestione. Verosimilmente tali capitali sono riconducibili a pochi investitori istituzionali o sofisticati. Fin quando investitori retail non si uniscono alla compagine degli investitori, i regolatori non impongono particolari requisiti di trasparenza. Per questo motivo i gestori hanno interesse a non divulgare informazioni che possono avere come conseguenza l'attrazione di altri investitori, casualità questa che comporterebbe la trasformazione del veicolo [...]* b. *La quasi totalità dei regimi normativi in ambito finanziario e il*

regole di *governance* del fondo⁶², assai frequente è inoltre il ricorso, alle cc.dd. *side letters*. Trattasi, in buona sostanza, di accordi “paralleli” conclusi tra il *fund manager* e taluni investitori soltanto (soprattutto quelli istituzionali), in forza dei quali vengono a questi ultimi riconosciuti diritti, prerogative e condizioni più favorevoli rispetto a quanto concordato con la generalità degli investitori del fondo nel *fund operating agreement*⁶³.

Indicate per sommi capi le principali caratteristiche di un *hedge fund*, è possibile ora esaminare la regolamentazione cui essi sono assoggettati negli Stati Uniti, il che renderà altresì possibile procedere di volta in volta agli opportuni approfondimenti in merito a taluni degli argomenti cui si è sinora solo avuto modo di accennare.

3.– Nell’ordinamento statunitense, prima delle recenti riforme, gli *hedge funds* venivano tipicamente indicati come *unregulated investment vehicles*⁶⁴, vale a dire organismi di investimento collettivo non sottoposti alle restrizioni, ai divieti operativi ed alle regole prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio cui sono invece assoggettati i *mutual funds*. Il che ha tradizionalmente concesso ai loro gestori quella ampia libertà operativa (in termini di utilizzo della leva finanziaria, di *short-selling* e di impiego di strumenti derivati) che ne rappresenta, come si è detto, uno dei tratti caratteristici⁶⁵.

Parimenti, si è già accennato anche al fatto che, a differenza dei fondi comuni, *hedge funds* non si propongono come strumento di raccolta del risparmio presso il pubblico dei piccoli e medi risparmiatori, mirando piuttosto a convogliare gli investimenti di cc.dd. *high net worth individuals* (cioè soggetti dotati di ingenti risorse finanziarie) e/o di investitori istituzionali⁶⁶.

prevalente atteggiamento delle autorità di vigilanza non consentono ai veicoli di investimento alternativi di offrire le quote al pubblico. In caso di annuncio di performance particolarmente positive l'autorità di vigilanza potrebbe interpretare tale comunicazione come una attività di sollecitazione al pubblico risparmio. Per non incorrere in inconvenienti di questo genere i gestori preferiscono mantenere uno scarso livello di trasparenza, piuttosto che rischiare eventuali indagini e sanzioni [...] c. In ultimo, i gestori operanti nel settore desiderano mantenere uno scarso livello di trasparenza al fine di tutelare l'operatività stessa del fondo. Infatti, in particolare nelle strategie che negoziano strumenti finanziari con scarsa liquidità, l'annuncio del valore della quota con alta frequenza o, peggio, la dichiarazione di composizione del portafoglio potrebbe innescare una serie di comportamenti emulativi da parte di altri operatori di mercato [...] Per le ragioni sopra esposte, i gestori sono soliti fornire agli investitori una quantità minima di informazioni appena sufficienti a conoscere l'andamento nel medio periodo dell'operatività". Tuttavia, come si avrà modo di spiegare dettagliatamente in seguito (v. *infra*, parr. 5, 7.5 e 9), l’innescare di un processo di progressiva “*retailization*” della platea degli investitori in fondi *hedge* ha reso sempre più pressante l’esigenza di garantire una maggiore trasparenza dell’investimento.

⁶² Cfr. SHADAB, *The Law and Economics*, cit., pp. 248, 249.

⁶³ Sulle *side letters* che incontreremo di nuovo più oltre (v. *infra*, parr. 7.2 e 7.5, note nn. 191, 272 e testo corrispondente), v. sin da ora KENNEDY, *All investors are equal, but some investors are more equal than others: the use of side letters in hedge funds*, in *The Hedge Fund Journ.*, April 2005, disponibile all’indirizzo www.thehedgefundjournal.com; e GEFNER, *Deals on the Side*, in *Hedge Fund Manager*, US East Cost, 2005, pp. 26, 27.

⁶⁴ Cfr., *ex multis*, PREISEROWICZ, *The New Regulatory Regime For Hedge Funds: Has the Sec Gone Down the Wrong Path?*, in *XI Fordham J. Corp. & Fin. L.* (2006), p. 808 ss.

⁶⁵ *Supra*, par. 2.

⁶⁶ *Supra*, par. 2.

Ed era proprio su questa base che la legislazione americana, fino all'avvento delle riforme introdotte dal *Dodd-Frank Act*, permetteva agli *hedge funds* ed ai loro gestori di operare al di fuori dello stringente regime regolamentare predisposto per i fondi comuni dall'*Investment Company Act* del 1940⁶⁷ (che regola le società di investimento), dal *Securities Act* del 1933⁶⁸ (che disciplina le offerte al pubblico di valori mobiliari) e dall'*Investment Advisers Act* del 1940⁶⁹ (che disciplina l'attività dei gestori in monte del risparmio e dei consulenti finanziari)⁷⁰.

Al fine di una migliore comprensione di ciò che si verrà dicendo, è opportuno offrire al lettore un sia pur sintetico quadro della regolamentazione in parola⁷¹.

Anzitutto, quanto alla forma giuridica, gli *hedge funds* sono normalmente costituiti come *limited partnership*, all'interno della quale il *fund manager* assume la qualità di *general partner*⁷².

⁶⁷ D'ora in avanti, "ICA".

⁶⁸ D'ora in avanti, "SA".

⁶⁹ D'ora in avanti, "IAA".

⁷⁰ Per una trattazione generale del diritto statunitense dei mercati finanziari, v., indicativamente, LOSS e SELIGMAN, *Fundamentals of Securities Regulation*, New York, 2004; COFFEE e SALE, *Securities Regulation: Cases and Materials*, Eagan, Minn., 2009.

⁷¹ Tutti i riferimenti si trovano in STRACHMAN, *Getting Started in Hedge Funds*, Hoboken, NJ, 2005, p. 67 ss.; PREISEROWICZ, *The New Regulatory Regime*, cit., p. 811 ss.; LAZZARI e GIULIANI, *Un'analisi comparata*, cit., p. 4 ss.; SHADAB, *The Law and Economics*, cit., p. 246 ss.; AA.VV., *U.S. Regulation of Hedge Funds*, Chicago, IL, 2005, *passim*; RIVIÈRE, *The Future of Hedge Fund Regulation*, cit., p. 11 ss.; nonché nel già citato *report* della Division of Investment Management e dell'Office of Compliance della SEC, *Implications of the Growth*, cit., p. 9 ss.

⁷² Quella della *limited partnership* è una struttura assimilabile, salvo che per alcune differenze, all'accomandita semplice nel nostro ordinamento. Al suo interno si distinguono, infatti, uno o più *general partners* (soci accomandatari, persone fisiche o giuridiche), i quali espletano la funzione di gestori (del fondo), con conseguente responsabilità illimitata per le obbligazioni sociali; ed uno o più *limited partners* (soci accomandanti), cui è inibito il compimento di atti di amministrazione e che godono di responsabilità limitata ai conferimenti di capitale effettuati. Tale ultima qualità è assunta dagli investitori, che danno mandato al *general partner* di investire i capitali raccolti secondo le previsioni contenute nel *partnership agreement*, atto costitutivo dell'ente societario che funge anche da "regolamento" del fondo. Normalmente, gli *hedge funds* sono privi di un consiglio d'amministrazione. Il *general partner*, spesso, decide di esternalizzare alcune funzioni di amministrazione (tipicamente: tenuta della contabilità del fondo; gestione di cassa; calcolo delle *performances*; risoluzione di problemi legali, fiscali e amministrativi), affidandone la cura ad una società terza, alla quale spetterà la commissione di gestione annua. La commissione incentivante, invece, continuerà ad essere corrisposta al *general partner*. Il gestore, a sua volta, è spesso organizzato in forma di *limited liability company* (società a responsabilità limitata). Quella appena descritta è la conformazione strutturale più semplice utilizzata dai fondi "domestici". Ovviamente, nella prassi le variazioni apportabili questa struttura di base sono molteplici e diversamente complesse a seconda delle esigenze concrete e delle masse patrimoniali gestite. Talvolta, i fondi *on-shore* possono essere alternativamente costituiti nella forma di *business trust* o, più frequentemente, di *limited liability company*, la quale offre l'ulteriore vantaggio di far godere anche il *fund manager* del beneficio della responsabilità limitata. La principale ragione dell'impiego di queste forme organizzative è di carattere fiscale. Si tratta, infatti, delle uniche forme societarie che, data la mancanza di personalità giuridica, risultano "fiscalmente trasparenti", nel senso che la tassazione dei proventi avviene solo a in capo ai singoli partecipanti e non anche in capo al fondo, ciò che permette agli investitori di evitare la doppia tassazione tipica delle *corporations*. Motivazioni di carattere fiscale danno altresì ragione della ricorrente remunerazione del *manager/general partner* tramite corresponsione di un c.d. *carried interest*: anziché

Secondo la disciplina statunitense, le società private che esercitano attività di investimento, reinvestimento e vendita di strumenti finanziari sono considerate *investment companies* ai sensi della *Section 3(a)(1)* dell'ICA. Ciò comporta l'obbligo di registrazione dei titoli offerti presso la SEC, con conseguente assoggettamento a significativi limiti operativi: molte forme di transazione vengono vietate, mentre il basso livello di *leverage* consentito impedisce di fatto le vendite allo scoperto e contratti su strumenti derivati⁷³. Per sottrarsi all'operatività di questo regime regolamentare, gli *hedge funds* hanno tipicamente operato beneficiando dell'esenzione concessa dalla *Section 3(c)(1)* dell'ICA, costruita sul rispetto di due condizioni: *i*) un numero di partecipanti al fondo (compreso il *general partner*) non superiore a 100⁷⁴; e *ii*) il collocamento delle quote del fondo in regime di *private placement*, con divieto, dunque, di renderle oggetto di un'offerta al pubblico⁷⁵. Con riguardo a tale ultimo aspetto, è la *SEC Rule 506* della *Regulation D* (emanata ad implementazione del SA) a stabilire le condizioni da osservare affinché si rimanga nei limiti di un *private placement*. Tale disposizione regolamentare consente la vendita (senza obbligo di iscrizione presso la SEC) ad un numero illimitato di *accredited investors*⁷⁶ e

corrispondere una *performance fee*, si preferisce infatti remunerare il gestore tramite una *special allocation*, alla quale egli ha diritto in forza del possesso di una partecipazione speciale al fondo. La differenza ha rilievo solo giuridico nel senso che, se il calcolo della *special allocation* per il *carried interest* e quello della *performance fee* sono identici, entrambi essendo determinati in ragione di una certa percentuale dei profitti conseguiti dal fondo, la diversa qualificazione giuridica si traduce in un diverso trattamento fiscale. Infatti, al contrario della *performance fee*, la quale concorre a determinare, per quota parte, il reddito imponibile di ciascun partecipante prima di poter essere da questi dedotta, sempre per quota parte, in un ammontare che non può eccedere il 2% del reddito lordo personale dichiarato, la *special allocation*, per contro, viene dedotta dai profitti del fondo prima di calcolare il reddito tassabile di ciascun partecipante. Il metodo del *carried interest* si rivela, dunque, più efficiente. Diversa e più complessa è la conformazione dei fondi collocati *off-shore*, la cui analisi trascende gli scopi di questo lavoro. Sul punto sarà sufficiente rinviare a ARAGON, LIANG e PARK, *Onshore and Offshore Hedge Funds: Are They Twins?*, disponibile all'indirizzo www.ssrn.com; ROVERA, *Rischio e rendimento*, cit., p. 18 ss.; ed a LAZZARI e GIULIANI, *Un'analisi comparata*, cit., p. 13 ss. Per un'analisi comparata dell'incidenza delle diverse forme giuridiche utilizzabili su *performances* e rischio negli *hedge funds*, v., invece, GUPTA e SZADO, *Hedge Fund Legal Structure and its Impact on Performance*, disponibile all'indirizzo www.ssrn.com.

⁷³ Si vedano le disposizioni di cui alla *Section 5(b)(1)*, *12(a)(1)*, *12(a)(3)*, *13(a)(3)*, *18(a)(1)(a)* e *18(f)(1)* ICA.

⁷⁴ Ai sensi di quanto dispone la *Section 3(c)(1)(A)* dell'ICA, le persone giuridiche sono da considerarsi come singoli investitori fino a quando posseggano meno del 10% delle *voting securities* del fondo; raggiunta questa soglia scatta una *look-through provision* che impone di considerare investitore del fondo ogni socio della società che detiene la quota di partecipazione al fondo in questione. Invece, secondo l'interpretazione della SEC, gli *hedge funds* locati *off-shore* "that rel[y] on *Section 3(c)(1)* may exclude non-U.S. investors in determining whether [they are] in compliance with the 100-investor limitation of *Section 3(c)(1)*"; il che, in pratica, consente a tali fondi di non soffrire alcun limite legale in ordine al numero massimo dei potenziali investitori: v. SEC, *Implications of the Growth*, cit., p. 11, ivi alla nota n. 34.

⁷⁵ Sul punto cfr., *amplius*, PREISEROWICZ, *The New Regulatory Regime*, cit., p. 814 ss.

⁷⁶ La definizione di *accredited investors* è contenuta nella *Rule 501* della stessa *Regulation D*. Vi rientrano: a) alcune categorie di investitori istituzionali (banche; imprese di investimento; compagnie di assicurazione); b) fondi pensione, associazioni, fondazioni, società di capitali e *trusts* con attività di valore superiore a 5 milioni di

ad un numero massimo di 35 *non-accredited investors*, i quali, comunque, devono essere soggetti in possesso di “such knowledge and experience in financial and business matters” da risultare capaci di valutare “the merits and risks of the prospective investment” (cc.dd. *sophisticated investors*); valutazione, quest’ultima, rimessa all’apprezzamento dell’emittente, che assume al riguardo specifica responsabilità⁷⁷.

La possibilità di evitare la registrazione è stata successivamente ampliata dal *National Securities Markets Improvement Act* del 1996⁷⁸, che ha apportato modifiche all’ICA, aggiungendovi, per quel che qui interessa, la *Section 3(c)(7)*: con tale disposizione, fermo rimanendo il divieto di rendere le quote del fondo oggetto di sollecitazione all’investimento, vengono esentati dall’obbligo di registrazione presso la SEC i fondi partecipati esclusivamente da *qualified purchasers*⁷⁹, senza che in questo sia imposto alcun tetto massimo di partecipanti⁸⁰.

Nell’ambito di questo sistema di esenzioni normative, vale la pena di ricordare che, per quanto attiene all’impiego della leva finanziaria, la normativa

dollari; c) persone fisiche che dispongano, anche congiuntamente al proprio coniuge, di un patrimonio netto superiore ad 1 milione di dollari al momento dell’acquisto degli strumenti finanziari; d) persone fisiche che abbiano goduto, nel corso degli ultimi 2 anni, di un reddito annuo superiore a 200.000 dollari (300.000 se sposate, tenendo conto del reddito di entrambi i coniugi) e che abbiano ragionevole aspettativa di conseguire un reddito dello stesso ammontare anche nell’anno in corso; e) i componenti del *management* dell’emittente.

⁷⁷ In base al combinato disposto della *Section 3(c)(1)* dell’ICA e della *Rule 506* della *Regulation D*, dunque, per sottrarsi all’obbligo di iscrizione presso la SEC ed ai vincoli regolamentari nascenti dall’ICA e dal SA, il fondo può avere un numero massimo di 100 partecipanti (incluso il *general partner*), e di questi almeno 65 devono essere qualificabili come *accredited investors*.

⁷⁸ D’ora in avanti, “NSMIA”. Sui contenuti di tale legge di riforma, che, tra le altre cose, interveniva a modificare sensibilmente il riparto di competenze legislative tra stato federale e stati federati in materia di mercati finanziari, v. RUTLEDGE, *NSMIA ... One Year Later: The States’ Response*, in *53 The Bus. Law.* (1997), p. 563 ss.

⁷⁹ Categoria definita dalla *Section 2(a)(51)* dell’ICA e ricomprensiva: a) persone fisiche che abbiano realizzato investimenti per almeno 5 milioni di dollari; b) *family-owned companies* che abbiano realizzato investimenti per almeno 5 milioni di dollari; c) *trusts* ed altre entità, non appositamente istituite per acquistare le quote del fondo, che siano istituiti e gestiti esclusivamente da *qualified purchasers*; d) persone fisiche che, agendo per conto proprio o per conto di terzi acquirenti qualificati, posseggano ed investano, su base discrezionale, almeno 25 milioni di dollari. La SEC chiarisce che “a hedge fund that is incorporated offshore but relies on *Section 3(c)(7)* to offer its securities privately in the United States is not subject to the qualified purchaser requirements with respect to its investors who are non-U.S. residents”: v. SEC, *Implications of the Growth*, cit., p. 12, ivi alla nota n. 37.

⁸⁰ Tuttavia, molti degli *hedge funds* che si avvalgono del regime della *Section 3(c)(7)*, al fine di sottrarsi all’osservanza di alcuni ulteriori obblighi (soprattutto di *reporting*) in cui altrimenti incorrerebbero nei confronti della SEC ai sensi della *Section 12(g)(1)(B)* del *Securities Exchange Act* del 1934 (d’ora in avanti, “SA”), mantengono un numero di partecipanti inferiore a 500. Oltre alla possibilità di creare al di fuori del controllo della SEC fondi riservati a *qualified purchasers*, la *Section 3(c)(7)* ha esteso l’esenzione dalla registrazione anche ai fondi già esistenti alla data di entrata in vigore del NSMIA in cui non tutti i partecipanti fossero *qualified purchasers*, purché: i) i partecipanti “non qualificati” non fossero più di 100; ii) venissero fornite una serie di informazioni circa le conseguenze del passaggio al regime *sub Section 3(c)(7)*, tra cui, in particolare, il venir meno del numero massimo di 100 partecipanti stabilito nella *Section 3(c)(1)*; iii) fosse offerta agli investitori la possibilità di chiedere il rimborso, totale o parziale, delle quote.

statunitense concede agli *hedge funds* spazio di manovra sufficiente per aggirare il limite massimo di indebitamento stabilito dalla *Regulation T*, adottata dalla FED in attuazione del SEA al fine di disciplinare le operazioni di *margin buying*. Tramite la stipula di un c.d. accordo di *joint back office* con un *broker-dealer* abilitato alla funzione di *clearing* delle transazioni, infatti, alcune disposizioni della stessa *Regulation T* permettono ad un *collective investment account* – quali sono i fondi ex *Section 3(c)(1)* e *3(c)(7)* – di ottenere una concessione di credito maggiore rispetto a quella fissata dalla normativa di base (50% del prezzo di acquisto dei titoli)⁸¹.

Nel regime legale vigente fino all'avvento della recente ondata riformatrice, anche i *gestori* (persone fisiche o, più spesso, *management firms*) di *hedge funds* riuscivano ad operare in modo tale da sottrarsi alla vigilanza ed ai controlli della SEC, avvalendosi all'uopo della previsione comunemente nota come *private adviser exemption*, di cui alla *Section 203(b)(3)* dell'IAA⁸².

⁸¹ Grazie a tale meccanismo gli *hedge funds* hanno la possibilità di spingere la leva ben al di là dei limiti della *Regulation T* : i limiti all'indebitamento in questo caso vengono infatti determinati su base discrezionale da parte del *broker*, purché essi siano frutto di un suo "*sound credit judgment*". Ciò ha di fatto permesso ai fondi *hedge* loro di sviluppare quelle strategie di investimento che, nel corso del tempo, hanno fatto la fortuna del settore (*global macro*, *convertible arbitrage* e *fixed income arbitrage in primis*). In argomento cfr. LAZZARI e GIULIANI, *Un'analisi comparata*, cit., p. 11; nonché lo *Special Study* della SEC, *Report of Examinations of Day-Trading Broker-Dealers*, February 2000, disponibile sul sito della Commissione, www.sec.gov.

⁸² Come accennato, l'IAA è la legge che regola i soggetti giuridici che svolgono l'attività di gestione in monte dei patrimoni raccolti tramite i veicoli, disciplinando l'attività di *investment adviser* (v. *Section 202(a)(11)* dell'IAA). In base alle disposizioni di tale legge, di regola, il *general partner* di una società di investimento che controlla le attività di compravendita della *partnership* (o che seleziona i *managers* operanti per conto della stessa), rientrerebbe nel novero dei soggetti obbligati alla registrazione presso la SEC come *investment advisers*, i quali vengono resi destinatari di tutta una serie di regole di condotta (e dei relativi costi di *compliance*) a tutela degli interessi dei propri clienti. Più precisamente la normativa obbligava alla registrazione coloro che prestassero attività di *advice* verso uno o più fondi comuni o che gestissero masse patrimoniali per almeno 25 milioni di dollari e non fossero regolati dalla legge dello Stato dove avessero la sede principale dei loro affari. Ebbene, la disposizione dell'IAA citata nel testo esonerava dall'obbligo di iscrizione presso la SEC quel gestore che: *i*) non si proponesse al pubblico come consulente finanziario; *ii*) avesse avuto, nel corso degli ultimi 12 mesi, meno di 15 clienti; *iii*) non operasse come consulente di una società di investimento registrata. Di tale regime si sono sistematicamente avvalsi i gestori di *hedge funds*, grazie anche alla previsione della stessa legge e della SEC *Rule 203(b)(3)-1*, secondo cui, ai fini del *counting investors test*, cliente dell'*adviser* doveva considerarsi la sola *limited partnership* (cioè il fondo) e non già anche i singoli *limited partners* (cioè gli investitori che partecipano al fondo), almeno fintanto che il gestore fornisce la propria attività in funzione del perseguimento degli obiettivi di investimento collettivi, piuttosto che gli obiettivi di investimento particolari dei singoli *limited partners*. Il che, in pratica, consentiva ad un unico gestore di gestire sino a 14 fondi senza ricadere nell'obbligo di registrazione come *investment adviser*. La possibilità di evitare la registrazione presso la SEC, inoltre, permetteva di non sottostare ai limiti stabiliti dalla *Section 205* dell'IAA in merito alla previsione, nei contratti di investimento, di strutture commissionali asimmetriche (calibrate, cioè, sui soli risultati positivi della gestione), dando così spazio alle *performance fees* tipicamente praticate dai gestori dei fondi *hedge*: v. SEC, *Implications of the Growth*, cit., p. 61, ivi alla nota n. 212. Come si vedrà (*infra*, par. 7.2), il DFA ha eliminato la *private adviser exemption* e, nel contempo, ha sensibilmente elevato la soglia di AUM al cui raggiungimento consegue l'obbligo di registrazione presso la SEC. Occorre altresì aggiungere che, pur se esentato in base alla normativa federale dall'obbligo di registrazione presso la SEC, un

Ulteriori previsioni di analogo tenore, operanti a livello primario e secondario, permettevano poi ai fondi *hedge* ed ai loro gestori di sfuggire, rispettivamente, alle definizioni – contenute nel *Commodity Exchange Act* del 1934⁸³ – di *commodity pool* (ossia di veicolo che intraprende operazioni su *futures* ed opzioni quotate in borsa) e di *commodity pool operator* (tale essendo definito l'intermediario che gestisce tale specie di veicolo) e, per questa via, di sottrarsi ai controlli della CFTC, autorità competente alla vigilanza sui mercati di *futures* e opzioni⁸⁴.

Non vi era, dunque, alcun controllo sull'ingresso nel mercato e sull'operatività degli *hedge funds* e dei loro gestori⁸⁵, né in un'ottica "privatistica" – o, se si preferisce, "microeconomica" – di tutela degli investitori, né tanto meno in un'ottica "pubblicistica" – "macroeconomica" – di tutela dell'integrità e della stabilità dei mercati.

Sotto il primo profilo, il fatto di essere considerati forme di investimento alternative destinate ad investitori "sofisticati" e particolarmente facoltosi, faceva apparire ultronea e giuridicamente non giustificabile ogni forma di intervento da parte della pubblica autorità a tutela di questi soggetti, considerati

investment adviser può essere comunque tenuto all'osservanza delle cc.dd. *blue sky laws*, ossia delle previsioni contenute nella leggi statali di volta in volta applicabili. Ogni Stato federato, infatti, ha le proprie norme in tema di offerta di prodotti e servizi di investimento, le quali vanno ad integrare la normativa federale. Per semplificare un quadro altrimenti particolarmente complesso, il legislatore federale, tramite il NSMIA ha dettato le condizioni in presenza delle quali le norme statali non si applicano, cedendo il passo alla disciplina di rango federale. Inoltre, già dal 1956, con l'*Uniform Securities Act*, lo stesso legislatore federale era intervenuto per imporre un certo grado di uniformazione tra le varie normative statali. Su tutti questi argomenti cfr., *amplius*, AA.VV., *U.S. Regulation*, cit., p. 183 ss.

⁸³ D'ora in avanti, "CEA". Cfr. SEC, *Implications of the Growth*, cit., p. 23 ss.

⁸⁴ Cfr. SEC, *Implications of the Growth*, cit., p. 23 ss.;

⁸⁵ Le notazioni svolte in questo paragrafo offrono l'occasione per far emergere una significativa differenza tra il "modello" statunitense e quello europeo di *hedge fund*. Negli Usa, infatti, l'*hedge fund* è un veicolo di investimento costruito *ad hoc*, caso per caso, sfruttando tutti gli interstizi concessi da un esteso e complesso sistema regolamentare e fiscale. Esso si atteggia, quindi, come "*un mezzo affatto privato (private investment vehicle) per regolare il rapporto di mandato tra gestore e investitori, i quali possono così minimizzare i costi di transazione comportati dal rapporto di mandato e soddisfare al meglio le rispettive esigenze*": così LAZZARI e GIULIANI, *Un'analisi comparata*, cit., p. 25. In Europa, invece, in ragione dell'esistenza, sin dalla *Investment Service Directive* (Dir. 93/22/CEE), di una riserva dell'attività di gestione patrimoniale a favore di intermediari sottoposti a pubblica vigilanza e tenuti al rispetto di talune caratteristiche istituzionali (ad es., forma societaria) e di certi requisiti organizzativi (ad es., requisiti esponenti aziendali) e finanziari (ad es., requisiti di capitalizzazione minima), il termine *hedge fund* sta solamente ad indicare uno dei diversi tipi di gestione che, in base alla disciplina positiva, i gestori di veicoli (non-UCITS) possono offrire agli investitori. Nel contesto normativo Europeo, pertanto, già prima della AIFMD, non potevano esservi veicoli d'investimento (localizzati *on-shore* ovvero *off-shore*) gestiti da *manager UE-located* non sottoposti ad autorizzazione e vigilanza delle autorità dello Stato membro d'origine. Ciò che la normativa consente – oggi sulla base delle regole armonizzate di cui alla AIFMD – è comunque la possibilità di offrire tipologie di gestione che con quelle omologhe reperibili sul mercato statunitense condividono comunque la sottrazione alla disciplina prudenziale propria delle forme di gestione "ordinarie", garantendo quindi la capacità dell'*hedge fund* di presentarsi anche nel mercato Ue come *asset class* alternativa ai fondi comuni d'investimento, anche se, per molteplici ragioni, non appare possibile sostenere una piena assimilabilità tra le esperienze maturate sulle due sponde dell'Atlantico.

in possesso delle qualità necessarie per compiere consapevoli scelte di investimento e per valutare adeguatamente i rischi ad esse associati⁸⁶. Sotto il secondo profilo, invece, la regolamentazione appariva economicamente inopportuna ed indesiderabile. In effetti, l'operatività degli *hedge funds* è stata a lungo – ed invero è tutt'ora – considerata fonte di un significativo apporto in termini di efficienza e di buon funzionamento dei mercati. In particolare, oltre a rilevare come essi abbiano rappresentato uno dei principali motori di innovazione nell'industria finanziaria, si tende(va) a tributare loro il merito di operare come preziosi fornitori di liquidità (anche in mercati di nicchia in cui altri investitori non possono o non intendono investire), di ridurre la volatilità dei prezzi e di giocare un ruolo fondamentale nel processo di *price discovery*. Il tutto – si argomenta(va) – grazie alla libertà operativa di cui hanno tipicamente potuto godere, il che ha permesso loro di operare come “speculatori” sì, ma con effetti benefici e stabilizzanti che vanno a vantaggio del mercato nel suo complesso e degli altri attori che in esso operano⁸⁷.

⁸⁶ Cfr., ad es., EDWARDS, *The Regulation of Hedge Funds: Financial Stability and Investor Protection*, relazione tenuta in occasione della *Conference on Hedge Funds*, Institute for Law and Finance / Deutsches Aktieninstitut e.V. Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt, May 22, 2003, p. 8 ss. In giurisprudenza, per l'affermazione del principio, v. *Sec vs. Ralston Purina Co.*, 346 U.S. 119 (1953). In chiave comparata, un confronto tra le varie legislazioni rende possibile affermare che un tipo di disciplina come quella statunitense *ante Dodd-Frank Act* costituisca, in un certo senso, il modello regolamentare di base proprio del fenomeno finanziario qui oggetto di studio, nel senso che esso mira, esclusivamente, a dare soddisfazione all'esigenza primigenia di garantire che della libertà negoziale e della discrezionalità operativa che connotano il mandato di gestione di tipo *hedge* venga fatto un uso consapevole e rispondente ad un equilibrato sistema di incentivi costruito in autonomia tra le parti del mandato stesso. E' possibile definire questo approccio regolamentare di tipo minimale ed “*investor-sided*” (secondo l'efficace espressione impiegata da PAREDES, *Hedge Funds and The Sec: Observations on The How and Why of Securities Regulation*, Washington University School of Law, Faculty Working Paper No. 07-05-01, disponibile all'indirizzo www.ssrn.com, p. 9) come modello di *regolamentazione indiretta via investitore*. Sul punto cfr. anche LAZZARI, *Economia e finanza*, cit., p. 397 ss.; KAAL, *Hedge Fund Regulation*, cit., p. 422; e PAREDES, *On The Decision To Regulate Hedge Funds: The Sec's Regulatory Philosophy, Style, And Mission*, in *5 Un. of Ill. L. Rev.* (2006), p. 991, il quale, sulla scorta dei principi di diritto scolpiti nella sentenza più sopra richiamata, sostiene che negli Usa “*the notion that investors who can “fend for themselves” do not need [further public] protection is an animating principle of securities regulation*”, il che varrebbe, in modo particolare, proprio per il settore degli *hedge funds*, in quanto industria “*dominated by presumptively sophisticated investors*”. Si avrà in seguito modo di verificare come, in realtà, l'argomento relativo a tale presunta sofisticazione degli investitori in *hedge funds* sia attualmente al centro di un vivace dibattito dottrinale, il quale ne stimola una meditata riconsiderazione alla luce degli obiettivi di *policy* sottesi alla regolamentazione nata dalla CFG: v. *infra*, parr. 8 e 9.

⁸⁷ Cfr., in luogo di molti, PREISEROWICZ, *The New Regulatory Regime*, cit., pp. 808, 810. Rilevano come sia proprio la natura ristretta della base di investitori aventi accesso, in quanto *high net worth individuals*, all'investimento *hedge* a rappresentare il presupposto fattuale perché questi veicoli possano intraprendere attività d'investimento capaci di produrre i summenzionati effetti benefici nel contesto dei mercati BROWN *et al.*, *Hedge Funds in the Aftermath of the Financial Crisis*, cit., pp. 161, 162, ove si osserva che “[h]edge funds add value to the financial system in a number of ways. First, hedge funds are primary providers of liquidity to the market. Many securities probably could not be issued in the first place without hedge funds being willing to hold them in the secondary market. It may be too costly, both internally and from a systemic point of view, for the banking sector to hold certain illiquid securities. Because the investors in hedge funds tend to be well-capitalised institutions or individuals, their price for

Negli Stati Uniti, per molto tempo, il credo professato dagli operatori, dalla letteratura economica e dagli stessi *regulators* è stato dunque compendiato in poche, semplici parole: “*regulation is unnecessary*”⁸⁸.

4.– La situazione cambia alla fine degli anni ‘90 con lo scoppio della crisi asiatica e con la decisione della FED di intervenire per orchestrare salvataggio di *Long-Term Capital Management*⁸⁹. A partire da quel momento, il dibattito sulla

liquidity may be much lower. Moreover, hedge funds help firms raise capital by extending the investor pool, especially with respect to difficult-to-value securities like convertible bonds and asset-backed securities, among others. Second, hedge funds help correct mispricings in the market, to the extent that there are mispricings. So, for example, their actions may reduce the likelihood of speculative bubbles or, more important, excess volatility. To the extent it is better for market participants to be allocating capital under conditions in which asset prices reflect their fundamental economic value, hedge funds are therefore an important part of the financial system. In addition, to the extent hedge funds are willing to trade opaque securities, their investment decisions help incorporate information into the market. And, alternatively, their unwillingness to purchase certain securities (e.g., subprime-backed assets) also reveals valuable information. Last, hedge funds often play corporate governance role in those firms in which they hold significant stakes”.

⁸⁸ Del dibattito circa la regolamentazione degli *hedge funds* si è occupata *funditus* ROBOTTI, *Hedge Funds and Financial Stability: Explaining the Debate at the Financial Stability Forum*, LSE Discussion Paper 560, disponibile all’indirizzo <http://eprints.lse.ac.uk>, *passim*; *Id.*, *Private Governance of Financial Markets: the US Regulatory Regime on Hedge Funds*, IBEI Working Paper 2009/20, Barcellona, 2009, p. 9 ss., ove ulteriori esaurienti riferimenti.

⁸⁹ *Long-Term Capital Management* (d’ora in avanti, “LTCM”) era stato costituito nel 1994 da John Meriwether, attirando personalità di grande rilievo (tra cui i premi Nobel Robert Merton e Myron Scholes e l’ex vice-presidente della FED David Mullins, tutti *general partners* insieme a Meriwether), società altamente specializzate in arbitraggi (come la *Salomon Brothers*) ed investitori istituzionali di prim’ordine (tra cui *Ubs* ed il nostro Ufficio Italiano Cambi), per nulla intimoriti dall’investimento minimo iniziale di 10 milioni di dollari e da una clausola di *lock-up* di 3 anni. La strategia d’investimento utilizzata consisteva nell’arbitraggio su titoli a reddito fisso, denominati in diverse valute, nell’utilizzo di diversi strumenti derivati e nell’impiego massiccio della leva finanziaria. In particolare, la sua strategia di *business* era basata sull’individuazione di ingiustificate differenze di prezzo tra obbligazioni a scadenza ravvicinata: il fondo assumeva consistenti posizioni lunghe sui titoli di stato a 29 anni ed altrettanto significative posizioni corte sui titoli di stato a 30 anni, cercando di trarre profitto da piccoli *spreads* nei rendimenti, scommettendo sulla convergenza dei tassi nel breve-medio periodo. Il fondo vendeva allo scoperto i titoli con minore rendimento e acquistava quelli che pagavano maggiori interessi. Una riduzione del tasso dell’obbligazione in posizione lunga ed un incremento del tasso dell’obbligazione in posizione corta provocavano, rispettivamente, un incremento ed una riduzione del prezzo degli strumenti. Il fondo guadagnava dall’incremento del valore dei titoli in suo possesso e dalla possibilità di riacquistare le obbligazioni vendute a prezzi inferiori. Lo scarto tra i prezzi era, tuttavia, così limitato da porre la necessità di amplificare l’entità dei profitti tramite un ingente impiego di leva finanziaria, alimentata dal credito concesso dalle più importanti istituzioni finanziarie (si stima che il fondo operasse normalmente sulla base di un *debt/equity ratio* di 28:1, ma i dati sono tutt’altro che univoci, data l’estrema difficoltà di calcolare il livello di leva implicita nell’impiego di strumenti derivati; v’è chi giunge a parlare di impieghi per 40 volte il capitale del fondo). LTCM aveva posizioni in derivati per oltre 1.000 miliardi di dollari di nozionale, di cui 750 miliardi negoziati *over-the-counter*, con tutto ciò che ne derivava – al netto della collateralizzazione (spesso del tutto inadeguata) delle posizioni – in termini di esposizione diretta al rischio di credito di controparte per le istituzioni finanziarie che erano entrate in transazioni di questo tipo col fondo. Nei due primi anni di vita, LTCM

necessità di una più effettiva supervisione degli *hedge funds* venne alla ribalta, assumendo un ruolo centrale sia in sede accademica che all'interno dell'agenda politica. La vicenda di LTCM mostrò per la prima volta la possibilità che, al

generò profitti regolari ed elevati (con un ritorno sul capitale del 42.8% nel 1995 e del 41% nel 1996) che attirarono numerosi ulteriori *partners*, al punto che nel 1995 i gestori, al fine di evitare il rischio di perdere il controllo sulle dimensioni del fondo, si trovarono costretti a bloccare l'afflusso di nuovi capitali ed a rimborsare parte delle quote agli investitori. Nel 1998, la crisi asiatica influì pesantemente sulla Russia, la quale in agosto svalutò il rublo, dichiarando la moratoria del proprio debito. Ciò provocò la caduta dei mercati finanziari. Il panico si diffuse tra gli operatori, portandoli a liquidare rapidamente le posizioni più rischiose ed a ricercare spasmodicamente impieghi più sicuri (la c.d. "*flight to quality*"), con un conseguente calo dei prezzi azionari ed un aumento di quelli dei titoli di stato. Nel settembre 1998, lo *spread* salì a 15 punti base, facendo sfumare ogni possibilità di convergenza. Si verificò esattamente il contrario di ciò su cui LTCM aveva scommesso. Questa tempesta travolse il fondo, nel cui portafoglio gli investimenti denominati in rublo pesavano per più dell'8%. Esso aveva significative esposizioni anche verso altri mercati emergenti travolti dalla crisi. La crescente volatilità dei mercati, le dimensioni enormi della massa gestita e la scarsa liquidità delle singole posizioni, impedirono al fondo di alleggerire il portafoglio e diminuire il rischio. In una situazione di tal fatta, l'elevato livello di leva non fece altro che amplificare le perdite, le quali spazzarono via in meno di due mesi l'85% del capitale del fondo, che dai 4.1 miliardi di dollari dell'agosto 1998 scese a 600 milioni di dollari alla fine di settembre. Se fosse stato lasciato fallire avrebbe trascinato con sé anche i suoi creditori, ossia le principali banche mondiali (*Goldman Sachs, Merrill Lynch, J.P. Morgan, Bear Stearns e Ubs*), col rischio di un'implosione dei mercati finanziari mondiali sotto il colpo di una serie di insolvenze a catena. Una chiusura simultanea delle posizioni detenute verso LTCM dalle sue controparti apparve pertanto un'eventualità da scongiurare, non solo per le ingenti perdite che queste avrebbero subito, ma anche e soprattutto per il possibile impatto sulla volatilità dei mercati e per il conseguente rischio di danneggiare anche operatori non direttamente esposti nei confronti del fondo. La FED decise allora di contattare i maggiori creditori di LTCM allo scopo di sollecitarli a trovare una soluzione che permettesse di evitare il fallimento del fondo. Venne costituito un consorzio privato composto da 14 banche ed imprese di investimento, il quale rilevò LTCM mediante un nuovo veicolo e vi iniettò nuovo capitale per 3,6 miliardi di dollari in cambio del 96% delle quote del fondo e della promessa circa l'istituzione di un comitato interno di supervisione sulla gestione. Il fondo continuò ad operare sino al 2000, quando, dopo aver restituito 300 milioni di dollari agli investitori originari rimasti a parteciparvi ed 1 miliardo di dollari alle banche creditrici, venne definitivamente liquidato. Tra i creditori di LTCM v'era anche *Bear Stearns*, la quale fu l'unica a rifiutare di entrare a far parte del consorzio di salvataggio. Ironia della sorte, dieci anni più tardi sarebbe stata proprio quella stessa banca di investimento la prima a cadere sotto il peso delle pesanti scommesse effettuate sui titoli nati dalle cartolarizzazioni dei mutui *sub-prime* da due *hedge funds* da essa internamente gestiti, innescando così il corso degli eventi che ormai tutti conoscono. Per un più dettagliato quadro della vicenda LTCM, delle diverse interpretazioni circa le cause del suo dissesto e delle reazioni suscitate dall'intervento della FED – che è ad alcuni apparso come un ritorno alla dottrina del "*too big to fail*", dopo che, sin dalla crisi del *Continental Illinois* del 1984, la stessa FED aveva professato la volontà di seguire, in nome ed a difesa della fede nella disciplina del libero mercato, una politica di non intervento in caso di situazioni di crisi di grandi operatori per i rischi da questi assunti – v. GOLDSTEIN, *When genius failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*, London, 2001, *passim*; CHINCARINI, *The Failure of Long-Term Capital Management*, disponibile all'indirizzo www.ssrn.com, *passim*; SHIRREFF, *Lessons from the Collapse of Hedge Fund, Long-Term Capital Management*, IFRI Case Studies, 1998, disponibile all'indirizzo <http://riskinstitute.ch>, *passim*; e DOWD, *Too Big to Fail?: Long-Term Capital Management and the Federal Reserve*, CATO Institute Briefing Paper No. 52, 1999, disponibile all'indirizzo, www.cato.org, *passim*.

verificarsi di certe circostanze, i fondi *hedge* operanti con un elevato ricorso al *leverage* impongano esternalità al sistema finanziario nel suo complesso, assurgendo dunque a potenziale fonte di rischio sistemico⁹⁰.

Tuttavia, volendo portare ad estrema sintesi quello che fu un dibattito molto acceso e complesso, può dirsi che l'idea dominante che emerse, tanto a livello internazionale, quanto a livello domestico, fu quella dell'inutilità, indesiderabilità e prematurità di una *regolamentazione diretta* degli *hedge funds*, ossia della creazione di un *corpus* di regole pensate per normare direttamente, appunto, l'operatività di questa tipologia di veicoli d'investimento. Questa conclusione poggiava, essenzialmente, su due argomenti. In primo luogo, si sostenne che l'evidenza empirica non fornisse sufficiente giustificazione di una regolamentazione *ad hoc* dei fondi *hedge*, i quali, non solo costituivano una piccola percentuale dell'industria dell'*asset management* nel suo complesso, ma rappresentavano altresì un comparto il cui peso specifico appariva del tutto irrisorio in confronto alle dimensioni ed alla rilevanza sistemica degli altri operatori del mondo bancario e finanziario tipicamente coinvolti in attività similari a quelle da essi impiegate nelle relative strategie d'investimento (*capital leveraging; margin buying; short-selling; derivatives trading; etc.*)⁹¹. In secondo

⁹⁰ V., sulla specifica vicenda di LTCM, ESPOSITO, *Hedge funds: la loro attività e le proposte di regolamentazione*, Banca commerciale italiana, Servizio Studi e Analisi Finanziaria, R99-10, Dicembre 1999, pp. 4, 13 ss. Nel discorrere di "rischio sistemico" ci si riferisce essenzialmente all'eventualità che "*an economic shock such as market or institutional failure triggers (through a panic or otherwise) either by (i) the failure of a chain of markets or institutions or (ii) a chain of significant losses to financial institutions, resulting in increases in the cost of capital or decreases in its availability*", così impattando negativamente sulla complessiva funzione di intermediazione finanziaria e, per questa via, sull'economia "reale": in questi termini SCHWARCZ, *Protecting Financial Markets*, cit., p. 114. Per ulteriori approfondimenti v. anche *Id.*, *Systemic Risk*, in 97 *Georg. L. Journ.* (2008), p. 198 ss. Affrontano il problema della misurazione del detto rischio, EIJFFINGER, *Defining and Measuring Systemic Risk*, in EIJFFINGER e MASCIANDARO (a cura di), *Handbook of Central Banking, Financial Regulation and Supervision: After the Financial Crisis*, p. 315; ACHARYA *et alt.*, *Measuring Systemic Risk*, in ACHARYA *et alt.* (a cura di), *Regulating Wall Street*, cit., p. 87 ss. Sullo specifico punto dell'isolamento dei rischi (autenticamente) sistemici e per i diversi possibili approcci alla regolamentazione degli stessi, v. anche ACHARYA *et alt.*, *Regulating Systemic Risk*, in ACHARYA e RICHARDSON (a cura di), *Restoring Financial Stability*, cit., p. 283 ss., ove una dettagliata concettualizzazione del rischio sistemico (p. 285 ss.), una puntuale analisi del modo in cui una singola istituzione finanziaria può contribuire alla sua genesi ed alla sua propagazione (p. 289 ss.), nonché, infine, una descrizione del modo in cui alcune importanti istituzioni finanziarie (per la precisione: *Bear Stearns, Lehman Brothers, Fannie Mae, Freddie Mac* e *AIG*) hanno in concreto contribuito alla esacerbazione dei rischi sistemici nel contesto della GFC (p. 297 ss.). Dello specifico tema della rilevanza sistemica degli *hedge funds*, con particolare riguardo al ruolo da essi giocato nella CFG, si tratterà *infra, par.* 6.

⁹¹ Queste argomentazioni furono sviluppate soprattutto in seno al Fondo Monetario Internazionale: v. EICHENGREEN *et alt.*, *Hedge Funds and Financial Market Dynamics*, IMF Occasional Paper No. 166, May 1998, pp. 1, 4 ss.; EICHENGREEN e MATHIESON, *Hedge Funds: What Do We Really Know?*, IMF Economic Issues No. 19, September 1999, p. 3 ss. A conclusioni analoghe perveniva anche una ricerca condotta dal *National Bureau of Economic Research*: v. BROWN, GOETZMANN e PARK, *Hedge Funds and the Asian Currency Crisis of 1997*, NBER Working Paper No. 6427, February 1998, *passim*. Si trattò di analisi che furono fortemente criticate – tanto nel merito, quanto con riguardo alla metodologia di raccolta dei dati ivi contenuti – nei paesi più direttamente colpiti dalla crisi valutaria. Sul punto cfr. ROBOTTI, *Hedge Funds and Financial Stability*, cit., p. 9.

luogo, ogni forma di regolamentazione diretta del settore venne considerata potenzialmente in grado di compromettere il ruolo positivo degli *hedge funds*, col rischio di privare i mercati di importanti fornitori di liquidità e di indispensabili arbitraggisti capaci di assicurare un loro più efficiente funzionamento⁹².

Si venne così affermando la concezione che, in un'economia di mercato, il meccanismo primario per monitorare il rischio posto alla stabilità sistemica da quelle che – quasi a voler subito precisare che il problema non fossero gli *hedge funds* in quanto tali – vennero subito battezzate come *Highly Leveraged Institutions*⁹³ non potesse essere quello di una loro diretta (ed asseritamente controproducente) regolamentazione⁹⁴, bensì quello di rendere più effettiva la vigilanza su quegli operatori di mercato già soggetti a regolamentazione (banche ed imprese di investimento) che concedono loro credito ed altri servizi essenziali (*prime brokerage*) allo sviluppo delle loro strategie di *business*. In altre parole, la soluzione sponsorizzata fu quella di una *regolamentazione indiretta via prime broker* degli *hedge funds*⁹⁵, da attuarsi tramite un'adeguata vigilanza sulla

⁹² Da un punto di vista teorico, nell'ambito del dibattito che qui si sta riportando, gli *hedge funds* sono stati considerati la perfetta incarnazione degli arbitraggisti descritti nella *Efficient Market Hypothesis* di FRIEDMAN, *Essays in Positive Economics*, Chicago, 1953; e FAMA, *The Behaviour of Stock-Market Prices*, in 38 *The Journ. of Bus.* (1965), p. 34 ss. A questi postulati teorici è, ad es., chiaramente ispirata la già citata analisi di EICHENGREEN e MATHIESON, *Hedge Funds*, cit., p. 7 ss. La forza pervasiva spiegata da queste concezioni teoriche circa il funzionamento dei mercati finanziari nel dibattito sulla regolamentazione degli *hedge funds* è ben spiegata negli studi di ROBOTTI, *Hedge Funds and Financial Stability*, cit., p. 8 ss.; *Id.*, *Private Governance of Financial Markets*, cit., p. 8 ss., la quale sottolinea come tale impostazione ebbe allora l'effetto di condurre fuori dall'agenda politica ogni analisi relativa al possibile ruolo di speculatori destabilizzanti giocato dagli *hedge funds* in relazione allo scoppio della crisi asiatica. Un tema, quest'ultimo, che, come si avrà modo di constatare (*infra*, par. 6, note nn. 150-153 e testo corrispondente), ha per contro assunto una posizione centrale nel dibattito relativo alla crisi dei mutui *sub-prime* del 2007-2009.

⁹³ D'ora in avanti, "HLIs".

⁹⁴ Regolamentazione diretta che, comunque, non mancava di trovare qualche sostenitore in letteratura. Numerosi riferimenti agli studiosi che si dichiararono favorevoli alla predisposizione di una qualche forma di regolamentazione di tipo prudenziale per gli *hedge funds* sono rinvenibili in JONNA, *In Search of Market Discipline: The Case for Indirect Hedge Fund Regulation*, in 45 *San Diego L. Rev.* (2008), p. 992, ivi alla nota n. 9.

⁹⁵ Cfr., al riguardo, ROBOTTI, *Hedge Funds and Financial Stability*, cit., p. 18: "Since *hedge funds* depended on their counterparties for credit and other services [...] and since those institutions were already regulated, it was argued, the best option was to regulate/supervise *hedge funds* through them". Sul modello di *regolamentazione indiretta via prime broker* v., pure, KING e MAIER, *Hedge Funds and Financial Stability: The State of the Debate*, Bank of Canada Discussion Paper 2007-9, p. 10, ove gli Autori rilevano come quest'approccio sembri presentare, da un lato, "the advantage of being focused on the core institutions and channels through which systemic risk would be likely to propagate", e come, dall'altro lato, esso appaia altresì "practical from a regulatory perspective, since it focuses on financial institutions that are already under the supervision of banking regulators". Gli stessi Autori si sono espressi a favore del modello di regolamentazione in parola anche a seguito della CFG: cfr. *Id.*, *Hedge funds and financial stability: Regulating prime brokers will mitigate systemic risks*, in 5 *Journ. of Fin. Stab.* (2009), p. 283 ss. Tuttavia, come si avrà modo di osservare (*infra*, par. 6, note nn. 168-175 e testo corrispondente), le scelte compiute dai *regulators* sono state di segno diverso, essendo stata abbandonata la convinzione circa la sufficienza e l'adeguatezza allo scopo del (solo) modello della *regolamentazione indiretta via prime broker* affidato allo spontaneo operare degli incentivi di mercato. Nella letteratura post-

corretta valutazione e gestione del rischio assunto dalle istituzioni finanziarie in qualità di creditori e controparti degli stessi⁹⁶, nella convinzione, peraltro, che questi soggetti già possedessero di per se stessi incentivi sufficienti ad effettuare, con beneficio per il sistema tutto, un adeguato monitoraggio del rischio posto dai fondi *hedge* con cui interagiscono⁹⁷.

CFG, un'ulteriore proposta di regolamentazione di tipo indiretto è quella di KAAL, *Hedge Fund Regulation*, cit., p. 448 ss., il quale suggerisce di regolamentare l'esposizione delle banche verso gli *hedge funds* nel quadro delle nuove misure di "Basilea III". Per qualche ulteriore riferimento al riguardo v. *infra*, par. 7.4, ivi la nota n. 256.

⁹⁶ Questa impostazione fu suggerita dal neo-istituito FINANCIAL STABILITY FORUM, *Report of the Working Group on Highly Leveraged Institutions*, April 2000, p. 45 ("The Working Group consensus has settled on a package of responses which is based firmly on the premise that market discipline, supported by a series of additional measures, is the method through which systemic risks and market dynamic concerns posed by HLIs can be properly addressed. These additional measures include improved supervision and regulation of HLI credit providers, a firmer market infrastructure, increased HLI disclosure, enhanced national market surveillance and good practice guidelines for foreign exchange trading") e dalla IOSCO, *Hedge Funds and Other Highly Leveraged Institutions*, November 1999, p. 37 ("At the present time, IOSCO is not recommending that HLIs be subject to direct regulation through licensing or the imposition of capital and margin requirements, concentration limits or other regulatory restraints [...] More prudent practices by regulated firms that are universally applied across sectors and appropriately encouraged by diligent supervisors should have a significant effect on reducing some elements of systemic risk raised by the activities of HLIs"). A livello nazionale, venne inoltre manifestata la preoccupazione che una stretta regolamentare sugli *hedge funds*, oltre a rischiare di impattare negativamente sull'efficienza complessiva dei mercati finanziari, potesse altresì incentivare una massiccia delocalizzazione *off-shore* degli stessi. Alan Greenspan, allora a capo della FED, in un'audizione dinnanzi al Committee on Banking and Financial Services della Camera dei Rappresentanti, nella quale fu chiamato a precisare le ragioni ed il ruolo dell'intervento della banca centrale americana nel salvataggio di LTCM, ebbe a dichiarare: "[D]oes the fact that investors have lost most of their capital and creditors may take some losses on their exposure to LTCM call for direct regulation of hedge funds? It is questionable whether hedge funds can be effectively directly regulated in the United States alone. While their financial clout may be large, hedge funds' physical presence is small. Given the amazing communication capabilities available virtually around the globe, trades can be initiated from almost any location. Indeed, most hedge funds are only a short step from cyberspace. Any direct U.S. regulations restricting their flexibility will doubtless induce the more aggressive funds to emigrate from under our jurisdiction. The best we can do in my judgment is what we do today: Regulate them indirectly through the regulation of the sources of their funds. We are thus able to monitor far better hedge funds' activity, especially as they influence U.S financial markets. If the funds move abroad, our oversight will diminish [...] If, somehow, hedge funds were barred worldwide, the American financial system would lose the benefits conveyed by their efforts, including arbitraging price differentials away. The resulting loss in efficiency and contribution to financial value added and the nation's standard of living would be a high price to pay – to my mind, too high a price" (GREENSPAN, *Private-sector refinancing of the large hedge fund, Long-Term Capital Management*, Testimony before the Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives, October 1, 1998, s.p.).

⁹⁷ Ancora Greenspan: "In the first line of risk defense, if I may put it that way, are hedge funds' lenders and counterparties. Commercial and investment banks especially have the analytic skills to judge the degree of risk to which the funds are exposed. Their self interest has, with few exceptions but including the one we are discussing today, controlled the risk posed by hedge funds" (GREENSPAN, *Private-sector refinancing*, cit., s.p.). Nello stesso senso, in letteratura, cfr., *ex multis*, EDWARDS, *The Regulation of*

Questa impostazione emergeva chiaramente dalle conclusioni che vennero allora rassegnate dal President's Working Group on Financial Markets⁹⁸ nello studio condotto per indicare le misure necessarie ad evitare il ripetersi di vicende come quella di LTCM. L'obiettivo dei *regulators* – si sostenne – avrebbe dovuto essere essenzialmente quello di ripristinare il corretto funzionamento delle discipline di mercato: la vicenda di LTCM era da leggersi come un incidente di percorso, alle cui cause occorreva sì ovviare per evitare che fossero nuovamente commessi gli stessi errori, ma, per il resto, essa non poteva assolutamente valere a sconvolgere la fede nello spontaneo operare delle forze di mercato⁹⁹. Nel

Hedge Funds, cit., pp. 12, 13: “*creditors and counterparties already have a strong incentive to demand sufficient information in order to protect themselves, and they have the power to force hedge funds to disclose this information: they can refuse to deal with funds that do not provide the necessary information. Indeed, hedge funds themselves have a strong incentive to disclose voluntarily the information that creditors and counterparties need in order to gain access to credit and other services*”. Per la notazione secondo cui “[t]he indirect approach to monitoring hedge funds relies on market discipline”, v. anche KING e MAIER, *Hedge Funds*, cit., p. 11. Il favor verso una regolamentazione meramente indiretta degli *hedge funds* verrà successivamente manifestato anche dal successore di Greenspan alla Fed, Ben Bernanke: “*The primary mechanism for regulating excessive leverage and other aspects of risk-taking in a market economy is the discipline provided by creditors, counterparties, and investors [...] Direct regulation may be justified when market discipline is ineffective at constraining excessive leverage and risk-taking but, in the case of hedge funds, the reasonable presumption is that market discipline can work. Investors, creditors, and counterparties have significant incentives to rein in hedge funds' risk-taking*” (BERNANKE, *Hedge Funds and Systemic Risk*, Speech At the Federal Reserve Bank of Atlanta's 2006 Financial Markets Conference, Sea Island, Georgia, May 16, 2006, s.p.).

⁹⁸ D'ora in avanti, “PWG”. Il PWG fu creato dal Presidente Reagan nel 1988 a seguito della grave crisi che aveva duramente colpito il mercato azionario l'anno precedente. Si tratta di un gruppo di lavoro composto dai vertici delle numerose autorità di cui si compone l'architettura statunitense della vigilanza finanziaria, il quale dovrebbe servire da *forum* per il coordinamento preventivo dell'azione regolamentare delle singole *authorities* nei rispettivi ambiti di competenza.

⁹⁹ PWG, *Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management*, April 1999, p. 29 ss.: “The central public policy issue raised by the LTCM episode is how to constrain excessive leverage more effectively. As events in the summer and fall of 1998 demonstrated, the amount of leverage in the financial system, combined with aggressive risk taking, can greatly magnify the negative effects of any event or series of events. By increasing the chance that problems at one financial institution could be transmitted to other institutions, leverage can increase the likelihood of a general breakdown in the functioning of financial markets [...] While leverage can play a positive role in our financial system, resulting in greater market liquidity, greater credit availability, and a more efficient allocation of resources in our economy, problems can arise when financial institutions are not disciplined in extending credit to their customers and counterparties [...] To constrain the leverage of both regulated and unregulated financial entities, our market-based economy relies primarily on the discipline provided by creditors, counterparties, and investors [...] [There are many] reasons for believing in the general effectiveness of private market discipline [...] Banks and securities firms have both the incentives and the capabilities to use risk management practices that apply effective counterparty and credit discipline to protect the capital and profitability of the firms [...] Hedge funds and other financial institutions cannot achieve significant leverage without the credit and clearing services of the large banks and securities firms that are at the center of the securities and derivatives markets [...] If one looks at the history of financial markets, however, it is also true that market-based constraints can break down in good times as creditors and investors become less concerned about risk, and fail to manage risk appropriately. In the case of LTCM,

contempo, tuttavia, si riconobbe che per rendere effettivo il funzionamento delle regole di mercato occorre 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 vigilate¹⁰⁰.

Queste, in estrema sintesi, le principali indicazioni del PWG per implementare una regolamentazione indiretta degli *hedge funds* che permettesse, da un lato, un soddisfacente monitoraggio del rischio sistemico che questi possono in certe circostanze generare, ed evitasse, dall'altro lato, che l'allarmismo derivante dai recenti avvenimenti si traducesse in una indesiderata *over-regulation* del settore¹⁰¹.

Nel settembre e nel novembre 1999, vennero presentati due disegni di legge, i quali – secondo le indicazioni provenienti dal PWG – avevano l'obiettivo di condurre gli *hedge funds* fuori dal cono d'ombra in cui questi avevano sino ad

market discipline seems to have largely broken down. LTCM appears to have received very generous credit terms, even though it took an exceptional degree of risk [...] In the immediate aftermath of the LTCM episode, banks and securities firms have tightened their credit risk management policies vis-a-vis highly leveraged institutions". Meno propenso ad accordare fiducia alla presunta capacità del mercato a ritrovare da sé la "retta via" ed a sostegno, per contro, di opportune iniziative regolamentari di natura eteronoma, si mostrò, invece, lo *U.S. Government Accountability Office* (d'ora in avanti, "GAO"), il quale, in particolare, segnalò il pericolo di una possibile *race to the bottom*, ossia il pericolo di debolezze ed inefficienze nelle pratiche di gestione del rischio di controparte in ragione della volontà di competere in un *business* particolarmente redditizio quale quello dei servizi di *prime brokerage*, con conseguente possibile tendenza degli intermediari ad accordare, diversamente da quanto imporrebbero gli opportuni canoni di prudenza, condizioni di favore (ad es., in punto di minori *haircuts* sulle garanzie collaterali) nel tentativo di aggiudicarsi quanti più *hedge funds* possibili tra i propri clienti. Cfr. il documento GAO, *Long Term Capital Management. Regulators Need to Focus Greater Attention on Systemic Risk*, October 1999.

¹⁰⁰ PWG, *Hedge Funds*, cit., pp. 31, 32: "[T]he Working Group sees the need for the following measures: [1] more frequent and meaningful information on hedge funds should be made public; [2] public companies, including financial institutions, should publicly disclose additional information about their material financial exposures to significantly leveraged institutions, including hedge funds [...] The interlocking nature of the financial exposure of highly leveraged financial institutions with each other leads to the potential contagion effect of financial difficulty originating initially in one firm. Requiring public companies to disclose their direct material exposures to significantly leveraged financial entities could serve to reinforce private market discipline upon these firms; [3] financial institutions should enhance their practices for counterparty risk management; [4] regulators should encourage improvements in the risk management systems of regulated entities".

¹⁰¹ PWG, *Hedge Funds*, cit., pp. 32, 42: "The Working Group has also considered some possible additional actions that could be given consideration if further evidence emerges that indirect regulation of currently unregulated market participants is not working effectively to constrain leverage [...] the Working Group is not recommending any of them at this time [...] For highly leveraged hedge funds, regulatory restraints, such as capital requirements, could serve to constrain more effectively their degree of leverage and the probability of a failure with systemic implications. It is possible, however, that directly regulating these institutions could drive some of them offshore, which could make regulation less effective. In addition, direct regulation of hedge funds could present formidable challenges in terms of cost and effectiveness. Therefore, we believe that the measures discussed above would best address concerns related to systemic risk without the potential attendant costs of direct regulation of hedge funds".

allora operato, rendendoli destinatari di una serie di obblighi di *disclosure* e di *reporting* verso le autorità di vigilanza e verso il mercato¹⁰².

Nessuno dei due disegni di legge fu mai approvato¹⁰³ e questa prima fase del dibattito sulla regolamentazione degli *hedge funds* si chiuse con un nulla di fatto, se si esclude l'adozione – sollecitata dalle autorità di vigilanza – di alcuni codici

¹⁰² Il testo presentato il 23 settembre 1999 alla Camera dei Rappresentanti (*Hedge Fund Disclosure Act*, d'ora in avanti "HFDA") "[r]equire[d] unregulated hedge funds to submit regular reports to the Board of Governors of the Federal Reserve System, to make such reports available to the public to the extent required by regulations prescribed by the Board, and for other purposes" (H.R. 2924, 1999). In particolare, i fondi con un capitale pari o superiore a 3 miliardi di dollari avrebbero dovuto fornire periodicamente le seguenti informazioni alla FED: "1) the total assets of the fund, the total notional amount of the fund's derivatives position, and the balance sheet leverage ratio of assets to liabilities; 2) meaningful and comprehensive measures of market risk (such as value-at-risk or stress test results); 3) such other information [that regulators] may require by regulation". Ulteriori obblighi di *disclosure* erano previsti a carico di "each public company, including financial institutions" in caso di "direct material exposures [...], whether in the form of equity, loans, or other credit exposure, to significantly leveraged financial institutions, including commercial banks, investment banks, finance companies, and unregulated hedge funds". Il secondo testo (*Derivatives Market Reform Act of 1999*, d'ora in avanti "DMRA") fu presentato il 18 novembre 1999. Nelle disposizioni di cui al *Title III* del *bill* si prevedeva che i fondi con AUM pari o superiore a 1 miliardo di dollari inoltrassero, con periodicità quadrimestrale, le seguenti informazioni alla SEC: "1) a statement of financial condition; 2) a statement of income (loss) for the quarter ended; 3) a statement of cash flows; 4) a statement of changes in equity; 5) a description of the models and methodologies that the pooled investment vehicle uses to calculate, assess, and evaluate market risk; 5) such other information and within such time period as the Commission [...] may require by rule or regulation, as may be necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors, including information about sudden changes in net asset value of a pooled investment vehicle within the quarter, the leverage ratio of the pooled investment vehicle, and the total notional amount of the pooled investment vehicle's exchange-traded and over-the-counter derivatives positions" (H.R. 3483, 1999). In entrambi i testi si prevedeva che le informazioni raccolte dalle *authorities* avrebbero dovuto essere rese successivamente disponibili al pubblico, ad esclusione di "any proprietary information concerning investment strategies and positions", le quali avrebbero dovuto, viceversa, rimanere confidenziali. Questa significativa eccezione si spiegava con l'esigenza di proteggere la riservatezza delle strategie di *trading* e di investimento adottate dai fondi, le quali sarebbero risultate altrimenti facilmente replicabili, con possibile effetto "*herding*" sui mercati e conseguenti rischi di instabilità sistemica. Rispetto ad entrambe le proposte, occorre comunque rilevare come l'importo assai elevato delle soglie patrimoniali al cui raggiungimento era stata condizionata l'applicazione delle normative ivi contenute (e cfr. sul punto i rilievi critici di ROBOTTI, *Private Governance of Financial Markets*, cit., pp. 14, 15) rendesse in realtà difficile scorgervi dei tentativi di regolamentazione dell'industria dei fondi *hedge* in quanto tale, apparendo piuttosto quelle previsioni rivolte solamente a scoraggiare la creazione di altri *monster funds* tipo LTCM. Del resto, dopo le vicende dell'estate 1998 fondi giganteschi come LTCM non sono più esistiti, così come pare che a partire da quel momento sia stato significativamente ridotto il livello di leva mediamente impiegato nel settore: cfr. SHADAB, *The Law and Economics*, cit., p. 254, ivi alla nota n. 76, che cita al riguardo alcune ricerche condotte in seno alla Banca dei Regolamenti Internazionali.

¹⁰³ Il perché è da qualcuno convincentemente ricondotto ad un'ipotesi di "cattura" dei regolatori da parte dell'industria: cfr. ROBOTTI, *Private Governance of Financial Markets*, cit., p. 10 ss.

di auto-disciplina da parte degli operatori¹⁰⁴: il proverbiale molto rumore per nulla, insomma.

5.– Il dibattito si riaccese qualche anno dopo, tra il 2002 ed il 2003, a seguito di numerosi episodi di frode verificatisi all'interno dell'industria del risparmio gestito, che vennero portati a galla da un'indagine del Procuratore Generale dello stato di New York e da numerose procedure sanzionatorie azionate a livello amministrativo dalla SEC, molte delle quali ebbero come destinatari gestori di *hedge funds*¹⁰⁵.

Gli *hedge funds* tornarono così ad essere oggetto di attenzione da parte dei *regulators*, ma, a differenza di quanto avvenuto dopo la *debacle* di LTCM, questa seconda fase del dibattito relativo alla loro regolamentazione nasceva da sopravvenute esigenze di tutela degli investitori, piuttosto che da preoccupazioni di tipo "sistemico"¹⁰⁶.

La SEC, infatti, a partire dal 2002 aveva condotto un'ampia analisi sui cambiamenti verificatisi all'interno dell'industria dei fondi *hedge*, manifestando una serie di preoccupazioni ulteriori rispetto a quella derivante dal notevole incremento delle vicende di frode¹⁰⁷ e concludendo per la necessità di un proprio intervento regolamentare¹⁰⁸.

In particolare, la SEC era preoccupata: *i)* dall'enorme crescita dell'industria negli ultimi anni, che aveva portato gli *hedge funds* ad essere tra i più influenti ed attivi protagonisti dei mercati finanziari statunitensi¹⁰⁹; *ii)* dal processo di

¹⁰⁴ Tra le iniziative più significative possono ricordarsi le linee-guida contenute nel documento *Improving Counterparty Risk Management Practices*, adottate il 21 giugno 1999 dal Counterparty Risk Management Policy Group, composto da dodici grandi banche, e le *Sound Practices For Hedge Fund Managers*, adottate nel febbraio 2000 da cinque grandi gestori di fondi *hedge* e successivamente più volte aggiornate.

¹⁰⁵ Gli scandali portati alla luce dalle varie inchieste riguardavano accordi collusivi tra gestori in ordine a pratiche di *market timing* e di *late trading* su quote di partecipazione in fondi comuni. Su queste vicende v. MARKHAM, *A Financial History of Modern U.S. Corporate Scandals: From Enron to Reform*, New York, 2006, p. 421 ss. Nella letteratura nostrana si è occupato ampiamente del tema DE NARDIS, *Fondi Comuni: market timing, late trading, Doveri Fiduciari e Conflitto D'Interessi*, novembre 2004, in *Archivio CERADI*, Rivista on-line del Centro di Ricerca per il Diritto d'Impresa della LUISS-Guido Carli, disponibile all'indirizzo <http://archivioceradi.luiss.it>, *passim*. Sul punto cfr. anche PRIOR, *An Opportunity Lost: The U.S. Securities and Exchange Commission's New Rule Requiring Registration of Hedge Fund Advisers Has an Achilles Heel – And Hedge Funds Will Take Advantage*, in *25 Ann. Rev. Bank. & Fin. L.*, 2006, pp. 480, 483 ss.

¹⁰⁶ V. ROBOTTI, *Private Governance of Financial Markets*, cit., p. 18 ss.

¹⁰⁷ Tra il 1999 ed il 2004, la Sec ha indagato su 51 casi di frode perpetrati ai danni di investitori in *hedge funds*, per un totale di oltre un miliardo di dollari di perdite denunciate da parte delle vittime: cfr. KIM, *Digging for Hedge-Fund Dirt*, in *Wall Street Journal*, On-line edition, August 8, 2005, <http://blogs.wsj.com>.

¹⁰⁸ Nel 2002 la SEC aveva incaricato la Division of Investment Management di condurre uno studio sull'attività degli *hedge funds* e dei loro gestori, i cui risultati furono oggetto di discussione in una tavola rotonda cui intervennero anche molti esponenti del settore. Nel settembre 2003, la Division of Investment Management pubblicò i suoi riscontri e le sue conclusioni nel già citato *report*: SEC, *Implications of the Growth*, cit., *passim*.

¹⁰⁹ Il direttore della Division of Investment Management, Paul Roy, affermò: "One concern [...] is the tremendous growth in the industry. While no one knows for sure, it is estimated that in the last five years, that hedge fund assets have grown by 260 percent, with assets of approximately \$ 870 billion in approximately 7,000 funds, and some predict that hedge fund assets by the end of the year will reach one trillion dollars. In

“*retailization*” del mercato dei “prodotti” *hedge*, che, soprattutto a causa di fenomeni di innovazione finanziaria, rendeva queste forme di investimento oramai accessibili anche ad investitori non dotati della sofisticazione e dell’esperienza necessarie a comprendere a pieno la loro rischiosità¹¹⁰.

Tale processo di *retailization* derivava, in primo luogo, dal proliferare di nuovi veicoli d’investimento strutturati come *funds of hedge funds*¹¹¹, vale a dire fondi comuni che investono in una pluralità di *hedge funds* (in un numero solitamente compreso tra 15 e 25). Tali veicoli, registrandosi come *investment companies* secondo le disposizioni dell’ICA (solitamente nella specie di fondi comuni di tipo chiuso), non incontravano restrizioni in merito alla cerchia di potenziali investitori da attrarre; ed inoltre, registrando le proprie quote secondo le previsioni del SE, risultavano capaci di rendere le stesse oggetto di offerte al pubblico di prodotti finanziari. Per questa via, il pubblico degli investitori *retail* trovava indiretto accesso all’investimento in *hedge funds*, altrimenti loro inibito¹¹². Altra fonte di *retailization* indiretta era rappresentata dal crescente

the last year alone, hedge fund assets have grown over 30 percent. Hedge funds are one-fifth the size of equity mutual funds, and are growing at a much faster rate than these funds. Moreover, hedge funds tend to be active traders. One study estimates that hedge funds are responsible for up to 20 percent of equity trading volume in the United States. It is clear that hedge fund advisers are significant market participants, both as managers of assets and traders of securities. And we think this growth and impact on our markets simply cannot be ignored” (ROY, *Open Commission Meeting*, United States Securities and Exchange Commission, October 26, 2004, s.p.).

¹¹⁰ V. SEC, *Implications of the Growth*, cit., p. 80 ss.

¹¹¹ D’ora in avanti, “FOHFs”.

¹¹² Secondo i dati forniti dalla SEC, a settembre 2003 vi erano più di 54 *dual registered* FOFHs. Sebbene tali fondi, in forza della registrazione, fossero soggetti alla regolamentazione propria dei fondi comuni contenuta nell’ICA, la loro strutturazione lasciava emergere forti dubbi in merito all’efficacia di detta disciplina, soprattutto a causa della mancanza di adeguate informazioni sul portafoglio dei fondi *hedge* sottostanti. L’aspetto sicuramente più preoccupante nasceva dal fatto che la scarsa trasparenza tipica delle gestioni *hedge* rischiava di vanificare la stessa ragion d’essere economica di un FOHF, ossia quella di prodotto finanziario concepito, in astratto, per fornire agli investitori una diversificazione ben maggiore di quella che sarebbe conseguibile tramite l’investimento diretto in un fondo *single-manager*. In altri termini, il gestore di un FOHF – rilevava la SEC – rischia di trovarsi nell’impossibilità di verificare con sufficiente precisione il grado di diversificazione esistente tra le posizioni presenti nei portafogli dei diversi fondi *hedge* in cui ha deciso di investire il patrimonio del veicolo, il che, in buona sostanza, impedisce una esatta misurazione del grado di rischiosità del prodotto offerto agli investitori *retail*, i quali, in fase di selezione dell’investimento, non potranno che fare affidamento su informazioni giocoforza parziali. Cfr. SEC, *Implications of the Growth*, cit., p. 67 ss. Nello stesso torno di tempo, il tema della *retailization* via FOHFs venne altresì esaminato a livello sovranazionale dalla IOSCO, *Regulatory and Investor Protection Issues Arising from the Participation by Retail Investors in (Funds-of) Hedge Funds*, February 2003, *passim*, la quale tuttavia ritenne che il fenomeno, sebbene astrattamente meritevole di specifica attenzione da parte dei *regulators*, si presentasse allora come di dimensioni tutto sommato modeste, tali da non giustificare cioè raccomandazioni a favore dell’adozione imminente di misure regolamentari atte in qualche modo a farvi fronte. Il *report* è stato poi aggiornato nel 2008 (IOSCO, *Funds of Hedge Funds*, Final Report, June 2008) e nel 2009 sono state dettate alcune *guidelines* in merito alla diligenza che, in accordo alle *best practices* di mercato, si ritiene dovuta dai gestori di FOFHs in sede di selezione dei fondi *hedge* in cui investire (IOSCO, *Elements of International Regulatory Standards on Funds of Hedge Funds Related Issues Based on Best Market Practices*, Final Report, September 2009). Qualche riferimento può trovarsi in BOLLEN, *Setting international regulatory standards*, part 2, cit., p. 32.

afflusso di risparmio proveniente da sempre più cospicui investimenti nel settore *hedge* da parte di investitori istituzionali (specialmente fondi pensione, ma anche fondazioni ed altri enti di tipo caritatevole), normalmente chiamati a perseguire politiche di investimento ben più conservative, ma ora alla ricerca di rendimenti più alti rispetto a quelli conseguibili tramite forme di investimento tradizionali¹¹³. In terzo luogo, iniziavano ad affacciarsi sul mercato complessi prodotti finanziari strutturati, il cui rendimento era collegato a sottostanti indici di misurazione delle *performances* di *hedge funds*¹¹⁴. Infine, la crescita del benessere e dei redditi prodottasi nel corso degli anni '90, faceva sì che una cerchia sempre più ampia di individui raggiungesse lo *status* di *accredited*

¹¹³ Il risparmio proveniente dai fondi pensione, in particolare, ha costituito la più importante fonte di crescita dell'AUM dell'industria degli *hedge funds* negli ultimi anni: "What is undoubted is the growth in the hedge fund market in recent years [...] Much of this increase has come from institutional investors, and pension funds in particular [...] As [some] estimate, few funds allocate more than 5-10% of total assets to these investments and much exposure remains via "fund of hedge funds". What is more important is that surveys globally all show pension funds intending to raise these weightings. What is driving these increased weightings? Following a period of poor performance (and consequent underfunding) after the collapse of equity markets around the millennium, many pension funds adopted a new way of investing – which increasing involves investment in hedge funds [...] [M]any pension funds are attempting to [...] reduce [...] risks [...] via increased diversification away from traditional equity market holdings (via holding in commodities, property etc). On the other hand, [...] [r]ather than holding traditional equity portfolios, generating most of their return from "beta" or market return (which can be easily and cheaply obtained via passive, index products), pension funds are increasingly rethinking their investment approach and searching for "alpha" or excess return over the market. More absolute return mandates are being given to fund managers, who are also allowed to go short as well as long. In addition, pension funds are progressively more prepared to invest in a broader range of products – from emerging market debt or equity, high yield fixed income, property, commodities, illiquid investments etc. Hedge funds are increasingly used as instruments to facilitate this new investment approach". Così STEWART, *Pension Fund Investments in Hedge Funds*, OECD Working Papers on Insurance and Private Pension, No. 12, September 2007, p. 6. Questo *trend*, avviatosi, come detto, nei primi anni del nuovo millennio, sembra da allora non essersi mai interrotto e consta che abbia anzi ripreso particolare vigore una volta superate le difficoltà dei primi anni della CFG: cfr. GRIFFITH, *Dodd-Frank May Impose New Obligations on Managers of Large Hedge Funds and Plan Asset Hedge Funds that Enter into Swaps*, in *The Hedge Fund L. Report*, Vol. 3, No. 32, August 13, 2010, reperibile sul sito www.hflawreport.com; e MARRIAGE, *Institutional Investors Driving Investments in Hedge Funds*, in *Hedge Funds Rev.*, February 12, 2011, disponibile su www.hedgefundsreview.com. Secondo alcune recenti stime, attualmente la componente "istituzionale" peserebbe per il 76% dell'AUM, di cui un 22% costituito da investimenti via FOFHs ed un 30% da investimenti via *public* e *private pension funds*: v. THECITYUK, *Hedge Funds*, cit., p. 4. Riprendendo le fila del discorso, sebbene tali investitori istituzionali possedessero sovente la qualità di *accredited investors* o di *qualified purchasers*, a detta della SEC la loro sempre più significativa presenza nel comparto degli investimenti in *hedge funds* esigeva comunque un adeguato monitoraggio, dal momento che "these institutions, by investing in hedge funds, expose their participants or other beneficiaries to hedge funds [...] The collective indirect investment of the assets of less sophisticated individuals into vehicles that are managed by entities that are not examined by the Commission leaves open the possibility that the Commission will be unable to anticipate problems involving hedge funds that may invest on behalf of these institutions". Così SEC, *Implications of the Growth*, cit., pp. 82, 83.

¹¹⁴ Questo aspetto non è invero indicato nel *report* del 2003, ma venne evidenziato dalla letteratura coeva ed è ben presente in quella più recente: cfr. EDWARDS, *The Regulation of Hedge Funds*, pp. 19, 20; BURCHI, *Investire in hedge funds*, cit., p. 61.

investor di cui alla *Regulation D*¹¹⁵, sì da lasciare ragionevolmente presagire, per l'immediato futuro, l'avvio di un processo di *retailization* anche in via diretta¹¹⁶. La desofisticazione della platea degli investitori in fondi *hedge* condusse così la SEC a porre attenzione a profili di protezione – potrebbe dirsi – del contraente debole (ad es., in tema di trasparenza delle strategie di investimento, di indipendenza nella valutazione delle attività del fondo e di conflitti d'interesse del gestore) sino ad allora ignorati, o, comunque, non considerati tali da destare particolare preoccupazione¹¹⁷.

La SEC, pertanto, ritenne che fosse necessario, a protezione dell'interesse pubblico e nel compimento del suo mandato a tutela dei mercati e degli investitori, intervenire per introdurre una qualche forma di supervisione che le permettesse di raccogliere le informazioni necessarie per monitorare l'attività degli *hedge funds* e dei loro gestori¹¹⁸.

¹¹⁵ V. *supra*, par. 3, nota n. 76 e testo corrispondente.

¹¹⁶ Cfr. SEC, *Implications of the Growth*, cit., pp. 80, 81, ove anche la preoccupazione che la competizione derivante dall'ingresso di nuovi gestori sul mercato potesse condurre ad un abbassamento medio delle soglie minime d'investimento normalmente praticate dal settore, al fine di stimolare l'investimento anche da parte di soggetti meno esperti o, comunque, dotati di minori capacità di sopportazione economica dei rischi specifici di quelle forme d'investimento.

¹¹⁷ Su tutti gli aspetti indicati, e per ulteriori considerazioni in merito al tema della tutela dell'investitore in conseguenza dal processo di *retailization*, cfr. SEC, *Implications of the Growth*, cit., pp. 67 ss., 76 ss.; EDWARDS, *The Regulation of Hedge Funds*, cit., p. 16 ss.; STEWART, *Pension Fund Investments*, cit., p. 6 ss.; BURCHI, *Hedge Funds and retail market: welcome innovation or alert?*, disponibile all'indirizzo www.ssrn.com; KAAL, *Hedge Fund Valuation: Retailization, Regulation, and Investor Suitability*, disponibile all'indirizzo www.ssrn.com; SKLAR, *Hedges or Thickets: Protecting Investors from Hedge Fund Managers' Conflicts of Interest*, in 77 *Fordham L. Rev.* (2009), p. 3251 ss.

¹¹⁸ Cfr. SEC, *Implications of the Growth*, cit., p. 76 ss.: "The Commission has long been concerned about the lack of information available about hedge funds and their investment advisers [...] 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 advisers conceals not only the existence of advisers but also of hedge funds themselves [...] Despite the growth of the hedge fund industry in the last decade, we do not have accurate information about 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 [...] The nature of hedge fund investors is changing [but] the Commission is impeded in its ability to formulate public policy that appropriately protects the interests of the U.S. Investing public unless it also has access to accurate and current information about hedge funds and their advisers. 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 fund advisers on behalf of hedge funds. Hedge funds are active and important participants in our securities markets. Among other things, hedge fund 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". Per una più approfondita riflessione sulle argomentazioni portate dalla SEC a sostegno della necessità di una regolamentazione degli *hedge funds*, v. PREISEROWICZ, *The New Regulatory Regime*, cit., p. 819 ss.; PRIOR, *An Opportunity Lost*, cit., pp. 479 ss., 488, ss.; HELLRUNG, *Hedge Fund Regulation: Investors are Knocking at the Door, but can the SEC Clean House Before Everyone Rushes In?*, in 9 *NC Bank. Inst.* (2005), p. 329 ss.

Dal punto di vista tecnico, la scelta della SEC¹¹⁹ fu quella di modificare il metodo del *counting investors test* di cui alla *private adviser exemption*¹²⁰, introducendo all'uopo una "*look-through*" *provision* che avrebbe imposto di considerare come "cliente" dell'*adviser* – ai fini della registrazione di questi sotto l'IAA – non più solamente il singolo fondo gestito, ma ciascun singolo investitore di ogni fondo in gestione¹²¹. L'obiettivo era, dunque, quello di sottoporre a vigilanza informativa ed ispettiva della SEC i gestori dei fondi *hedge*, e di estendere a questi tutta una serie di regole poste a tutela degli interessi degli investitori¹²².

¹¹⁹ Il provvedimento definitivo fu adottato il 10 dicembre 2004, sotto il nome di *Registration Under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers* (69 Fed. Reg., No. 237, 72054).

¹²⁰ V. *supra*, par. 3, alla nota n. 82 e testo corrispondente.

¹²¹ La *Rule 203(b)(3)-1* non fu eliminata, ma le nuove disposizioni imponevano al gestore di conteggiare ogni singolo investitore ai fini del raggiungimento del limite dei 14 clienti. Sicché, mentre in precedenza i gestori sarebbe riuscito a sottrarsi all'obbligo di registrazione se nel corso degli ultimi 12 mesi avesse gestito fino a 14 fondi, ora a far scattare l'obbligo di registrazione diveniva sufficiente che, nello stesso arco di tempo, il gestore avesse gestito anche un solo fondo con più di 14 investitori (cfr. *Registration Under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers*, Part II-D). La SEC giustificava la legittimità della propria scelta sostenendo che "the result of the [amendment to] Rule 203(b)(3)-1 would be consistent with the underlying purpose of Section 203(b)(3) [of the IAA], which was designed to exempt advisers whose advisory business is so limited that it does not warrant federal attention [...] That provision appears to reflect the Congress's view that investment advisers with only a handful of clients that do not hold themselves out to the public are presumably "private" and therefore do not raise issues of federal interest and need to register. Yet an investment adviser that manages client assets through hedge funds could have thousands of clients" (così SEC, *Implications of the Growth*, cit., p. 89, ivi alla nota n. 292 e testo corrispondente). La stessa regola veniva poi estesa anche ai FOFHs, nel senso che il gestore di *hedge funds* partecipati da uno o più fondi di fondi era obbligato a considerare i clienti di questi ultimi come propria clientela ai fini dell'obbligo di registrazione ai sensi dell'IAA (v. ancora *Registration Under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers*, Part II-D.3). Può essere interessante rilevare che, per esplicita ammissione della SEC, la nuova disciplina era stata appositamente pensata per risultare applicabile ai soli gestori di fondi *hedge*, con esclusione per contro, dei gestori di altre specie di "*unregistered investment vehicles*", segnatamente *private equity* e *venture capital funds*, rispetto alle quali la Commissione riteneva non essere emersa alcuna evidenza a sostegno di più stringente regolamentazione (cfr. *Registration Under the Advisers Act of Certain Hedge Fund Advisers*, Part II-D.2). Questa scelta veniva attuata tramite l'esenzione dall'obbligo di registrazione a favore dei gestori di fondi nei quali fossero presenti clausole di *lock-up* di almeno due anni; ciò in base alla constatazione che gli investimenti in fondi di *private equity* e di *venture capital* fossero normalmente caratterizzati da più lunghi periodi di immobilizzo dei capitali raccolti.

¹²² La registrazione del gestore come *adviser* ai sensi dell'IAA avrebbe avuto l'effetto di assoggettarlo all'osservanza di certi obblighi di trasparenza verso i clienti e verso l'autorità (chiamandolo, in particolare, a comunicare i dati di cui al c.d. *Form ADV*: ulteriori dettagli *infra*, par. 7.5, alla nota n. 283); di tenuta della contabilità e di registrazione delle operazioni; di adozione di procedure di *compliance* e di nomina di un *chief compliance officer*; di adozione di un codice etico; di soggezione al potere ispettivo della SEC; etc. Per una più ampia esposizione delle implicazioni derivanti dal regolamento della SEC cfr. PREISEROWICZ, *The New Regulatory Regime*, cit., p. 828 ss.; HELLRUNG, *Hedge Fund Regulation*, cit., p. 335 ss.; e PAREDES, *On The Decision*, cit., pp. 988, 999. Con specifico riguardo al fenomeno della *retailization*, che, come si è detto, rappresentava una delle preoccupazioni principali della Commissione, quest'ultima, anziché rivedere al rialzo i parametri monetari integranti la nozione di

Il modello proposto fu, questa volta, quello di una regolamentazione che potrebbe definirsi *indiretta tramite fund manager o semi-diretta*¹²³. Anche in questo caso, infatti, non si rinvenne alcuna valida ragione per normare direttamente il “prodotto” *hedge fund*, vale a dire per incidere sulla capacità operativa di questi veicoli di investimento¹²⁴.

accredited investor di cui alla *Regulation D*, ritenne che la soluzione al problema scaturisse dallo stesso obbligo di registrazione dell'*adviser*, il quale, una volta registrato, avrebbe dovuto infatti soggiacere ai limiti stabiliti nella *Section 205* dell'IAA, la quale limita la possibilità di praticare *performance fees* nell'ambito dei soli rapporti intercorrenti con “*qualified clients*”, vale a dire soggetti che abbiano affidato alla gestione dell'*adviser* in questione almeno 750.000 dollari ovvero che dispongano di un patrimonio di 1.5 milioni di dollari. Trattasi di soglie che, almeno per ciò che concerne le persone fisiche, sono più elevate rispetto a quelle di cui alla *Regulation D*: v. SEC, *Implications of the Growth*, cit., pp. 95, 96.

¹²³ Tale modello di regolamentazione mira ad incidere sulla disciplina degli *hedge funds* tramite la normazione della condotta del *money manager*. Deve tuttavia rilevarsi come nella regolamentazione del *fund manager* alcuni Autori vedano piuttosto un'ipotesi di *regolamentazione diretta* dello stesso veicolo *hedge*: v., in questo senso JONNA, *In Search of Market Discipline*, cit., pp. 997, 1010; e BURCHI, *Investire in hedge funds*, cit., p. 52 ss. Il che si spiega col fatto che, ovviamente, tramite un approccio di questo tipo la norma finisce incidere sul comportamento del soggetto che gestisce attivamente il fondo. Tuttavia, in questa sede si preferisce continuare a parlare di *regolamentazione indiretta* poiché, anche in questo caso, il regolatore non vuole, in linea di principio, limitare la libertà operativa propria del veicolo d'investimento. Il modello della regolamentazione *via fund manager*, infatti, è nato principalmente al fine di soddisfare – attraverso l'imposizione di requisiti di maggiore trasparenza – esigenze di tutela dell'investitore e di supervisione pubblica a prevenzione di frodi ed altri comportamenti scorretti da parte dell'*adviser*, senza l'intenzione di menomare in alcun modo la sua capacità di impiegare quella vasta gamma di tecniche e di strumenti d'investimento che connotano le gestioni di tipo *hedge* (v. infatti *infra*, nota successiva). Al fine di sottolineare si preferisce la diversità di questo “sottomodulo” di regolamentazione indiretta rispetto ai due precedentemente già indicati – ossia quelli della *regolamentazione indiretta via investitore* (v. *supra*, par. 3, nota n. 86) e della *regolamentazione indiretta via prime broker* (v. *supra*, par. 4, note nn. 95-97 e testo corrispondente) – enfatizzando il fatto che, in questo caso, destinatario della disciplina è il soggetto che si trova a più stretto contatto con il veicolo d'investimento, viene suggerita la possibilità di farvi riferimento tramite l'espressione *modello di regolamentazione semi-diretta*. Ed è forse il caso di segnalare sin da ora che tale modello di disciplina ha assunto un ruolo centrale nei provvedimenti adottati in risposta alla CFG, ove, tuttavia, rispetto alle origini (ossia rispetto all'iniziativa della SEC oggetto di questo paragrafo), se ne trovano significativamente mutati tanto i contenuti, quanto le finalità. Ma per ogni ulteriore considerazione sul punto v. *infra*, par. 6, note nn. 168-173 e testo corrispondente.

¹²⁴ “We have recommended changes to the regulatory framework with a view toward minimizing any impediments that these changes may have on the manner in which advisers manage hedge funds to achieve their investment goals. Indeed, in making these recommendations we recognize the beneficial role that hedge funds play in our financial markets [...] Registration under the Advisers Act represents the least intrusive form of regulation available to address many of the concerns identified in this Report. Our recommendation that hedge fund advisers register with the Commission under the Advisers Act would not result in any changes with respect to those advisers' ability to effectuate their investment strategies. Registration would not place any restrictions on hedge fund advisers' ability to trade securities, use leverage, sell securities short or enter into derivatives transactions. Nor would registration under the Act require the disclosure of any proprietary trading strategy”. SEC, *Implications of the Growth*, cit., p. 88 ss. Ancor più esplicito ROY, *Open Commission Meeting*, cit., s.p.: “Registration under the Advisers Act will give us the tools we need to monitor the activities of hedge fund

Inutile dire che l'iniziativa della SEC provocò feroci critiche da parte degli esponenti dell'industria¹²⁵. Ciò che occorre sottolineare è, piuttosto, che quell'iniziativa fu resa oggetto di dure critiche in letteratura e che intorno ad essa si sviluppò un vivo ed articolato dibattito.

Innanzitutto, v'era chi riteneva – con argomentazioni ancora presenti nella produzione scientifica più recente¹²⁶ – che quello della *retailization* fosse un problema solo apparente, dal momento che l'interposizione di un gestore professionale (ad es., il gestore di un FOHF o il gestore di un fondo pensione) tra l'investitore *retail* (che investe nel FOHF o nel fondo pensione) ed (i rischi propri dell'investimento ne) il fondo *hedge*, fosse un presidio sufficiente ad alleviare ogni preoccupazione, concludendo, pertanto, nel senso della perdurante sufficienza e validità dell'attuale modello di *regolamentazione indiretta via investitore*¹²⁷.

Dall'altro lato, v'era chi reputava siffatta ricostruzione non del tutto soddisfacente, rilevando piuttosto come la scarsa trasparenza delle gestioni *hedge* non permettesse un adeguato apprezzamento dei relativi rischi da parte dell'intermediario regolamentato chiamato a rappresentare gli interessi dell'investitore *unsophisticated*. In questa seconda prospettiva si invocava, allora, maggiore trasparenza da parte gestori di *hedge funds*, ma, per il resto, seri dubbi esistevano in merito al tipo di trasparenza da garantire: “*position transparency*” (ossia piena trasparenza sulla composizione del portafoglio gestito e sulle strategie di *trading* seguite dal gestore), ovvero mera “*risk (o exposure) transparency*” (ossia trasparenza sul rischio complessivo dell'investimento, senza contestuale rivelazione delle strategie di *trading* implementate dal gestore, né delle posizioni presenti nel portafoglio del fondo)^{128?}

advisers without imposing burdens on the legitimate investment activities of hedge funds, or interfering with the important role that hedge funds play in our financial markets [...] We want to be perfectly clear about the motivations behind our rulemaking, because there are those who have characterized this initiative as an attack on the hedge fund industry, which it is most definitely not [...] we deeply appreciate the beneficial role that hedge funds play in our markets. And we do not want to impede the industry's ability to flourish and grow. We simply want to be able to monitor this fast-growing segment of the investment management industry, so as to fulfill our mission to protect investors and the securities markets, and if this rule is adopted, our sincere hope is that the hedge fund industry would join with us to make this initiative work for the industry, and ultimately strengthen hedge funds' role in our securities markets”.

¹²⁵ In particolare, l'industria sosteneva che gli obiettivi della SEC potessero essere raggiunti tramite la condivisione delle informazioni rilevanti da parte di altre autorità federali e tramite la vigilanza già esistente su *prime brokers* ed altri soggetti interagenti con gli *hedge funds*. Si rivendicava, insomma, la sufficienza del modello di *regolamentazione indiretta*, reputandosi ultroneo ed ingiustificatamente gravoso l'obbligo di registrazione dei gestori. Sul punto cfr. ROBOTTI, *Private Governance of Financial Markets*, cit., p. 21.

¹²⁶ Cfr., ad es., ENGERT, *Transnational*, cit., pp. 336, 337.

¹²⁷ V. *supra*, par. 3, nota n. 86.

¹²⁸ Un'ottima sintesi della questione si trova in EDWARDS, *The Regulation of Hedge Funds*, cit. pp. 16, 17: “*One possibility is that hedge funds should have to disclose periodically their positions (such as mutual funds do) as well as their trading activity. Such disclosure, however, may be both impractical and not very informative. LTCM, for example, had over 60,000 trading positions on its books, and many of these were complex derivatives positions. It is unlikely that even financially sophisticated investors would be able to decipher these positions. Further, hedge fund managers are reluctant to provide position information that could reveal their investment strategies to rival managers. Hedge fund investors also may not want this information revealed, since to do so could erode their returns. Others argue that what is needed is greater “exposure”*

In ultimo, v'era anche chi sosteneva che occorresse sì rendere più stringente la regolamentazione, ma che non si dovesse intervenire sul lato dell'offerta, ossia assoggettando a supervisione e/o imponendo regole ai gestori dei fondi *hedge*, bensì su quello della domanda¹²⁹, all'uopo implementando il modello attuale della *regolamentazione indiretta via investitore*¹³⁰.

Per giunta, forti contrasti si ebbero in seno alla stessa Commissione, ove il regolamento venne approvato con un solo voto di scarto¹³¹, rendendo così ancor

transparency, not "position" transparency. Hedge funds could disclose information about the overall portfolio risk associated with their strategies without revealing proprietary information. For example, a fund could provide quantitative measures of value-at-risk for its portfolio and the results of stress-tests for given assumptions, together with a description of its methodologies for computing these statistics. It also could provide information about common risk exposures such as industry/sector, duration and convexity, credit, short/long volatility, leverage, geographic, and market capitalization". Proprio in base al duplice argomento per cui essa avrebbe avuto dalla sua il pregio di fornire un tipo di informazione maggiormente comprensibile all'investitore e, al tempo stesso, di risultare rispettosa dell'esigenza di mantenere la riservatezza sulle "informazioni proprietarie", così come fortemente rivendicato dall'industria, tendeva a prevalere il *favor* per la soluzione del secondo tipo: in questo senso si orientava la stessa SEC, *Implications of the Growth*, cit., pp. 49, 50.

¹²⁹ V., al riguardo, STEWART, *Pension Fund Investments*, cit., p. 8

¹³⁰ In questa differente prospettiva visuale, allora, le soluzioni astrattamente praticabili erano molteplici e di diverso tipo. Ad es., si sarebbero potuti introdurre nuovi requisiti di *suitability* e/o incrementare i *net worth requirements* vigenti, estendendoli anche alle forme di investimento *hedge* di tipo indiretto (ad es., ai FOHFs), oppure, ove la preoccupazione principale fosse la crescente partecipazione dei fondi pensione, si sarebbe potuto intervenire – non certo, però, sulla base di una iniziativa isolata della SEC, bensì, eventualmente, con il coinvolgimento dei competenti *regulators* di settore (*Department of Labor in primis*) sull'*Employee Retirement Income Security Act* (d'ora in avanti, "ERISA"), ossia sulla legge federale che regola la materia della previdenza complementare, disciplinando i fondi pensione e gli altri piani di investimento dei lavoratori subordinati, al fine di stabilire, ad es., limiti di tipo quantitativo alla loro capacità di investimento, diretto o via FOHFs, in *hedge funds* e/o requisiti di *risk management* puntualmente calibrati alla corretta gestione dei rischi associabili a forme di investimento opache, illiquide, *non-standard*, ad alto *leverage*, etc. Inoltre, si sarebbe potuto tentare di migliorare la trasparenza nei confronti delle autorità di vigilanza, affinché queste potessero disporre di informazioni più affidabili circa l'entità dei risparmi previdenziali confluenti nel comparto degli *hedge funds*, in ogni caso tenendo conto del fatto che, quanto ai gestori *hedge*, l'ERISA già impone loro particolari regole di condotta per il caso in cui oltre il 25% delle quote del fondo (in tal caso comunemente definito *plan asset hedge fund*) sia detenuta da veicoli d'investimento rientranti nel perimetro della stessa legislazione previdenziale di rango federale (*Rule 3-101 ERISA*): v. al riguardo AA.VV., *U.S. Regulation*, cit., p. 28. Ha sostenuto l'opportunità di stabilire nuovi criteri di valutazione dell'adeguatezza dell'investimento al fine della determinazione dei soggetti ammessi ad investire in *hedge funds*, KAAL, *Hedge Fund Valuation*, cit., s.p. (ma pp. 53, 54). Proposte volte a far fronte al problema della *retailization* mediante modifiche da apportare all'ERISA sono state invece avanzate da PREISEROWICZ, *The New Regulatory Regime*, cit., p. 841; e da JONNA, *In Search of Market Discipline*, cit., p. 1016 ss.

¹³¹ Due commissari, infatti, si dichiararono fermamente contrari alla proposta, contestandone tanto il merito – sotto il profilo dell'efficacia della soluzione regolamentare prescelta e, ancor più a monte, sotto il profilo delle ragioni che ne erano state poste alla base – quanto il metodo, per aver la SEC omesso ogni forma di debita collaborazione con le altre autorità federali competenti: v. GLASSMAN e ATKINS, *Dissent Of Commissioners Cynthia A. Glassman and Paul S. Atkins to Proposing Release No. IA-2266, Proposed Registration Under The Advisers Act of Certain Hedge Fund*

più debole un provvedimento in merito alla cui legittimità, peraltro, aleggiavano seri dubbi. Dubbi che, a seguito del ricorso promosso da un gestore di *hedge funds*, Philip Goldstein, fu di lì a poco chiamata a risolvere la Corte d'Appello del distretto della Columbia. La Corte ritenne, in effetti, che la SEC avesse ecceduto la propria competenza regolamentare e che la nuova interpretazione del termine “*client*” fosse arbitraria, irragionevole ed in contrasto con le principali previsioni dell'IAA¹³².

Il regolamento venne dunque dichiarato illegittimo, ma la SEC decise di non ricorrere alla Corte Suprema per impugnare la decisione¹³³.

Advisers; nonché ATKINS, *Protecting Investors through Hedge Fund Advisor Registration: Long on Costs, Short on Returns*, in 25 *Ann. Rev. Banking & Fin. L.* (2006), p. 537 ss. In particolare, i commissari dissenzienti criticarono la mancanza di ogni forma di preventiva consultazione e di coordinamento con gli altri *regulatory bodies* componenti il PWG, molti dei cui esponenti non avevano mancato di esprimere dubbi e perplessità in ordine all'iniziativa intrapresa dalla SEC. Tra questi, in particolare, Alan Greenspan, il quale ebbe a sostenere che “[the] *problem with the SEC's current initiative is that the initiative cannot accomplish what it seeks to accomplish. Fraud and market manipulation will be very difficult to detect from the information provided by registration under the 1940 Act*” (GREENSPAN, *Testimony before the Senate Banking, Housing and Urban Affairs Committee*, July 20, 2004, s.p.), ribadendo, per il resto, l'idea già espressa all'indomani del salvataggio di LTCM, e cioè che “[i]f there was a public policy reason to monitor hedge fund activity, the best method of doing so [...] would be indirectly through oversight of those broker-dealers (so-called prime brokers) that clear, settle, and finance trades for hedge funds [...] such monitoring could provide much useful information on the hedge funds sector as a whole” (*Id.*, *Written Responses to Questions from Chairman Shelby in Connection with Testimony before the Senate Banking, Housing and Urban Affairs Committee*, July 20, 2004, s.p.). Anche tra le stesse autorità di vigilanza era, dunque, ancora fortemente sostenuta la bontà e la sufficienza del modello di *regolamentazione indiretta via prime broker*.

¹³² *Goldstein vs. SEC*, 451 F.3d 873, 877 (D.C. Cir. 2006). Per un commento della sentenza v. VEIT, *Goldstein v. SEC*, in 52 *NYLS L. Rev.* (2007-08), p. 151 ss.; e PEKAREK, *Pruning the Hedge: Who is a “Client” and Whom Does an Adviser Advise?*, in XII *Fordham J. Corp. & Fin. L.* (2007), p. 936 ss. Per ulteriori considerazioni in merito alla c.d. “*fund-client doctrine*” – già nota alla *case law*, così come pure alla prassi della SEC precedente alla sentenza *Goldstein* (v. *supra*, par. 3, ivi alla nota n. 82), e poi da questa appunto riaffermata – v. KAAL, *Hedge Fund Regulation*, cit., p. 413; e, in senso particolarmente critico, KRUG, *Moving Beyond*, cit., pp. 664 ss., 686 ss.

¹³³ V. il comunicato stampa dell'allora Presidente della SEC, Christopher Cox, *Statement of Chairman Cox Concerning the Decision of the U.S. Court of Appeals in Phillip Goldstein, et al. v. SEC*, SEC Press Release, 2006-135, August 7, 2006. Cox dichiarò che la SEC, accettato il verdetto della sentenza *Goldstein*, avrebbe comunque continuato a monitorare l'evoluzione dell'industria degli *hedge funds* al fine di studiare soluzioni alternative per regolamentarli. In seguito, in effetti, la SEC sottopose alla consultazione del mercato l'introduzione di una nuova figura di investitore, definita come “*accredited natural person*”, che avrebbe dovuto modificare la nozione di “*accredited investor*”-persona fisica di cui alla *Regulation D*. La Commissione, inoltre, formulò alcune nuove misure anti-frode per risolvere talune incertezze interpretative in merito ai propri poteri di *enforcement* sorte a seguito della sentenza *Goldstein*: cfr. KRUG, *Moving Beyond*, cit., pp. 675, 683, 684. Ma, alla fine, solo quest'ultime entrarono definitivamente in vigore: v. la SEC *Rule 206(4)-8*, introdotta dal regolamento *Prohibition of Fraud by Advisers to Certain Pooled Investment Vehicles*, 72 Fed. Reg., No. 153, 44756. Per ulteriori ragguagli sul punto v. JONNA, *In Search of Market Discipline*, cit., p. 1000; KAAL, *Hedge Fund Regulation*, cit., p. 416; DALLETT, MOLLOY e MUNIZ, *SEC Proposes New Anti-Fraud Rule and New Accredited Investor Definition for Private Investment Vehicles*, May 2007, disponibile all'indirizzo www.eapdlaw.com; PEKAREK, *Pruning the Hedge*, cit., p. 956, ivi alla nota n. 153. Per una decisa critica alla

Si chiudeva così, con un altro buco nell'acqua, questa seconda fase del dibattito sulla regolamentazione degli *hedge funds*, che, a questo punto, sembravano essere entità nate e destinate a rimanere deregolate¹³⁴.

Né valse a mutare lo stato dell'arte il riemergere di preoccupazioni in merito alla stabilità sistemica a seguito del fallimento di alcuni grandi fondi gestiti da *Amaranth Advisors* alla fine di settembre 2006¹³⁵, ché, anzi, la capacità di assorbimento di questo nuovo *shock* da parte dei mercati rappresentò per i sostenitori del *laissez faire* la prova evidente di come, dopo la vicenda di LTCM, i mercati stessi – controparti e finanziatori dei fondi *hedge*, *in primis* – avessero imparato la lezione, risultando capaci di creare ammortizzatori e controlli senza bisogno di interventi regolatori¹³⁶, i quali, nonostante l'enorme crescita del

politica di contrasto della *retailization* del mercato dei fondi *hedge* intrapresa in quegli anni dalla SEC, cfr., invece, SHADAB, *An Artifact of Law: U.s. Prohibition of Retail Hedge Funds*, Mercatus Center - George Mason University, Working Paper No. 08-17, disponibile all'indirizzo www.ssrn.com; e DAVIDOFF, *Black Market Capital*, in 1 *Colum. Bus. L. Rev.* (2008), p. 172 ss. Altro autorevole critico dell'operato della Commissione fu PAREDES, *On The Decision*, cit., p. 991 ss.; *Id.*, *Hedge Funds and The Sec.*, cit., p. 7 ss., il quale, in particolare, difendeva con forza il principio del “*fending for themselves*” (v. *supra*, par. 3, nota n. 86 e testo corrispondente), reputando perciò priva di ogni ragionevole fondamento la volontà di accordare protezione esterna a soggetti invero già capaci di “cavarsela da soli”.

¹³⁴ Anche le successive iniziative legislative, infatti, naufragarono. Il 29 giugno 2006, a soli sei giorni di distanza dalla sentenza *Goldstein*, il deputato Barney Frank introdusse alla Camera un progetto di legge il cui titolo parlava chiaro: *The Securities and Exchange Commission Authority Restoration Act of 2006* (H.R. 5712, 2006). L'obiettivo era, con tutta evidenza, quello di rimediare per via legislativa al verdetto della sentenza *Goldstein* e superare il difetto di attribuzione della SEC in essa sancito. Si prevedeva, infatti, di emendare la *Section 203* dell'IAA in modo da attribuire espressamente alla SEC il potere di modificare, tramite proprio regolamento, il metodo del *counting investors test*, consentendole di “limit the availability of the exemption provided by subsection (b)(3), and require the registration under this section, of an investment adviser by requiring that *certain shareholders, partners, and beneficial owners of, or investors in, clients of the adviser shall also be counted as clients themselves for purposes of such subsection*, as the Commission determines necessary in the public interest or for the protection of investors” (*Section 2* del *bill* citato; enfasi aggiunta). Il testo si arenò in sede di esame da parte del Subcommittee on Capital Markets, Insurance and Government Sponsored Enterprises della Camera, senza mai arrivare in aula. Nel maggio del 2007, fu il senatore Charles Grassley a presentare un nuovo testo (*The Hedge Fund Registration Act of 2007*; S. 1402, 2007), il quale, analogamente al testo presentato l'anno prima da Frank, si proponeva di superare l'*impasse* prodotto dalla sentenza *Goldstein* e di attribuire alla SEC il potere di obbligare i gestori alla registrazione ai sensi dell'IAA. Del testo di Frank, però, esso condivise anche la sorte, rimanendo bloccato a livello del Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs del Senato senza mai giungere al voto dell'aula. Cfr. PEKAREK, *Pruning the Hedge*, cit., p. 959 ss., ove ampi riferimenti al dibattito successivo alla sentenza *Goldstein* ed alle iniziative legislative appena sopra menzionate.

¹³⁵ A crollare fu, in particolare, il fondo *Amaranth LLC*, che tra il 2005 ed il 2006 aveva fatto ricorso ad un massiccio impiego di leva finanziaria per operare arbitraggi sul valore di contratti *future* sul mercato del gas naturale. Sul fallimento di *Amaranth*, sul quale non si intende qui indugiare oltre, v. MORGENSEN e ANDERSON, *A Hedge Fund's Loss Rattles Nerves*, in *The New York Times*, On-line edition, September 19, 2006, www.nytimes.com. In letteratura cfr., per tutti, CHINCARINI, *The Amaranth Debacle: What Really Happened*, disponibile all'indirizzo www.ssrn.com, *passim*.

¹³⁶ Cfr. RICCI, *Hedge funds, cosa accade se Amaranth fa scoppiare la bolla*, *La Repubblica*, sez. Affari e Finanza, 16 ottobre 2006, p. 41; MACEY, *Corporate Governance*, cit. p. 269 ss.; FERGUSON e LASTER, *Hedge Funds and Systemic Risk*, in

settore, apparivano pertanto ancora ingiustificabili ed indesiderabili, in grado di compromettere l'agilità e l'inventiva di questi arbitraggisti e, con esse, i vantaggi di mercati finanziari funzionanti in modo più efficiente¹³⁷.

Banque de France Financial Stability Review – Special Issue on Hedge Funds, April 2007, p. 45 ss.

¹³⁷ Ad es., il Segretario del Tesoro, Henry Paulson, affermò che “*the current system of hedge-fund regulation is working well and market discipline remains the best way to protect investors and guard against risks to the financial system [...] Those who would believe that the role of regulators is to guard against any losses or somehow prevent losses or to prevent a hedge fund from having problems, they have a different philosophy about regulation than I do*”: cfr. SCHEER e STRASBURG, *U.S. Says Hedge Fund Regulation is “Working Well”*, February 22, 2007, in www.bloomberg.com. Queste dichiarazioni furono rese a margine della pubblicazione da parte del PWG, presieduto dallo stesso Paulson, di un aggiornamento delle linee guida formulate a seguito della vicenda LTCM (v. *supra*, par. 4, note nn. 99-100 e testo corrispondente). In esse si legge: “As we noted in 1999, in our market-based economy, market discipline of risk-taking is the rule and government regulation is the exception [...] Private pools of capital bring significant benefits to the financial markets. However, these pools of capital also present challenges for market participants and policymakers. Investors, creditors, counterparties, pool managers, and supervisors must be aware of these challenges, including those related to some over-the-counter derivatives, and work to address them. Public policies that support market discipline, participant awareness of risk, and prudent risk management are the best means of protecting investors and limiting systemic risk”. Non è difficile avvedersi di come la filosofia sottostante a queste affermazioni di principio fosse la medesima già espressa in occasione della vicenda di LTCM. A differenza di allora, tuttavia, qualche parola fu spesa anche in relazione al problema relativo alla crescente *reutilization* del mercato dei fondi *hedge*, ma il metro di giudizio rimaneva comunque immutato: “Concerns that less sophisticated investors are exposed indirectly to private pools through holdings of pension funds, fund-of-funds, or other similar pooled investment vehicles can best be addressed through sound practices on the part of the fiduciaries that manage such vehicles [...] They have an ongoing responsibility to perform due diligence to ensure that their investment decisions are prudent and conform to sound practices for fiduciaries” (PWG, *Agreement Among PWG and U.S. Agency Principals on Principles and Guidelines Regarding Private Pools of Capital*, February 2007, pp. 1, 2). Non si avvertì, dunque, il bisogno di raccomandare nessun tipo di iniziativa regolamentare, nella perdurante convinzione che le regole di mercato praticate da creditori, controparti ed investitori costituissero il più efficace meccanismo di controllo dell'operato degli *hedge funds*. In questo senso v. anche WARSH, *Hedge Funds*, Testimony before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, July 11, 2007, s.p., in cui il membro del consiglio direttivo della FED ribadì che “*the increased scale and scope of hedge funds has brought significant net benefits to financial markets. Indeed, hedge funds have the potential to reduce systemic risk by dispersing risks more broadly and by serving as a large pool of opportunistic capital that can stabilize financial markets in the event of disturbances. At the same time, the recent growth of hedge funds presents some formidable challenges to the achievement of public policy objectives, including significant risk-management challenges to market participants. If market participants prove unwilling or unable to meet these challenges, losses in the hedge fund sector could pose significant risks to financial stability. The Board believes that the “Principles and Guidelines Regarding Private Pools of Capital” issued by the President’s Working Group on Financial Markets (PWG) in February provides a sound framework for addressing these challenges associated with hedge funds, including the potential for systemic risk. The Board shares the considered judgment of the PWG: the most effective mechanism for limiting systemic risks from hedge funds is market discipline; and, the most important providers of market discipline are the large, global commercial and investment banks that are their principal creditors and counterparties*”.

6.– Ma, nella primavera dell'anno successivo, il mercato dei mutui *sub-prime* collassa. Le borse, dopo aver sino ad allora battuto un *record* dopo l'altro, iniziano a manifestare il pessimismo degli operatori nascente dall'aumento delle insolvenze nel mercato ipotecario statunitense. Le procedure esecutive saturano il mercato immobiliare, con una conseguente significativa flessione dei prezzi degli immobili, già in atto da oltre un anno. Il castello di carte della finanza, costruito tramite cartolarizzazioni (e ri-cartolarizzazioni al quadrato ed al cubo) dei crediti nascenti da mutui di bassa qualità in strumenti finanziari sempre più complessi, crolla¹³⁸.

Come noto, uno dei momenti più significativi nell'emergere della crisi è stato, nel giugno 2007, il collasso di due *hedge funds* gestiti da *Bear Stearns*, la quinta più grande impresa finanziaria degli Stati Uniti, uno dei pionieri della *securitization*¹³⁹. I due fondi sono crollati sotto il peso di imponenti scommesse, effettuate con ampio ricorso al *leverage*, sui titoli connessi alle cartolarizzazioni dei mutui immobiliari. La perdita di valore di questi titoli, a seguito di insolvenze sul mercato ipotecario rivelatesi ben superiori alle attese, portarono creditori e controparti (tra cui, innanzitutto, *Merrill Lynch*) a richiedere maggiore collaterale o il rientro dei loro crediti, e gli investitori a domandare il rimborso delle quote. Il che ha costretto i fondi, nel tentativo di generare la liquidità necessaria a far fronte a tali richieste, a dismettere gli *assets* in portafoglio su di un mercato ormai sempre più in fase recessiva, che andava rendendosi conto della potenziale assoluta mancanza di valore (del trilionario volume) dei titoli costruiti sui mutui *sub-prime*. A luglio entrambi i fondi avevano completamente perso il loro valore e la bolla scoppiava¹⁴⁰.

Per quanto qui interessa, si può rilevare come l'esplosione della CFG abbia aperto una terza fase del dibattito circa la necessità di rendere gli *hedge funds* oggetto di specifica regolamentazione, fase nella quale è tornata ad assumere posizione centrale la preoccupazione che, a fronte dei benefici associabili alla loro operatività sui mercati finanziari, gli *hedge funds* possano assurgere a fonte di produzione e propagazione di rischi sistemici. Proprio in seguito alla CFG, infatti, gli studi dedicati al binomio *hedge funds*/rischio sistemico sono cresciuti per numero e profondità di analisi, per lo più evidenziando come taluni recenti sviluppi interni al settore abbiano reso ancor più evidenti le problematiche già a suo tempo segnalate dalla precedente letteratura economica di riferimento¹⁴¹.

¹³⁸ Ogni riferimento bibliografico agli eventi richiamati nel testo risulterebbe certamente lacunoso e probabilmente anche superfluo. Per una descrizione del susseguirsi degli eventi che hanno condotto alla deflagrazione della CFG v., tuttavia, tra i molti, ONADO, *I nodi al pettine*, cit., p. 69 ss.

¹³⁹ Per un quadro completo sulla nascita, la vita e la morte di questa grande banca d'investimento, cfr. RYBACK, *Case Study on Bear Stearns*, Toronto Leadership Centre, disponibile all'indirizzo www.worldbank.org; e CHAPLINSKY, *Bear Stearns and the Seeds of its Demise*, Darden School of Business, Case No. UVA-F-1574, reperibile all'indirizzo www.ssrn.com.

¹⁴⁰ Quella tracciata è una iper-semplificazione di una ben più complessa serie di eventi sui quali sarà sufficiente rinviare a BARR, *Bear Stearns hedge fund liquidates positions*, June 14, 2007, in www.marketwatch.com; PITMANN, *Bear Stearns Fund Collapse Sends Shock Through CDOs*, June 21, 2007, in www.bloomberg.com; e ONARAN, *Bear Stearns Tells Fund Investors "No Value Left"*, July 18, 2007, in www.bloomberg.com.

¹⁴¹ V. *supra*, par. 4, nota n. 90.

Alcune ricerche¹⁴² hanno in particolare evidenziato come nel corso del tempo l'apporto dell'industria dei fondi *hedge* in termini di rischi sistemicamente rilevanti sia considerevolmente cresciuto per varie ragioni, tra cui:

i) l'enorme crescita registrata dall'industria negli ultimi anni, alimentata soprattutto dalla domanda di alti rendimenti di fronte alla diminuita profittabilità – anche a seguito di alcuni episodi di declino – dei mercati azionari. Questi massicci afflussi di capitali, infatti, hanno avuto un impatto sostanziale sui rendimenti e sui rischi ad essi associati, come evidenziato dai cambiamenti nelle correlazioni, nelle *performances* (generalmente ridotte), nell'aumento dell'illiquidità e dal numero elevato di fondi emessi e poi rapidamente liquidati¹⁴³;

ii) la sovraesposizione del settore bancario verso gli *hedge funds*. Le banche di più piccole dimensioni vi hanno investito i propri capitali, mentre quelle più grandi vi sono esposte in ragione di attività di *proprietary trading* condotte in “stile” *hedge funds*, di gestioni “*in-house*” di tali specie di veicoli

¹⁴² CHAN *et al.*, *Systemic Risk and Hedge Funds*, MIT Sloan School of Management, Research Paper No. 4535-05, disponibile all'indirizzo www.ssrn.com.

¹⁴³ CHAN *et al.*, *Systemic Risk*, cit., p. 97. Lo sfondo su cui tale crescita dell'industria degli *hedge funds* si è prodotta è stato, a partire dai primi anni '90, un contesto di bassi tassi d'interesse che ha indotto gli investitori ad abbandonare le più tradizionali forme d'investimento ed a mettersi alla continua ricerca di rendimenti più elevati. Ciò ha senza dubbio contribuito alla nascita di numerosi nuovi prodotti *high-yielding: hedge funds*, investimenti immobiliari e finanza strutturata. Il risultato è stato un più ampio ventaglio di scelte a disposizione degli investitori, ma al prezzo di un incremento significativo del rischio di liquidità che a forme di investimento sempre più “esotiche” va necessariamente ad associarsi. Tende dunque ad accadere che di fronte alle prime avvisaglie di rischio gli investitori siano spasmodicamente portati a vendere gli strumenti alternativi, tentando di riequilibrare velocemente i portafogli a favore di impieghi più sicuri e tradizionali. Questa sorta di nervosismo è stata ampiamente osservata durante la crisi del 1998, così come la reazione degli investitori in *hedge funds* di fronte alla riduzione delle *performances* è stata oggetto di specifica attenzione negli ultimi tempi, essendosi rilevato come a rapidi cambiamenti in termini di rischio possano conseguire improvvisi mutamenti delle condizioni di mercato, come accaduto nell'agosto 2007: v. KHANDANI e LO, *What Happened to the Quants in August 2007?*, disponibile all'indirizzo <http://web.mit.edu>, *passim*; e BURCHI, *Investire in hedge funds*, cit., p. 24. Per generare la liquidità necessaria a far fronte ai deflussi dai propri fondi, i gestori – invero non sempre capaci di imporre agli investitori adeguati periodi di immobilizzo dell'investimento, specie in un contesto di più accentuata concorrenza, in cui i nuovi entranti si trovano a competere con operatori di più consolidata esperienza e reputazione per attrarre i capitali disponibili – si vedono costretti a vendere velocemente gli *assets*, spingendo verso il basso i prezzi di attività forse già sottovalutate, ampliando così le loro perdite. Sul punto cfr. LAZZARINO e ZOLA, *I fondi speculativi*, cit., p. 130; ma v. pure GARBARAVICIUS e DIERICK, *Hedge funds*, cit., p. 47, ove la notazione per cui “[w]hen 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”. Il rischio che una tale “*fire sale*” volta a generare la liquidità necessaria a soddisfare, ad es., richieste di riscatto delle quote o *margin calls* delle controparti a fronte delle mutate condizioni di mercato, possa determinare anomalie nel meccanismo di formazione dei prezzi, con conseguenze per tutto il sistema dell'intermediazione finanziaria, diventa ancor più serio a fronte di una sempre più accentuata correlazione tra le varie strategie di investimento: v. *infra*, nel testo.

d'investimento, di finanziamento e prestazione di servizi di *prime brokerage* al settore¹⁴⁴;

iii) la non linearità e la ben maggiore complessità dei rischi che gli *hedge funds* presentano rispetto a prodotti finanziari di tipo più tradizionale. In particolare, si rileva che, a causa della natura dinamica delle strategie d'investimento e dell'impatto dei flussi di fondi sulla leva finanziaria e sulle *performances*, occorrerebbero modelli di analisi del rischio più sofisticati ed operatori più esperti¹⁴⁵.

Ulteriori ricerche¹⁴⁶ hanno in seguito tentato di estendere il precedente ambito di indagine, includendo ulteriori dati ed analisi. Le pregresse evidenze empiriche sono state sostanzialmente confermate.

In particolare, è emerso che l'aumento del rischio nel settore dei fondi *hedge* è correlato ad una riduzione dei rendimenti, presumibilmente provocata dall'aumento degli investimenti e degli *assets* in gestione. Il fenomeno si amplifica a causa della maggiore illiquidità: i *fund managers* sono infatti indotti ad aumentare i livelli di indebitamento e ad orientarsi verso l'impiego di tecniche di investimento sempre più complesse, rischiose e difficilmente gestibili in tutte le loro implicazioni operative, nel tentativo di aumentare i rendimenti e rimanere sul mercato. Questo provoca, in ultima analisi, un aumento del rischio all'interno dell'intero settore ed un incremento delle correlazioni tra le strategie di investimento, specie nella manifestazione delle perdite¹⁴⁷. Ciò che, in uno con un'elevata concentrazione del patrimonio gestito,

¹⁴⁴ Cfr. CHAN *et al.*, *Systemic Risk*, p. 97; ma v. pure, più di recente, GARBARAVICIUS e DIERICK, *Hedge funds*, cit., pp. 23 ss., 35 ss. 2005; KAMBHU, SCHUERMANN e STIROH, *Hedge Funds*, cit., p. 11 ss.; DUFFIE, *The failure mechanics of dealer banks*, BIS Working Paper No. 301, March 2010, p. 9.

¹⁴⁵ V. CHAN *et al.*, *Systemic Risk*, cit., p. 97; nonché i vari lavori di FUNG e HSIEH, *Hedge Fund Benchmarks: A Risk Based Approach*, in 60 *Fin. An. Journ.* (2004), p. 65 ss.; di BILLIO, GETMANSKY e PELLIZZON, *Phase-Locking and Switching Volatility in Hedge Funds*, Università degli Studi di Venezia Ca' Foscari, Department of Economics Working Paper No. 54/06, *passim*; di MENCIA, *Testing Non-Linear Dependence in the Hedge Fund Industry*, Banco de España, Documentos de Trabajo N.º 1007, 2010, *passim*; e di PATTON, *Are "Market Neutral" Hedge Funds Really Market Neutral?*, in 22 *The Rev. of Fin. Studies* (2009), p. 2495 ss.

¹⁴⁶ V. CHAN *et al.*, *Do Hedge Funds Increase Systemic Risk?*, in *Federal Reserve Bank of Atlanta – Econ. Rev.*, 4th Quarter 2006, p. 49 ss.; *Id.*, *Systemic Risk and Hedge Funds*, in *The Risks of Financial Institutions*, a cura di CAREY e STULZ, Chicago, IL, 2007, p. 235 ss. Questo capitolo del volume è liberamente accessibile all'indirizzo www.nber.org.

¹⁴⁷ *In terminis*, BURCHI, *Investire in hedge funds*, cit., pp. 24, 25, il quale così prosegue "Ciò è stato ben visibile nel 2007, quando numerosi hedge funds sono stati coinvolti nella crisi dei 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".

renderebbe ormai l'industria dei fondi *hedge* nel suo complesso “*systemically important*”¹⁴⁸⁻¹⁴⁹.

Occorre ancora aggiungere che in questa nuova fase del dibattito sulla regolamentazione degli *hedge funds*, in alcuni luoghi della letteratura, ha trovato altresì sostegno l'idea che la operatività di questi veicoli sia ben lungi dal produrre i benefici connessi al loro ruolo di arbitraggisti, sì come descritto dai

¹⁴⁸ Cfr. LAZZARINO e ZOLA, *I fondi speculativi*, cit., p. 123: “*le strategie sono diventate sempre più interconnesse, così che gli effetti negativi registrati da una di esse si ripercuotono anche sulle altre strategie, in assenza di effetti positivi che li possano bilanciare. Questo suggerisce che l'industria è esposta a possibili reazioni a catena, in cui i problemi di un fondo di ripercuotono anche sul resto del settore. Le debolezze strutturali dell'industria [...] sono [inoltre] accentuate dall'elevata concentrazione del patrimonio gestito: [...] il 10% dei fondi controlla più del 75% del patrimonio dell'intero settore; e ciascuno dei grandi fondi detiene, in media, un patrimonio di quasi 1.5 miliardi di dollari. Di conseguenza, anche se soli pochi di tali grandi fondi incontrassero difficoltà, il settore nel suo complesso sarebbe esposto ad un rischio sistemico. Anzi, unendosi ad un'alta correlazione, l'elevata concentrazione implica che sarebbero sufficienti rendimenti negativi per uno dei fondi maggiori perché l'industria nel suo complesso patisca perdite*”. Sulla crescita del grado di correlazione tra le strategie d'investimento all'interno dell'industria degli *hedge funds* e sul rischio di propagazione di *shocks* originanti dal conseguente fenomeno di “*crowded trades*”, v. anche KHANDANI e LO, *What Happened*, cit., p. 34 ss.; e LO, *Hedge Funds, Systemic Risk, and the Financial Crisis of 2007–2008*, Written Testimony Prepared for the U.S. House of Representatives Committee on Oversight and Government Reform, November 13, 2008, Hearing on Hedge Funds, pp. 6, 9; KING e MAIER, *Hedge Funds and Financial Stability*, cit., pp. 9, 14; GARBARAVICIUS e DIERICK, *Hedge funds*, cit., p. 46 ss.; PERICOLI e SBRACIA, *Crowded trades among hedge funds*, May 2010, disponibile all'indirizzo www.essex.ac.uk, *passim*.

¹⁴⁹ In sintesi, la letteratura attualmente dominante è dell'opinione che gli *hedge funds* possano rendersi portatori di rischio sistemico in diversi modi ed a fronte di differenti circostanze. In particolare, secondo la sintesi di KING e MAIER, *Hedge Funds and Financial Stability*, cit., p. 6, i fondi *hedge* “*could potentially pose a systemic risk [which] could be propagated [through] direct and indirect channels [...] 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 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 counterparties and ultimately contribute to severe financial distress at one or more systematically important financial institutions. In the indirect channel, a forced hedge fund liquidation exacerbates market volatility and reduces liquidity in key markets. Systemic risk can occur when correlations in asset classes increase during times of stress, or when the potential for herding amplifies market movements*”. E, stando ad una accreditata lettura – quella di KHANDANI e LO, *What Happened*, cit., p. 44 –, sarebbe stata proprio questa seconda eventualità quella verificatasi nel c.d. “*quant-meltdown*” di agosto 2007, ove larga parte dell'industria degli *hedge funds* era intenta a dismettere consistenti posizioni ad alto *leverage* di fronte alle prime avvisaglie della crisi portata dal settore *sub-prime*, con conseguente esacerbazione della gravità e della portata di essa. Vi è, infine, anche un terzo canale tramite cui si ritiene possibile che i fondi *hedge*, specie quelli di più grandi dimensioni (*macro funds*), possano condizionare la stabilità dei mercati finanziari, ed è quello dell'impiego di forme di *trading* opportunistico dirette a condizionare – se non proprio a manipolare – a proprio vantaggio, tramite mirati attacchi speculativi, la formazione dei prezzi di titoli relativi a determinati settori o, ad es., i corsi delle valute. Su questo specifico punto si tornerà tra breve nel testo, ma cfr., sin da ora ed in luogo di molti, GARBARAVICIUS e DIERICK, *Hedge funds*, cit., p. 43 ss.

teorici della *Efficient Market Hypothesis*¹⁵⁰. In quest'ottica, lo si è ripetuto più volte, il loro operato era stato in passato sovente considerato come produttivo di effetti stabilizzanti, in grado di contrastare l'insorgere di bolle speculative¹⁵¹. Con la crisi dei mutui *sub-prime* del 2007, questa convinzione ha iniziato a vacillare e gli *hedge funds* sono stati, viceversa, accusati di aver contribuito a soffiare per far crescere la bolla e di aver guadagnato, dopo il suo scoppio, centinaia di milioni di dollari dalle perdite prodottesi sui titoli collegati alle cartolarizzazioni dei mutui – che la stessa industria *hedge* aveva contribuito a creare, ponendosi come una delle principali fonti di domanda – grazie ai *credit default swaps* stipulati per scommettere sul fallimento delle banche emittenti¹⁵².

¹⁵⁰ Per i riferimenti bibliografici v. *supra*, par. 4, alla nota n. 92.

¹⁵¹ Ciò grazie alla loro qualità di *sophisticated traders* che, in ragione della loro capacità di riconoscere le situazioni in cui il prezzo dei titoli scambiati sul mercato denota una crescita ingiustificata rispetto al loro valore intrinseco e di prevedere il successivo ritorno alla normalità, hanno un incentivo a vendere (anche allo scoperto) i titoli sovrastimati, contribuendo così a riportare i prezzi ad un corretto livello di equilibrio, grazie all'informazione che il mercato sarà in grado di acquisire a fronte del loro comportamento. Agendo in senso contrario al *trend* di mercato, secondo la teoria in parola, essi svolgerebbero, dunque, un ruolo assai prezioso, poiché in grado di correggere l'irrazionalità degli altri investitori (i cc.dd. *noise traders*) ed il profitto conseguito in virtù di tali pratiche arbitraggio potrebbe per l'appunto essere considerato come il compenso per il servizio che rendono al mercato nel suo complesso.

¹⁵² In alter parole, è stato da alcuni sostenuto che molte delle cartolarizzazioni furono concepite per offrire agli *hedge funds* titoli *high-yield* da acquistare (cfr. MARKMAN, *Are We Headed for an Epic Bear Market?*, MSN Money, September 20, 2007, in <http://articles.moneycentral.msn.com>, cui adde, in letteratura, JONNA, *In Search of Market Discipline*, cit., p. 1002) e che, sebbene alcuni fondi – come quelli *Bear Stearns* – ne siano alla fine rimasti vittima, altri, essendo i relativi gestori a conoscenza del fatto che “*these towers of debt were houses of cards just waiting to be pushed over*”, e non essendovi “*straightforward ways to short-sell these kinds of instruments*”, hanno cercato di “[d]estroy confidence, which was already beginning to ebb due to the rising rate of defaults far downstream in the underlying loans [Indeed] the credit-arbitrage fund managers figured they could shake confidence, and make boatloads of money, by playing in the \$70 trillion market for “credit-default swaps” [...] The arbitrage funds bought the credit-default swaps on the investment banks that issued the CDOs and shorted investment banks’ stocks, two actions that created the impression of vulnerability among other market players. It’s a bit like taking out a life insurance policy and buying a headstone for a sick relative. Someone might get the impression that your uncle’s prospects aren’t good”]. Così MARKMAN, *For an Elite Crew, Credit Pain Means Profit*, MSN Money, November 15, 2007, in <http://articles.moneycentral.msn.com>. Stando a questa ricostruzione – che non manca comunque di trovare qualche oppositore: v., ad es., GIANNIKOS e SCHIZAS, *Hedge Funds and the Housing Bubble*, disponibile all'indirizzo www.ssrn.com, p. 1, secondo i quali “*hedge funds specializing in Sub-prime mortgages did not take advantage of the housing bubble and they did not trade against it*” – si sarebbe verificato quanto da qualcuno già paventato rispetto alle pregresse vicende di turbolenze finanziarie che avevano visto variamente coinvolti gli *hedge funds*, ossia che questi arbitraggisti “*might find it more profitable to follow instead of to contrast investors’ irrationality. For instance, they can accentuate and reinforce an upward trend in the price of an asset only to sell the asset short later on at a profit [...]* In this way, both the overvaluing and undervaluing of securities is not only the mere effect of investors’ irrational trades, but results from the purposeful activities of sophisticated traders. This effect is called the “bandwagon effect” and has been documented in several episodes of hedge fund investing (e.g. conglomerate boom of the 1960s; the REIT boom of the 1970s; Internet bubble of 2000). Recent studies on the Internet bubble show that hedge funds were “riding the bubble” instead of bringing

Si è assistito, così, all'innesco di quel processo di "demonizzazione" degli *hedge funds* cui si accennava nell'introduzione¹⁵³.

Come se ciò non bastasse, a dicembre 2008 il mondo degli *hedge funds* viene colpito dallo scandalo della truffa da 65 miliardi di dollari architettata, tramite un

prices back to their fundamental value. In other words, it was more profitable for them to keep pushing prices up before shorting the stocks, which disproves Fama's model of rational arbitrageurs". Sono parole di ROBOTTI, *Hedge Funds and Financial Stability*, cit., pp. 11, 12, la quale, per ciò che riguarda le vicende relative alla bolla sul settore *dot-com*, richiama il noto studio di BRUNNEMEIER e NAGEL, *Hedge Funds and the Technology Bubble*, in *59 The Journ. of Fin.* (2004), p. 2013 ss., nel quale è stato appunto sostenuto che, contrariamente a quanto suggerirebbe la ipotesi dei mercati efficienti, "*hedge funds were riding the technology bubble, not attacking it*".

¹⁵³ Cfr., ad es., l'editoriale *Housing and Hedge Funds*, in *New York Times*, On-line edition, June 28, 2007, www.nytimes.com: "*Wall Street – abetted by lax federal regulation – is largely to blame for this fiasco. Wall Street firms encouraged the issuance of risky loans to troubled borrowers and then reaped a windfall by packaging them as investments for hedge fund clients [...] It should not be permitted for lenders, banks and hedge funds to risk everyone's economic well-being in their attempts to enrich the few. The country needs vastly better regulation than it now has*". In realtà, è difficile non vedere gli *hedge funds* finire sul banco degli imputati ogni qual volta i mercati finanziari sperimentino momenti di forte turbolenza o vivano fasi di vera e propria crisi. Per un'analisi diretta a verificare quanto di vero vi sia nelle accuse di volta in volta rivolte all'industria dei fondi *hedge* nel contesto delle crisi finanziarie dell'ultimo ventennio, da quella del Sistema Monetario Europeo del 1992 alla CFG del 2007, cfr. STRÖMQVIST, *Hedge funds and financial crises*, in *1 Sveriges Riksbank Econ. Rev.* (2009), p. 87 ss. In base ai riscontri effettuati, l'Autrice, eccettuata (forse) la sola bolla del settore tecnologico all'inizio del nuovo millennio, conclude per l'assenza di sufficiente evidenza empirica a sostegno della comune credenza per cui gli *hedge funds* tendano a, e siano sempre in grado di, manipolare i prezzi delle attività finanziarie e di contribuire così all'insorgere di bolle speculative. La sua lettura è piuttosto nel senso che "[t]he criticism of the hedge funds often stems from the fact that in crises they have invested money in the price adjustment of incorrectly valued assets. Under normal conditions, this has a positive impact on the effectiveness of the market. In financial crises, on the other hand, it is regarded as a factor that will make the market more unstable. It is, however, unreasonable to expect that investors who normally employ arbitrage strategies should refrain from doing so during financial crises and that mispricing should be allowed to prevail. From the policy point of view, it is thus difficult to assess when these strategies are desirable and when they are not". In senso analogo v. pure GARBARAVICIUS e DIERICK, *Hedge funds*, cit., p. 43: "*The impact of hedge funds on financial markets has been long debated, and efforts to estimate the impact are hampered by the lack of data with sufficient quality [...] However, it is very difficult to draw the line between seemingly manipulative trades and rational economic behaviour*". Con specifico riguardo alla CFG, scarsi appaiono, ad es., i riscontri a sostegno di tesi quali quella dell'ex CEO di *Lehman Brothers*, Richard Fuld, il quale ha attribuito alle vendite allo scoperto effettuate dagli *hedge funds* ogni responsabilità per il crollo, a suo dire del tutto ingiustificato, del valore delle azioni della grande banca d'affari nel settembre 2008: v. FULD, *Statement before the United States House of Representatives Committee on Oversight and Government Reform*, October 6, 2008, p. 9 ss. Le evidenze disponibili sembrerebbero, infatti, escludere la plausibilità di ricostruzioni di questo tipo: cfr. i dati riportati in LAZZARINO e ZOLA, *I fondi speculativi*, cit., pp. 131, 132, 136 ss. Del resto, nelle dichiarazioni rese davanti alla commissione d'inchiesta sulla crisi finanziaria, Mary Schapiro, presidente della SEC, ha escluso categoricamente che la caduta di giganti quali *Lehman Brothers* e *Bearn Stearns* possa, in base alle informazioni in possesso della stessa *authority*, in alcun modo essere attribuita a manipolazioni condotte tramite le pratiche di *short-selling*: v. FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION, *The Financial Crisis*, cit., p. 327.

puro schema Ponzi perpetuato per oltre 15 anni, da Bernard Madoff, le cui “gesta” non potevano non riaccendere le discussioni sull’adeguatezza del sistema dei controlli sui gestori dei fondi *hedge*¹⁵⁴. Al riguardo, è stato efficacemente detto che la vicenda Madoff ha rappresentato “*The Hedge Funds’ Enron Point*”, ossia un evento che ha irrimediabilmente segnato sul piano reputazionale l’industria dei fondi *hedge*, al punto che alcuni tra i suoi stessi esponenti hanno mostrato pronta e (almeno in certa misura) sorprendente consapevolezza circa la necessità di un qualche intervento da parte del regolatore al precipuo fine di ripristinare, in un momento particolarmente critico per l’approvvigionamento di capitali, un più alto livello di fiducia da parte del pubblico degli investitori¹⁵⁵.

Se, dunque, le prime due fasi del dibattito sulla regolamentazione degli *hedge funds* erano nate e si erano focalizzate, rispettivamente, sui problemi di stabilità sistemica che i fondi ad alto *leverage* possono generare¹⁵⁶ e sulle emergenti ragioni di tutela degli investitori a seguito della *retailization* indiretta del mercato dei relativi “prodotti”¹⁵⁷, in questa terza fase i due profili si presentano congiuntamente, venendo ad essi inoltre ad affiancarsi, come si è avuto modo di constatare, anche questioni più propriamente attinenti al corretto funzionamento ed alla integrità dei mercati, essendo stato avanzato il dubbio che l’attività “speculativa” ed il *trading* particolarmente aggressivo praticato dai fondi *hedge* possa produrre effetti fortemente destabilizzanti¹⁵⁸.

¹⁵⁴ Per lungo tempo Madoff era riuscito a sottrarsi ai controlli della SEC, avendo dichiarato di gestire meno di 15 clienti. A seguito di alcune segnalazioni da parte di taluni operatori di mercato, venne comunque sottoposto ad una serie di ispezioni, finché, nel 2006, si vide costretto a registrarsi presso la SEC, essendo emersa la gestione di almeno 16 clienti. Ciò nonostante, la truffa non è stata rilevata finché lo schema messo in piedi da Madoff non è collassato sotto il peso della frode stessa. Oltre alla grande eco giornalistica ed all’enorme impatto sull’opinione pubblica di quella che è stata subito battezzata come la “truffa del secolo”, la vicenda Madoff ha generato interesse anche in sede accademica. Particolarmente interessanti le analisi svolte da HURT, *Evil Has a New Name (And A New Narrative): Bernard Madoff*, Illinois Public Law & Legal Theory Research Papers Series, Research Paper No. 10-07, disponibile all’indirizzo www.ssrn.com; e da RHEE, *The Madoff Scandal, Market Regulatory Failure and the Business Education of Lawyers*, in 35 *Journ. of Corp. L.*, 2010, p. 101 ss. Per una riflessione più puntualmente calibrata sulla individuazione delle eventuali carenze regolamentari evidenziate dalla vicenda Madoff relativamente all’esigenza di una maggiore protezione degli investitori in *hedge funds*, v., invece, KRUG, *The Regulatory Response to Madoff*, Berkeley Center for Law, Business and the Economy White Paper, disponibile all’indirizzo www.ssrn.com.

¹⁵⁵ Cfr. IVRY, KISHAN e KATZ, *Hedge Funds Concede Oversight Inevitability in Wake of Madoff*, December 22, 2008, in www.bloomberg.com.

¹⁵⁶ V. *supra*, par. 4.

¹⁵⁷ V. *supra*, par. 5.

¹⁵⁸ Occorre tuttavia avvertire che non sono certo mancate opinioni, spesso anche particolarmente autorevoli, di segno opposto rispetto a quelle che individuano nel comparto degli *hedge funds* uno dei fattori responsabili dell’avvento della CFG o, comunque, dell’inasprimento della sua gravità. V’è stato chi, ad es., collocandosi su posizione esattamente contraria a questa, ha ritenuto che gli *hedge funds* non solo non abbiano né causato, né contribuito ad aggravare la crisi, ma che, tutt’al contrario, ne abbiano mitigato la severità, assorbendo parte dello *shock* da improvvisa mancanza di liquidità, supportando così l’economia nel suo successivo processo di *recovery*: v., in questo senso, BROWN, LYNCH e PETAJISTO, *Hedge Funds, Mutual Funds and ETFs*, in ACHARYA *et alt.* (a cura di), *Regulating Wall Street*, cit., p. 352; EHRlich, *The Changing Role*, cit., p. 8 ss.; e SHADAB, *Hedge Funds and the Financial Crisis*, New York Law School Legal Studies – Research Paper Series 09/10 #31, *passim*. Inesatto sarebbe

Ed, in effetti, l'attenzione verso i tre profili di *policy testé* menzionati emergeva chiaramente dalla relazione introduttiva dell'*Hedge Fund Transparency Act* del 29 gennaio 2009¹⁵⁹, il più significativo dei progetti di legge in materia di *hedge*

inoltre ritenere, secondo alcuni, che gli *hedge funds* siano stati tra i principali investitori ad alimentare la domanda di titoli strutturati sui mutui *sub-prime*: v. SHADAB, *The Law and Economics*, cit., p. 290 ss. V'è anche chi si è spinto sino ad affermare che, più che tra i carnefici, gli *hedge funds* siano da annoverare tra le principali vittime della CFG. Al riguardo, si sostiene che i provvedimenti con cui le autorità hanno vietato, nelle fasi più concitate della crisi stessa, di assumere posizioni corte avrebbero causato, in un contesto di mercati in caduta libera, un danno non solo per i fondi che utilizzavano strategie direzionali, ma anche per tutti quei fondi che avevano bisogno di utilizzare posizioni corte per finalità di copertura. Ciò avrebbe di fatto costretto alcuni fondi a chiudere posizioni anche a costo di significative perdite: v., in questo senso, LAZZARINO e ZOLA, *I fondi speculativi*, cit., p. 129; e STRÖMQVIST, *Hedge funds*, cit., pp. 98, 99. Inoltre, il fatto che il settore abbia registrato un'elevata correlazione nelle perdite, con coinvolgimento di fondi che perseguivano strategie apparentemente molto diverse tra loro, non starebbe affatto a significare, secondo taluni studiosi, che l'industria degli *hedge funds* sia da considerarsi ormai esposta a possibili reazioni a catena e che, perciò, sussista il rischio che i problemi sperimentati da uno o più fondi possano riverberarsi sul resto del settore e da qui trasferirsi verso altri operatori finanziari. Stando a questa diversa lettura degli eventi, infatti, si sarebbe semplicemente trattato di una conseguenza del fatto che, a differenza che nelle crisi precedenti, la CFG ha interessato trasversalmente, nello stesso momento e su scala globale, differenti *asset classes* e diversi mercati, finendo così per vanificare l'effetto della diversificazione in realtà presente nei portafogli d'investimento dei fondi. Infine, il fatto stesso che la CFG abbia avuto la sua origine nel settore bancario sarebbe un ulteriore importante elemento di differenziazione rispetto alle crisi pregresse da tenere ben presente, poiché la conseguente stretta creditizia avrebbe impedito ai fondi *hedge* di accedere alle risorse di cui essi avevano bisogno per condurre ordinatamente le proprie strategie d'investimento, per non dire delle significative perdite patite da quei fondi che si avvalevano dei servizi di *prime brokerage* di *Lehman Brothers* dopo il suo fallimento: così ancora STRÖMQVIST, *Hedge funds*, cit., pp. 99, 100, 104. In conclusione, in base alle evidenze disponibili può dirsi che l'esigenza di regolamentare il comparto dei fondi *hedge* a fini del monitoraggio di possibili minacce alla stabilità sistemica, costituisce un tema molto complesso e fortemente dibattuto. Da tale dibattito sembra comunque possibile ricavare una certezza. In effetti, la circostanza che le varie diagnosi giungano a conclusioni molto diverse, quando non opposte tra loro, lascia emergere, in tutta evidenza, l'esigenza di mettere le autorità di mercato in condizione di poter finalmente osservare questo settore dell'industria finanziaria rimasto sinora del tutto opaco, in modo da svilupparne, innanzitutto, un'adeguata conoscenza che possa permettere loro, in un secondo momento, ove davvero ne sia ravvisato il bisogno, di intervenire con una regolamentazione capace di rispondere in maniera consapevole ai problemi ("if any") che lo stesso settore pone. La tradizionale assenza di supervisione rende, infatti, le informazioni disponibili – spesso di per sé condizionate da diversi fattori di distorsione: cfr. BURCHI, *Investire in hedge funds*, cit., p. 94 ss. – inadeguate ai fini di una corretta ponderazione dell'iniziativa regolamentare. In una audizione dinnanzi al Committee on Homeland Security and Government Affairs del Senato, Steven Davidoff, professore di diritto alla University of Connecticut, ha così raffigurato il problema: "[I]f you ask a regulator what role did hedge funds play in the current financial crisis, I think he would look at you like a deer in the headlights because we just do not know. And one of the things that we need [...] is an oversight process for hedge funds, and we need a disclosure process": DAVIDOFF, *Testimony before the U.S. Senate Committee on Homeland Security and Governmental Affairs: "Where Were the Watchdogs? The Financial Crisis and the Breakdown of the Financial Governance"*, January 21, 2009, p. 24.

¹⁵⁹ S. 344, 2009. D'ora in avanti, "HFTA".

funds tra quelli inizialmente presentati in risposta alla CFG negli Usa¹⁶⁰, anche se, tra i detti profili – in maniera tutto sommato comprensibile, dato il contesto della CFG da cui l’iniziativa legislativa promanava – le esigenze di monitoraggio del rischio sistemico apparivano, almeno *prima facie*, rivestire carattere se non assorbente, comunque preponderante¹⁶¹.

¹⁶⁰ Per le altre iniziative legislative intraprese nello stesso torno di tempo, sulle quali non si intende qui indugiare, in quanto scarsamente significative ai fini della presente analisi, v. ORRICK, HERRINGTON & SUTCLIFFE LLP, *Proposed Hedge Fund and Private Equity Fund Regulation*, February 12, 2009, pp. 4, 5, disponibile all’indirizzo www.orrick.com; nonché PAGLIARI, *Reforming the US financial architecture: the regulation of derivatives, rating agencies, and hedge funds*, Foundation for European Progressive Studies Working Paper, January 2010, reperibile all’indirizzo hht://europeanforfinancialreforms.org, p. 65 ss.

¹⁶¹ Anzi, leggendo la relazione introduttiva dei proponenti senatori Levin e Grassley (quest’ultimo, come si ricorderà, già proponente del *The Hedge Fund Registration Act of 2007*: v. *supra*, par. 5, nota n. 134), si ha quasi l’impressione che i profili relativi alla tutela dell’investitore ed alla integrità dei mercati, sebbene espressamente menzionati, fossero stati presi in considerazione in maniera, per dir così, ancillare rispetto alle esigenze di monitoraggio del rischio posto dagli *hedge funds* a livello sistemico: v. LEVIN e GRASSELY, *Senate Floor Speech Introduction of the Hedge Fund Transparency Act*, January 29, 2009, reperibile sul sito internet dello stesso Levin, www.levin.senate.gov. A differenza delle precedenti iniziative, dalle quali, come si è visto, erano venute emergendo proposte e modelli di *regolamentazione indiretta* o *semi-diretta* degli *hedge funds*, l’HFTA non mirava né a monitorare la loro operatività tramite la vigilanza su *prime brokers* ed altre controparti, né a richiedere al *fund manager* la registrazione sotto l’IAA, ma, piuttosto, era diretto ad assoggettare lo stesso veicolo *hedge* ad obblighi di registrazione e *disclosure*. L’HFTA, dunque, spostava l’attenzione dal *prime broker* e dal *fund manager* al fondo in sé, mutando anche la base della regolamentazione, che non era più quella propria delle controparti vigilate o l’IAA, ma l’ICA. Ciò nonostante, non sembra comunque possibile sostenere che quello portato dall’HFTA fosse, secondo la classificazione proposta nel presente contributo, un vero e proprio modello di *regolamentazione diretta* degli *hedge funds*. In base alle nuove disposizioni, infatti, gli *hedge funds* avrebbero sì assunto assunto, a differenza di quanto avveniva secondo la normativa vigente (v. *supra*, par. 3), la qualifica di *investment companies* ai sensi dell’ICA, ma, purché fossero rispettate le prescrizioni di cui venivano contestualmente resi destinatari, sarebbero rimasti sottratti alla copiosa disciplina prudenziale dettata per *mutual funds* ed altri prodotti *retail*. Dal punto di vista tecnico, tale risultato veniva conseguito tramite lo “spostamento” dei paragrafi (c)(1) e (c)(7) dalla *Section 3* alla *Section 6* dell’ICA, vale a dire dalla disposizione che definisce ciò che rientra e ciò che esula dalla nozione *investment company* ai sensi di tale legge, alla disposizione che individua i veicoli che, pur assumendo la qualifica di *investment companies*, vengono comunque sottratti alla disciplina generale dell’ICA, con contestuale determinazione delle condizioni al cui rispetto è subordinata tale esenzione. L’obiettivo non era, dunque, quello di limitare, tramite nuove regole, l’ampia libertà operativa propria dei fondi *hedge*, quanto, piuttosto, quello di sottoporli, una volta ri-qualificati come *investment companies*, ad una penetrante vigilanza da parte della SEC. Più in dettaglio, ai fondi con AUM superiore a 50 milioni di dollari veniva imposto di: *i*) registrarsi presso la SEC; *ii*) predisporre e conservare le scritture ed i libri contabili stabiliti dalla SEC; *iii*) cooperare con la SEC in caso di richiesta di informazioni e di ispezione da parte di questa; *iv*) inoltrare alla SEC, con ricorrenza almeno annuale, una serie di informazioni in merito a: a) i dati identificativi del gestore del fondo; b) qualsiasi società che partecipante al fondo; c) il *prime broker* utilizzato dal fondo; d) la struttura proprietaria del fondo; e) l’esistenza di eventuali ulteriori legami tra il fondo ed altre istituzioni finanziarie; f) l’ammontare minimo dell’investimento richiesto per l’ingresso nel fondo ed il numero complessivo degli investitori partecipanti; g) il valore corrente delle attività del fondo (*Section 2(b)(2)* HFTA). Sebbene i senatori proponenti, come già accennato, avessero enfaticamente posto l’accento sull’esigenza del controllo del rischio

Tra le iniziative sino ad allora intraprese, l'HFTA rappresentava sicuramente quella dotata di maggiore organicità, e non può escludersi che, con un'adeguata opera di implementazione da parte della SEC¹⁶², esso avrebbe potuto produrre effetti di un certo rilievo. Ma, parimenti a quanto accaduto con le precedenti proposte legislative, esso non è giunto alla prova dei fatti, non essendo mai stato approvato.

I tempi per una regolamentazione degli *hedge funds* erano però maturi.

Infatti, nell'ambito del nuovo ciclo economico-politico della regolamentazione finanziaria avviato dalla CFG¹⁶³, in cui l'obiettivo primario di *policymakers* e *regulators* è tornato ad essere quello della stabilità dei sistemi finanziari internazionali, l'accordo politico sulla scelta di condurre gli *hedge funds* – e

sistemico, ad una più attenta analisi, le previsioni dell'HFTA rivelavano una portata più ampia, risultando atte a perseguire anche finalità di protezione degli investitori. Ciò valeva, innanzitutto, per la previsione riportata *supra, sub iv*), lett. f). Infatti, la conoscenza del taglio minimo delle quote di investimento e del numero degli investitori era probabilmente stata concepita quale misura diretta ad agevolare un'opera di continuo monitoraggio della *retailization* del settore da parte della SEC. A fronteggiare il fenomeno della *retailization* mirava, in secondo luogo, anche quell'altra disposizione (*Section 2(b)(1)* HFTA) che, innovando rispetto al regime previgente, avrebbe introdotto un obbligo di "look-through" ai fondi ex *Section 3(c)(7)* ICA, imponendo loro la verifica del possesso della qualità di *qualified purchaser* direttamente in capo ai titolari di partecipazioni nell'ente che detenesse il 10% o più delle *voting securities* del fondo in questione, ove tale ente fosse, a sua volta, un fondo ex *Section 3(c)(1)* ICA. L'obiettivo era, evidentemente, quello di porre certi limiti alla capacità di investimento in fondi ex *Section 3(c)(7)* da parte di un fondo di fondi costituito ex *Section 3(c)(1)*. Inoltre, nonostante il fatto che le previsioni dell'HFTA non introducessero alcuna norma (ad. es. obblighi di trasparenza) a diretta tutela degli investitori, l'aver ricompreso gli *hedge funds* nel perimetro della nozione di *investment company* di cui all'ICA e l'averli resi destinatari dell'obbligo di registrazione ai sensi di questa legge, avrebbe prodotto la rilevante conseguenza di rendere i loro gestori non più in grado di beneficiare della *private adviser exemption* di cui alla *Section 203(b)(3)* dell'IAA. Questa, infatti, come già si è avuto modo di spiegare (*supra, par. 3*, ivi alla nota n. 82), annoverava tra le sue condizioni il fatto che l'attività di *investment adviser* non fosse svolta a favore di una *registered investment company*, quale invece sarebbe per l'appunto diventato un *hedge fund* in base alle previsioni dell'HFTA. Di conseguenza, i gestori di *hedge funds* sarebbero stati a loro volta obbligati alla registrazione presso ai sensi dell'IAA, e, in questo modo, avrebbero dovuto prestare osservanza alle regole di condotta che quest'ultima legge stabilisce a tutela dei clienti. Per ulteriori ragguagli in merito all'HFTA, cfr., oltre al già citato contributo di PAGLIARI, *Reforming the US financial architecture*, cit., pp. 65, 66; KRUG, *The Hedge Fund Transparency Act of 2009*, Berkeley Center for Law, Business and the Economy White Paper, disponibile all'indirizzo www.ssrn.com, *passim*; e BURCHI, *La sfida della regolamentazione nel settore degli hedge funds*, in *Bancaria*, 9, 2010, p. 65 ss.

¹⁶² L'HFTA conteneva, infatti, una norma che dotava la SEC di un'ampia competenza regolamentare, la quale avrebbe permesso alla stessa Commissione di imporre agli *hedge funds* obbligazioni ulteriori rispetto a quelle direttamente promananti dalla fonte primaria al fine di attuare il livello di vigilanza ritenuto appropriato tanto a difesa del sistema finanziario, quanto per finalità di protezione degli investitori. V., al riguardo, KRUG, *The Hedge Fund Transparency Act*, cit., p. 3, la quale in tale disposizione individuava la più rilevante tra le norme dell'HTFA.

¹⁶³ Ci si avvale qui dell'espressione usata da FERRI e D'APICE, *Crisi finanziarie*, cit., p. 11, ai quali si rinvia per una più meditata riflessione in merito alla ridefinizione dei macro-obiettivi di politica legislativa a seguito della CFG. Sul punto v. anche *supra, par. 1*, alla nota n. 20.

quelli “*systemically important*” in modo particolare¹⁶⁴ – nel perimetro delle attività finanziarie da assoggettare ad una regolamentazione pubblica ben più stringente che in passato, è stato raggiunto in sede di G-20, ove si è per l'appunto convenuto che “*hedge funds or their managers will be registered and will be required to disclose appropriate information on an ongoing basis to supervisors or regulators, including on their leverage, necessary for assessment of the systemic risks that they pose individually or collectively*”¹⁶⁵.

¹⁶⁴ Cfr. G-20, *The Global Plan for Recovery and Reform*, London Summit, April 2, 2009, Final Communiqué, p. 4: “In particular we agree [...] to extend regulation and oversight to all systemically important financial institutions, instruments and markets. This will include, for the first time, systemically important hedge funds”.

¹⁶⁵ G-20, *Final Declaration*, London Summit, April 2, 2009, p. 3. La notazione è utile anche nella misura in cui permette di identificare l'origine sovranazionale del carattere prioritario che l'obiettivo di monitoraggio del rischio sistemico assume nell'economia complessiva dei due testi di legge – DFA e AIFMD – adottati sulle due sponde dell'Atlantico per tradurre in norma giuridica cogente i contenuti dell'accordo politico. Ed è sempre alla luce del perseguimento della finalità di controllo dei rischi che i fondi *hedge* potrebbero veicolare verso altri operatori e mercati che è possibile spiegare perché, in quello stesso consesso internazionale, si sia ulteriormente stabilito che: *i*) “[w]here appropriate, registration should be subject to a minimum size”; *ii*) “[t]hey will be subject to oversight to ensure that they have adequate risk management”; e che *iii*) “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”. Tanto premesso, prima di procedere ad una più dettagliata analisi del dato tecnico-normativo, può essere interessante evidenziare una serie di fattori che hanno condizionato il negoziato politico di cui si sta ora discorrendo. E’ infatti possibile rilevare come, a partire dal *Communiqué* rilasciato a margine della riunione dei Ministri finanziari e dei banchieri centrali dei Paesi del G-20 a Busan il 5 giugno 2010 (G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors, *Communiqué*, Busan, June 5, 2010), e poi nel *Leaders’ Statement* emesso in occasione del G-20 di Toronto del 26-27 giugno 2010 (G-20, *Final Declaration*, Toronto Summit, June 26-27, 2010, p. 19), l'accordo su di una nuova regolamentazione degli *hedge funds* sia stato ribadito sotto l'espressa condizione che l'obiettivo venisse perseguito “*in an internationally consistent and non discriminatory way*”. Tali precisazioni nascevano dalle forti preoccupazioni espresse dagli Stati Uniti e dal Regno Unito nei confronti della proposta di Direttiva sui gestori di fondi alternativi presentata dalla Commissione Europea dopo il vertice del G-20 di Londra (EUROPEAN COMMISSION, *Proposal for a Directive on Alternative Investment Fund Managers*, COM(2009) 207 final, April 30, 2009). Infatti, sin dalla sua comparsa, tale proposta – la quale rifletteva principalmente i *desiderata* di Francia e Germania – ha suscitato dure reazioni da parte di coloro i quali, tra le righe di un testo legislativo alquanto complesso, scorgevano chiara la volontà politica di adottare misure di tipo “protezionistico”, sostanzialmente volte a restringere la commerciabilità di quote di fondi *hedge* non-UE (gestiti da *managers* UE o non-UE) presso gli investitori comunitari: v. SCHAAP, *G20 Calls for Non-Discriminatory Hedge Funds Regs*, June 7, 2010, in <http://news.hedgefund.net>; ed AKESSON, *EU Should Not Diverge from G20 Path on Hedge Fund Regulation*, April 23, 2010, in www.hedgeco.net/blogs. Le reazioni politiche non tardarono perciò a manifestarsi. Il Segretario del Tesoro Usa, Tim Geithner, infatti, tramite due lettere inviate ai *policymakers* europei, espresse ufficialmente le proprie preoccupazioni in merito agli indesiderabili effetti che, a suo dire, sarebbero scaturiti dall'approvazione di quella normativa in punto di accesso e permanenza dei fondi americani sul mercato europeo. Le rimostranze statunitensi hanno in seguito trovato condivisione da parte del Cancelliere dello Schacchiere, George Osborne, il quale ha a sua volta espresso perplessità in merito alle restrizioni alla commerciabilità *cross-border* previste dalla bozza di Direttiva per i fondi extra-UE: cfr. PARKER, *Hedge Funds Win G20 support*, in *Financial Times*, Online edition, June 7, 2010, www.ft.com. L'atteggiamento assunto nel corso dei lavori

Alle generiche indicazioni di principio contenute nell'accordo raggiunto in sede politica hanno fatto seguito, sul piano tecnico, gli *high level principles* elaborati dalla IOSCO¹⁶⁶, in base ai quali si è previsto:

- (i) l'introduzione dell'obbligo registrazione per gli *hedge funds* e/o per i loro gestori;
- (ii) l'assoggettamento del *fund manager* ad una disciplina fatta di (a) *standards* di tipo organizzativo ed operativo; (b) regole di condotta e sui conflitti d'interesse; (c) obblighi di *disclosure* verso gli investitori; (d) regole di natura prudenziale;
- (iii) il contemporaneo assoggettamento a regolamentazione, per quanto specialmente riguarda strutture deputate al *counterparty credit-risk management*, di *prime brokers* ed altre istituzioni coinvolte in attività di *funding* in favore degli *hedge funds*;

preparatori della AIFMD dagli Stati Uniti e dal Regno Unito – da sempre particolarmente attenti a mantenere alto il livello di competitività delle rispettive industrie e piazze finanziarie, diversamente da quelle che sono invece le preferenze di altri paesi che, come la Germania e la Francia, viceversa, non hanno l'ambizione (e probabilmente neppure la pretesa) di primeggiare come possibili sedi di localizzazione di certe forme di *business* nel contesto di mercati finanziari globali – mostra tutte le difficoltà che tipicamente ostacolano il processo di armonizzazione transnazionale della regolamentazione finanziaria, il quale si trova a dover fare i conti con preferenze ed incentivi che sono diversi per i vari soggetti politici che partecipano alla negoziazione delle nuove regole, fino al punto di poter dar luogo a fenomeni di vera e propria “cattura” dei *regulators*, i quali possono essere indotti a preferire la creazione di ambienti normativi che favoriscano la competizione anziché l'armonizzazione. Una prospettiva questa che non può certo essere sottovalutata se certa letteratura internazionale attribuisce proprio a dinamiche di questo tipo il fallimento dei vari tentativi di regolamentazione dell'industria degli *hedge funds* alla fine degli anni '90 ed il *favor* espresso a favore di un sistema sostanzialmente imperniato sulla *self-regulation* negli anni immediatamente successivi: cfr., in questo senso, FIORETOS, *Capital diversity*, cit., p. 697 ss. Sulla *regulatory competition* quale ipotesi di “cattura” dei regolatori v. anche ENGERT, *Transnational*, cit., p. 362 ss.

¹⁶⁶ IOSCO, *Hedge Funds Oversight*, Final Report, June 2009. Questo documento fa seguito ad un precedente Consultation Report (IOSCO, *Hedge Funds Oversight*, Consultation Report, March 2009) nel quale sono state discusse le varie sfide regolamentari poste dagli *hedge funds*. In particolare, “[i]t focused on the recent financial crisis and issues around systemic risk but also touched on on-going regulatory concerns regarding hedge funds, including investor protection and market integrity issues”, ossia su tutti e tre i già segnalati profili di *policy* che hanno animato il dibattito post-CFG circa la regolamentazione da destinare all'industria dei fondi *hedge*: v. *supra*, note nn. 156-158 e testo corrispondente. Le raccomandazioni provenienti dalla IOSCO muovono dalla convinzione che “the recent financial crisis is not actually a “hedge fund crisis””, pur riconoscendosi che “the activities of hedge funds may have amplified the consequences of the crisis. This occurred, for instance, because of the need for hedge funds (along with many other market participants) to quickly unwind positions because of liquidity restrictions in meeting margin calls or significant requests for redemption by investors”. Nel far propria, dunque, quella che si è vista essere la concezione attualmente dominante circa il ruolo giocato dagli *hedge funds* nel contesto della CFG degli scorsi anni (v. *supra*, note nn. 147-149 e testo corrispondente), la IOSCO ha raccomandato “[a] balanced and measured approach to regulating hedge fund activity”, in modo da rendere possibile il contemperamento tra l'esigenza di conservare i benefici associabili alla loro presenza sui mercati finanziari globali (“[h]edge funds can provide liquidity, price efficiency, and risk distribution, can contribute to the further global integration of financial markets and can offer diversification benefits”) e quella di mitigare i rischi che, a fronte di tali benefici, la loro operatività può, in talune circostanze, ingenerare.

- (iv) il coinvolgimento “cumulativo” dei suindicati soggetti (*hedge fund advisers* e *prime brokers*) nell’attività di trasmissione delle informazioni e dei dati rilevanti ai fini dell’apprezzamento da parte delle autorità di vigilanza dei fattori rilevanti ai fini sistemici¹⁶⁷.

Alla luce delle considerazioni svolte nei paragrafi precedenti, dovrebbero risultare immediatamente evidenti le novità che caratterizzano il nuovo approccio alla regolamentazione degli *hedge funds*.

In primo luogo, il modello della *regolamentazione semi-diretta via fund manager* viene ad assolvere, a differenza che in passato¹⁶⁸, non solo finalità di protezione dell’investitore¹⁶⁹, ma altresì finalità di monitoraggio del rischio sistemico¹⁷⁰, in ciò affiancandosi al modello della *regolamentazione indiretta via prime broker*, che pur viene mantenuto¹⁷¹. Nella consapevolezza, probabilmente, di tutta una serie di evidenze portate dall’esperienza pregressa¹⁷², nella

¹⁶⁷ V. IOSCO, *Hedge Funds Oversight*, Final Report, cit., p. 8 ss. L’elenco è completato da altri due principi, i quali, rispetto ai fini della presente analisi, appaiono di più marginale rilevanza e che, per ciò, ci si limita semplicemente a richiamare: “v) Regulators should encourage and take account of the development, implementation and convergence of industry good practices, where appropriate; vi) Regulators should have the authority to co-operate and share information, where appropriate, with each other, in order to facilitate efficient and effective oversight of globally active managers/advisers and/or funds and to help identify systemic risks, market integrity and other risks arising from the activities or exposures of hedge funds with a view to mitigating such risks across borders”.

¹⁶⁸ Il riferimento è, essenzialmente, al regolamento SEC del 2004 (*supra*, par. 4, note nn. 118-124 e testo corrispondente), al quale erano certamente estranee finalità di controllo dei fattori di rischio sistemico associabili all’operatività dei fondi *hedge*. Conformemente, sul punto, CHAN *et al.*, *Do Hedge Funds Increase Systemic Risk?*, cit. p. 51.

¹⁶⁹ Principio ii) lett. a), b) e c).

¹⁷⁰ Principio iv).

¹⁷¹ Principi iii) e iv).

¹⁷² Come si è avuto modo di illustrare (*supra*, par. 4), sin dalla vicenda del quasi-collasso di LTCM si è presa coscienza del fatto che uno dei principali canali tramite cui i fondi *hedge* rischiano arrecare minaccia alla stabilità dei sistemi finanziari è rappresentata dalle controparti con cui essi si trovano ad operare e, tra queste, primi per importanza, vi sono i *prime brokers*, dei cui importanti servizi gli *hedge funds* necessitano per implementare le proprie strategie d’investimento. Si è altresì avuto modo di constatare come proprio nei *prime brokers* i *regulators* abbiano in passato individuato i soggetti collocati nella migliore posizione e muniti dei più adeguati incentivi per monitorare e tenere sotto freno l’eventuale eccessiva assunzione di rischio da parte degli *hedge funds* con cui interagiscono. Per dirla in altri termini, nel corso dell’era Greenspaniana, la convinzione che ha a lungo determinato lo stesso modo d’essere della *regulatory philosophy* è stata quella di poter fare certo affidamento su di un sistema di incentivi virtuosi e spontanei che, nascendo dalle relazioni che si instaurano sul libero mercato, portano alla creazione di regole e vincoli il cui rispetto ciascun operatore, agendo ad egoistica tutela dei propri interessi, è in grado di esigere dagli altri. Tuttavia, la concezione che portava a vedere nelle grandi *investment banks* attive sul mercato globale dei servizi di *prime brokerage* i primi e più attenti *watchdogs* dell’operato degli *hedge funds*, sottostimava gravi criticità ed inefficienze del modello di (auto-)regolamentazione che gli stessi *regulators* avevano sponsorizzato e, in vario modo, supportato. Alla luce dell’esperienza applicativa, confutabile ne risulta, infatti, il suo stesso postulato di base, ossia l’idea che il *prime broker*, in virtù della forza contrattuale sua propria, sia in grado di entrare in possesso di tutte le informazioni sulle posizioni e sulle strategie di *trading* degli *hedge funds* di cui abbisogna per valutare l’esatto livello del rischio di controparte, potendo così operarne una corretta “prezzatura”. Questa schematizzazione ideal-tipica dimentica, in primo luogo, che le

strategie di investimento sono la vera fonte di “valore aggiunto” di un *hedge fund* e che, giusta la loro estrema complessità, per comprenderne pienamente il rischio, occorrerebbe conoscere in maniera molto approfondita la struttura del portafoglio gestito dall'*adviser*. Ma, per importante che sia l'accesso ai servizi di *prime brokerage*, un *hedge fund* sarà tutt'altro che disposto a svelare al “mercato” – ossia alle controparti che, nella concezione teorica in oggetto, dovrebbero monitorarne l'operato – tali informazioni. Nel *prime broker*, infatti, l'*hedge fund* trova spesso non solo il prestatore di importanti servizi, ma anche un potenziale concorrente, ossia un soggetto che, disponendo sostanzialmente della sua stessa libertà operativa, tramite le proprie divisioni di *proprietary trading* è spesso presente ed opera sugli stessi mercati in cui è attivo l'*hedge fund* cliente. In altri termini, pur ammettendo che il modello della *regolamentazione indiretta tramite prime broker* possa funzionare spontaneamente, e che l'intermediario regolato (*prime broker*) riesca ad ottenere dall'intermediario “ombra” (*hedge fund*) le informazioni di cui necessita per monitorare adeguatamente il rischio di credito di controparte, il risultato – paradossale in termini di obiettivi di *policy* – sarebbe il pericolo di una amplificazione, anziché di un contenimento, dei fattori di rischio sistemico in conseguenza della possibile ingenerazione di fenomeni di *herding behavior* e di *crowded trades*. Il che porta a dover decisamente respingere quelle proposte provenienti da certi settori della letteratura (cfr., ad es., JONNA, *In Search of Market Discipline*, cit., pp. 1016, 1025 ss.) volte a subordinare per via imperativa l'accesso ai servizi di *prime brokerage* ed alla leva finanziaria alla *disclosure* di adeguate informazioni da parte dell'*hedge fund*: consegnare ad una delle grandi *investment bank* che dominano il mercato globale dei servizi di *prime brokerage* le informazioni relative alle strategie di investimento seguite dagli *hedge funds*, sarebbe un pò come voler proteggere l'agnello nascondendolo nella tana del lupo. Del resto, la naturale tendenza dei *fund managers* a proteggere la riservatezza delle proprie tecniche di *trading*, spiega perché – lungi da corrispondere all'efficienza del modello ipotizzato – la realtà abbia mostrato una elevata opacità delle gestioni *hedge* anche nei confronti delle stesse banche che prestano servizi di *prime brokerage* al settore: cfr., sul punto, le osservazioni di GEITHNER, *Hedge Funds and Derivatives and Their Implications for the Financial System*, Remarks at the Distinguished Lecture sponsored by the Hong Kong Monetary Authority and Hong Kong Association of Banks, September 15, 2006, s.p. Anzi, la necessità di mantenere riservate le informazioni di carattere “proprietario” ha progressivamente indotto gli *hedge funds* ad approvvigionarsi dei servizi di una pluralità *prime brokers*, in modo che nessuno di questi sia in condizione di conoscere troppo delle attività del fondo. Dal che, intuitivamente, consegue non solo un indebolimento dell'effettiva capacità di monitoraggio del rischio di controparte ad opera del singolo intermediario che con l'*hedge fund* interagisce, bensì anche la vanificazione del vantaggio pratico spesso associato all'idea della *regolamentazione indiretta tramite prime broker*, ossia la possibilità di fare di un numero relativamente ridotto di intermediari finanziari già soggetti a supervisione la *proxy* tra il rischio sistemico promanante dal comparto *hedge funds* e le autorità di vigilanza, le quali si troverebbero a questo punto a dover piuttosto raccogliere e valutare informazioni provenienti in maniera frammentata da una molteplicità disparata di fonti. Né sarebbe opportuno imporre o incentivare gli *hedge funds* a concentrare la domanda dei servizi di *prime brokerage* verso un unico intermediario: è difficile sostenere, infatti, che la concentrazione che ne deriverebbe in punto di rischio operativo e di controparte sarebbe adeguatamente compensata da una superiore qualità dei flussi informativi dal fondo al *prime broker* e da questi all'autorità di vigilanza. Anzi, proprio l'esperienza maturata nel corso della CFG e, in particolare, le difficoltà che molti *hedge funds* hanno sperimentato a seguito del fallimento di *Lehman Brothers*, sembra stia inducendo anche quei fondi che erano soliti avvalersi dei servizi di un unico *prime broker* a rivolgersi a più intermediari, al fine di frazionare e differenziare il rischio operativo e di controparte: in argomento cfr. le osservazioni di SHALABY, *The End of The Single Prime Broker Model*, September 30, 2008, in www.advancetrading.com; e KAAL, *Hedge Fund Regulation*, cit., pp. 459, 460. Un trend apprezzabile e da non disincentivare, dal momento che – come per lo più si tende oggi a rilevare – nel rapporto tra *hedge funds* e *prime brokers*, in ragione dell'alto livello

regolamentazione sugli *hedge funds* nata dalla CFG, l'idea della sufficienza di una loro supervisione da attuarsi tramite la (sola) vigilanza sulle (*rectius*, tramite gli incentivi che si presumeva avessero le) principali controparti di mercato, sembra in effetti definitivamente tramontata. Ed il superamento dell'idea di una regolamentazione essenzialmente affidata allo spontaneo operare delle cc.dd. discipline di mercato si è per l'appunto tradotta, come poco sopra si accennava, nell'affiancamento del modello della *regolamentazione semi-diretta via fund manager* a quello della *regolamentazione indiretta via prime broker*, con contestuale rimodulazione del primo di tali modelli di disciplina in modo tale che esso risulti adesso capace di soddisfare anche – ed anzi soprattutto – obiettivi di monitoraggio del rischio sistemico. Si tratta di una scelta che, nelle intenzioni dei *regulators*, dovrebbe consentire una supervisione globale su tutti i fondi affidati alla gestione di uno stesso *fund operator*, vale a dire la creazione di un referente unico per le *authorities*, nella speranza che la vigilanza sul *money manager* favorisca un sistema di più puntuale rilevazione di quegli elementi di rischio potenzialmente capaci di propagarsi a livello di sistema. Il *fund manager* diventa così il soggetto tenuto a fornire alle autorità di vigilanza le informazioni relative ai veicoli in gestione di cui queste abbisognano allo scopo di monitorare i possibili fattori di rischio sistemicamente rilevanti¹⁷³.

In secondo luogo – e trattasi, invero, della più rilevante novità – nel nuovo *framework* regolamentare, sempre allo scopo di garantire adeguati presidi normativi di controllo dei possibili fattori di rischio sistemico, si fa strada la possibilità (fino ad oggi decisamente avversata) di introdurre anche una *regolamentazione diretta* degli *hedge funds*, ossia una disciplina di tipo prudenziale operante direttamente a livello del *veicolo d'investimento*¹⁷⁴ e congegnata in modo tale da limitare, tramite prescrizioni imperative prima

di interconnessione che caratterizza l'attuale sistema di intermediazione finanziaria a livello globale, la trasmissione di *shocks* di potenziale impatto sistemico potrebbe verificarsi in entrambe le direzioni: le difficoltà di un *hedge fund* possono trasmettersi al *prime broker* e, da questi, ad altri operatori (caso *Bearn Stearns*); così come le difficoltà di un *prime broker* possono impattare negativamente gli *hedge funds*, i quali possono così trovarsi costretti a dismettere rapidamente consistenti posizioni in portafoglio, così contribuendo all'aggravamento della situazione generale (caso *Lehman Brothers*). Tutto ciò al netto delle ulteriori preoccupazioni nascenti dal fatto che le cc.dd. discipline di mercato spesso rischiano di non funzionare correttamente, generando, esattamente al contrario di quanto si ipotizzava, un sistema di incentivi perversi, così compromettendo il ruolo di *gatekeeper* che ai *prime brokers* si pretenderebbe di attribuire (v. quanto già si diceva *supra*, par. 4, ivi nota n. 99, in fine).

¹⁷³ Cfr. IOSCO, *Hedge Funds Oversight*, Final Report, cit., p. 10 ss., part. i parr. 29, 30, 46, 48.

¹⁷⁴ Si inizia dunque a parlare di una *prudential regulation* degli *hedge funds*: cfr. IOSCO, *Hedge Funds Oversight*, Final Report, cit., p. 12, parr. 37 e 38 (ma al riguardo si v. le opportune precisazioni contenute nella nota successiva). In argomento cfr. pure BOLLEN, *Setting international regulatory standards, part 2*, cit., p. 37, il quale, dopo aver passato in rassegna gli *high level principles* formulati dalla IOSCO, coglie nel nuovo sistema di regole nato dalla CFG l'operatività combinata dei diversi modelli di disciplina, rilevando come “[c]urrent hedge fund regulatory regimes tend to operate through a combination of direct registration and supervision of hedge funds and / or hedge fund managers and of hedge fund counterparties (such as banks)”. Analoga valutazione si ritrova anche in KAAL, *Hedge Fund Regulation*, cit., p. 400. A favore di una regolamentazione prudenziale dei fondi *hedge* sistemicamente rilevanti si era altresì espresso il Gruppo dei Trenta nel documento contenente le raccomandazioni formulate per rimediare alle debolezze della regolamentazione finanziaria evidenziate dalla CFG: cfr. GROUP OF THIRTY, *Financial Reform: A Framework for Financial Stability*, January 2009, p. 31, *Recommendation 4c*.

inesistenti ed al ricorrere di certi presupposti, la totale libertà operativa di cui il veicolo *hedge* ha, quasi per definizione, sino ad oggi goduto¹⁷⁵.

Le scelte di principio concordate a livello internazionale sono state recepite dal legislatore statunitense nel DFA, promulgato dal Presidente Obama il 21 luglio 2010, ed è proprio di queste regole che ci si deve ora occupare.

¹⁷⁵ Come già si è rilevato, è il Principio i) a disegnare, anzitutto, l'alternativa di una disciplina operante sulla base della registrazione del fondo, del gestore del fondo ovvero di entrambi. Nel *report* si legge, infatti, che “[s]ome IOSCO Technical Committee members would favour the introduction of regulatory requirements at the level of the funds themselves to facilitate obtaining fund specific information and to get an overall picture of the risks posed by the funds. Such a direct regulation at the fund level could involve a registration/authorisation of the fund as well as on-going supervision of the fund. Whether this additional layer of regulation is required to address systemic and market integrity risks will reflect local conditions and industry structure. A variety of approaches to regulation are possible, but the important point to note is that the regulatory system should set standards for the authorisation/registration and the regulation of those who wish to operate hedge funds (managers/advisers) (and/or – where relevant – for the registration of the fund)” (IOSCO, *Hedge Funds Oversight*, Final Report, cit., p. 9, par. 25). Nonostante questa premessa, il documento della IOSCO è, in verità, per massima parte diretto a definire la disciplina che dovrebbe interessare il *fund manager* più che il fondo in sé. Ciò trova spiegazione, probabilmente, in due ordini di ragioni. Innanzitutto, tale scelta può essere conseguenza della volontà di non distaccarsi troppo dai riscontri ricevuti da parte degli operatori di mercato durante la precedente fase di consultazione. La IOSCO nota, infatti, che “the majority of respondents favoured the alternative of directly regulating hedge fund managers, rather than the hedge fund themselves”, e che, inoltre, “[f]or some respondents, regulation of hedge funds should not confine the flexibility of hedge funds in terms of investment strategies or eligible assets” (IOSCO, *Hedge Funds Oversight*, Final Report, cit., pp. 19, 21). In secondo luogo, pur sponsorizzando l'adozione di una regolamentazione di tipo “*risk-based*” per gli operatori “*systemically important*”, la IOSCO è tuttavia costretta a rilevare che “[n]ot all IOSCO members are prudential regulators”, sul punto perciò limitandosi ad osservare che “further work should be undertaken with other standard setters and regulators to further develop this principle at a global level” (IOSCO, *Hedge Funds Oversight*, Final Report, cit., pp. 9, 12, parr. 27 e 38). Il che è avvenuto a livello di Joint Forum, organismo che ricomprende tanto gli *standard setters* del settore bancario, quanto quelli dei settori assicurativo e del mercato mobiliare: cfr. JOINT FORUM, *Review of the Differentiated Nature and Scope of Financial Regulation: Key Issues and Recommendations*, January 2010, p. 53 ss. In questo documento – al capitolo 4, interamente dedicato agli *hedge funds* – le sollecitazioni provenienti dalla IOSCO hanno trovato più puntuale riscontro. Si è ad es. rilevato che “[i]mposing capital requirements on a fund operator (which is a legally distinct entity from the hedge fund) may not cover systemic risk stemming from the fund itself”; e che, pertanto, “[f]rom a systemic risk perspective, regulators may want to consider [...] imposing capital adequacy requirements upon a financial entity whose combination of size, nature, leverage (including off-balance sheet exposures) and interconnectedness could pose a threat to financial stability if it failed”. A base di ciò la constatazione per cui “the recent crisis showed that hedge funds may pose systemic risks that may not be controlled solely by organisational and risk management tools. Therefore, other tools may be necessary, including: haircuts and margin requirements [...]; redemption gates [...]; limits to borrowing and overall fund financial exposure [...]; limiting leverage [...]; risk-based capital ratios”. E, a ben vedere, anche questa *regolamentazione diretta*, di tipo prudenziale del veicolo *hedge* affonda le sue radici nel venir meno della fede nell'efficiente funzionamento di mercati finanziari che si autoregolano, se è vero che la sua adozione è stata giustificata dall'esigenza di “reduce systemic risks that, due to externalities, information asymmetries and lack of adequate private incentives, individual market participants would not limit satisfactorily”.

7.1.– Il provvedimento, nella sua impressionante mole¹⁷⁶, esprime l'ambizioso piano intrapreso dall'amministrazione Obama di attuare una riforma trasversale del sistema finanziario statunitense, ossia una riforma che sia ad un tempo volta a ripensare profondamente le regole vigenti per tutti quei settori più direttamente coinvolti nel collasso del 2008 e ad affrontare le criticità di sistema ritenute all'origine di esso¹⁷⁷.

¹⁷⁶ Le dimensioni del DFA (848 pagine) non hanno precedenti nella storia della legislazione statunitense. Inoltre, la "mostruosa" complessità degli ingranaggi da far funzionare per coordinare le attività di *studying* e di *rule-making* rimesse alla vasta schiera di agenzie federali chiamate a portarne a termine l'implementazione, ha recentemente condotto la stampa specialistica a ribattezzarlo, con formula assai efficace, come "*Dodd-Frankenstein*" ed a vedere in esso una "legge troppo grande per non fallire": cfr. *The Dodd-Frank act: Too big not to fail. Flaws in the confused, bloated law passed in the aftermath of America's financial crisis become ever more apparent*, in *The Economist - Print edition*, February 18, 2012, ma disponibile anche *online* all'indirizzo www.economist.com.

¹⁷⁷ Il DFA è la legge di regolamentazione del sistema finanziario di più ampia portata che gli Stati Uniti abbiano conosciuto sin dai tempi della Grande Depressione. Non sorprende, pertanto, che la letteratura formatasi sul tema abbia già raggiunto una mole cospicua. Tra le opere più significative sin ora pubblicate, possono segnalarsi, oltre al già citato volume di SKEEL JR., *The New Financial Deal*, cit., *passim*; anche ACHARYA *et alt.* (a cura di), *Regulating Wall Street*, cit., *passim*. Degli stessi autori., cfr. ora anche le riflessioni raccolte in *Id.*, *Dodd-Frank: One Year on*, disponibile all'indirizzo www.voxeu.org. Per una più essenziale rassegna dei contenuti della legge v., invece, MURDOCK, *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; FEIN, *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*; e CLUCHEY, *The Financial Crisis and the Response of the United States: Will Dodd Frank Protect us from the Next Crisis?*, tutti reperibili sul sito www.ssrn.com. Per la letteratura italiana v., invece, PACELLA, *La riforma*, cit., p. 224 ss.; MOLINARI, *Basilea zero*, cit., p. 174 ss.; e COLOMBINI, *La crisi finanziaria e la riforma Obama*, in *Riv. trim. dir. econ.*, III, 2010, p. 201 ss., disponibile all'indirizzo www.rtde.luiss.it. Un esaustivo commento del testo normativo può poi rinvenirsi in SKADDEN, ARPS, SLATE, MEAGHER & FLOM LLP & AFFILIATES, *The Dodd-Frank Act: Commentary and Insights*, reperibile all'indirizzo www.skadden.com. Giusta l'importanza del provvedimento, il momento storico in cui esso ha visto la luce, le ambizioni in esso riposte e la estrema complessità dei tanti temi affrontati, era inevitabile che nei commenti formulati a margine del DFA venissero fatti emergere i più disparati possibili difetti del testo legislativo e sollevati numerosi dubbi in merito alla sua effettiva capacità a garantire i risultati promessi. Ma, allo stato attuale, al di là delle (inevitabili?) imperfezioni osservate sul piano tecnico, vi sono analisi che hanno rilevato debolezze ben più profonde, che rischiano di scuotere le stesse fondamenta politiche alla base di questo complesso progetto di ingegneria legislativa. Il riferimento è allo stimolante lavoro di COFFEE JR., *The Political Economy of Dodd-Frank: Why Financial Reform Tends to be Frustrated and Systemic Risk Perpetuated*, disponibile all'indirizzo www.ssrn.com, il quale, pur non negando (ed anzi, alla pari di altri, evidenziando) i diversi errori di calcolo compiuti dal legislatore statunitense, congetture il fallimento degli auspicati obiettivi di riforma finanziaria sulla base di argomentazioni di carattere più squisitamente storico e politologico. Nella ricostruzione dell'Autore, infatti, "*experience has shown that only after a catastrophic market collapse, can legislators and regulators overcome the resistance of the financial community and adopt comprehensive "reform" legislation [...] Investors are naturally dispersed and poorly organized and so constitute a classic latent "group" (in Mancur Olson's terminology [OLSON JR., *The Logic of Collective Action: Public Goods and The Theory of Groups*, Cambridge, Mass., 1965; ndr]). Such latent groups tend to be dominated by smaller, but more cohesive and better funded special interest groups in the competition to shape legislation and influence regulatory policy. This domination is interrupted, however, by major crises, which*

Il DFA si “avventura” infatti nella regolamentazione del rischio sistemico ingenerato dalla presenza di istituzioni finanziarie “*too big to fail*”, per le quali introduce anche una apposita procedura di liquidazione coatta amministrativa¹⁷⁸ e, almeno in parte, ripristina preesistenti regole di vigilanza strutturale¹⁷⁹; interviene a completare il processo di regolamentazione delle agenzie di *rating* già intrapreso all’indomani dei mega-fallimenti societari dei primi anni 2000¹⁸⁰; sancisce specifici obblighi di *risk-retention* per l’emittente di titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione e detta nuove regole per il mercato dei muti immobiliari¹⁸¹; introduce nuove strutture pubbliche a protezione del consumatore

encourage “political entrepreneurs” to bear the transaction costs of organizing latent interest groups to take effective action. But such republican triumphs prove temporary, because, after the crisis subsides, the hegemony of the better organized interest groups is restored. As a result, a persistent cycle that this article calls the “Regulatory Sine Curve” can be observed: the legislative success of the latent investor group is followed by increasingly equivocal implementation of the new legislation, tepid enforcement, and eventual legislative erosion [...] After the financial crisis passes and some semblance of “normalcy” returns, potential political entrepreneurs will be less willing to take on a coalition of well-financed, tightly organized business interests groups, because they would know that the dispersed investor community could not maintain its zeal for long. Financial industry lobbyists could then easily organize to prevent the re-enactment of the original legislations, once it reached its moment of sunset [...] Legislative efforts to repeal or downsize much of the Dodd-Frank Act are already well-advanced [...] exactly what a Mancur Olson would have predicted: once the crisis subsides, more organized interests groups regain the upper hand and begin to extract concessions, exemptions or outright repeal”. Solo il tempo, ovviamente, potrà dire se questa previsione sia stata esattamente formulata.

¹⁷⁸ V. *Title I (Financial Stability)* e *Title II (Orderly Liquidation Authority)*. Su questi temi, oltre ai vari contributi contenuti nel già citato volume ACHARYA *et alt.* (a cura di), *Regulating Wall Street*, cit., p. 85 ss.; v. i dubbi e le considerazioni, spesso critiche, di BROOME, *The Dodd-Frank Act: Tarp Bailout Backlash and Too Big to Fail*, in 15 *N.C. Bank. Inst.* (2011), p. 69 ss.; e WILMARTH JR., *The Dodd-Frank Act: A Flawed and Inadequate Response to the Too-Big-to-Fail Problem*, in 89 *Oregon L. Rev.* (2011), p. 951 ss. Per ulteriori considerazioni sul nuovo sistema di vigilanza macroprudenziale introdotta dal DFA, v. anche MASERA, *Reforming financial system*, cit., p. 306 ss. Alcune delle previsioni contenute in queste parti del *bill* rilevano anche ai fini della presente analisi e di esse occorrerà perciò trattare più nel dettaglio: v. *infra*, par. 7.3.

¹⁷⁹ Il riferimento è, essenzialmente, alla c.d. *Volcker Rule* di cui alla *Section 619* DFA. Anche su questa disposizione si tornerà specificamente (v. *infra*, par. 7.4). Per un preliminare inquadramento dei suoi contenuti, v. comunque, sin da ora, RICHARDSON, SMITH e WALTER, *Large Banks and the Volcker Rule*, in ACHARYA *et alt.* (a cura di), *Regulating Wall Street*, cit., p. 181 ss.; e BEVILACQUA, *La vigilanza strutturale nel Dodd-Frank Act: un approccio costi-benefici*, in *Riv. banc.*, IV, 2010, p. 39 ss.

¹⁸⁰ V. *Title IX – Subtitle C (Improvements to the Regulation of Credit Rating Agencies)*. In argomento v. COFFE JR., *Ratings Reform: The Good, The Bad, and The Ugly*, Columbia Law and Economics School Working Paper No. 359, reperibile all’indirizzo www.ssrn.com, p. 18 ss.; e sia altresì consentito rinviare a G. ROMANO, *Le agenzie di rating del credito: fenomenologia e regolamentazione*, in *Archivio CERADI*, Rivista on-line del Centro di Ricerca per il Diritto d’Impresa della LUISS-Guido Carli, disponibile all’indirizzo <http://archivioceradi.luiss.it>, p. 24 ss.

¹⁸¹ V. *Title IX – Subtitle D (Improvements to the Asset-Backed Securitization Process)* e *Title XIV (Mortgage Reform and Anti-Predatory Lending Act)*. Per un breve commento della normativa v. FEIN, *Dodd-Frank Act: Implications for Securities Activities of Banks and Their Affiliates*, in www.ssrn.com, p. 44 ss.; MURDOCK, *The Financial Reform Act*, cit., pp. 8 ss.; 17 ss.; e ADRIAN, *Dodd-Frank One Year On: Implications for Shadow Banking*, in ACHARYA *et alt.* (a cura di), *Dodd-Frank: One Year On*, cit., p. 59 ss.

di prodotti finanziari¹⁸²; introduce obblighi di trasparenza per ciò che concerne la remunerazione del *management* delle imprese quotate, finanziarie e non, attribuendo poi alla FED, relativamente alle prime, il potere di vietare quelle strutture remunerative di tipo incentivante che si ritiene possano indurre ad un'eccessiva assunzione di rischio¹⁸³; e, in ultimo, tenta di attrarre nell'allargato recinto della regolamentazione pubblica alcune componenti del sistema dell'intermediazione finanziaria sino ad oggi rimaste al di fuori di ogni forma di controllo, quali il mercato dei derivati *over-the-counter*¹⁸⁴, nonché, per quel che qui più interessa, *hedge funds* ed altri *private pools of capital*.

7.2.– Agli *hedge funds* il DFA dedica numerose disposizioni, contenute in diverse parti del *bill*, e la cui implementazione è in larghissima e decisiva misura rimessa alle competenti autorità federali¹⁸⁵.

¹⁸² V. *Title X (Bureau of Consumer Financial Protection)*. In argomento v., indicativamente, CLUCHEY, *The Financial Crisis and the Response*, cit., s.p. (ma p. 19 ss.); COOLEY *et alt.*, *Consumer Finance Protection*, in ACHARYA *et alt.* (a cura di), *Regulating Wall Street*, cit., p. 73 ss.

¹⁸³ V. *Title IX – Subtitle G (Strengthening Corporate Governance) e Subtitle E (Accountability and Executive Compensation)*. Per un'esposizione dei contenuti delle nuove previsioni normative v. CARPENTER, COOLEY e WALTER, *Reforming Compensation and Corporate Governance*, in ACHARYA *et alt.* (a cura di), *Regulating Wall Street*, cit., p. 493 ss. Trattasi di regole che, conformemente al metro di giudizio già utilizzato nei confronti del *Sarbanes-Oxley Act* del 2002, parte della letteratura statunitense ha duramente criticato: cfr., in questo senso, R. ROMANO, *Regulating in the Dark*, John M. Olin Center for Studies in Law, Economics, and Public Policy Research Paper No. 442; e BAINBRIDGE, *Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II*, UCLA School of Law, Law and Economics Research Paper No. 10-12, entrambi reperibili all'indirizzo www.ssrn.com. In particolare, gli Autori sostengono che le nuove norme, al pari di tutte le precedenti riforme legislative (etichettate come “*bubble laws*”) adottate nella premura di dar risposta ad un'opinione pubblica fortemente indignata da episodi di frode o di clamoroso fallimento delle regole di funzionamento dei mercati, soffrirebbero di inevitabili vizi d'origine in quanto frutto di iniziative non supportate da adeguata riflessione sul piano scientifico e spesso anzi risposanti su controverse evidenze empiriche, rischiando pertanto di rivelarsi inefficaci (se non addirittura dannose) al momento della loro concreta applicazione. *Contra*, però, COFFEE JR., *The Political Economy*, cit., p. 14 ss., ove una critica tanto in punto di argomentazioni, quanto di “filosofia” in merito al ruolo da riconoscere, su di un piano generale, alla regolamentazione pubblica delle attività economiche, anche in periodi di crisi.

¹⁸⁴ V. *Title VII (Wall Street Transparency and Accountability)*. Per un commento di questa importante parte della legge, la cui messa in atto produrrà sicuramente effetti di rilievo anche per gli *hedge funds*, che del mercato dei derivati sono tra i principali *players* (v. *infra*, par. 8, nota n. 286 e testo corrispondente), v. ACHARYA, SACHAR e SUBRAHMANYAM, *Regulating OTC Derivatives*, in ACHARYA *et alt.* (a cura di), *Regulating Wall Street*, cit., p. 367 ss.; nonché, ampiamente, SCALCIONE, *The Derivatives Revolution. A Trapped Innovation and a Blueprint for a Regulatory Reform*, Alphen aan den Rijn, 2011, p. 343 ss.

¹⁸⁵ Ed è questo un aspetto che connota il modo d'essere del DFA nel suo complesso se COFFEE JR., *The Political Economy*, cit., p. 58, dopo aver passato in rassegna alcune delle più importanti previsioni in tema di rischio sistemico e banche “*too big to fail*”, *Volcker Rule* e derivati OTC, si trova constatare che “*at the end of the day, the Dodd-Frank Act largely left everything up to the financial regulators, delegating them discretion but mandating relatively little*”. Nello stesso senso, per quanto specificamente attiene alla regolamentazione degli *hedge funds*, v. KAAL, *Hedge Fund Regulation*, cit., pp. 420, 427 ss.; nonché SCHWARTZ, *The Crystallization of Hedge-Fund Regulation*, in *2 Harvard Bus. L. Rev. Online*, reperibile sul sito www.hblr.org, p. 73 ss., il quale rileva

Conviene tuttavia prendere le mosse dalle norme contenute nel *Title IV: Regulation of Advisers to Hedge Funds and Others*¹⁸⁶, indicato anche come *Private Fund Investment Advisers Registration Act of 2010*¹⁸⁷.

Come appare subito chiaro, il punto di partenza è l'introduzione dell'obbligo di registrazione come *investment advisers* dei gestori di "private funds". Il PFIARA¹⁸⁸, infatti, introduce nella *Section 202(a)(29)* dell'IAA la definizione di *private funds*, ricomprendendovi i fondi costituiti ex *Section 3(c)(1)* e *3(c)(7)* dell'ICA e, nel contempo, abroga la *private adviser exemption*¹⁸⁹. Il sistema previgente ne risulta, in pratica, capovolto: mentre in passato il gestore di fondi *hedge* sarebbe riuscito a sottrarsi all'obbligo di registrazione sol che avesse osservato il limite di un massimo di quattordici clienti¹⁹⁰, d'ora in avanti, per converso, egli sarà in linea di principio tenuto a registrarsi presso la SEC in qualità di *adviser* di *private funds*, salvo che possa fruire di una delle nuove ipotesi esentive contestualmente introdotte dal PFIARA¹⁹¹.

come – e tra breve si avrà in effetti modo di constatarlo – il DFA "*vested the SEC with authority, not only over technical details or transitional matters, but also over the heart of the regulatory scheme*". All'origine di una scelta di questo tipo potrebbero esservi, secondo l'Autore, "*the uncertain policy grounds upon which hedge-fund registration rests*", così come pure "*Congress's unfamiliarity with the details of the complex securities law at issue*".

¹⁸⁶ Sections 401-419 DFA.

¹⁸⁷ V. *Section 401* DFA. D'ora in avanti, "PFIARA".

¹⁸⁸ *Section 402(a)* PFIARA.

¹⁸⁹ *Section 403(2)* PFIARA.

¹⁹⁰ Come già precisato, ai sensi dell'IAA, per "cliente" deve intendersi ogni singolo veicolo in gestione e non già, invece, ogni singolo investitore che vi partecipi (v. *supra*, note nn. 82 e 121 e testo corrispondente).

¹⁹¹ In buona sostanza, la generica esenzione prevista dalla previgente *Section 203(b)(3)* IAA è stata rimpiazzata da una serie numerosa di esenzioni più ristrette, calibrate su fattispecie direttamente definite dal legislatore o rimesse alla normativa SEC. Innanzitutto, viene esentato dall'obbligo di registrazione colui che gestisca esclusivamente uno o più *venture capital funds* (*Section 407* PFIARA), la cui definizione, ai fini dell'esenzione in parola, è rimessa alla SEC, la quale ha al riguardo provveduto per mezzo della *Rule 203(1)-1*, introdotta con il regolamento *Exemptions for Advisers to Venture Capital Funds, Private Fund Advisers With Less Than \$150 Million in Assets Under Management, and Foreign Private Advisers*, June 22, 2011 [Release No. IA-3222; File No. S7-37-10]. Tuttavia, sebbene esentato dall'osservanza delle norme che sarebbero applicabili in conseguenza della registrazione ai sensi del PFIARA, il gestore di *venture capital funds* è comunque soggetto agli obblighi di *record keeping* e di *reporting* che la SEC ritenga "necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors" (*Section 407* PFIARA): v. SJOSTROM JR., *A Brief History*, cit., pp. 41, 42. Anche a questa previsione la SEC ha già dato attuazione: v. *Rule 204-4*, contenuta nel regolamento *Rules Implementing Amendments to the Investment Advisers Act of 1940*, June 22, 2011 [Release No. IA-3221; File No. S7-36-10]. Ai fini della presente analisi, la disciplina in parola rileva nella misura in cui, definendo in maniera particolarmente restrittiva il relativo modello di *business* (per ciò che attiene, in particolare, alla composizione del portafoglio ed all'impiego della leva finanziaria), con essa la SEC sembra voler tentare di tracciare una chiara linea di demarcazione tra il settore del *venture capital* e quello dei fondi *hedge*. Spetta, dunque, all'autorità di mercato il compito di individuare eventuali aree di "overlapping" al fine di rendere applicabile la nuova disciplina in materia di *private funds* anche a quei veicoli che, seppur eventualmente recanti il *nomen* di fondi di *venture capital*, non rispettino, tuttavia i limiti operativi al riguardo stabiliti dalla normativa secondaria. Al riguardo è forse opportuno precisare che negli Stati Uniti, a differenza di quanto avviene in Europa, la nozione di *private equity* non ricomprende al suo interno quella di *venture capital*, e, perciò, a differenza dei gestori di fondi di quest'ultimo tipo, i gestori di *private equity*

All'obbligo di registrazione del gestore, oltre all'applicabilità delle norme stabilite dall'IAA a tutela dei clienti¹⁹², il PFIARA fa conseguire una serie di doveri di *information disclosure* particolarmente incisivi e penetranti, che appaiono volti a superare definitivamente ogni indugio registrato in passato in merito alla necessità di consentire alle autorità di conoscere profili quantitativi e qualitativi dell'industria dei fondi *hedge* e, per questa via, permettere loro di sviluppare un'effettiva capacità di monitoraggio dei soggetti che vi operano.

funds saranno tenuti alla registrazione ai sensi del PFIARA. Trattasi di scelta la cui opportunità è stata da alcuni foremente criticata, dando adito a vive discussioni, le quali sono poi sfociate in un progetto di legge appositamente pensato per esentare coloro che gestiscano esclusivamente fondi di *private equity* dall'obbligo di registrazione presso SEC, ancora una volta rimettendo alla Commissione il compito di stabilire, ai fini dell'applicazione della norma, cosa sia un fondo di *private equity*: cfr. lo *Small Business Capital and Job Preservation Act*; H.R. 1082, 2011. Per ulteriori ragguagli sul punto v. CORNELIUS, *Will Private Equity Fund Manager Get a Registration Exemption?*, February 1, 2012, in *LexisNexis Banking and Finance Law Blog*, all'indirizzo www.lexisnexis.com. Per la definizione di *private equity fund* nell'attuale quadro normativo v. *infra*, par. 7.2, nota n. 211. La seconda esenzione riguarda quello che viene indicato come *foreign private adviser* (Section 402 PFIARA), vale a dire il gestore che: "a) has no place of business in the United States; b) has, in total, fewer than 15 clients and investors in the United States in private funds advised by the investment adviser; c) has aggregate assets under management attributable to clients in the United States and investors in the United States in private funds advised by the investment adviser of less than \$25,000,000, or such higher amount as the Commission may, by rule, deem appropriate in accordance with the purposes of this title; and d) neither (i) holds itself out generally to the public in the United States as an investment adviser; nor (ii) act as (I) an investment adviser to any investment company registered under the Investment Company Act of 1940 or (II) a company that has elected to be a business development company pursuant to section 54 of the Investment Company Act of 1940". Questa previsione, nel far riferimento non solo ai "clienti" dell'*adviser*, bensì anche agli "investitori", impone al *foreign adviser* (ossia al gestore non-US di *hedge funds*) un obbligo di "look-through" al fine di accertare il numero di investitori statunitensi che partecipano ai veicoli gestiti: v., in questo senso, GRIFFITH, *Consequences for Global Hedge Fund Managers of the "Foreign Private Adviser Exemption" Included in the Dodd-Frank Act*, in *The Hedge Fund L. Report*, Vol. 3, No. 33, August 20, 2010, reperibile sul sito www.hflreport.com. Inoltre, le condizioni dettate dalla legge sono cumulative, per cui, ad es., il gestore di un fondo collocato *off-shore* ed organizzato con la raccolta di 25 milioni di dollari presso un numero di investitori statunitensi inferiore a quindici sarebbe comunque soggetto all'obbligo di registrazione. Le condizioni per potersi avvalersi della fattispecie esentiva in parola sono state definite in dettaglio dalla SEC Rule 202(a)(30)-1, adottata con il regolamento *Exemptions for Advisers to Venture Capital Funds, Private Fund Advisers With Less Than \$150 Million in Assets Under Management, and Foreign Private Advisers*, già più sopra citato. Sulla *foreign private adviser exemption* si tornerà in sede di analisi della regolamentazione degli *hedge funds* di rilevanza sistemica (v. *infra*, par. 7.3. e, *ivi*, nota n. 234). Dell'esenzione *de minimis* prevista per i gestori di cc.dd. *mid-sized private funds* si dirà, invece, tra breve nel testo di questo stesso paragrafo. Sulle altre esenzioni previste dal PFIARA (*family office*; *commodity trading adviser* e *small business investment company adviser*: v. Sections 403(4)(D), 403(5) e 409 PFIARA) non è invece il caso di indugiare oltre, essendo all'uopo sufficiente rinviare all'illustrazione contenuta in SKADDEN, ARPS, SLATE, MEAGHER & FLOM LLP & AFFILIATES, *The Dodd-Frank Act*, cit., pp. 37, 38; nonché nel documento WILLKIE FARR & GALLAGHER LLP, *The Dodd-Frank Act Overhauls the Regulation of Private Fund Managers and Other Money Managers*, July, 23, 2010, p. 3 ss., disponibile all'indirizzo www.willkie.com. In dottrina v. KAAL, *Hedge Fund Regulation*, p. 418 ss.

¹⁹² V. *supra*, par. 5, nota n. 122.

Più nel dettaglio, il *private fund adviser* è oggi tenuto a fornire alla SEC, per ogni fondo in gestione, indicazioni in merito: *i)* all'AUM ed all'impiego del *leverage*, ivi compresa la parte costruita mediante schemi di finanziamento *off-balance*; *ii)* alla tipologia degli *assets* presenti nel portafoglio del fondo; *iii)* alle strategie e pratiche di investimento e di *trading*; *iv)* all'esposizione al rischio di credito di controparte; *v)* alle politiche e metodologie di valutazione delle attività del fondo; *vi)* alla eventuale presenza di *side letters* che attribuiscono a taluni investitori diritti o condizioni più favorevoli rispetto ad altri¹⁹³.

Vengono, dunque, espressamente imposti obblighi di trasparenza verso l'autorità di vigilanza proprio in merito a quei profili (posizioni in portafoglio e leva finanziaria impiegata, *in primis*) rispetto ai quali le precedenti proposte di regolamentazione apparivano incerte o lacunose, e la cui osservazione è per contro ora ritenuta imprescindibile per un'adeguata opera di controllo degli eventuali fattori di rischio sistemico¹⁹⁴.

¹⁹³ V. Section 404(2) PFIARA.

¹⁹⁴ Sulla necessità di attribuire ai *supervisors* la facoltà di conoscere aspetti quali “*a fund's degree of leverage, the liquidity of a fund's portfolio, the identities of the fund's major creditors and obligors, and the specific terms under which the fund's investors have committed their capital*”, in quanto “*critical information [...] to construct direct measures of systemic risk*”, cfr. già CHAN *et al.*, *Do Hedge Funds Increase Systemic Risk?*, cit., p. 51. La scelta di imporre al gestore l'obbligo di fornire un'informativa di questo tipo è valutata positivamente anche da BROWN, LYNCH e PETAJISTO, *Hedge Funds*, cit., p. 360, in quanto – purché le informazioni rilevanti siano rese “*in a regular and timely fashion*” – “[t]ransparency to regulators can help them measure and manage possible systemic risk and is relatively costless”. Tra i vari profili indicati nel testo, merita forse ulteriore precisazione quello relativo all'obbligo di dichiarare la presenza di eventuali *side letters* (sulle quali v. *supra*, par. 2, nota n. 63 e testo corrispondente). Infatti, dal momento che spesso è proprio questo lo strumento tramite cui i gestori di *hedge funds* accordano a certi investitori (quali fondi pensione ed altri investitori istituzionali) canali preferenziali per il disinvestimento (e ciò principalmente allo scopo di rendere l'investimento “*suitable*” anche per quegli intermediari che debbano rispettare certi vincoli nella scelta degli *assets* inseribili in portafoglio e che siano soggetti a specifica responsabilità per il caso di mancata osservanza degli obblighi di prudenza e diligenza loro propri), la conoscenza delle condizioni di *exit* praticate dai gestori di settore dovrebbe, nelle intenzioni del legislatore, permettere alle autorità di vigilanza di valutare quale potrebbe essere, di fronte al mutare delle condizioni di mercato, la reazione degli investitori in *hedge funds* e quale conseguenze un eventuale *run* sul settore potrebbero avere a livello di stabilità complessiva dei mercati e degli altri operatori finanziari. La conoscenza delle *side letters*, indubbiamente, potrà poi agevolare anche finalità di protezione degli investitori, dal momento che, infatti, la loro presenza rischia spesso di tradursi in una violazione dei doveri fiduciari gravanti sul *money manager* (v. *infra*, par. 7.5, nota n. 272 e testo corrispondente), ma non sembra esservi dubbio riguardo al fatto che la previsione sia stata introdotta principalmente per rispondere alla appena indicata *ratio* di monitoraggio degli eventuali problemi di *liquidity mismatch* ai quali i fondi *hedge*, specie in periodi di *stress* e/o a fronte di *poor performances*, potrebbero trovarsi a dover far fronte tramite un improvviso e pericoloso “*de-leveraging*” delle posizioni in portafoglio. Del resto, si è già avuto modo di constatare come proprio l'imposizione di adeguati *redemption gates* sia una delle proposte provenienti dal Joint Forum: v. *supra*, par. 6, nota n. 175. Dal canto suo, il legislatore statunitense ha tuttavia optato per una soluzione meno rigorosa, reputando all'uopo sufficiente la previsione di un semplice obbligo di *reporting* nei confronti della SEC. Non può tuttavia escludersi che, in base alle norme che saranno tra breve analizzate (*infra*, par. 7.3), regole più stringenti vengano introdotte (*sub specie* di requisiti di liquidità e di *risk-management*) per gli *hedge funds* di rilevanza sistemica.

Le informazioni raccolte dalla SEC dovranno essere condivise con il *Financial Stability Oversight Council*¹⁹⁵, il quale dovrà essere altresì previamente consultato laddove la Commissione intenda esercitare il potere riconosciuto dal PFIARA di richiedere ai gestori dei fondi, oltre ai dati sopra indicati, qualsiasi altra informazione ritenuta “necessary and appropriate in the public interest and for the protection of investors or for the assessment of systemic risk”¹⁹⁶. A tal fine, la SEC ha anche la possibilità di introdurre differenti *sets* di regole¹⁹⁷, determinati in ragione delle “different classes of fund advisers, based on the type or size of private funds being advised”¹⁹⁸.

¹⁹⁵ D’ora in avanti, “FSOC”. Si tratta del nuovo organismo di vigilanza macroprudenziale istituito dal DFA : v. *Title I; Sections 111 ss.* Esso è composto dal Segretario del Tesoro, che ne svolge anche le funzioni di presidente; dai vertici delle molteplici agenzie di cui si compone il sistema statunitense della vigilanza finanziaria (FED, SEC, CFTC, *Bureau of Consumer Financial Protection* (BCFP), *Comptroller of the Currency* (OCC), *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), *Federal Housing Financial Agency* (FHFA), *National Credit Union Administration* (NCUA)) e da un membro aggiuntivo nominato dal Presidente degli Stati Uniti con il consenso del Senato tra persone di comprovata esperienza nel settore delle assicurazioni. A questi, che sono i *voting members* del FSOC, si affiancano, quali membri privi del diritto di voto, il direttore dell’*Office of Financial Research* e quello del *Federal Insurance Office* (neoistituiti dipartimenti interni al Tesoro: v. *Sections 152 e 502 DFA*), oltre a tre supervisor statali dei settori bancario, mobiliare ed assicurativo. In merito alle competenze del FSOC, nei limiti in cui ciò interessa l’oggetto del presente studio, si dirà qualcosa tra breve (*infra, par. 7.3*).

¹⁹⁶ *Section 404(2) PFIARA*. Occorre precisare che nel diritto statunitense la formula “in the public interest”, che compare a più riprese anche nel PFIARA, obbliga la SEC, nella conduzione della sua azione amministrativa e nell’esercizio della propria competenza regolamentare, a ponderare e contemperare tra loro molteplici interessi, ed in particolare a considerare “in addition to the protection of investors, whether the action will promote efficiency, competition, and capital formation.”: v. *Sections 3(f) SEA, 202(c) IAA e 2(c) ICA*.

¹⁹⁷ Lo rileva anche SCHWARTZ, *The Crystallization*, cit., p. 75.

¹⁹⁸ *Section 404(2) PFIARA*. Deve inoltre ricordarsi che in base alla legislazione federale la SEC è munita di una “*general exemptive authority*”, tramite l’esercizio della quale essa può “conditionally or unconditionally exempt any person, security, or transaction, or any class or classes of persons, securities or transactions, from any provision or provisions of this title, or an rule or regulation thereunder, to the extent that such exemption is necessary or appropriate in the public interest, and is consistent with the protection of investors”: v. *Sections 36 SEA, 205(e) IAA e 6(c) ICA*. Per ciò che invece attiene al dovere di consultazione del FSOC, nonostante la formulazione testuale della norma citata nel testo sembrerebbe suggerire il contrario, ove si tenga conto delle funzioni proprie del nuovo organismo (v. in particolare *Section 112 DFA*), sembra ragionevole circoscrivere l’obbligatorietà del parere del FSOC ai soli casi in cui le informazioni aggiuntive richieste dalla SEC siano funzionali ad obiettivi di monitoraggio del rischio sistemico, come la stessa legge sembra in effetti più oltre chiarire, quando, precisando i contenuti del dovere di *information sharing* in capo alla stessa SEC, stabilisce che questa è tenuta a “make available to the Council copies of all reports, documents, records, and information filed with or provided to the Commission by an investment adviser under this subsection as the Council may consider necessary for the purpose of assessing the systemic risk posed by a private fund” (enfasi aggiunta). La SEC non sarà viceversa tenuta a sentire il FSOC allorché intenda esercitare il proprio potere regolamentare per mere finalità di protezione degli investitori. Merita segnalare anche che, sempre a fini di monitoraggio del rischio sistemico, il PFIARA (*Section 405*) interviene a modificare la disposizione di cui alla *Section 210(c)* dell’IAA, stabilendo che l’*adviser* possa essere tenuto a comunicare l’identità, gli investimenti e gli affari dei propri clienti, ipotesi in passato ammessa solamente in relazione ad esigenze istruttorie

Entrambe le autorità sono tenute a mantenere riservate le informazioni di cui siano venute in possesso¹⁹⁹.

La disciplina sinora esposta ha come destinatari i *private fund advisers* che gestiscano *assets* per almeno 150 milioni di dollari negli Stati Uniti. Per i soggetti con AUM inferiore a tale soglia, il PFIARA²⁰⁰ attribuisce alla SEC il compito di definire un'apposita esenzione dall'obbligo di registrazione, di cui potrà fruire il *money manager* che gestisca "esclusivamente" uno o più *private funds*²⁰¹.

La previsione di una tale esenzione, il cui ambito applicativo potrebbe a prima vista apparire molto ampio²⁰², ha invero la funzione di attribuire alla SEC l'autorità di dettare, tramite propri regolamenti, una disciplina appositamente

relative ai procedimenti di *enforcement* della SEC. Quest'ultima previsione appare assimilabile, quanto a finalità, a quelle già contenute nell'HFDA del 1999 (v. *supra*, par. 4, nota n. 102) e nell'HFTA del 2009 (v. *supra*, par. 6, nota n. 161), i quali imponevano entrambi trasparenza in merito alla eventuale sussistenza di relazioni (in termini di partecipazione e/o di credito) tra *hedge funds* ed altre istituzioni finanziarie al fine di individuare eventuali pericolose interconnessioni tra il comparto dei fondi *hedge* ed altri segmenti dell'industria finanziaria.

¹⁹⁹ Salvo il caso in cui tali informazioni siano richieste da altra pubblica autorità, la quale sarà a sua volta tenuta ad un analogo dovere di riservatezza. Il PFIARA contiene anche una disposizione specifica diretta a proteggere dalla diffusione al pubblico ogni tipo di informazione "proprietaria", ossia: "(i) the investment or trading strategies of the investment adviser; (ii) analytical or research methodologies; (iii) trading data; (iv) computer hardware or software containing intellectual property; (v) any additional information that the Commission determines to be proprietary". Sull'importanza del dovere di riservatezza imposto alle autorità di vigilanza al fine di non privare i gestori degli incentivi necessari a promuovere la ricerca di strategie di investimento sempre innovative, non inficiare il contributo che, in questo modo, gli *hedge funds* riescono a fornire in termini di più efficiente funzionamento dei mercati finanziari ed evitare di incrementare il rischio sistemico in conseguenza di possibili fenomeni di *herding behavior*, cfr., KRUG, *Financial Regulatory Reform and Private Funds*, Berkeley Center for Law, Business and the Economy White Paper, disponibile all'indirizzo www.ssrn.com, pp. 6, 7; RIVIÈRE, *The Future of Hedge Fund Regulation*, cit., pp. 47, 48, 72 ss.; e KAAL, *Hedge Fund Regulation*, cit., p. 427, il quale, in particolare, non manca di esternare preoccupazioni in merito al rischio di possibili "fughe di notizie" dai *regulators* verso il mercato.

²⁰⁰ V. *Section 408 PFIARA*.

²⁰¹ Sembra di capire che qualora l'attività di gestione concerna, oltre che uno o più *private funds*, anche veicoli di diverso tipo (ad es., un fondo comune), il gestore sarà comunque tenuto a registrarsi ex *Section 404 PFIARA*, con conseguente soggezione, per ciò che riguarda i *private funds* in gestione, alle nuove regole introdotte da tale disposizione, ancorché il valore aggregato dell'AUM non raggiunga la soglia dei 150 milioni di dollari. Questa interpretazione sembra trovare conferma nella *SEC Rule 203(m)-1*, adottata con il già citato regolamento *Exemptions for Advisers to Venture Capital Funds, Private Fund Advisers With Less Than \$150 Million in Assets Under Management, and Foreign Private Advisers* (v. *supra*, nota n. 191). Per un commento v. BERNETT *et. alt.*, *SEC Adopts New Exemptions for Venture Capital Fund Advisers, Private Fund Advisers With Less Than \$150 Millions in Asset Under Management, and Foreign Private Advisers*, *Stroock Special Bulletin*, July 22, 2011, pp. 6, 7, reperibile all'indirizzo www.stroock.com.

²⁰² Cfr. i rilievi di BROWN, LYNCH e PETAJISTO, *Hedge Funds*, cit., p. 359, i quali, in base ad alcune stime riferibili al dicembre 2009, ritengono che la soglia fissata dalla legge porrebbe al di fuori della portata del PFIARA l'82% degli *hedge funds* statunitensi attualmente operanti.

pensata proprio per i gestori di cc.dd. *mid-sized private funds*²⁰³. La disposizione, lungi dal creare una *loophole*, ossia una scappatoia, stabilisce infatti che la SEC dovrà prevedere anche per costoro obblighi di *record keeping* e di *reporting* tali da garantire un'adeguata protezione degli investitori²⁰⁴. Inoltre, nell'adempimento di tale compito, tenendo in considerazione "the size, governance, and investment strategy" dei *mid-sized private funds* gestiti da tali *advisers*, la Commissione dovrà pure valutare se detti fondi non siano comunque in grado di contribuire ad ingenerare rischi sistemici²⁰⁵, nel qual caso dovranno essere predisposte procedure di registrazione e di controllo sui relativi gestori che siano tali da riflettere il grado di rischio sistemico posto dai fondi gestiti²⁰⁶. Si tratta di un profilo molto significativo della nuova disciplina, che sembra sottendere la volontà del legislatore di fare della trasparenza lo strumento prodromico della regolamentazione. In altri termini, si vuole garantire che le

²⁰³ Cfr., al riguardo, le considerazioni di SCHWARTZ, *The Crystallization*, cit., p. 75. Occorre accennare anche al fatto che il PFIARA (*Section 410*), modificando le previsioni a suo tempo introdotte dal NSMIA (v. *supra*, par. 3, nota n. 78) interviene, su di un piano più generale, a rivedere al rialzo (da 25 a 100 milioni di AUM) la soglia entro la quale l'*adviser* non è tenuto (né, in linea di principio, ammesso) a registrarsi presso la SEC, restando soggetto alla sola regolamentazione e supervisione delle autorità statali. Dalla lettura della legge, invero, non risulta immediatamente chiaro se questo nuovo riparto di competenze tra diritto statale e diritto federale influenzi o meno l'applicazione delle regole specificamente dettate per i gestori di *private funds*. In particolare, potrebbe alternativemente ritenersi che la competenza della SEC riguardi i gestori di *private funds* con AUM compreso tra 150 e 100 milioni di dollari, con residua competenza delle autorità statali, ovvero si potrebbe reputare quella sui *private funds* una disciplina "speciale" che deroga al nuovo criterio generale di ripartizione delle competenze, con conseguente competenza della SEC a vigilare su *tutti* i gestori di *private funds* (ex *Section 404* per quelli con AUM pari o superiore a 150 milioni; ex *Section 408* per quelli con AUM inferiore). La gran parte dei commentatori sembra orientata a favore della prima soluzione: v., in questo senso, BROWN, LYNCH e PETAJISTO, *Hedge Funds*, cit. p. 358; BRICE, *2010 Financial Reform as it Relates to Hedge Funds*, disponibile all'indirizzo www.ssrn.com, p. 9; e SCHWARTZ, *The Crystallization*, cit., p. 74, a detta del quale le nuove previsioni risponderebbero alla volontà "to delegate regulation of smaller funds to the states so that the SEC can focus on those that pose the greatest societal risk". Analogamente MASERA, *Reforming financial system*, cit., p. 315. Accedendo a questa opzione ermeneutica, se ne ricava pressapoco il seguente quadro: *i*) i gestori con AUM inferiore a 25 milioni di dollari (*small advisers*) non possono registrarsi presso la SEC e saranno eventualmente soggetti alla sola regolamentazione statale loro applicabile; *ii*) i gestori con AUM compreso tra 25 e 100 milioni di dollari (*mid-sized advisers*) sono tenuti a registrarsi presso le competenti autorità dello stato in cui abbiano la sede principale dei propri affari, salvo che la normativa statale non preveda alcun sistema di supervisione pubblica, nel qual caso l'*adviser* sarà tenuto a registrarsi presso la SEC; *iii*) i gestori con AUM superiore a 100 milioni, salvo che possano avvalersi di qualche ipotesi esentiva, debbono sempre registrarsi presso la SEC. Nell'ambito di questa terza classe di soggetti opereranno poi le regole specificamente dettate per i gestori di *private funds*, le quali si differenziano, come accennato nel testo, a seconda che l'AUM raggiunga o meno la soglia dei 150 milioni di dollari e che lo stesso soggetto gestisca solamente fondi di tipo *private* ovvero curi gestioni anche di diversa specie. *Mid-sized private fund adviser* è, dunque, il gestore di soli fondi di tipo *private* con AUM complessivo compreso tra 100 e 150 milioni di dollari.

²⁰⁴ V. al riguardo la SEC Rule 204-4, adottata con il già citato regolamento *Rules Implementing Amendments to the Investment Advisers Act of 1940* (v. *supra*, nota n. 191).

²⁰⁵ Così anche SCHWARTZ, *The Crystallization*, cit., p. 75.

²⁰⁶ *Section 408* PFIARA.

autorità di mercato siano messe in condizione di osservare un settore dell'industria finanziaria rimasto sinora del tutto opaco, in modo da svilupparne una conoscenza che permetta, in un secondo momento, di intervenire per dettare una regolamentazione modulata secondo criteri di proporzionalità (analisi costi/benefici) tra mezzo (norma) e fini (protezione degli investitori e monitoraggio del rischio sistemico) e che tenga debitamente conto delle caratteristiche dimensionali ed operative dei veicoli gestiti dal soggetto da normare (*fund manager*).

Se questa lettura è corretta, ci si potrebbe allora domandare quale sia il senso di mantenere una soglia dimensionale legislativamente fissata al raggiungimento della quale ricollegare l'applicazione di regole, in questo caso, direttamente stabilite dalla fonte primaria. Al riguardo, occorre invero ribadire che anche le regole che il PFIARA detta per i gestori non ricompresi nell'ambito dell'esenzione *de minimis* paiono caratterizzate da notevole elasticità²⁰⁷, potendo la SEC – coordinandosi col FSOC, ove necessario – intervenire per dettarne un'implementazione che le renda concretamente idonee al perseguimento dei suddetti obiettivi di *policy*, eventualmente differenziandole in ragione delle dimensioni e delle tipologie dei fondi gestiti dall'*adviser*²⁰⁸.

²⁰⁷ V. *supra*, nota n. 198 e testo corrispondente.

²⁰⁸ Alla luce di tale constatazione, sembra possibile concludere nel senso che la parte di rilevanza più immediatamente precettiva del PFIARA sia quella che, innovando rispetto al passato, stabilisce che la trasparenza debba in ogni caso vertere anche sulla composizione del portafoglio dei fondi gestiti, sulle strategie di investimento praticate e sul livello di leva impiegato, ora considerate dal legislatore informazioni imprescindibili per un'efficace opera di monitoraggio dei rischi sistemici. La valutazione circa la concreta, reale capacità di propagazione di tali rischi e la determinazione delle conseguenti misure di regolamentazione necessarie a farvi fronte, vengono invece rimesse alle autorità di vigilanza, senza che a questo fine lo statico parametro dimensionale individuato dalla norma assuma un valore discrezionale determinante *ex se*. Si è avuto modo di constatare (v. *par.* 6 e, *ivi*, gli Autori ed i luoghi citati nelle note nn. 147-149) come gli studi condotti a seguito della CFG abbiano portato una cospicua parte della letteratura economica a sostenere che, a fronte di un notevole incremento del tasso di correlazione tra le diverse strategie di investimento, il settore *hedge* sia esposto a possibili reazioni a catena capaci di essere innescate da cattivi rendimenti anche da parte di fondi o gruppi di fondi di dimensioni relativamente modeste, il che renderebbe questo segmento dell'industria finanziaria nel suo complesso un possibile focolaio di rischio sistemico, indipendentemente dall'esistenza di fondi di dimensioni gigantesche, quale fu, ad es., LTCM. E' verosimile ritenere che considerazioni di questo tipo abbiano influenzato le scelte del legislatore. Al riguardo, v., in effetti, il documento del DEPARTMENT OF THE TREASURY, *Financial Regulatory Reform. A new Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*, June 17, 2009, p. 37, ove, nel dar ragione delle scelte che sarebbero state poi codificate nel DFA, veniva chiaramente messa in rilievo l'esigenza di rendere possibile la raccolta di dati che fossero tali da permettere alle autorità di mercato di svolgere "an *informed* assessment of how such funds [or families of such funds] are changing over time and whether any such funds have become so large, leveraged, or interconnected that they require regulation for financial stability purposes" (enfasi aggiunta). Sul punto, tuttavia, v. anche i rilievi di BROWN, LYNCH e PETAJISTO, *Hedge Funds*, cit., pp. 353, 361, 365, i quali, pur dichiarandosi consci dell'esigenza di considerare il rischio derivante dalla crescente correlazione, ritengono che tra le varie strategie di investimento impiegate dagli *hedge funds* continuino comunque a sussistere differenze sostanziali e che, pertanto, "[although] determining appropriate measures of hedge fund systemic risk is a real challenge [...] the U.S. legislation would benefit from a lighter regulatory approach that is more focused on those hedge funds most likely to create systemic risk". Analoga la valutazione di KRUG, *Financial Regulatory Reform*, cit., pp. 1, 5, per la quale la

Il che trova conferma nella normativa secondaria recentemente adottata dalle *authorities* in relazione agli obiettivi di monitoraggio del rischio sistemico relativo all'industria dei *private funds*, che appare essere stata appunto concepita in perfetta sintonia con il canone testé indicato²⁰⁹.

regolamentazione pubblica “*should avoid casting too a broad net and instead should be tailored based on specific portfolio activities that may give rise to systemic risk*”. A parere dell'Autrice, “[since] *not all activities that private funds pursue are likely to contribute to systemic risk*”, l'approccio migliore sarebbe quello “*to categorize funds based on the activities they pursue and then focus regulatory analysis [exclusively] on the relevant subset*”. A parere di chi scrive, tuttavia, tale canone generale sarebbe stato oltremodo difficile da tradurre in regola positiva. Si sarebbe trattato, infatti, di definire (si noti bene) *ex ante* – senza la possibilità di disporre di dati, per dir così, raccolti sul campo e senza la possibilità di osservarne i cambiamenti e l'evoluzione nel tempo – le diverse strategie di investimento impiegate dagli *hedge funds* e misurare (sulla base di quali parametri?) le correlazioni all'interno del settore, discriminando (lo si ripete) *ex ante* tra i fondi grado di portare minaccia alla stabilità sistemica e quelli che, viceversa, appaiono innocui da questo punto di vista. Un tentativo di questo tipo avrebbe invero rischiato di rivelarsi scelta assai infelice, in quanto potenzialmente in grado di compromettere il raggiungimento delle finalità che il legislatore intendeva perseguire. Nell'impostazione del PFIARA, invece, la creazione di un quadro di regole che non si risolvano in una inutile ed indesiderabile *over-regulation*, ma che siano al contrario adeguatamente ponderate in funzione della rilevanza sistemica dei diversi tipi di fondi *hedge*, viene a costituire non già il punto di partenza che il legislatore tenta aprioristicamente di definire, bensì il punto di arrivo cui dovrà giungersi, come si accennava, tramite una previa opera di studio ed analisi del settore da parte delle *authorities*. Per altro, occorre ricordare che la scelta di far ripiego su criteri di tipo dimensionale, fissando apposite *thresholds* di AUM ai fini dell'individuazione dei *fund managers* verso cui indirizzare la supervisione, deriva da quanto convenuto a livello sovranazionale. V., in particolare, IOSCO, *Hedge Funds Oversight*, Final Report, cit., p. 9, par. 27, 28., alle cui raccomandazioni le scelte compiute dal legislatore statunitense sembrano pienamente ispirate: “the IOSCO Technical Committee recommends that regulatory oversight should be risk-based and *proportional* and, so, should be more focused on systemically important and/or higher risk hedge fund managers. A *de-minimis* cut-off is one of the approaches which has been suggested [...] [a]nother possibility, which takes into account the principle of *proportionality*, is to require the registration of all hedge fund managers but consider a lower level of ongoing supervision for managers below a certain *de-minimis* cut-off [...] The relevant regulatory requirements should allow the regulator at the level of the funds themselves to get an *overall picture of the risks* posed by the hedge funds” (enfasi aggiunta). In senso analogo cfr. pure JOINT FORUM, *Review*, cit., p. 65: “regulatory standards should be scaled on the *size and complexity of the funds*” (enfasi aggiunta). Del resto, anche la stessa KRUG, *Financial Regulatory Reform*, cit., p. 5, di fronte alla constata difficoltà suggerire criteri di apprezzamento del rischio sistemico sufficientemente precisi ed affidabili, ammette che “*from a regulatory perspective, size is probably a workable bright line*”. Per ulteriori considerazioni sul punto v. PAGLIARI, *Reforming the US financial architecture*, cit., pp., 67, 68.

²⁰⁹ Il riferimento è alla Rule 204(b)-1, adottata tramite il regolamento congiunto della SEC e della CFTC, *Reporting by Investment Advisers to Private Funds and Certain Commodity Pool Operators and Commodity Trading Advisors on Form PF*, October 31, 2011 [Release No. IA-3308; File No. S7-05-11], in esecuzione delle *Sections* 404 e 406 PFIARA. Per una essenziale analisi dei contenuti di questo (alquanto complesso) provvedimento v. KULMAN *et alt.*, *SEC and CFTC Finalize Reporting Rules for Private Fund Adviser Systemic Risk*, *Stroock Special Bulletin*, December 5, 2011, reperibile all'indirizzo www.stroock.com.

La SEC, infatti, ha modulato il contenuto e la frequenza degli obblighi di *reporting* distinguendo tra gestori di *liquidity funds*²¹⁰, gestori di *private equity funds*²¹¹ e gestori di *hedge funds*²¹², ed in merito a quest'ultimi, discriminando ulteriormente, ha reso maggiormente penetrante l'informazione dovuta dai cc.dd. "*large hedge funds advisers*", ossia da quei *managers* che gestiscano masse *hedge* di valore aggregato più elevato e per i quali pertanto si pongano esigenze di più stretta supervisione²¹³.

²¹⁰ *Liquidity fund* è definito dalla SEC "any private fund 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". Questa definizione sembra atta a ricomprendere quei veicoli nella prassi più comunemente noti come *money market funds* (v. *supra*, par. 1, nota n. 15).

²¹¹ Dei *private equity funds* la SEC fornisce una definizione tendenzialmente negativa, ricomprendendovi "any private fund that is not a hedge fund, liquidity fund, real estate fund, securitized asset fund or venture capital fund", con la precisazione, tuttavia, che deve trattarsi di un fondo che "does not provide investors with redemption rights in the ordinary course".

²¹² *Hedge fund* è stato invece definito "any private fund having any one of three common characteristics of a hedge fund: (a) [a fund] with respect to which one or more investment advisers (or related persons of investment advisers) may be paid a performance fee or allocation calculated by taking into account unrealized gains [i.e.: "pay for performance"]; (b) [a fund] that may borrow an amount in excess of one-half of its net asset value (including any committed capital) or may have gross notional exposure in excess of twice its net asset value (including any committed capital) [i.e.: "high leverage"]; or (c) [a fund] that may sell securities or other assets short or enter into similar transactions [i.e.: "short selling/short position"]". Non sembra comunque possibile sostenere che, per il tramite della normativa in oggetto, l'ordinamento Usa si sia finalmente dotato di una definizione positiva e generale di *hedge fund*. Innanzitutto, per espressa ammissione della SEC, la definizione sopra riportata è da intendersi munita di valenza limitata all'assolvimento dei soli specifici obblighi di *reporting* di cui al regolamento in esame (v. la nota successiva). Inoltre, il fatto che le tre suindicate caratteristiche siano state intese in maniera alternativa tra loro e che, pertanto, ai sensi e per gli effetti del medesimo regolamento, si abbia un "*hedge fund*" al ricorrere anche di una soltanto di esse, lascia emergere la prudenza sottesa alla scelta di evitare di coniare una definizione normativa che potesse rischiare di rivelarsi eccessivamente rigida e, perciò, facilmente eludibile. Nel provvedimento si legge, infatti, che "[t]he definition is designed to identify funds that are an appropriate subject for the higher level of reporting to which hedge funds will be subject [...] and, based on our staffs' consultations with staff representing FSOC's members, we believe that any one of the identified characteristics is sufficient to appropriately distinguish a fund for this purpose". Ciò dà ragione della parzialità, in termini fenomenologici, della definizione adottata.

²¹³ *Large hedge fund adviser* (d'ora in avanti, "LHFA") è colui che gestisca fondi *hedge* per un AUM complessivo di 1.5 miliardi di dollari. In base alla normativa in esame, mentre al gestore di *hedge funds* viene generalmente richiesto di comunicare annualmente alla SEC, in relazione a ciascun fondo in gestione: "[1] [the] fund's gross and net assets; [2] the aggregate notional value of its derivative positions; [3] the fund's borrowings, including a breakdown showing whether the creditor is based in the United States and whether it is a financial institution; [4] the percentage of the fund's equity held by the five largest equity holders; [5] the value of the fund's investments in other private funds; [6] the performance of each fund, both on a gross basis and net of management fees and incentive fees and allocations; [7] [the] fund's investment strategies; [8] [the] fund's significant counterparty exposures (including identity of counterparties); [9] [the] fund's trading and clearing practices"; un LHFA è invece tenuto a fornire un'informazione più granulare, dovendo egli altresì indicare, su base aggregata e con frequenza quadrimestrale: "[10] the value of assets invested (on a short and long basis) in different types of securities and commodities (e.g., different types of

Alla luce dei contenuti del PFIARA – e per concludere sul punto – sembra possibile affermare che il DFA, in questa sua parte, abbia adottato quello che, in base ai risultati dell’analisi condotta nei precedenti paragrafi, si è scelto di definire come modello di *regolamentazione semi-diretta* tramite *fund manager*, i cui contenuti, conformemente a quanto concordato nei competenti *fora* internazionali²¹⁴, sono ora prevalentemente funzionalizzati allo scopo del controllo circa la rilevanza ed il potenziale impatto sistemico dei fondi *hedge*²¹⁵.

7.3 – Nello schema disegnato dal DFA, così come l’introduzione dell’obbligo di registrazione vuole garantire l’esercizio di un’adeguata vigilanza sul *fund manager*, e così come tale vigilanza è a sua volta costruita in modo tale da assicurare un livello di trasparenza che permetta di monitorare efficacemente i

equities, fixed income securities, derivatives, and structured products); [11] weighted average tenor or 10-year bond equivalent of fixed income portfolio holdings (including asset backed securities); [12] the value of turnover in certain assets classes (including listed equities, corporate bonds, sovereign bonds and futures) in the hedge funds’ portfolios during the reporting period; [13] a geographical breakdown of investments held by the hedge funds it advises”. Informazioni ulteriori dovranno poi essere rese nel caso in cui, tra i vari fondi *hedge* in gestione ad un LHFA, vi siano uno o più “*qualifying hedge funds*”, ossia veicoli con patrimonio netto pari o superiore a 500 milioni di dollari. Rispetto a tali fondi, infatti, oltre a dover comunicare (non più su base aggregata, bensì) per ogni *qualifying fund* in gestione le informazioni *sub* [10], il LHFA è chiamato a rendere noti alla SEC anche: “[14] the qualifying hedge fund’s portfolio liquidity, holdings of unencumbered cash and concentration of positions; [15] the fund’s collateral practices with counterparties; [16] whether the hedge fund cleared any trades directly through a central clearing counterparty during the reporting period; [17] data regarding certain hedge fund risk metrics. For instance, [...] value at risk (“VaR”) for each month of the reporting period [and] risk metrics other than, or in addition to, VaR that it considers important to managing the fund’s risks; [18] impact on the fund’s portfolio from specified changes to certain identified market factors; [19] certain financing information, [such as] a monthly breakdown of the fund’s secured and unsecured borrowing, the value of the collateral and other credit support posted in respect of the secured borrowing and the types of creditors; [20] the fund’s total notional derivatives exposures as well as the net mark-to-market value of its uncleared derivatives positions and the value of the collateral and other credit support posted in respect of those uncleared positions; [21] breakdown of the term of the fund’s available financing and the identity of, and amount owed to, each creditor to which the fund owed an amount equal to or greater than 5 percent of the fund’s net asset value as of the reporting date; [22] information about each qualifying hedge fund’s investor composition and liquidity; [23] breakdown of the percentage of the fund’s net asset value that is locked in for different periods of time”.

²¹⁴ V. *supra*, par. 6, nota n. 170 e testo corrispondente.

²¹⁵ V. al riguardo DEPARTMENT OF THE TREASURY, *Financial Regulatory Reform*, cit., p. 37, ove viene chiaramente messa in rilievo la strumentalità dell’introducendo obbligo di registrazione dei *private fund advisers* tanto a finalità di monitoraggio del rischio sistemico, quanto a finalità di protezione dell’investitore. Sulla funzionalizzazione della vigilanza del *fund manager* a scopi di controllo dei rischi sistemicamente rilevanti cfr. pure FINANCIAL STABILITY BOARD, *Overview of Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability*, Report to G20 Leaders, November 2011, p. 12, ove, nel dar conto delle iniziative intraprese del legislatore statunitense, si rileva che “[t]he recordkeeping and reporting requirements are designed to require private fund advisers to report information on the funds they manage that is sufficient to assess whether any fund poses a threat to financial stability” (enfasi aggiunta). La constatazione è pacifica anche in letteratura: v., per tutti, KRUG, *Financial Regulatory Reform*, cit., pp. 1, 2, che parla al riguardo di “*an obvious product of the financial crisis*”.

veicoli *hedge* gestiti da ciascun *adviser*, la trasparenza circa l'attività dei veicoli in gestione è, infine, funzionale all'esercizio dei nuovi poteri di regolamentazione prudenziale attribuiti dal *Title I* del *bill* ai *systemic risk regulators*, ossia al FSOC ed alla FED²¹⁶⁻²¹⁷.

²¹⁶ Cfr., in senso analogo, OVERMEYER, *The "Foreign Private Adviser" Exemption: A Potential Gap in The New Systemic Risk Regulatory Architecture*, in 110 *Columbia L. Rev.* (2010), pp. 2211, 2212, il quale alla base della nuova disciplina in materia di *private funds* individua un "three-step mechanism" finalizzato a permettere ai *regulators* "to determine which U.S. hedge funds could contribute to systemic risk in the U.S. economy": "[f]irst, all U.S. hedge fund managers must register with the SEC [...] Second, U.S. regulators can, as appropriate, require [...] identified hedge funds to provide data regarding their potential to create systemic risk. Finally, drawing on the data collected from a discrete and discernable population of U.S. hedge funds, regulators can determine which hedge funds, if any, they should subject to prudential requirements". Questo approccio *multi-step* era già stato rilevato, con riguardo alla proposta preliminare contenuta nel documento del DEPARTMENT OF THE TREASURY, *Financial Regulatory Reform*, cit., p. 37, da KRUG, *Financial Regulatory Reform*, cit., p. 2. La disciplina alla quale si farà riferimento in questo paragrafo è contenuta nelle *Sections* 101 ss. DFA, le quali compongono il c.d. *Financial Stability Act of 2010* (d'ora in avanti, "FSA"). Con riguardo a queste disposizioni, le quali rappresentano senza dubbio la più significativa, ma, al contempo, anche la più complessa parte della legge, non ci si potrà che limitare ad alcuni rapidi cenni, focalizzando l'attenzione sulle sole norme che, allo stato dell'arte, sembrano suscettibili di trovare applicazione anche nei confronti degli *hedge funds*, completandone così il sistema di regolamentazione. Per una compiuta analisi del FSA si rinvia ai contributi già citati *supra*, par. 7.1, alla nota n. 178. Per alcune più recenti riflessioni in merito alle scelte compiute dal legislatore statunitense in tema di regolamentazione del rischio sistemico, v. anche i vari contributi di BARR, *The Dodd-Frank, One Year On*; COOLEY, *Regulatory Architecture*; e RICHARDSON, *The Dodd-Frank Act and Systemic Risk*; tutti in ACHARYA *et alt.* (a cura di), *Dodd-Frank Act: One Year On*, cit., pp. 1 ss.; 5 ss; 32 ss.

²¹⁷ Come rilevato da COOLEY *et alt.*, *The Power of Central Banks and the Future of the Federal Reserve System*, in ACHARYA *et alt.* (a cura di), *Regulating Wall Street*, cit., pp. 51 ss., 67, "[a]lthough systemic risk is not a new idea, the notion of an explicit systemic risk regulatory function is new. Addressing systemic risk threats was an implicit function of the Fed because its lender of last resort facility was the only tool available to respond to systemic risk problems. The Federal Reserve also had the authority to lend widely (that is, to non banks) in times of widespread financial exigency in order to manage a systemic threat. Until March 2008, however, these powers were hardly known and little understood because they had not been used after the 1930s, when they were created and employed [...] the evolution of discounting lending authority in the twentieth century gave the Fed a valuable tool for responding to systemic risks. However, it did not make the Fed the actual systemic risk regulator with an obligation to monitor and prevent the rise of systemic risk [...] The establishment of a systemic risk regulator is an important component of the Dodd-Frank bill [...]". Il DFA ha dunque attribuito alla FED la responsabilità esplicita per la funzione di regolamentazione e controllo del rischio sistemico (in questo senso anche BARR, *The Dodd-Frank, One Year On*, cit., p. 2), la quale dovrà essere esercitata, specie per quanto riguarda gli intermediari finanziari non bancari (v. *infra*, note nn. 222-224 e testo corrispondente), conformemente alle raccomandazioni del FSOC. Trattasi di novità alquanto significativa, specie ove si ponga mente al fatto che nell'ordinamento statunitense, prima del DFA, tutti i colossi dell'*investment banking* a vario titolo coinvolti nei disordini della CFG erano assoggettati ad un regime di vigilanza prudenziale (in larga parte) di carattere meramente facoltativo e per giunta affidato alla SEC, ossia ad un supervisore per tradizione istituzionalmente estraneo al controllo della sana e prudente gestione delle imprese finanziarie. Per una sintetica, ma efficace descrizione del sistema statunitense di vigilanza sugli intermediari finanziari bancari e non prima della CFG, con particolare

Si è visto, infatti, come il PFIARA imponga alla SEC, relativamente alla sua attività di vigilanza sui gestori di *private funds*, un dovere di *information sharing* nei confronti del FSOC²¹⁸, affinché quest'ultimo sia messo in condizione di valutare il rischio sistemico eventualmente generato da tali veicoli d'investimento²¹⁹. Ai sensi del FSA²²⁰, infatti, il principale compito del FSOC è quello di identificare i rischi posti alla stabilità finanziaria degli Stati Uniti da parte di quegli intermediari finanziari che, nel manifestarsi della CFG, sono risultati "*too big to fail*"²²¹, vale a dire non solo le grandi banche, ma anche

attenzione alle criticità da essa portate a galla, cfr. BRESCIA MORRA, *Le carenze della regolamentazione*, in BARUCCI e MESSORI (a cura di), *Oltre lo shock*, cit., p. 27 ss.

²¹⁸ *Supra*, par. 7.2, note nn. 195-196 e testo corrispondente.

²¹⁹ Sul punto v., specificamente, CLUCHEY, *The Financial Crisis and the Response*, cit., s.p. (ma p. 28). Oltre che del flusso informativo proveniente dalla SEC, il FSOC, ove lo ritenga necessario, potrà avvalersi di propri poteri "attivi" di raccolta di informazioni che il FSA gli conferisce tanto nei confronti delle autorità di vigilanza federali e statali, quanto nei confronti delle istituzioni finanziarie vigilate: v. *Sections 112(a)(2)(A) e (d)(1)-(3) FSA*. Sulla base delle informazioni raccolte, il FSOC potrà, inoltre, indirizzare l'attività della stessa SEC e delle altre *authorities*, indicando quelle che sono le priorità da perseguire nell'esercizio delle loro rispettive competenze di supervisione sui mercati e sugli operatori, nonché gli eventuali *gaps* regolamentari da colmare: v. *Section 112(a)(2)(F)-(G) FSA*.

²²⁰ V. *Section 112(a)(1) FSA*.

²²¹ Come osserva BROOME, *The Dodd-Frank Act*, cit., p. 70, la principale pretesa del DFA vorrebbe essere quella di contenere il pericolo di *moral hazard* creato dagli interventi straordinari – *Troubled Asset Relief Program* ("TARP") su tutti – con cui nel 2008 il Governo è intervenuto in soccorso delle istituzioni finanziarie sull'orlo del collasso, realizzando una sorta di rivoluzione copernicana che permetta di fare di quello statunitense un sistema finanziario operante non già più in base alla convinzione che vi siano intermediari troppo grandi per fallire, bensì nella consapevolezza che, tutt'al contrario, d'ora in avanti "*too big, will fail*". A questo scopo, il DFA non solo stabilisce che le imprese finanziarie di rilevanza sistemica debbano essere sottoposte ad una più stringente regolamentazione prudenziale (v. *infra*, nota n. 224 e testo corrispondente), bensì anche che ad esse venga ad applicarsi apposita procedura di liquidazione coatta nel caso in cui non si dimostrino capaci di mantenere livelli di solvibilità adeguati (v. *supra*, par. 7.1, nota n. 178 e testo corrispondente). A ben vedere, risponde a questa stessa logica anche la avvenuta revisione della *Section 13(3) del Federal Reserve Act* del 1913 relativa ai poteri di *emergency lending* facenti capo alla FED (*Section 1101 ss. DFA*). Il modo in cui la banca centrale statunitense ha esercitato le proprie prerogative nella gestione della CFG nel 2008 ha infatti suscitato feroci critiche, le quali hanno riguardato non solo il merito e l'opportunità di certe scelte, bensì anche l'asserito mancato rispetto formale delle regole giuridiche vigenti. In particolare, alcuni hanno ritenuto che la FED avrebbe agito non già nelle vesti di *lender of last resort*, come consentite dall'ordinamento positivo al fine di assicurare ai mercati la liquidità complessiva di cui avevano bisogno per continuare a funzionare regolarmente, bensì (ed impropriamente) come un vero e proprio "*investor of last resort*", per il tramite infusioni di capitale apparse come dirette ad evitare il fallimento di singole, specifiche istituzioni finanziarie. Rinviando a COOLEY *et al.*, *The Power of Central Banks*, cit. p. 51 ss.; ed a PARKINSON, *A Stronger or a Weaker Fed?*, in ACHARYA *et al.* (a cura di), *Dodd-Frank: One Year On*, cit., p. 16 ss., per ogni ulteriore considerazione al riguardo, è qui piuttosto il caso di rilevare come la gran parte dei commentatori si dimostri tutt'altro che pronta a scommettere che il DFA riuscirà nel proposto intento di mitigare l'azzardo morale prodotto dal "*too big to fail*" e, per questa via, a contenere il rischio di nuove crisi sistemiche. Cfr., ad es., i rilievi di COFFEE JR., *The Political Economy*, cit., pp. 41, 42: "*The Dodd-Frank Act's goal was to signal that there would be no more bailouts, and hence creditors should not lend to [too]big[to]fail banks on the same discounted terms. Yet, liquidity crises are endemic to banking, and whether the Dodd-Frank Act*

quegli intermediari di tipo non bancario che, con un'espressione di nuovo conio, vengono ora indicati come “*nonbank financial companies*”²²². In base alla

resolves or aggravates the “TBTF problem” is debatable. All that is clear is that, post-2008, the U.S. banking industry has become even more consolidated (as the survivors acquired those institutions that failed), and the failure of a TBTF bank would be even more catastrophic. Perhaps, as many suspect, financial regulators can still outflank the Dodd-Frank Act’s restrictions and find ways to bail out a failing bank. But, if so, the implicit subsidy has not been ended and the potential for another systemic risk crisis remains latent beneath the surface of reform”. In senso analogo v., ancora una volta, BROOME, *The Dodd-Frank Act*, cit., pp. 80, 81; e COOLEY, *Regulatory Architecture*, cit., p. 9, i quali concordano nel ritenere che la principale preoccupazione sarà quella di capire se i *regulators* si mostreranno dotati non solo della necessaria capacità tecnica, bensì anche della reale volontà politica di portare avanti fino in fondo il mandato loro conferito dal Congresso. Per ulteriori considerazioni in merito all’inadeguatezza del DFA a contenere i problemi nascenti dal “*too big to fail*”, v., ampiamente, WILMARTH JR., *The Dodd-Frank Act*, cit., p. 986 ss. Per una critica di fondo, tendente a sottolineare come il vizio d’origine delle regole nate con la CFG sia quello di non riuscire ad assicurare una completa internalizzazione delle esternalità negative (*i.e.*, dei costi sociali) nascenti dal carattere “*sistemically important*” di talune istituzioni finanziarie, cfr. invece ACHARYA *et alt.*, *Taxing Systemic Risk*, in ACHARYA *et alt.* (a cura di), *Regulating Wall Street*, cit., p. 121 ss.

²²² D’ora in avanti, “NBFCs”. La relativa definizione si incontra nella *Section 102(a)(4) e (6) FSA*, la quale le identifica con le imprese non bancarie “predominantly engaged in financial activities”, chiarendo che “a company is “predominantly engaged in financial activities” if (A) the annual gross revenues derived by the company and all of its subsidiaries from activities that are financial in nature (as defined in section 4(k) of the Bank Holding Company Act of 1956) and, if applicable, from the ownership or control of one or more insured depository institutions, represents 85 percent or more of the consolidated annual gross revenues of the company; or (B) the consolidated assets of the company and all of its subsidiaries related to activities that are financial in nature (as defined in section 4(k) of the Bank Holding Company Act of 1956) and, if applicable, related to the ownership or control of one or more insured depository institutions, represents 85 percent or more of the consolidated assets of the company”. Per ulteriori dettagli in merito alla definizione di NBFC v., indicativamente, GREENSTEIN, *Federal Reserve Board Proposes Rule Defining Covered Nonbank Financial Companies That May Capture the Largest Hedge Funds*, in *The Hedge Fund L. Report*, Vol. 4, No. 7, February 25, 2011, reperibile all’indirizzo www.hflawreport.com. Occorre precisare che la *Section 4(k)* del *Bank Holding Company Act* – legge che regola le società al vertice di un gruppo bancario-finanziario e che stabilisce le attività che la capogruppo e le società controllate sono ammesse ad esercitare – include tra le attività “*financial in nature*” non solo la compravendita di strumenti finanziari, ma anche l’attività di *investment advising*, cosicché la nozione di NBFC risulta astrattamente atta a ricomprendere non solo il veicolo *hedge* in quanto tale, ma anche la stessa società di gestione, la quale, ricorrendone le ulteriori condizioni, potrà a sua volta essere sottoposta alla regolamentazione prudenziale di cui ora si dirà. Questa interpretazione trova conferma nel regolamento che il FSOC ha emanato per definire i criteri e le procedure che l’organismo intende seguire per l’individuazione degli intermediari finanziari di rilevanza sistemica da sottoporre alla vigilanza della FED in attuazione delle previsioni del FSA: v. FSOC, *Authority to Require Supervision and Regulation of Certain Nonbank Financial Companies*, April 3, 2012 [12 CFR Part 1310; RIN 4030-AA00], ove è stato espressamente chiarito che tale verifica concernerà non solo “private equity firms [and] hedge funds”, ma anche le relative “asset management companies”, in relazione alle quali il FSOC intende verificare “what threats exist, if any, and whether such threats can be mitigated by subjecting such companies to Board of Governors supervision and prudential standards, or whether they are better addressed through other regulatory measures”. Il che, del resto, appare in linea con quanto stabilito in sede internazionale, ove – come già si è avuto modo di rilevare (*supra*, par. 6, nota n. 175 e testo

nuova architettura della vigilanza finanziaria, tali imprese, ove ritenute portatrici di minacce al sistema finanziario nel suo complesso, previa determinazione dello stesso FSOC ed in base a sue raccomandazioni²²³, potranno infatti essere sottoposte alla supervisione ed agli *standards* prudenziali determinati dalla FED²²⁴.

corrispondente) – tanto la Iosco quanto il Joint Forum hanno espressamente supportato l'introduzione di una regolamentazione prudenziale in capo al *fund operator*: cfr. IOSCO, *Hedge Funds Oversight*, Final Report, cit., p. 12, par. 37; JOINT FORUM, *Review*, cit., p. 60 ss. Ed è stato proprio questo, del resto, l'approccio principalmente seguito dal legislatore comunitario: v. art. 9 AIFMD.

²²³ V. *Section 115(a)(1) FSA*: “In order to prevent or mitigate risks to the financial stability of the United States that could arise from the material financial distress, failure, or ongoing activities of large, interconnected financial institutions, the Council may make recommendations to the Board of Governors concerning the establishment and refinement of prudential standards and reporting and disclosure requirements applicable to nonbank financial companies supervised by the Board of Governors and large, interconnected bank holding companies, that (A) are more stringent than those applicable to other nonbank financial companies and bank holding companies that do not present similar risks to the financial stability of the United States; and (B) increase in stringency, based on the considerations identified in subsection (b)(3)”. Ma v. pure *Section 120 FSA*, la quale, in alternativa alla sollecitazione di un intervento regolamentare della FED, attribuisce al FSOC il potere di emanare raccomandazioni in vista dell'adozione di una più stringente regolamentazione dell'attività delle NBFCs direttamente da parte del competente *primary regulator*, ossia, nel caso degli *hedge funds*, da parte della SEC (*Section 2(12)(B)(iii) DFA*). Per ulteriori ragguagli sul punto cfr. OVERMEYER, *The “Foreign Private Adviser” Exemption*, cit., p. 2206.

²²⁴ Ai sensi della *Section 113(a) DFA*, il FSOC “may determine that a U.S. nonbank financial company shall be supervised by the Board of Governors and shall be subject to prudential standards, in accordance with this title, if the Council determines that material financial distress at the U.S. nonbank financial company, or the nature, scope, size, scale, concentration, interconnectedness, or mix of the activities of the U.S. nonbank financial company, could pose a threat to the financial stability of the United States”. Nell'assumere siffatta decisione – che richiede il voto favorevole dei 2/3 dei suoi *voting members*, tra cui quello del Segretario del Tesoro, che presiede l'organismo (v. *supra*, par. 7.2, nota n. 195) – il FSOC dovrà tener in considerazione, tra i molti aspetti indicati dalla legge: “(A) the extent of the leverage of the company; (B) the extent and nature of the off-balance-sheet exposures of the company; (C) the extent and nature of the transactions and relationships of the company with other significant nonbank financial companies and significant bank holding companies; (D) the importance of the company as a source of credit for households, businesses, and State and local governments and as a source of liquidity for the United States financial system; [...] (F) the extent to which assets are managed rather than owned by the company, and the extent to which ownership of assets under management is diffuse; (G) the nature, scope, size, scale, concentration, interconnectedness, and mix of the activities of the company; (H) the degree to which the company is already regulated by 1 or more primary financial regulatory agencies; (I) the amount and nature of the financial assets of the company; (J) the amount and types of the liabilities of the company, including the degree of reliance on short-term funding (K) any other risk-related factors that the Council deems appropriate”. Per un vaglio critico in merito alla validità ed alla completezza dei fattori da porre alla base della verifica della rilevanza sistemica di una NBFC, nonché per una alternativa proposta di misurazione del rischio sistemico sulla base di una metodologia di tipo più marcatamente *market-based*, cfr. le condivisibili osservazioni di ACHARYA *et al.*, *Measuring Systemic Risk*, cit., p. 89 ss. Sul piano della disciplina positiva, v'è poi da aggiungere che la NBFC che sia stata assoggettata alla vigilanza prudenziale della FED dovrà assolvere alcuni specifici obblighi di *reporting* nei confronti del FSOC affinché questo possa controllarne la salute finanziaria e valutare su base continuativa la perduranza ovvero il venir meno della sua rilevanza sul piano sistemico (*Section 116*

Oggi è pertanto possibile che gli *hedge funds*, specie quelli di più grandi dimensioni, quelli che presentino un più elevato grado di interconnessione con altre istituzioni finanziarie e quelli ad alto *leverage*²²⁵, vengano considerati NBFCs di importanza sistemica e, – ciò che rappresenta indubbiamente la più significativa novità nella loro storia giuridica – sottoposti ad una regolamentazione prudenziale che, tra gli altri aspetti, potrà comporsi di²²⁶: i)

FSA). Ulteriori obblighi informativi a carico della NBFC in questione potranno essere stabiliti anche dalla stessa FED (*Section* 161 FSA). Infine, ogni decisione che il FSOC abbia assunto ai sensi della *Section* 113 dovrà essere successivamente rivalutata con frequenza non superiore all'anno ed eventualmente revocata ove siano venute meno le condizioni in base alle quali essa era stata assunta (*Section* 113(d) FSA).

²²⁵ Stando alla formulazione testuale della *Section* 113(a) FSA, sembrerebbe che le decisioni del FSOC debbano essere assunte in base ad una valutazione da compiersi caso per caso, “*on a company-by-company basis*”. Tuttavia, non manca chi ritiene possibile che il FSOC opti per la elaborazione di criteri differenziati in ragione dei diversi settori dell'industria finanziaria considerati, per classi di istituzioni finanziarie o per categorie di soggetti, tenendo conto delle similitudini ovvero delle differenze all'uopo rilevanti. In questo senso si esprime, ad es., FEIN, *Dodd-Frank*, cit., p. 5. Tale interpretazione sembra in effetti trovare conferma nella lettera della stessa legge, laddove, indicando i poteri regolamentari attribuiti alla FED, il FSA precisa che detti poteri potranno essere esercitati “*differentiat[ing] among companies on an individual basis or by category, taking into consideration their capital structure, riskiness, complexity, financial activities [...], size, and any other risk-related factors that the Board of Governors deems appropriate*”. Viene ulteriormente chiarito che una tale modulazione della disciplina potrà essere decisa dalla FED “*on its own*” ovvero “*pursuant to a recommendation by the Council in accordance with section 115*”. Così dispongono le *Sections* 115(a)(2)(A) e 165(a)(2)(A) FSA. Inoltre, la *Section* 170 FSA attribuisce alla FED, previa consultazione del FSOC, il potere di esentare “*certain types or classes of [...] nonbank financial companies from supervision by the Board of Governors*”. In definitiva, anche le norme del *Title I* sembrano offrire conferma in merito alla già rilevata intenzione del legislatore di attribuire alle autorità di vigilanza il compito di predisporre un sistema di regole elastico e proporzionale (v. *supra*, par. 7.2, note nn. 202-213 e testo corrispondente). Più che un rischio di *over-regulation*, dunque, la principale criticità del nuovo impianto regolamentare probabilmente riguarderà la misura in cui, nel darvi attuazione, le autorità di vigilanza risulteranno realmente capaci di assolvere in modo soddisfacente il (non facile) compito che il legislatore ha affidato loro. Riviando per il momento ogni possibile valutazione al riguardo (v. le perplessità manifestate *infra*, par. 8, note nn. 297-301 e testo corrispondente), occorre qui rilevare come anche nel citato regolamento del FSOC, *Authority to Require Supervision and Regulation of Certain Nonbank Financial Companies*, gli *hedge funds* siano stati resi oggetto di alcune specifiche considerazioni *ad hoc*. Il Consiglio, infatti, ha riconosciuto che in relazione questa categoria di *players* finanziari i criteri attualmente individuati come generalmente applicabili a qualsiasi specie di NBFC potrebbero risultare, per tutta una serie di ragioni, inappropriati. Si prevede, pertanto, che essi saranno riconsiderati non appena il volume di informazioni raccolte dalla SEC ai sensi del PFIARA sarà tale da permettere di valutare con cognizione di causa l'opportunità di introdurre parametri di misurazione del rischio sistemico più puntualmente calibrati sulle specificità proprie del settore. In assenza, a quanto consta, di contributi di letteratura sul punto, per ogni necessario approfondimento si rinvia direttamente alla lettura del provvedimento normativo in oggetto.

²²⁶ V. *Section* 165(b)(1)(A) FSA. Per un'analisi della normativa introdotta dal FSA per le NBFC sistemicamente rilevanti più approfondita di quella che sarà possibile rendere in questa sede, e per un primo confronto con le misure contenute in “Basilea III”, cfr. ACHARYA, KULKARNI e RICHARDSON, *Capital, Contingent Capital, and Liquidity Requirements*, in ACHARYA et al. (a cura di), *Regulating Wall Street*, p. 143 ss. Sulle prevedibili modalità di recepimento delle misure di “Basilea III” entro la cornice dei principi stabiliti dal FSA, cfr. anche le osservazioni di MASERA, *Reforming financial system*, cit., pp. 310, 357, 358; e v. pure OJO, *Harmonising Basel III and the*

requisiti di capitale *risk-based*²²⁷; ii) limiti all'impiego del *leverage*²²⁸; iii) requisiti di liquidità²²⁹; iv) requisiti di *risk-management*²³⁰⁻²³¹.

Dodd Frank Act Through Greater Collaboration Between Standard Setters and National Supervisors, disponibile all'indirizzo www.ssrn.com. Sui contenuti dell'accordo di "Basilea III" v. invece MASCOLO, *Basilea 3*, in FERRI e D'APICE (a cura di), *Crisi finanziarie*, cit., p. 214 ss. L'accordo pone altresì le basi per la fissazione di appositi criteri prudenziali in relazione all'attività di *prime brokerage*, rilevando quindi ai fini della definizione dei contenuti della *regolamentazione indiretta* degli *hedge funds*: v. *infra*, par. 7.4, nota n. 256, per i riferimenti.

²²⁷ V. *Section 171* FSA. In particolare, la legge stabilisce che le regole che le competenti autorità dovranno adottare "shall address, at a minimum, the risks arising from (i) significant volumes of activity in derivatives, securitized products purchased and sold, financial guarantees purchased and sold, securities borrowing and lending, and repurchase agreements and reverse purchase agreements; (ii) concentrations in assets for which the values presented in financial reports are based on models rather than historical cost or prices deriving from deep and liquid 2-way markets; and (iii) concentrations in market share for any activity that would substantially disrupt financial markets if the institution is forced to unexpectedly cease the activity" (*Section 171(b)(7)(B)* FSA). Inoltre, "the computation of capital for purposes of meeting capital requirements shall take into account any off-balance-sheet activities of the company [...] including the following transactions [...]: (D) Sale and repurchase agreements; [...] (F) Interest rate swaps; (G) Credit swaps; (H) Commodities contracts; (I) Forward contracts; (J) Securities contracts; (K) Such other activities or transactions as the Board of Governors may, by rule, define" (*Section 165(k)(1)-(3)* DFA).

²²⁸ Ai sensi della *Section 165(j)(1)* FSA "[t]he Board of Governors shall require [...] a nonbank financial company supervised by the Board of Governors to maintain a debt to equity ratio of no more than 15 to 1", allorquando il FSOC ritenga che "such company poses a grave threat to the financial stability of the United States and that the imposition of such requirement is necessary to mitigate the risk that such company poses to the financial stability of the United States".

²²⁹ In merito a questo aspetto il FSA non fornisce indicazioni di sorta, se si esclude la previsione di cui alla *Section 165(g)* FSA, in base alla quale la FED può stabilire limiti alla raccolta a breve termine, anche attraverso schemi fuori bilancio.

²³⁰ Tra questi, tuttavia, non appare applicabile agli *hedge funds* la specifica previsione di cui alla *Section 165(h)* FSA, la quale, nel sancire l'obbligatoria introduzione di un *risk committee*, limita il suo ambito di applicazione alle sole NBFCs che siano "publicly traded", il che, come sappiamo, non è per gli *hedge funds*. Ma non è detto che nella nomina di siffatto comitato debbano esaurirsi i requisiti che la FED, in base alla previsione generale di cui alla *Section 165(b)(1)(A)(iii)* FSA, può stabilire in materia di gestione del rischio. La norma sarà invece applicabile alla società di gestione che sia stata qualificata come NBFC di rilevanza sistemica (v. *supra*, nota n. 222).

²³¹ Senza alcuna pretesa di completezza, ma al solo scopo di fornire quale ulteriore indicazione in merito ai contenuti del FSA, tra le altre numerose disposizioni dedicate alle NBFCs sistemicamente rilevanti possono essere qui citate: i) quella che ne sancisce l'assoggettamento agli *stress tests* che saranno periodicamente condotti dalla FED (*Section 165(i)* FSA); ii) quella che attribuisce alla stessa FED il compito di prescrivere un limite all'esposizione creditizia massima che una NBFC può assumere nei confronti di una singola impresa debitrice, ove, a questi fini, è considerata esposizione creditizia anche quella connessa ad operazioni in contratti derivati e quella relativa ad operazioni di prestito titoli (v. *Section 165(e)* FSA); iii) quella che subordina alla preventiva autorizzazione della FED l'acquisto di una partecipazione pari o superiore al 5% del capitale di una banca rappresentato da azioni con diritto di voto (*Section 163(a)* FSA); iv) quella che rimette alla FED la valutazione del possibile impatto sulla stabilità sistemica della concentrazione di rischio conseguente all'acquisizione di una partecipazione, diretta o indiretta, in un'altra impresa finanziaria di significative dimensioni (v. *Section 163(b)* FSA). Tra le disposizioni di vigilanza a più spiccata connotazione "strutturale" si colloca anche la *Section 121* FSA, la quale, quasi come una

Nel DFA, accanto alla regolamentazione tramite *fund manager*, troviamo, allora, anche il modello della *regolamentazione diretta* del fondo *hedge*²³². Gli *hedge funds*, qui intesi essenzialmente come “prodotto” finanziario, sono stati in linea di principio “fatti salvi” dalla legislazione post-CFG, nel senso che essi seguiranno, in linea di principio, ad essere sottratti alle regole ed ai divieti operativi che definiscono, in maniera ben più stringente, i caratteri propri di *mutual funds* ed altri prodotti tipicamente *retail*²³³, ma ove ritenuti in grado di rendersi veicolo di propagazione di rischi sistemici potranno essere attratti entro il perimetro del nuovo quadro della vigilanza macro-prudenziale e, per questa via, essere resi destinatari di regole capaci di restringere la libertà operativa di cui hanno sinora potuto godere²³⁴.

sorta di strumento di *extrema ratio* a difesa della stabilità del sistema finanziario, attribuisce alla FED un potere di *breaking-up* degli intermediari di rilevanza sistemica. In particolare, la norma facoltizza la FED, previa determinazione del FSOC, a: “(1) limit the ability of the company to merge with, acquire, consolidate with, or otherwise become affiliated with another company; (2) restrict the ability of the company to offer financial product or products; (3) require the company to terminate one or more activities; (4) impose conditions on the manner in which the company conducts 1 or more activities; or (5) if [...] the actions described in paragraphs (1) through (4) are inadequate to mitigate a threat to the financial stability of the United States [...], require the company to sell or otherwise transfer assets or off-balance-sheet items to unaffiliated entities”. Su di un piano più generale, è stato inoltre stabilito che nessuna impresa finanziaria soggetta alla vigilanza della FED possa giungere da sola a detenere passività superiori al 10% del totale delle passività aggregate del sistema finanziario statunitense nel suo complesso (Section 622 DFA). Tra le misure di carattere *risk-based*, invece, v’è quanto meno da accennare al c.d. *contingent capital*, ossia all’obbligo per le istituzioni finanziarie supervisionate dalla FED di emettere strumenti di debito automaticamente convertibili in capitale di rischio non appena la quota di capitale proprio scenda al di sotto di una soglia predefinita secondo certi parametri. In argomento v. ACHARYA, KULKARNI e RICHARDSON, *Capital*, cit., p. 162 ss.; e COFFEE JR., *Bail-Ins Versus Bail-Outs: Using Contingent Capital to Mitigate Systemic Risk*, Columbia University School of Law Working Paper No. 380, disponibile all’indirizzo www.ssrn.com. Per concludere, merita anche accennare al fatto che, laddove qualificati come NBFC di rilevanza sistemica, gli *hedge funds* risulterebbero assoggettabili anche alle norme dettate dal Title II DFA per la liquidazione coatta delle grandi istituzioni finanziarie in crisi, procedura rimessa alla gestione coordinata del Dipartimento del Tesoro, della FED e della FDIC. In merito a tale procedura liquidatoria e per una prima verifica dei suoi possibili limiti, cfr. ACHARYA *et. alt.*, *Resolution Authority*, in ACHARYA *et. alt.* (a cura di), *Regulating Wall Street*, cit., p. 213 ss.; WILMARTH JR., *The Dodd-Frank Act*, cit., p. 993 ss.; MASERA, *Riforming financial system*, cit., p. 315 ss. BROOME, *The Dodd-Frank Act*, cit., p. 77 ss.; RICHARDSON, *The Dodd-Frank Act*, cit., pp. 32, 33.

²³² V. *supra*, par. 6, note nn. 174-175 e testo corrispondente.

²³³ Si ricordi che gli *hedge funds* continuano ad essere esclusi dalla nozione di *investment company* ai sensi delle Sections 3(c)(1) e 3(c)(7) ICA (v. *supra*, par. 7.2, nota n. 188 e testo corrispondente). Nel senso che il DFA, in linea di principio “*does not itself impose any obligations or restrictions on the activities of private funds*”, autorizzando piuttosto i *regulators* ad imporre “*prudential measures*” in capo ai soli fondi la cui attività “*is contributing to systemically risky market conditions*”, v. OVERMEYER, *The “Foreign Private Adviser” Exemption*, cit., pp. 2205, 2206, 2212 e, *ivi*, nota n. 180. Cfr. pure FINANCIAL STABILITY BOARD, *Overview of Progress*, cit., p. 13, ove, si rileva come, nel dar attuazione agli impegni assunti in sede internazionale, i vari *regulators* regionali abbiano per lo più preferito introdurre meccanismi di supervisione del *fund manager*, mentre, “*hedge funds themselves (i.e., the pools of assets) usually [continue to] enjoy the status of unregulated entities*”.

²³⁴ Per completezza, occorre tuttavia rilevare come la più recente letteratura abbia espresso preoccupazioni circa la presenza di una potenziale falla di sistema, con

Non, dunque, una rigida tipizzazione definitoria delle loro caratteristiche operative o limitativa del relativo modello di *business* – il che, con tutta probabilità, avrebbe rischiato di determinarne una massiccia delocalizzazione, o una qualche mutazione operativa volta ad eludere i nuovi vincoli normativi – bensì una regolamentazione prudenziale legata a doppio filo ai nuovi poteri di supervisione del rischio sistemico, che indubbiamente rappresenta il prodotto più significativo del nuovo ciclo politico-regolamentare apertosi dopo la CFG²³⁵.

7.4 – Per completare la rassegna delle disposizioni del DFA dirette al contenimento del rischio sistemico relativo agli *hedge funds*, occorre spendere qualche parola anche sulla c.d. *Volcker Rule*²³⁶, ossia quella (ormai celebre) disposizione introdotta allo scopo di circoscrivere la capacità operativa delle

conseguente pericolo di compromissione degli obiettivi di monitoraggio del rischio sistemico posto dagli *hedge funds*. Il *vulnus* sarebbe rappresentato dalla già menzionata *foreign private adviser exemption* (v. *supra*, par. 7.2, nota n. 191). Si è così rilevato che, nonostante il legislatore abbia attribuito alle autorità di vigilanza statunitensi “*the formal authority to impose prudential requirements on foreign hedge funds that may create or exacerbate a financial crisis in U.S. markets*” (v. in particolare le *Sections* 120(a)(4)(C), 113(b), 115(b)(2), 112(d)(3)(C) SA, ove viene in buona sostanza sancita l’assoggettabilità delle *foreign* NBFCs di rilevanza sistemica operanti negli Usa alla stessa disciplina prudenziale di cui FSOC può raccomandare l’introduzione in relazione agli intermediari finanziari statunitensi), tuttavia “[t]he lack of a registration requirement for foreign hedge fund managers whose funds do not meet the thresholds regarding the number of American investors or amount of capital invested by Americans will limit the capacity of U.S. regulators to obtain data on such funds”. Sono parole di OVERMEYER, *The “Foreign Private Adviser” Exemption*, cit., p. 2187, il quale individua la erroneità della scelta del legislatore in ciò, che “[t]he potential for a hedge fund to create systemic risk in the U.S. economy [...] stems not from the fact that it is a U.S. entity, nor from the extent to which Americans are invested in the fund, but rather from the extent to which that fund is invested in American markets. By failing to provide regulators with the means to timely and efficiently gather information from foreign hedge funds with significant connections to U.S. markets, the [PFIARA] leaves open a [...] gap in the new systemic risk regulatory architecture”. In assenza dell’obbligo di registrazione presso la SEC del *foreign private adviser* che gestisca fondi nei quali la presenza di investitori e di capitali di provenienza statunitense si mantenga al di sotto delle soglie stabilite dalla legge, ai *regulators* verrebbe a mancare, prosegue l’Autore, quello che nella logica del PFIARA vorrebbe essere il principale strumento di monitoraggio del rischio sistemico, ossia il potere di imporre al *fund manager* obblighi di *reporting* sull’attività dei fondi gestiti. Il monitoraggio del rischio sistemico relativo all’operatività sui mercati Usa dei fondi localizzati *off-shore* potrebbe allora rivelarsi impresa improba, specie a fronte della scarsa propensione alla cooperazione tipica delle autorità di vigilanza di quelle piazze finanziarie che della segretezza fanno il loro principale elemento di appetibilità.

²³⁵ Merita quantomeno accennare al fatto che ulteriori regole di carattere prudenziale (requisiti addizionali di capitale e regole sulla marginazione/collateralizzazione delle operazioni) potranno interessare quegli *hedge funds* che, in base alle previsioni del *Title VII* del DFA in materia di derivati finanziari, siano tenuti alla registrazione presso la CFTC e/o la SEC in qualità di *major swap* (e/o *security-based swap*) *participants*. Sul significato di questa definizione e per l’analisi della disciplina consequenzialmente applicabile, cfr. SCALCIONE, *The Derivatives Revolution*, cit., p. 361 ss.; 366 ss.; *Id.*, *La proposta di riforma della disciplina dei derivati OTC negli USA*, in *Dir. banc. merc. fin.*, I, 2010, p. 79 ss. Sulla tendenziale capacità delle nozioni di *major swap participant* e di *major security-based swap participant* a ricomprendere al loro interno anche gli *hedge funds*, v. invece GRIFFITH, *Dodd-Frank May Impose New Obligations*, cit., s.p.

²³⁶ Si tratta della *Section* 619 DFA, che ha modificato la *Section* 13 del *Bank Holding Company Act* del 1956.

banche commerciali²³⁷, cui è stato inibito lo svolgimento per conto proprio di alcune attività finanziarie “speculative”, e, segnatamente, il *proprietary trading* di strumenti finanziari e l’investimento in e lo *sponsoring* di *hedge funds* e *private equity funds*²³⁸⁻²³⁹.

²³⁷ La disciplina di cui ora si dirà si applica ai soggetti finanziari di natura bancaria, individuati tramite l’espressione *banking entities*, la quale ricomprende “any insured depository institution [ossia le banche autorizzate alla raccolta del risparmio tra il pubblico in forma di depositi ed all’esercizio del credito che partecipano al sistema federale di garanzia dei depositi ai sensi del *Federal Deposit Insurance Act* del 1950], any company that controls an insured depository institution, or that is treated as a bank holding company for purposes of section 8 of the International Banking Act of 1978, and any affiliate of any such an entity” (v. *Section 619(h)(1) DFA*).

²³⁸ La c.d. *Volcker Rule* porta il nome dell’economista americano, già presidente della FED (1979-1987) e di recente a capo del *President’s Economic Recovery Advisory Board* (2009-2011), Paul Adolph Volcker, il quale a seguito della CFG è stato tra coloro i quali si sono spesi con maggiore decisione a favore dell’introduzione di una norma volta a restaurare una certa “ortodossia” finanziaria, ossia un contesto istituzionale in cui alle imprese che esercitano attività di intermediazione creditizia finanziandosi tramite raccolta depositi non sia al contempo ammesso operare come *wholesale firms* sul mercato dei titoli. Nel *report* del Gruppo dei Trenta, organismo presieduto dallo stesso Volcker, l’introduzione del divieto a svolgere “*highly risky proprietary activities*” per le banche commerciali è stata addirittura formulata come raccomandazione n. 1: cfr. GROUP OF THIRTY, *Financial Reform*, cit., p. 28. Per ulteriori dettagli in merito alle convinzioni sottostanti alla misura normativa qui in oggetto, v. pure VOLCKER, *Prohibiting Certain High-Risk Investment Activities by Banks and Bank Holding Companies, Hearing before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, U.S. Senate, February 2, 2010*, p. 5 ss. Tra le molte disposizioni del DFA, la *Volcker Rule* è la norma che più delle altre si avvicina a sancire la reintroduzione della separazione funzionale tra *commercial* ed *investment banking* a suo tempo imposta dal *Glass-Steagall Act* del 1933 (d’ora in avanti, “GSA”), e poi superata dal *Gramm-Leach-Bliley Financial Services Modernization Act* del 1999 (d’ora in avanti, “GLBA”), legge che riconobbe nuovamente diritto di cittadinanza al modello della banca universale nel sistema finanziario statunitense (almeno nella forma del gruppo polifunzionale). Per una ricostruzione del processo storico che ha condotto dal GSA al GLBA e da questo alla *Volcker Rule*, v. RICHARDSON, SMITH e WALTER, *Large Banks and the Volcker Rule*, in ACHARYA *et alt.* (a cura di), *Regulating Wall Street*, cit., p. 186 ss.; MONDINI, *I conflitti di interesse degli intermediary bancari nella prestazione di servizi di investimento nell’ordinamento statunitense*, in PRESTI e RESCIGNO (a cura di), *Banche, servizi di investimento e conflitti di interesse*, Bologna, 2008, p. 203 ss.; BRESCIA MORRA, *Le carenze*, cit., p. 27 ss.; BANI, *Il diritto dell’economia ai tempi della crisi. La Volcker Rule come risposta degli USA*, in *Riv. trim. dir. econ.*, II, 2011, pp. 109 ss., 116 ss., disponibile all’indirizzo www.rtde.luiss.it. Per un’analisi di tipo storico-comparativo a più ampio spettro, diretta a confrontare l’esperienza nordamericana e quella europea per ciò che attiene all’affermazione del modello della banca universale nei due diversi contesti politico-istituzionali, cfr. invece KIM, *Toward Transatlantic Convergence*, cit., pp. 6 ss., 21 ss. In questa sede, l’analisi dovrà necessariamente essere limitata ai soli aspetti relativi alla nuova disciplina del rapporto banca-*hedge funds* per come ridisegnato dalla *Volcker Rule*. Per una descrizione di portata più generale dei contenuti della norma in oggetto, e per la valutazione delle sue possibili ricadute tramite un’analisi dei relativi costi e benefici, v., tra i più significativi contributi sinora pubblicati sul tema, le non sempre coincidenti diagnosi di WILMARTH JR., *The Dodd-Frank Act*, cit., p. 1025 ss.; BEVILACQUA, *La vigilanza strutturale*, cit., p. 52 ss.; WHITEHEAD, *The Volcker Rule and Evolving Financial Markets*, in 1 *Harvard Bus. L. Rev.* (2011), p. 39 ss. La CFG e le esternalità prodotte a livello globale dalla presenza di istituzioni finanziarie “*too big to fail*”, così come pure la volontà di evitare in futuro ulteriori salvataggi a carico dei contribuenti, hanno promosso un ampio dibattito sui rischi associati al modello di banca universale ovviamente non confinato al solo, specifico contesto istituzionale

Le *rationes* alla base della *Volcker Rule* sono individuabili, oltre che nell'esigenza di prevenire i conflitti d'interesse che tipicamente originano dall'operatività polifunzionale degli intermediari bancari, nell'obiettivo di mitigazione dei rischi derivanti dallo svolgimento contestuale di attività speculative in titoli mediante l'impiego di fondi propri e l'attività di banca commerciale, nonché nella volontà di evitare che il sistema di garanzie pubbliche da cui sono assistite le banche commerciali in ragione del loro ruolo di sostegno e promozione dell'economia reale – il quale consente loro di sopportare minori costi di *funding* – venga indirettamente ed implicitamente posto a servizio di attività che esulano da quelle *core banking functions* in relazione alle quali esclusivamente si giustifica, in nome dell'obiettivo della tutela del risparmio pubblico, l'esistenza di una tale *safety net* (sistema di garanzia dei depositi ed accesso al credito di ultima istanza)²⁴⁰.

statunitense, bensì condotto a livello internazionale. Per un'analisi economica comparata delle varie possibili misure di intervento di tipo strutturale proposte in seguito alla CFG, ed in particolare per un confronto tra la soluzione statunitense di cui alla *Volcker Rule* e quella britannica della c.d. *ring-fenced retail bank* di cui al c.d. *Vickers Report* stilato dalla *Independent Commission on Banking*, v. CHOW e SURTI, *Making Banks Safer: Can Volcker and Vickers Do It?*, IMF Working Paper No. 236, October 2011. Alcuni riferimenti si rinvencono anche in BANI, *Il diritto dell'economia*, cit., p. 141 ss.; ed in KIM, *Toward Transatlantic Convergence*, cit., p. 31. Per una serrata accusa al modello dell'*universal banking*, reputato vero e proprio epicentro della CFG, v., ancora prima delle risposte poi concretamente introdotte sul piano regolamentare, WILMARTH JR., *The Dark Side of Universal Banking: Financial Conglomerates and the Origin of the Subprime Financial Crisis*, in 41 *Conn. L. Rev.* (2009), p. 963 ss.

²³⁹ In aggiunta alla *Volcker Rule*, il DFA contiene un'altra disposizione – nota come “*swap push-out rule*” o “*Lincoln Amendment*”, dal nome del senatore proponente – la quale, perseguendo finalità in certa misura analoghe alla prima, nega l'accesso al sistema di assistenza federale in relazione all'attività in derivati condotta dalle banche commerciali, a meno che tale *business* sia stato scorporato per essere condotto tramite società controllate separatamente capitalizzate: v. *Section 716 DFA*. Per una più compiuta disamina di questa disciplina cfr. SCALCIONE, *The Derivatives Revolution*, cit., pp. 395, 396; ACHARYA, SACHAR e SUBRAHMANYAM, *Regulating OTC Derivatives*, cit., pp. 375, 376; WILMARTH JR., *The Dodd-Frank Act*, cit., p. 1030 ss.

²⁴⁰ In merito agli obiettivi di *policy* sottesi alla *Volcker Rule* cfr. variamente BEVILACQUA, *La vigilanza strutturale*, cit., p. 53 ss.; CHOW e SURTI, *Making Banks Safer*, cit., pp. 13, 14; BANI, *Il diritto dell'economia*, cit., pp. 145, 146. Per ciò che più direttamente attiene all'oggetto della presente analisi, il principale vantaggio della conduzione *in-house* di *hedge funds* da parte delle banche consiste, come nel testo si accennava, nella possibilità di finanziare – grazie alla garanzia implicita di cui esse godono – tale *business* a costi inferiori a quelli di mercato, col rischio, dunque, che la consapevolezza di “avere le spalle coperte” le induca ad un uso spregiudicato della leva finanziaria. Non trascurabile è, in secondo luogo, il rischio di natura reputazionale che la banca può trovarsi a dover fronteggiare allorquando abbia associato il proprio nome a quello di fondi *hedge* da essa internamente gestiti, dal momento che essa, al fine di far salva la propria reputazione, potrebbe infatti avere forti incentivi a fornire assistenza finanziaria ai fondi recanti il suo “marchio” che si trovino a navigare in cattive acque. Tale circostanza potrebbe indurre gli investitori a ritenere che in caso di difficoltà la casamadre certamente interverrà a sostegno del fondo, il quale viene pertanto percepito come “più sicuro”, e quindi finanziato a condizioni migliori rispetto a quelle che sarebbero richieste ove esso non fosse collegato ad una banca avente accesso al sistema di garanzie pubbliche. Insomma, “[i]f the primary advantage for running internal hedge funds arises from their access to cheap financing due to implicit government guarantees of their debt, then both the benefits (i.e. the guarantee) and the costs (i.e., the added systemic risk) are carried by taxpayers”. Questa la sintesi di RICHARDSON, SMITH e WALTER, *Large Banks*, cit., p. 204. La *Volcker Rule* mira, allora, “to prevent banking

entities from having incentives or opportunities to inappropriately provide support to investors in such funds or otherwise transfer the government subsidy inherent in the federal safety net for banks to speculative proprietary investments” (FSOC, *Study and Recommendations on Prohibitions on Proprietary Trading & Certain Relationships with Hedge Funds & Private Equity Funds*, January 2011, p. 56), e, più in generale, a “ridurre il moral hazard nel settore finanziario, [...] termine soave con cui gli economisti indicano la situazione in cui si privatizzano i profitti e si socializzano le perdite” (ONADO, *Una finanza da mettere in riga*, *Il Sole24Ore – Mercati Globali*, 26 gennaio 2010). L’esempio che viene addotto a sostegno di tale ragionamento (cfr., oltre ai contributi appena citati, anche DUFFIE, *The failure mechanics*, cit. p. 9) è, non sorprendentemente, quello dei due fondi *Bear Stearns*, ai quali, alla fine di giugno 2007, la banca diede sostegno con un prestito da 3.2 miliardi di dollari, venendo poi travolta dal loro fallimento e salvata, in *limine mortis*, grazie all’intervento della FED. Tuttavia, rispetto a quella vicenda occorre operare una precisazione di carattere tecnico, perché, a dire il vero, *Bear Stearns* – come del resto è ben noto – non godeva dello *status* di banca commerciale, e, pertanto, non avrebbe dovuto avere accesso al sistema di agevolazioni creditizie della banca centrale. Ciò nondimeno, una volta esplosa la crisi legata al settore *sub-prime*, anche nei confronti di *Bear Stearns*, così come di altre grandi *investment banks*, sono stati utilizzati strumenti tipici della *safety net* pubblica, avendo nel caso specifico la FED erogato un generoso finanziamento a favore di *JPMorgan* (tecnicamente, essa sì, una banca commerciale, pur se fortemente attiva anche nel settore dell’*investment banking*) per l’acquisizione del passivo di *Bear Stearns*: v. DAVIDOFF e ZARING, *Regulation by Deal*, cit. p. 473 ss. Il problema dell’utilizzo di risorse pubbliche per far fronte alle perdite generate da attività finanziarie “speculative” è conseguito, quindi, non tanto all’azzardo morale delle banche commerciali aventi accesso alla *safety net*, bensì al modo in cui la crisi è stata gestita, nel contesto comunque di un impianto normativo fortemente inadeguato sul versante dell’*investment banking*, settore il quale, nonostante ormai composto da una rete di intermediari finanziari molto grandi, fortemente interconnessi e perciò operanti nella convinzione – eccolo, questa volta sì, il *moral hazard* – che, data la loro rilevanza sistemica, le autorità non avrebbero potuto non intervenire in caso di difficoltà, continuava ad essere sottratto ad un vero e proprio sistema di vigilanza prudenziale, godendo di un regime regolamentare molto più *soft* e molto meno invasivo di quello previsto per le banche commerciali. Il tutto sulla base della convinzione – ancora sostenuta da ampi settori della letteratura – secondo cui la loro operatività sui mercati finanziari non avrebbe potuto rendersi portatrice di quei rischi di instabilità sistemica insiti nella raccolta del risparmio sotto forma di depositi. Sul punto cfr., per tutti, BRESCIA MORRA, *Le carenze della regolamentazione*, cit., p. 35 ss. Ed è proprio in questa prospettiva che la *Volcker Rule*, come si accennava nella nota precedente, si presenta come norma pensata per (re-)introdurre un minimo d’ordine razionale e di “ortodossia” finanziaria, inibendo, da un lato, alle banche commerciali di svolgere attività cc.dd. proprietarie, ed imponendo, dall’altro lato, alle imprese d’investimento (o NBFCs, secondo la terminologia del DFA) di rilevanza sistemica l’osservanza di una disciplina di carattere prudenziale a fronte dello svolgimento di dette attività (v. *infra*, nel testo). L’obiettivo ultimo, insomma, è quello di produrre un allineamento tra costi di *funding* e rischiosità delle attività finanziarie non bancarie, nella convinzione che ciò possa a sua volta spingere il sistema ad operare su più contenuti livelli complessivi di leva finanziaria. Occorre tuttavia rilevare come l’evidenza empirica a supporto delle scelte codificate nella *Volcker Rule*, con particolare riferimento al ruolo giocato dal *proprietary trading* nella produzione delle perdite sofferte dal sistema bancario nel contesto della CFG, sia alquanto controversa. Esastivi riferimenti in WHITEHEAD, *The Volcker Rule*, cit., pp. 41, 42, ivi alla nota n. 10. E v. pure COFFEE JR., *The Political Economy*, cit., p. 73. Del resto, ancora oggi sussistono analoghi dubbi in merito alla correttezza della tesi – su cui venne eretto l’impianto del GSA – secondo cui l’attività in titoli delle banche commerciali fu elemento determinante della crisi del ‘29: cfr., anche per gli opportuni riferimenti alla letteratura statunitense sul tema, BANI, *Il diritto dell’economia*, cit., p. 121; KIM, *Toward Transatlantic Convergence*, cit., p. 11.

Sebbene la procedura sanzionatoria azionata dalla SEC nella primavera del 2010 nei confronti di *Goldman Sachs*, accusata di frode per aver strutturato e venduto ai propri clienti un CDO sintetico in modo da agevolare le strategie di investimento dell'*hedge fund Paulson & Co.*²⁴¹, così come le risultanze delle audizioni dei vertici della stessa *Goldman* svoltesi pochi giorni dopo davanti al *Senate Subcommittee on Investigations*²⁴², avessero suscitato forte indignazione nell'opinione pubblica, facendo della *Volcker Rule* una norma dall'ampio gradimento popolare, così incrementandone notevolmente le *chances* di successo sul piano politico, la formulazione definitiva in cui la disposizione è stata approvata rappresenta il risultato di una evidente scelta compromissoria dell'ultimo minuto, figlia della potente attività di *lobbying* spiegata dalle imprese di *Wall Street* contro la norma fortemente sgradita²⁴³. In particolare, quello che era nato come un divieto assoluto (“no “prop” trading; no hedge funds; no private equity”) risulta ora temperato da una ricca serie di eccezioni, indicate dalla norma come “permitted activities”²⁴⁴.

²⁴¹ V. *SEC Charges Goldman Sachs With Fraud in Structuring and Marketing of CDO Tied to Subprime Mortgages*, SEC Press Release, 2010-59, April 16, 2010. In letteratura cfr., ampiamente, TUCH, *Conflicted Gatekeepers: The Volcker Rule and Goldman Sachs*, Harvard Law School – John M. Olin Center for Law, Economics, and Business Fellows’ Discussion Paper Series, Discussion Paper No. 37, 4/2011, disponibile all’indirizzo www.ssrn.com, pp. 3 ss., 37 ss.

²⁴² Le quali possono leggersi nel documento del PERMANENT SUBCOMMITTEE on INVESTIGATIONS, *Hearing on Wall Street and the Financial Crisis: The Role of Investment Banks*, U.S. Senate Committee on Homeland Security and Governmental Affairs, April 27, 2010, reperibile all’indirizzo www.gpo.gov.

²⁴³ V. WILMARTH JR., *The Dodd-Frank Act*, cit., p. 1026 ss.

²⁴⁴ Più in dettaglio, sul versante del *proprietary trading*, in nome dell’esigenza di salvaguardare la liquidità dei mercati e la capacità di gestione del rischio da parte degli intermediari, è stata consentita la negoziazione in conto proprio di titoli pubblici, la negoziazione con finalità di “hedging” e la negoziazione con finalità di *market making* o di *underwriting* purché si tratti di attività serventi rispetto alle necessità di servizio della clientela (ossia “to the extent that any such activities [...] are designed not to exceed the reasonably expected near term demands of clients, customers, or counterparties”) (*Section 619(d)(1)(A)-(C) DFA*). In buona sostanza, resta vietato solamente il *proprietary trading* inteso come negoziazione per conto proprio di qualsiasi specie di strumento finanziario che sia svolta “principally for the purpose of selling in the near term (or otherwise with the intent to resell in order to profit from short-term price movements)” (*Section 619(h)(4) e (6) DFA*). Il non facile compito di distinguere tra le fattispecie vietate di *proprietary trading* e le varie *permitted activities* è affidato a regolamenti da adottarsi congiuntamente da parte delle diverse *authorities* competenti, in base alle linee guida emanate dal FSOC: sul punto v. FSOC, *Study and Recommendations*, cit., p. 15 ss. Si aggiunga che anche le attività qualificate come “permitted” dalla legge potrebbero essere viceversa considerate “prohibited” dalla normativa secondaria delle competenti autorità tutte le volte in cui esse appaiano in grado di produrre “a material conflict of interest between the banking entity and its clients, customers, or counterparties”, ovvero “a material exposure by the banking entity to high-risk assets or high-risk trading strategies”, quando non addirittura “a threat to the financial stability of the United States” (v. *Section 619(d)(2) DFA*). Che quest’opera di discernimento tra ciò che è permesso e ciò che è vietato rappresenti la sfida principale che i *rulemakers* dovranno affrontare nel complesso processo di implementazione della *Volcker Rule*, è affermazione ricorrente in letteratura: cfr., al riguardo, WHITEHEAD, *The Volcker Rule*, cit., p. 50 ss.; BEVILACQUA, *La vigilanza strutturale*, cit., p. 48 ss.; CHOW e SURTI, *Making Banks Safer*, cit., p. 19 ss. A tal riguardo, non manca chi palesa il timore che quelle che sono formalmente contemplate come eccezioni, possano, alla fine dei giochi, tradursi in regola e vanificare l’efficacia complessiva della riforma: cfr. in questo senso COFFEE JR., *The Political Economy*, cit., p. 74; WILMARTH JR., *The Dodd-*

E nella versione finale della disposizione è stata qualificata come *permitted activity* anche l'attività di "sponsoring" di *private funds*²⁴⁵, purché si tratti di attività *customer-related*, nel senso che viene consentita l'istituzione, l'offerta e la gestione di detti veicoli d'investimento da parte delle banche nei limiti in cui²⁴⁶: i) la banca presti ai propri clienti servizi di consulenza o di gestione fiduciaria ed i fondi siano organizzati in esecuzione di tali servizi ed offerti

Frank Act, cit., p. 1028 ss.; e RAMIREZ, *Dodd-Frank as Maginot Line*, in 15 *Chapman L. Rev.* (2011), pp. 125, 126, il quale esprime perplessità anche in merito alla diluita tempistica (anch'essa figlia del compromesso raggiunto sul piano politico) prevista per la piena entrata a regime della nuova disciplina (v. *Section 619(c) DFA*). Anche la stampa specialistica ha vivacemente discusso il tema dell'effettivo mordente della versione finale della norma, manifestando in questo caso una diversità di vedute che ha quasi del soprendente: cfr., indicativamente, INDIVIGLIO, *Dodd-Frank Bill's Volcker Rule a Win for Big Banks*, in *The Atlantic*, On-line edition, June 25, 2010, www.theatlantic.com; CARNEY, *Why Wall Street Will Love The 3% Solution in Reform Bill*, in *CNBC*, June 25, 2010, www.cnbc.com; NORRIS, *Volcker, Rule May Work, Even if Vague*, in *The New York Times*, On-line edition, January 20, 2011 www.nytimes.com; WEIDNER, *Keep the Volcker rules simple roots. Commentary: A clear idea for regulators gets complicated*, in *MarketWatch*, January 25, 2011, www.marketwatch.com; KHIMM, *Will the Volcker Rule be a boon for hedge funds?*, in *Washington Post*, On-line edition, February 14, 2012, www.washingtonpost.com. E sempre dalla stampa si è appreso che, una volta deciso dal legislatore l'inserimento della norma nel testo definitivo del DFA, l'attività di *lobbying* di *Wall Street* è stata indirizzata verso i vertici delle autorità di vigilanza, nel tentativo di addolcire le norme di implementazione della *Volcker Rule* di loro competenza: v. LACAPRA, *Goldman lobbying hard to weaken Volcker rule*, May, 4, 2011, in www.reuters.com. La proposta di regolamento congiunto dell'OCC, della FED, della FDIC e della SEC è stata pubblicata e resa oggetto di consultazione l'11 ottobre 2011: cfr. *Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests in, and Relationships with, Hedge Funds and Private Equity Funds*, October 11, 2011 [OCC Docket ID OCC-2011-0014, OCC RIN 1557 – AD44; Fed Docket No. R-1432, Fed RIN 7100 – AD82; FDIC RIN 3064 – AD85; SEC Release No. 34 – 65545, File No. S7-41-11, SEC RIN 3235 – AL07]. La natura non ancora definitiva del provvedimento, la sua impressionante mole (530 pagine) e la notevole complessità dei suoi contenuti (sono circa 400 i quesiti rivolti al mercato), suggeriscono di non inoltrarsi in una sua dettagliata disamina. Per una essenziale rassegna dei suoi contenuti v. comunque BAHLKE, *U.S. Regulatory Agencies Propose Regulations to Implement Volcker Rule*, *Stroock Special Bulletin*, November 7, 2011, reperibile all'indirizzo www.stroock.com. Qualche riferimento anche in COFFEE JR., *The Political Economy*, cit., p. 74 e, *ivi*, nota n. 170.

²⁴⁵ Ai sensi e per gli effetti della disposizione, "[t]he term to "sponsor" a fund means (A) to serve as a general partner, managing member, or trustee of a fund; (B) in any manner to select or to control (or to have employees, officers, or directors, or agents who constitute) a majority of the directors, trustees, or management of a fund; or (C) to share with a fund, for corporate, marketing, promotional, or other purposes, the same name or a variation of the same name" (*Section 619(h)(5) DFA*). A differenza di quanto fa il PFIARA (v. *supra*, par. 7.2, nota n. 188 e testo corrispondente), il testo della *Volcker Rule* non parla, invero, di *private funds*, ma si riferisce esplicitamente a *hedge funds* e *private equity funds*, identificandoli, tuttavia, negli stessi termini in cui il PFIARA identifica i *private funds*, ossia nei fondi costituiti ex *Section 3(c)(1)* e *3(c)(7) ICA* (*Section 619(h)(2) DFA*). Non è prevista, invece, un'esplicita esenzione per i *venture capital funds*, anche se, stando alle raccomandazioni contenute in FSOC, *Study and Recommendations*, cit., p. 62, tale esenzione sarà con ogni probabilità contenuta negli emanandi regolamenti congiunti delle autorità di vigilanza.

²⁴⁶ V. *Section 619(d)(1)(G) DFA*.

esclusivamente ai clienti beneficiari di essi²⁴⁷; ii) la banca non assuma impegni di sorta a garanzia delle obbligazioni o delle *performances* dei fondi sponsorizzati o di altri *private funds* in cui sia investito il patrimonio dei fondi sponsorizzati, e dichiarare per iscritto agli investitori che le eventuali perdite dei fondi sponsorizzati saranno sopportate esclusivamente da costoro, senza alcun coinvolgimento della banca stessa²⁴⁸; iii) i fondi sponsorizzati non condividano la stessa denominazione della banca promotrice o una sua variazione²⁴⁹; iv) gli amministratori o altri dipendenti della banca non detengano quote di partecipazione ai fondi da essa sponsorizzati.

Ed ai fondi – e solamente ai fondi – sponsorizzati nel rispetto delle suddette condizioni, la *Volcker Rule* circoscrive la possibilità di investimenti nel settore *hedge* da parte delle banche commerciali, nei limiti, peraltro, dei parametri dettati dalla c.d. “*3 and 3 rule*”²⁵⁰. La quota di pertinenza della banca non può, infatti, eccedere il 3% del singolo fondo sponsorizzato²⁵¹ e l’ammontare

²⁴⁷ Sembra di capire che il collocamento delle quote dei fondi potrà essere effettuato solo presso soggetti cui la banca sia legata da un rapporto contrattuale già in essere ed avente ad oggetto la prestazione dei suddetti servizi, con la conseguenza che non sarà lecita l’attività di *placement* presso soggetti nei cui confronti non sussista una siffatta *pre-existing customer relationship*. Sul punto v. ancora FSOC, *Study and Recommendations*, cit., pp. 57, 58, 63. Non così, tuttavia, la *Section* .11(b) (per ragioni formali, non si conosce ancora la numerazione definitiva delle disposizioni) della già citata proposta di regolamento congiunto *Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests in, and Relationships with, Hedge Funds and Private Equity Funds*, ove, al contrario, si è previsto che tale tipo di relazione “may be established through or in connection with the banking entity’s organization and offering of a covered fund”.

²⁴⁸ In merito a questa previsione si rende necessaria una precisazione interpretativa. Poiché in relazione ai fondi sponsorizzati è espressamente ammessa la possibilità che la *banking entity* assuma la veste di *general partner* quale gestore del fondo e, quindi, la qualità di socio accomandatario a responsabilità illimitata, è probabile che la norma che vieta l’assunzione di obblighi di garanzia per le obbligazioni del fondo sia stata pensata per l’ipotesi assai ricorrente nella prassi in cui gestore sia una *asset management firm* controllata da una banca, alla quale banca è allora fatto divieto di prestare ogni forma di assistenza finanziaria ai fondi gestiti tramite società del gruppo. Per ulteriori considerazioni sul punto v. la *Section* .11(e) della proposta di regolamento congiunto *Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests in, and Relationships with, Hedge Funds and Private Equity Funds*. Al riguardo v. però KAAL, *Hedge Fund Regulation*, cit., p. 434, il quale ha modo di dubitare che di fronte al pericolo di fallimento di un *hedge fund* in qualche modo collegato ad una banca “*the prohibition against bailouts will be [really] enforced if it has systemic dimensions*”.

²⁴⁹ Previsione che sembra volta ad prevenire l’eventualità che la banca assuma il rischio di natura reputazionale di cui si diceva *supra*, nota n. 240. Sul punto v. anche la *Section* .11(f) della proposta di regolamento congiunto *Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests in, and Relationships with, Hedge Funds and Private Equity Funds*.

²⁵⁰ V. *Section* 619(d)(4) DFA.

²⁵¹ Limite che potrà essere superato solo per il primo anno di vita del fondo, durante il quale la banca è autorizzata, al fine di dotare il fondo stesso dei capitali necessari per iniziare l’attività ed attrarre potenziali investitori terzi, a detenere anche la totalità delle quote (c.d. *seed investment*). Decorso tale lasso di tempo, la partecipazione dovrà essere ridotta a non più del 3%, salva la possibilità di chiedere alla FED l’autorizzazione a prolungare il suddetto termine di ulteriori due anni, autorizzazione che potrà essere concessa ove l’autorità di vigilanza ritenga che “an extension would be consistent with safety and soundness and in the public interest” (*Section* 619 (d)(4)(C) DFA).

complessivo degli investimenti in fondi sponsorizzati deve mantenersi nel limite del 3% del *Tier 1 capital* della banca²⁵².

Altra previsione rilevante è quella che vieta alle banche di operare come *prime brokers* dei fondi da esse sponsorizzati²⁵³. La norma mira, evidentemente, a garantire l'indipendenza del *prime broker* quale principale "fornitore" di leva

²⁵² Il 3% del *Tier 1 capital* rappresenta il limite massimo fissato per legge, la quale nel contempo rimette alla normazione secondaria delle *authorities* il compito di assicurare che gli investimenti complessivi in *private funds* siano comunque "immaterial to the banking entity", sicché in futuro tale limite potrebbe teoricamente essere fissato in una percentuale minore (*Section 619(d)(4)(B)(ii)(II) DFA*). Inoltre, sul piano prudenziale, è stabilito che gli investimenti nei fondi sponsorizzati non possano essere computati nel *tangible equity* della banca e che l'entità della deduzione debba essere determinata tenendo conto del livello di leva utilizzato dai fondi (*Section 619(d)(4)(B)(iii) DFA*): sul punto v. FSOC, *Study and Recommendations*, cit., p. 66; FEIN, *Dodd-Frank*, cit., p. 24. Ad ogni modo, nonostante questi contrappesi, ove si voglia comprendere l'effettiva portata della concessione fatta alle banche con il compromesso raggiunto sulla versione finale della *Volcker Rule*, e si proceda all'uopo a tradurre in numeri il precetto di legge, ne risulta che il 3% del *Tier 1* significa, stando ai bilanci 2010, la possibilità di investimenti in *hedge funds* per 4.7, 3.9, 3.6, 2.1 e 1.5 miliardi di dollari per *Bank of America*, *JPMorgan*, *Citigroup*, *Goldman Sachs* e *Morgan Stanley*, rispettivamente. Sotto altro aspetto, la sopossibilità di effettuare un tale investimento *de minimis*, se da un lato costringerà le banche a ridurre comunque la propria presenza nel settore *hedge*, dall'altro, consentirà alle stesse di continuare ad offrire servizi di gestione di tale tipologia di fondi, mantenendone nel contempo una delle principali caratteristiche, ossia la partecipazione del gestore al capitale investito nel fondo (v. *supra*, par. 2, nota n. 51 e testo corrispondente). La previsione del limite di una partecipazione non superiore al 3% del fondo, tuttavia, imporrà di rivedere la tipica percezione delle *performance fees* sotto forma di *carried interests* (*supra*, par. 3, nota n. 72): v. FSOC, *Study and Recommendations*, cit., p. 66; e SKADDEN, ARPS, SLATE, MEAGHER & FLOM, LLP, *The Dodd-Frank Act*, cit., p. 43. Quanto alle reazioni degli operatori di fronte all'approvazione della *Volcker Rule*, la prima a rivedere le proprie posizioni nel comparto degli *hedge funds* è stata *Morgan Stanley*, che ha dismesso il controllo della società di gestione *FrontPoint Partners LLC* (cfr. MOORE e HARPER, *Morgan Stanley Cedes FrontPoint to Units Management*, October 20, 2010, in www.bloomberg.com), seguita poi da *Citigroup*, la quale ha recentemente liquidato le attività di un fondo proprietario internamente gestito (cfr. *Citi shuts down \$400 mln proprietary hedge fund*, June 2, 2011, in www.reuters.com) e da *Bank of America*, che tra il 2010 ed il 2011 ha dismesso tutti i propri investimenti diretti nel settore del *private equity* (cfr. *Bank of America Corp. spun off its last large private equity fund as it complies with post-crisis financial reform, creating North Cove Partners with more than \$6 billion under management*, June 2, 2011, in www.reuters.com). Da ultimo, anche Goldman Sachs ha annunciato che nel giro di due anni inizierà la dismissione dei propri investimenti proprietari in *hedge funds* per conformarsi alle nuove regole (cfr. *Goldman Begins 2-Year Hedge Fund Wind-Down Per Volcker Rule*, March 7, 2012, in *Fox Business*, www.foxbusiness.com).

²⁵³ Tale divieto non è sancito in maniera diretta ed espressa nel testo della *Volcker Rule*, ma rappresenta la conseguenza della previsione ivi contenuta (*Section 619(f)(1) DFA*) che proibisce alle banche la possibilità di entrare come controparte dei fondi sponsorizzati nelle transazioni indicate nella *Section 23A* del *Federal Reserve Act* del 1913, tra le quali sono incluse, ed assumono qui particolare rilevanza: "a loan or extension of credit" e "the acceptance of securities [...] as collateral security for a loan or extension of credit", operazioni che per l'appunto costituiscono oggetto tipico di un contratto di *prime brokerage* (v. *supra*, par. 2, nota n. 58 e testo corrispondente). Sul punto v. GARVER *et al.*, *Implications of the Volcker Rule – Managing Hedge Fund Affiliations with Banks*, in *The Hedge Fund L. Report*, Vol. 3, No. 10, March 11, 2010, reperibile all'indirizzo www.hflawreport.com; e BANI, *Il diritto dell'economia*, cit. p. 147.

finanziaria del fondo e ad evitare, ancora una volta, che i fondi *hedge* gestiti dalle banche aderenti alla *safety net* pubblica abbiano accesso al *leverage* a costi inferiori a quelli di mercato²⁵⁴.

Per concludere sul punto, va segnalato che la *Volcker Rule* – norma principalmente rivolta, come si è detto, alle *commercial banks* – non si estende alle NBFCs di rilevanza sistemica, le quali potranno quindi continuare a svolgere attività di *proprietary trading* e di investimento per conto proprio in *private funds*. Tuttavia, ove tali attività siano svolte oltre i limiti fissati dalla *Volcker Rule* in relazione alle attività consentite alle banche commerciali, esse saranno assoggettate ad una disciplina prudenziale più stringente ed in particolare ai requisiti addizionali di capitale che dovranno essere all'uopo stabiliti dalle *authorities* competenti mediante propri regolamenti congiunti²⁵⁵.

Completata la disamina della norme che il DFA dedica al monitoraggio del rischio sistemico in relazione agli *hedge funds*, al riguardo sembra possibile concludere nel senso che, oltre alla vigilanza sul gestore (*regolamentazione semi-diretta*) ed alla possibile imposizione di una disciplina di natura prudenziale per i fondi sistemicamente rilevanti (*regolamentazione diretta*), la nuova disciplina, nel tentativo di circoscrivere la possibile propagazione di rischi finanziari dai fondi *hedge* ad altri operatori – e da questi al sistema finanziario nel suo complesso – abbia impiegato, tramite la *Volcker Rule*, anche il modello della *regolamentazione indiretta*, disciplinando, innanzitutto, i rapporti tra tali veicoli d'investimento e le banche commerciali, ed imponendo, in secondo luogo, norme volte a garantire che i fondi *hedge* trovino nei *prime brokers* controparti in grado di valutarne in maniera obiettiva ed indipendente il merito di credito²⁵⁶.

²⁵⁴ Cfr., in questo senso, FSOC, *Study and Recommendations*, cit., pp. 58, 67, ove appunto si rileva come anche rispetto alla previsione ora in commento sia sottesa la volontà del legislatore di prevenire il rischio del trasferimento “of the benefits of deposit insurance and the federal safety net from insured depository institutions to unregulated entities”, rischio ben concreto se la banca commerciale potesse operare in qualità di *prime broker* dei fondi che essa gestisce. In presenza di determinate condizioni le banche potranno essere invece autorizzate dalla FED a prestare servizi di *prime brokerage* a favore di fondi (*hedge* e/o di *private equity*) in cui i fondi da essa sponsorizzati abbiano investito, purché la prestazione di tali servizi sia ritenuta dalla banca centrale “consistent with the safe and sound operation and condition of the banking entity”. Le *prime brokerage transactions* autorizzate ai sensi di questa disposizione dovranno comunque essere rispettose delle prescrizioni di cui alla *Section 23B* del *Federal Reserve Act* sopra citato, norma che mira a garantire che si tratti in ogni caso di transazioni *at arm's length*, ossia concluse a condizioni analoghe a quelle che sarebbero state pattuite tra parti terze ed indipendenti in base alle attuali condizioni di mercato (*Section 619(f)(3)* DFA). Alla stessa disposizione saranno altresì soggette tutte le transazioni tra banca promotrice e fondo sponsorizzato diverse da quelle (vietate) di cui alla sopra citata *Section 23A* (*Section 619(f)(2)* DFA).

²⁵⁵ V. *Section 619(a)(2)* DFA. Destinatario di tale disciplina prudenziale potrebbero essere, in particolar modo, non solo *investment banks* e *asset management firms*, ma (teoricamente) anche gli stessi *hedge funds* che siano stati considerati dal FSOC come imprese finanziarie sistemicamente rilevanti (si pensi a grandi FOHFs).

²⁵⁶ Come già si è avuto modo di accennare (v. *supra*, par. 7.3, nota n. 226), in conformità a quanto convenuto in sede di G-20 (cfr. G-20, *Final Declaration*, London Summit, cit., p. 3), così come pure a quanto stabilito dalla IOSCO (cfr. IOSCO, *Hedge Funds Oversight*, Final Report, cit., p. 12, par. 39-42), il modello post-CFG di *regolamentazione indiretta via prime broker* si compone di misure altresì volte a regolare, sul prudenziale, l'esposizione delle banche verso gli *hedge funds* in ragione della prestazione di servizi di *prime brokerage* al settore. Ciò ha trovato attuazione nella cornice di regole di “Basilea III”, tra i cui obiettivi v'è, in particolare, anche quello di

7.5. – Si è già constatato²⁵⁷ come la tutela dell'investitore in *private funds* costituisca, accanto agli obiettivi di monitoraggio del rischio sistemico, l'altro oggetto dell'ampio mandato conferito dal DFA alle *authorities*, segnatamente, in questo caso, alla SEC²⁵⁸.

A questo punto occorre osservare più da vicino le previsioni di dettaglio – non molte, invero – che il DFA dedica al tema²⁵⁹.

Tra le più rilevanti v'è sicuramente quella che impone al gestore di rendere note alla SEC le politiche e le metodologie di valutazione delle attività dei fondi gestiti²⁶⁰, e di avvalersi, ai fini di detta valutazione, dell'opera di un revisore indipendente²⁶¹. Le ragioni alla base di una tale prescrizione sono strettamente connesse alle modalità con cui viene tipicamente praticata e remunerata la gestione dei fondi *hedge*, le quali possono produrre in capo all'*adviser* forti incentivi ad intraprendere pratiche di *mispricing* del portafoglio dei fondi gestiti²⁶².

introdurre requisiti più stringenti per la misurazione delle esposizioni al rischio di credito di controparte: cfr. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Strengthening the resilience of the banking sector*, Consultative Document, December 2009, pp. 28 ss., 36, 46; *Id.*, *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, December 2010 (Rev. June 2011), p. 29 ss. Nel dare attuazione all'accordo, i regolatori nazionali dovranno allora specificamente considerare l'attività di *prime brokerage* svolta dalle banche a favore dei fondi *hedge*. A livello UE il tema sarà trattato in sede di riforma della *Capital Requirement Directive* (Dir. 2006/48/EC; Dir. 2006/49/EC e successive modificazioni), sulla quale cfr., indicativamente PACELLA, *La riforma*, cit., p. 212 ss. Negli Usa, invece, non vi sono al momento indicazioni specifiche, ma la discrezionalità che DFA attribuisce alle *authorities* permetterà senza dubbio di affrontare il tema in sede di implementazione delle previsioni di cui al FSA. Cfr. i due documenti del FINANCIAL STABILITY BOARD, *FSB-G20 MONITORING PROGRESS – European Commission*, September 2011, pp. 10, 11, punti 15 e 16; e *FSB-G20 MONITORING PROGRESS – the United States*, cit., p. 9, punti 15 e 16. Per ulteriori riflessioni in merito alla *regolamentazione indiretta* degli *hedge funds* tramite *counterparty credit risk management* nel contesto di "Basilea III" si rinvia a KAAL, *Hedge Fund Regulation*, cit., p. 439 ss.

²⁵⁷ V. *supra*, par. 7.2, note nn. 191, 196, 204 e testo corrispondente.

²⁵⁸ Per una più dettagliata analisi delle implicazioni derivanti dalle nuove norme in tema di tutela degli investitori, che in questa sede saranno solamente oggetto di una rapida rassegna, v., anche in luogo di altri, KAAL, *Hedge Fund Regulation*, cit., pp. 424, 432 ss.

²⁵⁹ Anche rispetto alla protezione dell'investitore, il PFIARA lascia ampio spazio all'attività di *rule-making* della SEC: v. il già citato regolamento *Rules Implementing Amendments to the Investment Advisers Act of 1940*, con il quale la Commissione ha modificato la propria normativa in tema di obblighi di *reporting* e *disclosure* relativi agli *investment advisers*, estendendola, con le opportune modifiche del caso, anche ai gestori di *private funds*. Oltre a tali precetti di trasparenza (sui quali verrà fornito qualche ulteriore dettaglio *infra*, nota n. 284), la registrazione ai sensi dell'IAA imporrà al *private fund adviser* di osservare gli ulteriori adempimenti già indicati *supra*, par. 5, nota n. 122.

²⁶⁰ *Section 404(b)(3)(D)* PFIARA.

²⁶¹ *Section 411* PFIARA.

²⁶² La SEC aveva già da tempo rilevato il problema, fornendone una chiara spiegazione nell'indagine conoscitiva che precedette il regolamento poi invalidato dalla sentenza *Goldstein*: "The lack of independent checks on a hedge fund adviser's valuation of a hedge fund's portfolio securities is among the most serious concerns we have identified in the course of our investigation of hedge funds. Hedge fund advisers have powerful incentives to achieve superior (and positive) performance. The requirement to achieve positive performance in order to receive a performance allocation (and to remain

Scarsamente innovativa è, invece, la norma che impone al gestore di adottare ogni misura necessaria a salvaguardare le somme e gli strumenti finanziari di pertinenza del fondo che siano affidatigli in custodia²⁶³. La SEC, infatti, a seguito dello scandalo Madoff²⁶⁴, era già intervenuta per modificare la c.d. *custody rule*²⁶⁵ al fine di migliorare la qualità delle regole imposte agli *investment advisers* in punto di custodia degli *assets* gestiti. Tale nuova disciplina, tuttavia, non impone di ricorrere sempre e comunque ai servizi di una banca depositaria, ma si limita a prevedere la soggezione a specifiche forme di controllo esterno per il gestore che abbia deciso di provvedere personalmente alla custodia gli *assets* di pertinenza della clientela, ovvero che ne abbia affidato la custodia ad un soggetto a lui collegato²⁶⁶. Nella versione del DFA inizialmente approvata in Senato, al fine di ridurre ulteriormente il rischio di episodi di *misappropriation*, era stato invece previsto che gli *advisers* registrati ai sensi dell'IAA²⁶⁷ dovessero invariabilmente avvalersi di un depositario terzo, qualificato ed indipendente. Questa previsione non si ritrova però nella versione finale del DFA²⁶⁸, per cui al momento non è chiaro se la SEC riterrà o meno di dover intervenire per rivedere ulteriormente la disciplina regolamentare, in quanto le disposizioni di legge di recente introduzione non sembrano imporre nuovi ed ulteriori criteri cui conformare la normativa secondaria già in vigore²⁶⁹.

in business) is just one such incentive. The adviser's own investment in the hedge fund is another. Hedge fund advisers that perform well find it easier to retain investors and raise additional capital". La Commissione aveva altresì sottolineato come l'assenza di una valutazione indipendente delle attività del fondo ponesse seri problemi anche in ordine a "the quality and fairness of the prices at which investors buy or redeem interests in some hedge funds", rilevando, ancora, che "[b]ecause many hedge funds invest in highly illiquid securities, these concerns are heightened": SEC, *Implications of the Growth*, cit., p. 79, 80. In argomento, ampiamente, KAAL, *Hedge Fund Valuation*, cit., s.p. (ma p. 7 ss.). Sul potenziale conflitto d'interessi del gestore di *hedge funds* in relazione all'attività di valutazione degli *assets* dei fondi gestiti, v. pure SKLAR, *Hedges or Thickets*, cit., p. 3267 ss. L'obbligo di rendere la funzione di valutazione delle attività del fondo indipendente dalla gestione del portafoglio mira chiaramente a superare queste preoccupazioni, così come i poteri ispettivi e di verifica della documentazione contabile attribuiti alla SEC (v. *Section 404(2)(b)(3) e (6) PFIARA*) dovrebbero agevolare la rilevazione di eventuali pratiche scorrette. V., tuttavia, *infra*, par. 8, ivi nota 300 e testo corrispondente, in merito al concreto pericolo che le risorse umane e materiali a disposizione della SEC possano rivelarsi insufficienti ai fini di una efficace vigilanza sul settore.

²⁶³ *Section 411 PFIARA*.

²⁶⁴ *Supra*, par. 6, nota n. 154 e testo corrispondente.

²⁶⁵ Si tratta della *Rule 206(4)-2*, adottata in esecuzione dell'IAA e poi modificata, come si diceva, alla fine del 2009: v. la *Final Rule 206(4)-2* [Release No. IA-2968; File No. S7-09-09]. Per una descrizione dei suoi contenuti v. LEMBERGER, *Custody Rule Amendments Adopted by the SEC – Expansive New Requirements for Advisers*, January 7, 2010, all'indirizzo www.bingham.com.

²⁶⁶ Cfr. *Rule 206(4)-2(a)(6) e 2(b)(4)*, ove, in particolare, sono stabilite le forme di controllo cui può essere assoggettato il gestore di veicoli d'investimento che assolve, direttamente o tramite soggetto collegato, le funzioni di custode degli *assets* di pertinenza dei fondi gestiti.

²⁶⁷ Non solamente, quindi, i gestori di *private funds*, bensì tutti i gestori in monte assoggettati alla legislazione federale.

²⁶⁸ Sul punto, in senso critico verso questa scelta, v. BROWN, LYNCH e PETAJISTO, *Hedge Funds*, cit., p. 359.

²⁶⁹ La successiva *Section 412 PFIARA* si limita, piuttosto, ad incaricare il GAO di condurre uno studio in merito ai costi derivanti per gli operatori dalla normativa SEC

Sotto altro aspetto, alla SEC dovrà essere poi comunicata l'eventuale presenza di cc.dd. *side letters*²⁷⁰, ovvero di accordi intercorsi tra il *fund manager* e taluni investitori, in forza dei quali vengono a quest'ultimi riconosciuti diritti e condizioni più favorevoli rispetto a quanto concordato con la generalità degli investitori del fondo²⁷¹. La prassi conosce molteplici figure di *side arrangements*, i cui contenuti possono essere i più disparati. Tali accordi – che solitamente favoriscono la posizione di investitori particolarmente importanti, quelli istituzionali su tutti – rischiano di essere causa di pratiche di tipo discriminatorio a danno degli investitori che non ne siano parte e, quindi, di violazioni dei doveri fiduciari che impongono al gestore di agire sempre e comunque nel miglior interesse del fondo (e non di singoli investitori), il che ne rende talvolta controversa la legittimità²⁷².

La SEC è stata inoltre incaricata dell'adozione di norme volte ad interdire la possibilità di collocamento di prodotti finanziari in regime di *private offering* ai sensi della *Regulation D*²⁷³ a chi sia stato reso destinatario di provvedimenti di rigore da parte della pubblica autorità per condotte fraudolente, manipolative o decettive, ovvero sia stato condannato per reati compiuti in occasione della vendita o l'acquisto di strumenti finanziari o per aver trasmesso false informazioni alla SEC (cc.dd. "*bad actors*")²⁷⁴.

Il DFA interviene, infine, anche sul versante della *retailization* della platea degli investitori in fondi alternativi – e, quindi, sul profilo della *regolamentazione indiretta via investitore*²⁷⁵ –, attribuendo alla SEC il potere di rivedere periodicamente la nozione di *accredited investor*-persona fisica²⁷⁶, ove ciò sia necessario "for the protection of investors, in the public interest, and in the light of economy"²⁷⁷, e di aggiornare al tasso d'inflazione corrente i parametri di cui

attualmente in vigore e di riferirne i risultati al Congresso nel termine di 3 anni dall'entrata in vigore del DFA.

²⁷⁰ Section 404(2)(b)(3)(F) PFIARA. Di questa disposizione ove è stata già rilevata la natura ambivalente, in quanto misura atta anche al perseguimento degli obiettivi di controllo del rischio sistemico: v. *supra par. 7.2*, note nn. 193-194 e testo corrispondente.

²⁷¹ V. *supra par. 2*, nota n. 63 e testo corrispondente.

²⁷² Sul punto cfr. SHADAB, *The Law and Economics*, cit., pp. 248, 249; AA.VV., *U.S. Regulation*, cit., p. 90; KENNEDY, *All investors are equal*, cit.; GEFFNER, *Deals on the Side*, cit. pp. 26, 27. Sul tema dei doveri fiduciari gravanti sul gestore di patrimoni collettivi nel diritto statunitense cfr., in chiave generale, KRUG, *Moving Beyond*, cit., p. 679 ss.; nonché i vari lavori di FRANKEL, *Fiduciaries Duties of Brokers-Advisers-Financial Planners and Money Managers*, Boston University School of Law Working Paper No. 09-36, disponibile sul sito www.ssrn.com; *Id.*, *Fiduciary Law*, New York, 2011, p. 45 ss.; e *Id.*, *The Regulation of Brokers, Dealers, Advisers and Financial Planners*, in 30 *Rev. of Bank. and Fin. L.* (2011), p. 123 ss.

²⁷³ V. *supra par. 2*, note nn. 75-77 e testo corrispondente.

²⁷⁴ Section 926 DFA, per la cui implementazione la SEC ha già rilasciato una *Proposed Rule: v. Disqualification of Felons and Other "Bad Actors" from Rule 506 Offerings*, May, 25, 2011 [Release No. 33-9211; File No. S7-21-11]. Per un breve commento v. HILLEL *et alt.*, *SEC Proposes Amendments to Rule 506 to Disqualify Certain Issuers Associated with "Bad Actors"*, *Stroock Special Bulletin*, June 15, 2011, reperibile all'indirizzo www.stroock.com.

²⁷⁵ V. *supra par. 3*, nota n. 86 e testo corrispondente.

²⁷⁶ V. *supra par. 3*, nota n. 76 e testo corrispondente.

²⁷⁷ Così la Section 413 PFIARA, la quale nel contempo stabilisce che, d'ora in avanti, ai fini del raggiungimento della soglia di patrimonio netto rilevante ai fini del conseguimento dello status di *accredited investor*, non potrà più tenersi conto del valore della prima casa di residenza. In attuazione di questa disposizione di legge la SEC ha

alla nozione di *qualified client*²⁷⁸, *status* al cui possesso da parte dell'investitore la legge subordina la possibilità per il gestore di praticare commissioni incentivanti asimmetriche²⁷⁹.

Merita sottolineare come la scelta di attribuire alla SEC tali strumenti di controllo sull'accesso degli investitori al settore dei fondi *hedge*, se da un lato risponde alle preoccupazioni a suo tempo manifestate dalla stessa autorità in ordine all'esigenza di prevenire fenomeni di *retailization* diretta di questi prodotti finanziari, dall'altro, essendo la portata di tale controllo limitato alle sole persone fisiche, essa sembra invece trascurare l'esigenza di monitoraggio del processo di *retailization* indiretta, sulla quale la SEC ebbe parimenti ad insistere negli anni passati²⁸⁰.

In effetti, dall'analisi delle disposizioni in oggetto si ricava la sensazione che, se la parte di disciplina deputata al monitoraggio del rischio sistemico risponda ad obiettivi di politica legislativa (pur in certa misura controversi, ma comunque) abbastanza chiaramente definiti, altrettanto evidenti non siano, per contro, le ragioni di fondo alle quali si sia voluto informare l'intervento normativo in punto di tutela degli investitori in *hedge funds*. Il che trova probabilmente spiegazione anche nel minore interesse che il tema ha suscitato nella letteratura giuseconomica degli ultimi anni, per lo più intenta a trattare il problema della rilevanza sistemica di questa specie di *investment schemes*. Per giunta, in quei pochi contributi dottrinali in cui l'argomento viene in qualche modo considerato, l'esigenza di introdurre una specifica regolamentazione pubblica a tutela di interessi facenti capo ad investitori particolarmente facoltosi e presumibilmente dotati di un alto grado di sofisticazione, risulta ancora oggi tutt'altro che condivisa²⁸¹.

emanato il regolamento *Net Worth Standard for Accredited Investors*, December 21, 2011 [Release Nos. 33-9287; IA-3341; IC-29891; File No. S7-04-11].

²⁷⁸ Cfr. *Section 418 PFIARA*, cui la SEC ha dato attuazione per tramite del regolamento *Investment Adviser Performance Compensation*, February 15, 2012 [Release No. IA-3372; File No. S7-17-11]. Sulla nozione di *qualified client*, v. *supra*, par. 5, nota n. 122.

²⁷⁹ V. *supra*, par. 3, nota n. 82. Entrambe le previsioni citate nel testo interessano i soli fondi costituiti ex *Section 3(c)(1)* dell'ICA, poiché, come si è già avuto modo di specificare, le quote dei fondi costituiti ex *Section 3(c)(7)* possono essere collocate solo presso *qualified purchasers* (*supra*, par. 3, nota n. 79 e testo corrispondente), categoria di investitori individuata secondo parametri monetari più elevati, i quali non sono stati modificati dal PFIARA.

²⁸⁰ V. *supra*, par. 5, note nn. 111-116 e testo corrispondente. Il tema costituisce invece il fulcro dell'analisi di KRUG, *Institutionalization, Investment Adviser Regulation, and the Hedge Fund Problem*, in 63 *Hastings L. Journ.* (2011), p. 1 ss., la quale ritiene necessario superare in via interpretativa, secondo le soluzioni ivi proposte, ed in buona sostanza fondate sulla teoria dei doveri fiduciari, l'obsolescenza della legislazione federale e in particolar modo dell'IAA, il quale, giusta l'epoca in cui fu emanato, non terrebbe adeguatamente conto dell'evoluzione subita nel corso del tempo dall'industria dei servizi di gestione patrimoniale in monte, oramai caratterizzata dal proliferare di "istituzioni" (ossia di veicoli collettivi, quali *mutual funds*, *hedge funds*, *private equity funds*, etc.) che producono l'effetto, per molti aspetti problematico, di "intermediare" il rapporto, in passato diretto, tra consulente-gestore finanziario e cliente.

²⁸¹ E' ancora forte, insomma, la difesa del principio del "*fending for themselves*": v. gli Autori ed i luoghi citati *supra*, par. 3, nota n. 86 e testo corrispondente. Per ulteriori ragguagli sul punto cfr. pure MARKHAM, *Protecting the Institutional Investor – Jungle Predator or Shorn Lamb?*, in 12 *Yale Journ. on Reg.* (1995), p. 345 ss. Da ultimo, rivedute approfonditamente il tema MARTIN, *Private Investment Companies in the Wake of the Financial Crisis: Rethinking the Effectiveness of the Sophisticated Investor Exemption*, in 37 *Dela. Journ. of Corp. L.* (2012), p. 65 ss. Dalla letteratura di

Ad ogni modo, è un dato di fatto come, nel corso del tempo, siano stati proprio gli investitori istituzionali ad aver manifestato, essi per primi, il bisogno di un maggiore livello di *disclosure* e, stando alle conclusioni raggiunte da chi ha da ultimo indagato il tema²⁸², non è affatto certo che l'aver sottoposto i gestori di *private funds* all'applicazione delle norme contenute nell'IAA sia soluzione davvero in grado di assicurare la trasparenza a lungo invocata²⁸³.

riferimento, ciò che sembra emergere quale orientamento in certo modo dominante, è piuttosto la contraria convinzione secondo cui quelle introdotte dal DFA sarebbero norme figlie dell'impeto legislativo del momento, ma le cui fondamenta scientifiche apparirebbero assai deboli non appena sottoposte ad un più approfondito vaglio critico. Il che vale in modo particolare proprio per il tema della *retailization* indiretta e della partecipazione degli investitori istituzionali, temi rispetto ai quali, anzi, si sente spesso sostenere l'idea che l'investimento in *hedge funds* rappresenti un'ulteriore ed assai preziosa opportunità di diversificazione del portafoglio di tali categorie di investitori, da cui conseguirebbe una benefica riduzione del rischio complessivo dell'investimento sopportato dai "sottostanti" risparmiatori *retail*. Permane, inoltre, la convinzione che la presenza di un gestore professionale (ad es., il gestore di un fondo pensione) tra l'investitore *retail* e gli *hedge funds* (in cui, ad es., il fondo pensione abbia investito) costituisca un presidio adeguato a tutela del risparmio non sofisticato. Tra coloro che esprimono dubbi in merito all'opportunità di intervenire con norme *ad hoc* a tutela degli investitori in *hedge funds*, v., tra gli altri, ENGERT, *Transnational*, cit., p. 336 ("institutions – funds of hedge funds, pension funds, insurers, banks and endowments – invest significantly larger amounts of money than retail investors and can afford an extensive screening and selection process to cope with the information asymmetry. Because hedge fund investors can be expected to be sophisticated, there appears to be no point in imposing mandatory safeguards"); RIVIÈRE, *The Future of Hedge Fund Regulation*, cit., pp. 50, 51 (*stricter disclosure requirements to investors may not be needed. Managers, whether registered or not, have fiduciary duties, are subject to antifraud provisions [...] They must make true, accurate and comprehensive disclosure in their Private Placement Memoranda [...] Moreover, [...] as investors become more and more comfortable with hedge funds and their practices, their disclosure expectations grow which leads managers to disclose more information on the risks they take, on their compensation arrangements or on the type of strategies used [...] As far as the investor protection rationale is concerned, some argue that because pension and mutual funds invest in hedge funds additional protections should be created. Such protections already exist however. Mutual funds are subject to diversification requirements under the Investment Company Act and both pension funds and mutual funds' interests in a hedge fund cannot exceed 30%*"); BROWN, LYNCH e PETAJISTO, *Hedge Funds*, cit., p. 359 ("It is not all clear that additional regulation is needed to improve protection for hedge fund investors. There are several important considerations: [...] such regulation is costly to funds; [...] private information providers play an important role in the dissemination of information to investors; and [...] fiduciaries who are investing money in hedge funds on behalf of pension funds and other investors have the primary responsibility to do due diligence"). Per una voce fuori dal coro, v., invece, i vari lavori di KRUG, *The Regulatory Response*, cit., pp. 3,4; *Id.*, *Moving Beyond*, cit., p. 691 ss.; *Id.*, *Institutionalization*, cit., pp. 8 ss., 39 ss., e di MARTIN, *Private Investment Companies*, cit., p. 51 ss.; *Id.*, *Is Systemic Risk Prevention the New Paradigm? A proposal to Expand Investor Protection Principles to the Hedge Fund Industry*, reperibile all'indirizzo www.ssrn.com, *passim*, ove anche una più compiuta rassegna delle opinioni apparse nella più recente letteratura statunitense sul tema della ridefinizione degli obiettivi di tutela degli investitori (anche di quelli istituzionali o comunque altrimenti "sofisticati") dopo la CGF. Dell'argomento ci si tornerà ad occupare più approfonditamente *infra*: v. *parr.* 8 e 9, note nn. 311 ss., 323 ss. e testo corrispondente.

²⁸² Si tratta di MARTIN, *Is Systemic Risk Prevention the New Paradigm?*, cit., *passim*.

²⁸³ Già nel suo *report* del 2003 la SEC rilevava che "the financial press has reported increased investor interest in risk transparency, and has ascribed this trend primarily to

institutional investor demand as hedge funds become a component of mainstream investing programs for pension plans, endowments, foundations and other non-private institutional investors”: SEC, *Implications of the Growth*, cit., p. 50. Al riguardo, cfr. pure la coeva analisi di HAMAUI e SPINELLI, *Hedge funds: cosa insegna la recente letteratura empirica*, in *Banche e Banchieri*, 3, 2003, p., 173, ove vengono riportati i risultati di un sondaggio dell’epoca in cui il 64% degli investitori istituzionali intervistati aveva affermato di aver dovuto rinunciare ad investire in *hedge funds* per la mancanza di sufficiente informazione, mentre l’86% aveva inoltre individuato proprio nella scarsa trasparenza il problema principale in sede di selezione dei fondi in cui investire. Nella sua indagine di poco successiva, anche ROVERA, *Rischio e rendimento*, cit., pp. 26, 27, 29 ss., congetturava che la crescente “istituzionalizzazione” del settore avrebbe imposto di riconsiderare – eventualmente anche tramite l’intervento di norme eteronome ove fosse mancata una spontanea iniziativa in tal senso da parte dell’industria – i profili di trasparenza minima che devono accompagnare l’investimento in *hedge funds*. Proprio al fine di scongiurare possibili iniziative legislative sul settore, un intervento autodisciplinante nel segno di una maggiore trasparenza verso gli investitori era particolarmente auspicato da BURCHI, *Hedge Funds and retail market*, cit., s.p. (ma pp. 3, 16). Sul tema cfr. ora l’efficace sintesi di KRUG, *The Regulatory Response*, cit., p. 4; e le osservazioni di BURCHI, *Investire in hedge funds*, cit., p. 89, il quale nella scarsa trasparenza del settore vede una “criticità [ancora] da risolvere”. Al contempo, si tende comunque a rilevare come proprio la pressione esercitata dagli investitori istituzionali progressivamente avvicinarsi all’investimento in *hedge funds* sia stata alla base di un evidente miglioramento dei generali livelli di trasparenza. Ciò nonostante, si evidenzia la necessità di interrogarsi non solo sul grado di trasparenza e sulla quantità di informazioni accessibili da parte degli investitori, bensì anche sulle reali capacità di comprensione delle stesse da parte di soggetti non sempre dotati di adeguata cultura finanziaria, così come pure sull’assenza di soddisfacenti livelli di standardizzazione per ciò che attiene alle modalità di distribuzione dei dati più rilevanti, con conseguente perdurante problematicità del processo di selezione dell’investimento: sul punto cfr., ad es., lo studio condotto dal GAO, *Hedge Funds: Overview of Regulatory Oversight, Counterparty Risks, and Investment Challenges*, May 7, 2009, p. 11, ove si rileva che “some market participants suggested that not all prospective investors have the capacity or retain the expertise to analyze the information they receive from hedge funds, and some may choose to invest in a hedge fund largely as a result of its prior returns and may fail to fully evaluate its risk”. Rinviando per il momento ogni ulteriore riflessione al riguardo, occorre tuttavia ribadire come per i fondi *hedge* il concetto di “trasparenza” si presenti ben più complesso rispetto alle forme d’investimento più tradizionali. In primo luogo, ciò discende dall’esigenza di mantenere il riserbo necessario a garantire la redditività propria di gestioni di tipo attivo e *skill-based*, la quale potrebbe essere in effetti pregiudicata ove le informazioni da fornire fossero troppo dettagliate. Anzi, al riguardo si sente spesso ripetere come gli stessi investitori siano pienamente consapevoli del rischio di un possibile impatto negativo sulle *performances* del fondo ove il *money manager* fosse tenuto a rendere una puntuale informativa anche in merito alle strategie utilizzate ed alle posizioni in portafoglio. In secondo luogo, la maggiore complessità deriva dalla amplissima libertà di manovra propria del gestore *hedge* e dal *mix* di strategie e stili d’investimento che questi solitamente tenderà a porre in essere nel tentativo di offrire agli investitori un prodotto *tailor-made*, ossia unico, in larga parte non replicabile proprio perché fondato sull’abilità, sul c.d. *alfa* del *fund manager*. In terzo luogo, come già rilevato, dubbia appare la stessa utilità materiale di fornire all’investitore una piena “*position transparency*” (v. *supra*, par. 5, nota n. 128 e testo corrispondente). Ed in effetti, per ciò che attiene al processo di definizione delle nuove regole dopo la CFG, a favore della diversa soluzione di garantire solamente una più generica “*risk transparency*” si è espressa la IOSCO (cfr. IOSCO, *Hedge Funds Oversight*, Final Report, cit., pp. 10, 12, parr. 31 e 35), così come sembra essere stata sostanzialmente questa la strada imboccata dal legislatore europeo (v. art. 23 AIFMD). Ed alla fine, la medesima soluzione è stata preferita anche nel contesto dell’ordinamento statunitense. L’informazione di cui al c.d. *Form ADV* oggi dovuta alla clientela dal

8. – Compiuta, tramite la narrazione delle sue principali fasi evolutive, l'esposizione della regolamentazione statunitense in materia di *hedge funds*, ed approssimandoci a rassegnare le conclusioni del presente lavoro, è opportuno sottoporre a vaglio critico il sistema di regole introdotto dal DFA, al fine di individuarne eventuali lacune e criticità, proporre alcune soluzioni per farvi fronte e segnalare, infine, ulteriori possibili sviluppi della ricerca sul tema.

Quanto alle previsioni in tema di monitoraggio del rischio sistemico, anzitutto, quella di estendere la supervisione finanziaria al settore degli *hedge funds*, in punto di principio, è scelta da condividere e supportare. Gli *hedge funds* non sono stati la causa della crisi finanziaria, ma, stando alle evidenze portate dalla migliore letteratura empirica, possono aver contribuito ad amplificarne gli effetti e ad accentuarne la severità²⁸⁴.

Del resto, la rilevanza di questo assai dinamico settore del risparmio gestito sui mercati finanziari contemporanei non può più essere ignorata, se è vero che, secondo certe stime, l'attività degli *hedge funds* costituisce circa il 50% del volume giornaliero degli scambi che vengono conclusi sulle borse di New York e Londra²⁸⁵ e che gli stessi *hedge funds* sono tra i principali operatori attivi sul mercato globale dei derivati OTC²⁸⁶.

gestore di *private funds* ai sensi dell'IAA, così come modificato dal PFIARA, non ricomprende, infatti, dettagli relativi alla composizione del portafoglio gestito ed alle strategie di *trading* seguite dall'*adviser*. Cfr., in questo senso, PAREDES, *On the Decision*, cit., p. 988 (“*Form ADV [...] requires disclosures regarding the fund’s business practices and the manager’s background, [whereas] the manager does not have to disclose details of the fund’s investment strategies or trades*”); e MARTIN, *Private Investment Companies*, cit., p. 106 (“*investors are not entitled to receive [...] proprietary data*”). Più in dettaglio, in base alla normativa recentemente adottata dalla SEC, i *private fund advisers* registrati ai sensi dell'IAA dovranno rendere alla Commissione le informazioni di cui alla *Part 1* del *Form ADV*, la quale, tra le molte altre cose, impone loro di dare informazioni in merito a “[1] [the] private funds they advise; [2] their advisory business; [3] their business practices that may present significant conflict of interest; [4] their financial industry affiliations”, etc. Una volta ricevute queste informazioni, in conformità a quanto prevede la *Section 210* dell'IAA, la SEC dovrà renderle disponibili al pubblico al fine di consentire agli investitori di “*verify disclosures they receive directly from the adviser*” e di “*aid [them] in conducting their own due diligence*”: v. le già citate *Rules Implementing Amendments to the Investment Advisers Act of 1940*. Infatti, in sede precontrattuale, in conformità alla *Part 2* del medesimo *Form ADV*, l'*adviser* è tenuto a fornire a ciascun potenziale cliente con cui entra in contatto un'informativa in punto di “[1] advisory services offered; [2] fees and compensation; [3] types of clients to whom the adviser generally provides investment advice; [4] methods of analysis, investment strategies [ma limitatamente alla generica indicazione circa la tipologia di *private fund* gestito: *private equity fund, hedge fund, liquidity fund*, etc.] and risk of loss [...] explaining the material risks involved; [5] disciplinary information; [6] Code of Ethics, Participation or Interest in Client Transactions and Personal Trading; [7] Brokerage Practices; [8] Review of account; [9] Custody; etc.”. Maggiori dettagli possono rinvenirsi sul sito www.sec.gov, alla voce *Form ADV*.

²⁸⁴ V. *supra*, par. 6, note nn. 146-149 e testo corrispondente.

²⁸⁵ V. MARTIN, *Private Investment Companies*, cit., pp. 50, 70, 71, 94, che a sua volta cita i dati contenuti in IP e SENDER, *Private Money: The New Financial Order – Cash Machine: In Today’s Buyouts, Payday For Firms Is Never Far Away – New Owners Extract Stream Of Charges and Dividends, Running Up Company Debt – Burger King’s Menu of Fees*, in *Wall Street Journal*, July 25, 2006, p. A1. E cfr. anche KARMIN, *Credit Crunch: Market’s Ride: Hedge Funds Do About 30% of Bond Trading, Study Says*, in *Wall Street Journal*, August 30, 2007 p. C3, ove viene fornito un quadro ancor più dettagliato dal quale emerge che gli “[h]edge funds are responsible for nearly 30%

of all U.S. fixed-income trading, [...] 55% of U.S. activity in derivatives with investment-grade ratings, and also 55% of the trading volume for emerging-market bonds [...] [i]n some corners of the U.S. debt market, hedge funds practically are the market. For instance, hedge funds generated more than 80% of the trading for derivatives with high-yield ratings, and more than 85% of volume in distressed debt”.

²⁸⁶ Nell’industria dell’*asset management* complessivamente considerata, gli *hedge funds* sono tra i principali utilizzatori di strumenti finanziari derivati: cfr., ad es., CHEN, *Derivatives Use and Risk Taking: Evidence from the Hedge Fund Industry*, disponibile all’indirizzo www.ssrn.com, pp. 1 ss., 5, 6, dalla cui analisi, condotta su di un campione di oltre 5.000 *hedge funds*, risulta che la percentuale dei fondi che utilizzano correntemente i contratti derivati nell’ambito delle relative strategie di investimento si attesta al 71%, ossia ad un livello di oltre tre volte superiore rispetto a quello (21%) relativo all’impiego di tali strumenti da parte dei *mutual funds* secondo le evidenze contenute nello studio KOSKI e PONTIFF, *How Are Derivatives Used? Evidence from the Mutual Fund Industry*, Wharton Financial Institutions Center - University of Pennsylvania, Working Paper No. 96-27, pp. 2, 22. Inoltre, come rilevato da MIRAKIAN, *Hedge Funds and Derivatives*, presentazione svolta in occasione dell’*Advanced Forum on Derivatives*, May 1, 2007, The Canadian Institute, reperibile all’indirizzo www.mcmillan.ca, p. 8, i fondi *hedge* tendono ad essere tra i primi a sperimentare l’utilizzo di derivati “esotici” sempre nuovi, che in genere utilizzano in misura maggiore rispetto ad altri operatori (ad es. *mutual funds*) soggetti a limiti operativi (ad es., in termini di liquidità degli *assets*) ignoti ai primi. In terzo luogo, non è neppure da sottovalutare il fatto gli *hedge funds* siano *players* dal *trading* ben più dinamico ed aggressivo rispetto a quello di altri intermediari. ARAGON e MARTIN, *A Unique View of Hedge Fund Derivatives Usage: Safeguard or Speculation?*, Arizona State University and Carnegie Mellon University, Working Paper, January 19, 2009, ad es., concludono nel senso di un significativo impiego di tipo “speculativo” dei derivati da parte dei fondi *hedge*, a differenza di quanto avviene nel settore dei *mutual funds*, ove viene viceversa rilevato un utilizzo di questi strumenti con prevalenti finalità di copertura. V., inoltre, KAAL, *Hedge Fund Regulation*, cit., p. 455, il quale, con il supporto dei dati contenuti in un’indagine condotta nel 2006 dalla *British Bankers’ Association*, sostiene che “*since 2000, hedge funds have steadily increased [dal 4 al 30%; ndr] their share in the credit derivatives market while banks’ role [...] has progressively declined. Hedge funds’ market share for credit derivatives can be expected to continue to rise*”. In senso analogo cfr. pure ACHARYA, SACHAR e SUBRAHMANYAM, *Regulating OTC Derivatives*, cit., p. 404, i quali prevedono che la maggiore trasparenza ora imposta dalle norme del *Title VII* del DFA (v. *supra*, par. 7.1, nota n. 184), renderà quello dei derivati un mercato più contendibile di quanto non lo sia stato in passato, il che dovrebbe favorire alcuni operatori – *hedge funds in primis* – a scapito della consolidata posizione di oligopolio detenuta dalle grandi *dealer banks*. Il crescente ruolo degli *hedge funds* nel mercato dei derivati creditizi appare confermato anche dalle statistiche periodicamente pubblicate dalla Banca dei Regolamenti Internazionali: cfr., in particolare, l’evoluzione dei dati contenuti in BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *OTC derivatives market activity in the second half of 2010*, May 2011, Table 4, p. 11. Per una riflessione in merito ai problemi di regolamentazione posti dall’utilizzo dei derivati finanziari da parte degli *hedge funds*, con particolare riferimento al settore dei derivati creditizi, cfr. WYNKOOP, *The Unregulables? The Perilous Confluence of Hedge Funds and Credit Derivatives*, in 76 *Fordham L. Rev.* (2008), p. 3095 ss. Sul ruolo svolto dai derivati OTC nella produzione dei fattori di rischio scatenanti la CFG, cfr., variamente, BAKER, *Regulating the Invisible: The Case of Over-the-Counter Derivatives*, in 85 *Notre Dame L. Rev.* (2010), p. 101 ss.; GREENBERGER, *Out of the Black Hole: Regulatory Reform of the Over-the-Counter Derivatives*, in JOHNSON e PAYNE (a cura di), *Make Markets Be Markets*, Roosevelt Institute, Project on Global Finance, 2010, reperibile all’indirizzo <http://makemarketsbemarkets.org>, p. 99 ss.; STOUT, *Derivatives and the Legal Origin of the 2008 Credit Crisis*, in 1 *Harvard Bus. L. Rev.* (2011), p. 1 ss.; BARCELLONA, *Note sui derivati creditizi: market failure o regulation failure?*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2009, p. 652 ss.

Inoltre, dopo i primi anni della CFG, l'industria, in termini di AUM, è tornata nuovamente a crescere²⁸⁷ e, sebbene il settore rappresenti ancora una modesta percentuale rispetto all'universo dell'*asset management* nel suo complesso²⁸⁸, è un dato acquisito che il "peso specifico" degli *hedge funds* – ossia l'impatto che essi, in ragione del peculiare modello di *business* loro proprio, possono avere sul funzionamento dei mercati finanziari – è ben superiore di quanto il dato sulle masse patrimoniali gestite, staticamente considerato, parrebbe *prima facie* suggerire²⁸⁹.

Di fronte a considerazioni di questo tipo, insomma, appare oramai arduo non condividere l'esigenza, posta alla base del nuovo regime di vigilanza sui gestori di fondi *hedge*, di mettere le autorità di mercato in condizione di monitorare l'operatività di questi veicoli d'investimento al fine del controllo dei fattori di rischio sistemico²⁹⁰.

²⁸⁷ V. *supra*, par. 1, nota n. 4.

²⁸⁸ Per alcuni dati al riguardo cfr. MARTIN, *Private Investment Companies*, cit., pp. 69, 70 e, *ivi*, nota n. 147, ove in particolare emerge che la sola industria statunitense dei *mutual funds*, con un AUM che si aggira attorno ai 12.000 miliardi di dollari, è di ben sei volte più grande dell'industria dei fondi *hedge* a livello globale (v. *supra*, par. 1, nota n. 4).

²⁸⁹ Cfr. in questo senso BLUNDELL WIGNALL, *An Overview of Hedge Funds*, cit., pp. 39, 42 ("While [the size of the hedge fund sector] does not seem that large compared to total global AUM, the hedge fund share of trading turnover (augmented by leverage and investment style) is much greater than its share of global AUM [...] Leverage, when combined with a rapid and focused trading style, allows hedge funds to have a much bigger impact on market turnover than the AUM figures would suggest"; MIRAKIAN, *Hedge Funds*, cit., p.8 ("Hedge funds have influence that outweighs their market share"); OPTIRISK SYSTEM, *Introduction to Hedge Funds*, White Paper Series, April 24, 2008, p. 6, disponibile all'indirizzo www.optirisk-systems.com ("[Hedge funds] represent a small percentage of the asset management industry [...] yet they exert a disproportionately massive influence on the financial and economic sector in relation to their size [...] This is due to Hedge Funds generally using dynamic and leveraged trading strategies, which is in contrast to Mutual Funds that typically engage in buy-and-hold strategies").

²⁹⁰ Deboli appaiono, infatti, gli argomenti di coloro i quali, trascurando ogni valutazione di questo tipo, si limitano piuttosto a rilevare, in una prospettiva meramente "statica", che "Of course, [...] regulation should focus on preventing future crises. But as best as I can tell, hedge funds are not likely to be the cause of the next financial panic either. The reason for this conclusion is simple enough: they manage only a small proportion of the investment universe, particularly as compared to banks' assets and are far less leveraged than banks": così R. ROMANO, *Against Financial Regulation Harmonization: A Comment*, disponibile all'indirizzo www.ssrn.com, p. 4. Ma qui non si tratta, invero, di ricercare un alibi che sia capace di scagionare gli *hedge funds* da ogni addebito per i disordini finanziari globali del 2007-2008 – come invece tendono a fare, tra gli altri, RIVIÈRE, *The Future of Hedge Fund Regulation*, cit., pp.49, 51 ("After all, the current crisis was caused by investment banks which are regulated and one of the biggest fraud of the century was committed by Madoff, a SEC registered broker-dealer"); e NOCERA, *Hedge Fund Manager's Farewell*, in *New York Times*, May 16, 2009, p. B1 ("As it turns out, it was the big regulated entities, the banks and investment banks, that were the problem, not the unregulated hedge funds") – , o, addirittura, sulla scia dell'Autrice poco più sopra citata, di preconstituire a favore gli *hedge funds* una prova di innocenza da spendere nel processo che si aprirà a seguito della prossima crisi finanziaria. Si tratta, bensì, di prendere coscienza di come non sia più possibile considerare gli *hedge funds* alla stregua di un fenomeno finanziario marginale, del quale possa seguitarsi ad invocare una totale irrilevanza ai fini della regolamentazione pubblica dei mercati finanziari. Il che, sia detto per inciso, non equivale peraltro a sostenere che il ruolo degli *hedge funds* sia stato determinante quanto quello

Tanto premesso, la disciplina di cui al PFIARA ed al SA, merita, ad avviso di chi scrive, un giudizio tendenzialmente positivo.

In particolare, ne appare apprezzabile:

- i) la scelta di dare alle autorità accesso alle informazioni rilevanti per il monitoraggio del rischio sistemico tramite obblighi di *reporting*²⁹¹ che, in quanto siano al contempo rispettosi della natura “proprietaria” delle strategie implementate dai gestori²⁹², appaiono relativamente poco costosi²⁹³;
- ii) il superamento del precedente modello di *regolamentazione indiretta via prime broker* affidato alle (sole) cc.dd. discipline di mercato²⁹⁴ e l’introduzione, in luogo di esso, di una normativa che fa del *money manager* il diretto referente delle *authorities*, al contempo salvaguardando la libertà operativa propria delle gestioni di tipo *hedge (regolamentazione semi-diretta)*²⁹⁵;
- iii) l’approccio di tipo proporzionale che si è scelto di seguire, in modo tale da rendere i vincoli regolamentari incrementalmente più stringenti a fronte del crescere delle masse complessivamente gestite e delle interconnessioni sistemicamente rilevanti, di contro mantenendo il ruolo della regolamentazione minimale ove preoccupazioni di questo tipo non sussistano²⁹⁶.

dell’*investment banking* nel processo di accumulazione di quei rischi che hanno poi condotto alla CFG (per alcune riflessioni sul punto cfr. BARUCCI e PIEROBON, *Investment banking: non la causa ma il cuore della crisi*, in BARUCCI e MESSORI (a cura di), *Oltre lo shock*, cit. p. 99 ss.), né significa accedere alla leggenda per cui tutti fondi *hedge* operino con eccessivi livelli di leva finanziaria (v. quanto già osservato *supra*, par. 2, nota n. 48; e, da ultimo, cfr. pure ANG, GOROVYY e VAN INWEGEN, *Hedge Fund Leverage*, NBER Working Paper No. 16801, February 2011, *passim*).

²⁹¹ V. *supra*, par. 7.2, nota n. 193 e testo corrispondente.

²⁹² Sul dovere di riservatezza dei supervisori riguardo alle informazioni ricevute dai *private fund advisers* ai sensi del PFIARA, v. *supra*, par. 7.2, nota n. 199 e testo corrispondente.

²⁹³ Così anche BROWN, LYNCH e PETAJISTO, *Hedge Funds*, cit., p. 360. *Contra*, invece, RIVIÈRE, *The Future of Hedge Fund Regulation*, cit., p. 66 ss., secondo cui è probabile che, alla fine dei conti, i costi della supervisione risulteranno superiori ai benefici conseguibili.

²⁹⁴ V. *supra*, par. 6, note nn. 172-173 e testo corrispondente.

²⁹⁵ V. *supra*, par. 7.3, nota n. 233 e testo corrispondente.

²⁹⁶ Sul principio di proporzionalità sottostante alle varie previsioni del PFIARA e del SA v. *supra*, parr. 7.2 e 7.3, note nn. 206-213, 225 e testo corrispondente. Un approccio normativo di questo tipo potrebbe anche essere visto come un meccanismo volto ad incentivare gli operatori – pena l’andare appunto incontro a costi e vincoli di derivazione eteronoma progressivamente più onerosi – al rispetto di quelli che sono i criteri “tecnologici” fondamentali delle gestioni di tipo *hedge*, tra cui, anzitutto, la necessità di mantenere il patrimonio gestito a livelli relativamente contenuti: cfr., per tutti, LAZZARI, *Economia e finanza*, cit., p. 394, il quale vividamente spiega come “[d]ovendo fornire un rendimento basato sulla continua ricerca delle attività di volta in volta più promettenti e su operazioni di arbitraggio, gli hedge funds hanno necessità di mantenere una posizione di price taker sui mercati finanziari in cui operano. Il patrimonio gestito deve restare di importo contenuto rispetto alla liquidità e allo spessore dei mercati oggetto di intervento. E’ per questo che i fondi di successo sono soliti bloccare le nuove sottoscrizioni, quando non addirittura ritornare parte del patrimonio in gestione agli investitori”. In quest’ottica, si lasciano allora apprezzare tanto l’esenzione *de minimis* contenuta nel PFIARA (v. *supra*, par. 7.2, note nn. 200-201 e testo corrispondente), quanto la delega attribuita alla SEC circa la predisposizione di criteri che, in virtù del suddetto principio di proporzionalità, tengano conto del grado di rischio sistemico posto dal complesso dei fondi *hedge* gestiti da un certo *adviser* (v. *supra*, par. 7.2, nota n. 206 e testo corrispondente). Anche la disciplina di tipo prudenziale (*regolamentazione diretta*) eventualmente applicabile ai veicoli *hedge* che siano stati qualificati quali

Ciò, peraltro, non significa che la nuova regolamentazione non rechi seco taluni aspetti problematici e che, nel dar attuazione alle previsioni del DFA, non possano in concreto sorgere difficoltà e incontrarsi significativi ostacoli.

A tal riguardo, il primo aspetto da tener in considerazione concerne l'incertezza inevitabilmente aleggiante intorno alla capacità (anche politica²⁹⁷) dei *regulators* di dare efficace esecuzione al mandato loro conferito dal legislatore. Le autorità di vigilanza statunitensi, infatti, si trovano oggi alle prese con una serie complessa di nuovi strumenti regolamentari concepiti in funzione dell'espletamento di una funzione di *systemic risk regulation* di carattere spiccatamente preventivo, il cui buon funzionamento è ovviamente ancora tutto da verificare²⁹⁸.

NBFCs di rilevanza sistemica (v. *supra*, par. 7.3, nota n. 222 e testo corrispondente) – disciplina il cui presupposto di applicazione, come si è avuto modo di spiegare, è, innanzitutto, proprio il superamento della soglia di AUM fissata dal PFIARA ed il conseguente obbligo di registrazione presso la SEC – può, a sua volta, essere vista come la “sanzione” comminata per il mancato rispetto dei criteri “tecnologici” fondamentali di cui sopra, nel senso che il *fund manager* che vi si sia discostato al punto tale di esser giunto a condurre veicoli che, per diverse ragioni, rischiano di produrre esternalità negative al sistema finanziario nel suo complesso, cesserà, per dir così, di essere in tutto e per tutto un gestore *hedge*, nel senso che sarà tenuto al rispetto di talune regole (requisiti di capitale, requisiti di liquidità, limiti all'impiego della leva finanziaria, etc.) che, in fin dei conti, altro non fanno che privarlo di quella assoluta libertà di modulazione delle determinanti di rendimento del portafoglio dei fondi gestiti che, in linea di principio, connotano in maniera qualificante la gestione patrimoniale di un *hedge fund* (v. *supra*, par. 2, nota n. 45 e testo corrispondente). Una volta che ci si ponga in questa diversa prospettiva visuale, la regolamentazione introdotta dal DFA, piuttosto che una regolamentazione *contro*, potrebbe essere addirittura considerata come una regolamentazione *a favore* degli *hedge funds*, nel senso che, se ben implementata ed applicata dalle autorità di settore, essa potrà avere un ruolo importante nell'assicurare che i mercati possano mantenere i benefici nascenti dalla presenza di questi arbitraggisti (v. *supra*, par. 3, nota n. 87 e testo corrispondente), al contempo contenendo le problematicità attualmente manifestate dal settore. Del resto, come nota BURCHI, *Investire in hedge funds*, cit., p. 70, nonostante il costante incremento dell'afflusso di capitali abbia sovente indotto ad una rappresentazione degli *hedge funds* come *asset pools* molto grandi, in grado di influenzare in ogni caso le dinamiche dei mercati su cui essi operano, la realtà che da sempre emerge, e che trova conferma anche nei più recenti dati disponibili, disegna un quadro ben diverso, connotato dalla presenza di un nutrito numero di piccoli operatori cui si affiancano pochi *big players*. Sul punto v. nuovamente LAZZARI, *Economia e finanza*, cit., p. 394, il quale riferisce di un AUM attestatesi, in media, intorno agli 87 milioni di dollari per fondo. Più di recente, cfr. anche FRUSH, *Hedge Funds Demystified*, New York, 2008, p. 5, *Figure 1-1*, da cui si apprende che, del totale degli *hedge funds* operanti, il 22% ha AUM inferiore ai 10 milioni di dollari; il 16% ha AUM compreso tra 10 e 25 milioni di dollari; il 33% ha AUM compreso tra 25 e 100 milioni di dollari; l'11% ha AUM compreso tra 100 e 200 milioni di dollari; un altro 11% ha AUM compreso tra 200 e 500 milioni di dollari; mentre solamente il 4% ha AUM compreso tra 500 e 1000 milioni di dollari, e solo il 3% ha un AUM che eccede il miliardo di dollari. Di fronte a dati di questo tipo, una soglia di esenzione *de minimis* fissata a 150 milioni di dollari e l'espressa sanzione dell'obbligo della SEC di informare la normativa di settore al principio di proporzionalità, sembrano almeno in parte capaci di alleviare le preoccupazioni di coloro i quali nel PFIARA leggono – spesso pregiudizialmente – il frutto di un cieco e controproducente eccesso nell'utilizzo dello strumento regolamentare.

²⁹⁷ V. *supra*, par. 7.3, nota n. 221, in fine. In argomento, ampiamente, COFFEE JR., *The Political Economy*, cit., *passim*.

²⁹⁸ Cfr. al riguardo i dubbi di COFFEE JR., *Bail-ins*, cit., pp. 1, 2: “the [...] Dodd-Frank Act invests heavily in preventive regulation and supervision. New institutions are

Relativamente all'oggetto specifico della presente analisi, sembra possibile avanzare i seguenti dubbi:

i) se la nuova architettura della supervisione finanziaria risulterà efficiente al punto tale da assicurare che le informazioni rilevanti ai fini del controllo del rischio sistemico relativo agli *hedge funds* circolino con la velocità e con la solerzia richiesta dal caso²⁹⁹;

created to monitor for future shocks and direct financial firms to avoid entanglement with them. This is commendable, but there is a problem: economic shocks are rarely predictable. And they arrive with a suddenness that often outpaces the capacity of bureaucracies to respond in a relevant fashion". V. anche SCHOENHOLTZ, *Dodd-Frank and the Fed: More Crisis Prevention, Less Management*, in ACHARYA et al. (a cura di), *Dodd-Frank: One Year On*, cit., p. 22 ss., il quale, pur manifestando maggiore ottimismo circa le possibilità di successo del DFA, si trova costretto ad ammettere che *"I am assuming heroically – or at least hoping – that the new FSOC will identify any systemic nonbanks and place them under enhanced supervision by the Fed in a timely fashion. No less heroically, I assume that the FSOC will prompt the Fed and other regulators to contain the systemic risks still inherent in key markets and institutions, such as the market for repo and the world of money market funds. Ultimately, it will be up to the FSOC, the Fed and other regulators to limit systemic risks in a world where manufacturing tail risk is still profitable"*.

²⁹⁹ Il dubbio è anche di MARTIN, *Private Investment Companies*, cit., p. 108: *"It is not clear that the [regulators] will be able to identify systemically relevant activities before they rise to the level of threatening the general capital markets"*. Vi sono almeno due questioni da considerare al riguardo. In primo luogo, l'ordinamento statunitense, dal punto di vista istituzionale, si presenta – anche (e forse ancor di più) dopo le recenti riforme – come caratterizzato da un aspetto altamente problematico, ossia dalla presenza di un numero assai elevato (una pleora?) di agenzie pubbliche variamente coinvolte nella supervisione finanziaria, agenzie il cui coordinamento ai fini dell'esercizio della funzione di monitoraggio del rischio sistemico per come definita dal DFA appare tutt'altro che agevole: v., oltre ai riferimenti già citati *supra*, par. 7.1, nota n. 176, cfr., molto chiaramente, i rilievi di SCHLITZER, *I limiti della riforma finanziaria Usa, ovvero: che fine ha fatto il piano Paulson?*, 9 giugno 2009, disponibile all'indirizzo www.nelmerito.com: *"La riforma finanziaria appena presentata dall'amministrazione Obama è una riforma a metà: essa non va alla radice dei problemi che caratterizzano il sistema di regolamentazione e supervisione americano [...] la sfida vera è rivedere l'intero assetto dei controlli [...] La farraginosità dell'assetto regolatorio è eclatante nel caso delle banche tradizionali (depository institutions) [...] Soltanto a livello federale esistono ben cinque autorità deputate al controllo. Non minori sono le perplessità quando si va ad esaminare la struttura dei controlli per gli altri settori della finanza [...] Per quanto riguarda il mercato dei titoli, il controllo è rigorosamente suddiviso tra la SEC e la [CFTC] a cui è affidato il mercato dei future. La separazione tra i due mercati, oggi del tutto anacronistica, risale agli anni 30, in particolare all'epoca in cui il mercato dei future era limitato ai prodotti agricoli [...] L'arretratezza e l'ampia frammentazione del sistema di supervisione americano sul sistema finanziario non può non aver inciso sulla capacità di prevedere la crisi dei mutui subprime [...] L'esperienza, anche recente, insegna che più numerosi sono gli organi deputati al controllo tanto più elevati sono i rischi che le informazioni si disperdano"*. In secondo luogo, se è generalmente vero che l'industria finanziaria funziona e si evolve ad un ritmo ben più elevato rispetto ai tempi di reazione propri degli organismi pubblici deputati alla vigilanza, la diversità di passo tra controllore e controllato è ancora più netta nel caso degli *hedge funds*, la cui ampia libertà operativa, il *trading* dinamico e complesso ed i conseguentemente elevati livelli di *turnover* del portafoglio, rendono la supervisione ancora più difficile. Nel dibattito post-LTCM, aveva già rilevato il problema, ad es., BERNANKE, *Hedge Funds*, cit., s.p.: *"[can] the authorities collect such an enormous quantity of highly sensitive information in sufficient detail and with sufficient frequency?"*; ed in letteratura v. ora KAAL, *Hedge Fund Regulation*, cit., p. 448 (*"the*

ii) se, per ciò che in particolare riguarda il ruolo della SEC, questa avrà a disposizione le risorse materiali ed umane necessarie per assolvere quello che per essa si presenta come un'incombenza del tutto nuova, a cospetto della quale la Commissione potrebbe mancare della necessaria esperienza e capacità tecnica³⁰⁰;

iii) se alcuni inevitabili (ed apparentemente marginali) difetti del testo normativo non rischiano, alla fine dei giochi, di compromettere l'efficacia complessiva del disegno riformatore³⁰¹.

complex trading investing [...] of [...] hedge funds are major constraining factors on effective supervision"

³⁰⁰ Per adempiere ai compiti attribuitigli dal DFA, la SEC si è dotata, per ciò che attiene al monitoraggio del rischio sistemico ed all'evoluzione dei mercati, di una nuova *Division of Risk, Strategy, and Financial Innovation*, e, perciò che attiene alla vigilanza ispettiva ed all'esercizio dei suoi poteri sanzionatori, di cinque nuove unità all'interno della propria *Enforcement Division*, una delle quale specificamente deputata al controllo del settore *private funds*. Ciò nondimeno, la scarsità delle risorse a disposizione dell'*authority* è cosa a tutti nota. Di recente, è stato lo stesso Presidente della Commissione, Mary Schapiro, ad aver pubblicamente esternato le difficoltà che la SEC incontra nel condurre la vigilanza sul settore del risparmio gestito: "*Given the SEC's limited resources, we have only been able to examine roughly 10 percent of the investment advisers registered with us in each of the last two years. The result is that many advisers registered with the SEC are not examined regularly*" (SCHAPIRO, *Proposals to Implement Investment Adviser Provisions of the Dodd-Frank Act, Speech by Sec Chairman: Opening Statement at the Sec Opening Meeting*, November 19, 2010, s.p.). La serietà del problema ha trovato da ultimo conferma nel documento che la SEC ha prodotto ai sensi della *Section 914 DFA*, la quale le richiedeva di fare il punto della situazione: cfr. SEC, *Study on Enhancing Investment Adviser Examinations*, January 2011, *passim*. Il tema è tutt'altro che negletto dalla letteratura, la quale anzi ne sottolinea ripetutamente l'importanza: cfr. sul punto WHITEHEAD, *The Volcker Rule*, cit., pp. 67, 68 ("*based on current resources, the SEC estimates it will not be able to audit a registered investment adviser more than once every eleven years*"); KAAL, *Hedge Fund Regulation*, cit., pp. 421, 426, 433 ("*[many] question whether regulators would have the resource to promulgate and enforce rules that can protect against systemic risk. If regulators lack the resources to protect against systemic risk, hedge fund regulation could be futile. [Moreover,] [a]n understanding of dynamic hedging trades and strategies requires a significant level of financial sophistication and training, and the task of attracting staff with such knowledge could place the SEC in competition for talent with hedge funds and banks [and] even with additional funding, the SEC may not have the resources to hire sufficiently qualified staff such data*"); e RIVIÈRE, *The Future of Hedge Fund Regulation*, cit., p. 67 ("*[Supervisors] would need to find competent economists and analysts to process the information provided by hedge funds if they want to properly assess systemic risk and anticipate potential crisis. This is particularly true for the SEC which is essentially composed of lawyers and would need to hire economists and experts in statistics to exercise an effective oversight on hedge funds*".)

³⁰¹ Oltre ai generali rilievi compiuti dalla più autorevole letteratura in merito alla percepita incapacità del DFA di scoraggiare l'assunzione di rischi eccessivi ed a risolvere il problema dell'azzardo morale nascente dal "*too big to fail*" (v. gli autori ed i luoghi citati *supra*, par. 7.3, ivi alla nota nn. 221), qui il riferimento è essenzialmente alla *foreign adviser exemption* ed al già segnalato pericolo che essa finisca per ostacolare la supervisione del rischio sistemico ingenerato dai fondi collocati *off-shore*, ma particolarmente attivi sui mercati statunitensi (v. *supra*, par. 7.3, nota n. 234). Si tratta di una questione che dov'essere attentamente valutata laddove dovessero rivelarsi corrette le previsioni di certa letteratura secondo cui l'industria statunitense è destinata, in progresso di tempo, a dover cedere parte della sua supremazia a favore di altre piazze finanziarie: cfr. OVERMEYER, *The "Foreign Private Adviser" Exemption*, cit., p. 2202, ove ulteriori riferimenti. E dovrà parimenti verificarsi se, ed in che misura, alla eventuale

Considerazione a parte merita la *Volcker Rule*. Nonostante la norma sia stata concepita per ridurre le interconnessioni che connotano l'attuale morfologia dei sistemi finanziari, al fine di contenere i rischi di contagio e salvaguardare così la stabilità dei settori bancari e finanziari di "interesse pubblico", gli studiosi che si sono sinora occupati dell'argomento hanno pressoché unanimemente espresso la preoccupazione che l'introduzione di un eccesso di controlli di difficile implementazione e non adeguatamente armonizzati a livello globale, paradossalmente, possa rendere ancor più grave il problema del rischio sistemico, promuovendo lo spostamento della "finanza speculativa" al di fuori dei confini del comparto bancario regolamentato, rendendone così ancor più arduo il monitoraggio. In altre parole, l'introduzione di rigide barriere tra il settore bancario "tradizionale" (banca commerciale al dettaglio) e quello dell'attività in titoli ampiamente intesa (*proprietary trading, hedge funds, private equity*, etc.), potrebbe esporre il sistema finanziario a rischi ancor più accentuati, incentivando le attività speculative più rischiose a muoversi verso il c.d. *shadow banking system*³⁰², il quale, nella misura in cui è prevedibile che continuerà ad interagire con il sistema bancario "ufficiale", sfuggendo alla supervisione dei *regulators*, seguita a creare rischi di contagio anche verso i settori regolamentati³⁰³.

fuga verso altri "lidi" avrà contribuito proprio la regolamentazione portata dal DFA, il che fornirà un interessante elemento per apprezzare la reazione degli operatori all'avvento della nuova disciplina.

³⁰² Con l'espressione *shadow banking system*, come oramai ampiamente noto, si suole far riferimento a quella rete di operatori, veicoli, circuiti e strumenti finanziari (fondi d'investimento monetari, *hedge funds*, veicoli fuori bilancio, cartolarizzazioni di crediti, prodotti derivati, etc.) che corre in parallelo – ed appunto all'ombra – del sistema bancario tradizionale, di cui replica, senza però sottostare al sistema di regole sul capitale e di garanzie sui depositi proprio di quest'ultimo, la funzione di erogazione di liquidità mediante trasformazione di scadenze, ossia convertendo (per lo più tramite l'attività di intermediari generalmente poco capitalizzati) attività rischiose a lungo termine in passività a breve termine o addirittura a vista ed apparentemente a basso rischio. Nel contesto degli eventi poi sfociati nella CFG, il problema, come noto, è sorto nel momento in cui la liquidità dei titoli nella cui emissione tale attività di intermediazione si risolveva, evaporò all'improvviso. Ed in un certo senso, la CFG può essere in effetti vista come un gigantesco *run* nel sistema bancario ombra: cfr. BANI, *Il diritto dell'economia*, cit., p. 150; PACELLA, *La riforma*, cit., p. 238. Sullo *shadow banking system* si vedano, almeno, ADRIAN e SHIN, *The Shadow Banking System: Implications for Financial Regulation*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report No. 382, July 2009; GORTON e METRICK, *Regulating the Shadow Banking System*, entrambi disponibili all'indirizzo www.ssrn.com; NERSISYAN e WRAY, *The Global Financial Crisis and the Shift to Shadow Banking*, Levy Economics Institute of Bard College Working Paper No. 587, disponibile all'indirizzo www.levyinstitute.org; FIGUERA, *Alcune considerazioni sullo shadow banking system*, in *Studi econ.*, II, 2011, p. 69 ss.; POZSAR *et al.*, *Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report No. 458, July 2010 (revised February 2012). Lo *shadow banking system* è attualmente sotto la lente del *Financial Stability Board*, il quale ne sta approfondendo le precise dinamiche di funzionamento al fine di avanzare in un secondo momento proposte per regolamentarlo: cfr. FINANCIAL STABILITY BOARD, *Shadow Banking: Scoping the Issues – A Background Note of the Financial Stability Board*, April 12, 2011; *Id.*, *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation – Recommendations of the Financial Stability Board*, October 27, 2011. Di recente, anche l'Europa ha avviato il dibattito sul tema con un Libro Verde della Commissione: v. COMMISSIONE EUROPEA, *Il sistema bancario ombra*, 19 marzo 2012.

³⁰³ Tra coloro che sottolineano questo possibile effetto collaterale, v. WHITEHEAD, *The Volcker Rule*, cit., p. 44 ss. ("what will happen to proprietary trading? It could

Tra i settori candidati ad accogliere questa trasmigrazione, il più quotato è proprio quello degli *hedge funds*³⁰⁴. Uno degli effetti già osservabili della *Volcker Rule* è, infatti, il lancio di molti nuovi *hedge funds* da parte dei *traders* precedentemente operanti presso i *proprietary desks* delle grandi banche universali all'ingrosso³⁰⁵. Ed è prevedibile che la crescita dell'AUM e la

simply decline, but more likely, it will move to less-regulated businesses [...] that are likely to then incur in greater risk [...] In short, even if proprietary trading is no longer located in banks, it may now be conducted by less-regulated entities that affect banks and banking activities"); CHOW e SURTI, *Making Banks Safer*, cit., p. 5 *"the danger [...] lies in generating incentives to push risk taking beyond the borders of the regulated financial system. If there are [...] no direct financial linkages between retail financial firms and such shadow banking entities, such risk taking may cease being a problem of regulation. However, systemic risk will continue to accumulate in the shadow banks, and since the participants in the regulated and shadow systems are the same, or are, in general linked, a crisis in that sector will continue to exercise a contagion impact on the regulated banking sector"*"); BEVILACQUA, *La vigilanza strutturale*, cit. p. 59 *"La creazione di confine netto tra settore regolamentato e settore deregolamentato può incentivare intermediari "marginali" in termini di business model a disinvestire le attività non core per sottrarsi all'ambito di applicazione della normativa e alla supervisione [...] Questo incentivo sarebbe particolarmente forte laddove la sopravvivenza di una fitta rete di relazioni con il settore bancario commerciale mantenesse inalterata la garanzia implicita da parte del governo in favore di intermediari non regolamentati suscettibili di pregiudicare gravemente la stabilità del settore regolamentato Tale profilo dell'interconnessione tra comparti sottoposti a differenti regimi regolamentari, rimane assai critico e suscettibile di pregiudicare il raggiungimento degli obiettivi di contenimento del moral hazard"*"); e BANI, *Il diritto dell'economia*, cit., pp. 152, 153 *"certo è l'effetto tipico conseguente all'inasprimento di una regola. Se un sistema con prezzi imposti crea un mercato nero, un innalzamento del costo nell'erogazione del servizio espelle dal sistema una quota dell'attività quella a minor valore aggiunto. Le attività meno gestibili dalle banche non potranno che finire tra quelle gestite dagli intermediari non creditizi, che non essendo soggetti al rispetto dei requisiti sull'adeguatezza del capitale, in altre parole allo shadow banking system, che quindi è, in certo modo, beneficiato dal Dodd-Frank Act*".

³⁰⁴ Così anche WHITEHEAD, *The Volcker Rule*, cit., p. 44, per il quale *"proprietary trading will move to less-regulated businesses – in many cases hedge funds"*.

³⁰⁵ Cfr. JONES, *More Goldman Traders to Exit for Funds*, in *Financial Times*, On-line edition, January 9, 2011, disponibile all'indirizzo www.ft.com *"The last big proprietary trading team at Goldman Sachs has begun raising money to start a new hedge fund independent of the bank, for launch in the second quarter of this year"*"); LUCCHETTI, *Morgan Stanley Team to Exit in Fallout from Volcker Rule*, in *Wall Street Journal*, On-line edition, January 11, 2011, accessibile all'indirizzo <http://blogs.wsj.com> *"Morgan Stanley [...] proprietary-trading chief [and] his team of traders [are going] to form a new firm at the end of 2012. The widely anticipated deal is the latest exit by high-profile traders from traditional Wall Street firms because of the Volcker rule"*"); HARDCASTLE, *Volcker rule sending new hedge funds to market*, March 1, 2012, in www.reuters.com *"HSBC's alternative asset management arm is scouring the market for promising new hedge fund managers, whose ranks are swelling ahead of the imposition of the Volcker rule, which cracks down on banks trading with their own money [...] "Several opportunities are arising from the Volcker rule. People are leaving the banks and launching their own funds", Peter Rigg, head of HSBC's alternative investment group told Reuters at a presentation in Zurich"*"); TOURYALAI, *Volcker Rule Refugees*, in *Forbes*, On-line edition, 21 March, 2012, disponibile all'indirizzo www.forbes.com *"The Volcker Rule restricts banks from effectively using federally guaranteed deposit money to trade on their own proprietary accounts (during the financial crisis prop desks at six big banks lost \$15.8 billion in just five quarters). As a result some of Wall Street's best proprietary traders are moving into the land of hedge fund"*.

maggior concorrenza che ciò provocherà nell'industria degli *hedge funds*³⁰⁶, finiranno per tradursi in un incremento complessivo del livello di rischio assunto all'interno del settore³⁰⁷. Il che, da un lato, rende ancor più evidenti le preoccupazioni poc'anzi manifestate in merito ad un eventuale inefficacia nel funzionamento dei presidi normativi e di supervisione introdotti dal PFIARA e dal SA³⁰⁸, e, dall'altro, induce a prestare particolare attenzione al monito proveniente da parte di certa dottrina, la quale evidenzia il rischio che, giusta la certa, perdurante presenza di importanti interconnessioni con il settore bancario, eventuali difficoltà all'interno dell'industria dei fondi *hedge* possano tradursi in crisi di più ampia portata³⁰⁹.

³⁰⁶ Che i limiti posti alle banche dalla *Volcker Rule* avrebbero prodotto l'effetto di aumentare la competizione all'interno dell'industria degli *hedge funds*, "liberando" quote di mercato precedentemente occupate dalle grandi banche d'investimento, era già stato in parte previsto da RICHARDSON, SMITH e WALTER, *Large Banks*, cit., p. 198 ss.

³⁰⁷ Che all'incremento dell'AUM abbia storicamente corrisposto l'assunzione di rischi sempre più accentuati da parte dei gestori di *hedge funds* è una delle evidenze portate dalla più autorevole letteratura economica: v. *supra*, par. 6, note nn. 143, 146-149 e testo corrispondente.

³⁰⁸ E v., infatti, le preoccupazioni di CHOW e SURTI, *Making Banks Safer*, cit., p. 31, i quali, dopo aver constatato che "*the shift in excessive risk-taking incentives towards the unregulated parts of the financial system could render quasi-banks susceptible to distress*", e che "[t]o the extent that these institutions become systemic and maintain links with regulated banking institutions, systemic risk will continue to exist", concludono allora nel senso che il rafforzamento ed il buon funzionamento della supervisione del sistema bancario ombra "[are] essential to prevent migration of systemic risk in response to tighter constraints on regulated banks' business models". Adde BEVILACQUA, *La vigilanza strutturale*, cit., pp. 61, 62, per il quale "[è] urgente definire un adeguato schema regolamentare di natura prudenziale per gli intermediari non bancari, stabilire limiti e forme di monitoraggio del rapporto tra sistema bancario tradizionale e shadow banking system. Se non si interverrà su questi due fronti, è concreto il rischio che più soggetti scelgano di fuoriuscire dal monitor del supervisore".

³⁰⁹ Merita al riguardo riportare l'analisi di WHITEHEAD, *The Volcker Rule*, cit., pp. 44 ss., 65, 66: "*As a starting point [...] proprietary trading will move to [...] hedge funds – that are likely to incur greater risk. That risk can be mitigated if traders are subject to a market discipline that takes account of the full cost of their activities. The financial markets, however, are unlikely to compel traders to do so – a negative externality, as market participants focus instead on their investors' returns rather than on the broader consequences of hedge fund failure. Such failure can be industry-wide. Hedge funds can be affected at the same time and in the same way following large adverse shocks to asset and hedge fund liquidity, irrespective of management style. Greater coordination, in turn, can magnify any resulting loss of portfolio value. Moreover, simply ring-fencing hedge funds may be difficult as markets become increasingly interconnected. Hedge funds, for example, are significant participants in the credit default swaps (CDS) market, which banks and other financial intermediaries use to manage and transfer credit risk. Doing so, for banks, increases the amount of capital available for lending. The Dodd-Frank Act limits direct counterparty credit risk by requiring banks and hedge funds, with certain exceptions, to centrally clear standardized swaps. It does not, however, address the impact on banks if hedge funds, as a group, are unable to manage bank-originated risk or can do so only at higher cost. The effect can be significantly greater than the failure of any one fund. It can also ripple through to other parts of the financial system, resulting in a drop in available credit if banks – no longer able to rely on risk-taking by hedge funds – must then limit the amount of new loans they can extend [...]*In effect, with CDS, banks can now outsource the management of credit risk to someone else. The Bank of America data indicate that, after banks and securities firms, hedge funds are the second largest group of participants in the CDS market. Thus, by investing in CDS, hedge funds can assume a core function of intermediation – the management of credit

Infine, per ciò attiene alla tutela degli investitori in *hedge funds*, la scarsità di studi approfonditi al riguardo, e i non del tutto chiari criteri ispiratori delle previsioni normative di nuova introduzione, fanno di questa un tema che merita probabilmente di essere globalmente riconsiderato.

Lasciando da parte tutta una serie di questioni ulteriori³¹⁰, occorre in particolar modo tener conto di un aspetto assai importante, eppure sovente trascurato dalla letteratura di riferimento e, in buona sostanza, dallo stesso legislatore. Il riferimento è all'esistenza di significativi profili di connessione e di reciproca interazione tra i due grandi argomenti della regolamentazione degli *hedge funds*, ossia *retailization* e rischio sistemico. Detto in altri termini, quello della protezione dell'investitore non è un tema rilevante esclusivamente in quanto tale. A tal riguardo, sembra possibile affermare che le strutture indirette e la partecipazione di altri veicoli d'investimento nel capitale gestito dai fondi *hedge*, abbiano non solo l'effetto di provocare un aumento del numero di investitori caratterizzati da minori risorse patrimoniali, ridotta sofisticazione ed insufficiente cultura finanziaria all'interno di taluni segmenti di mercato loro tradizionalmente inaccessibili, potendo la *retailization* che ne consegue significativamente rilevare, infatti, anche sotto il diverso profilo della importanza sistemica del settore e della sua capacità di condizionare la stabilità dei mercati finanziari in genere.

Ciò è vero, innanzitutto, per quanto riguarda la sempre più accentuata tendenza di altre istituzioni finanziarie all'investimento nel settore *hedge*³¹¹. Non v'è dubbio, infatti, che da questa progressiva "istituzionalizzazione" dell'industria derivi, alla fine dei conti, un aumento del grado in cui una economia è nel suo complesso esposta verso gli *hedge funds*³¹². E se è vero, in linea di principio, che l'investimento in *hedge funds* rappresenta un importante, ulteriore strumento di diversificazione per la riduzione del rischio nei portafogli gestiti da altri investitori istituzionali³¹³, in pratica, tuttavia, l'afflusso di capitali sempre più consistenti determina una sempre più accentuata competizione nel settore, la quale non solo produce l'inevitabile effetto di attrarre gestori la cui reputazione e familiarità con la "tecnologia" propria delle gestioni di tipo *hedge* possono

risk – but without the regulation or informational access that characterized such management by banks in the past. Banks and hedge funds, therefore, are somewhat tied at the hip. Banks can transfer credit risk, and hedge funds can assist in managing it [...] Doing so has enabled banks to pursue a traditional banking function – namely, the extension of loans – at lower cost. Yet, as a result of its reliance on CDS, a downturn in the hedge fund industry may affect a bank's ability to extend new loans, resulting in a decline in available credit or an increase in the cost of capital. Stated differently, even though a principal goal of the Volcker Rule is to return banks to traditional banking, the increased risk-taking resulting from the transfer of proprietary trading to hedge funds may still affect a bank's ability to extend credit".

³¹⁰ Quali quelle trattate, ad es., da KRUG, *Moving Beyond*, cit., p. 672 ss.; e *Id.*, *Instituzionalization*, cit. p. 23 ss., relativamente a tutta una serie di difficoltà pratiche che potrebbero sorgere in sede di applicazione delle norme dell'IAA nei confronti dei gestori dei fondi *hedge* in ragione della veste di *general partners* che costoro usualmente assumono nei veicoli gestiti, e sulle quali, tuttavia, non è qui il caso di intrattenersi.

³¹¹ Ossia proprio quell'aspetto di cui il legislatore statunitense sembra essersi meno curato: v. *supra*, par. 7.5, note nn. 280-281 e testo corrispondente.

³¹² Tra i pochi a mettere in evidenza tale aspetto v'è MARTIN, *Is Systemic Risk Prevention the New Paradigm?*, cit., p. 7: "the losses of hedge fund investors could adversely impact other market participants, as well as the overall securities markets [...] Moreover, the overall stability of the entire economy can be adversely impacted by such losses since our markets are inextricably connected".

³¹³ V. *supra*, parr. 5 e 7.5, note nn. 112 e 281.

risultare di difficile verificabilità³¹⁴, ma, più in generale, determina in capo agli stessi *money managers*, in gara tra loro per intercettare una domanda sempre crescente, incentivi ad allontanarsi da quelli che sono i meccanismi stessi su cui una gestione *hedge* deve basarsi ove voglia essere condotta sulla base di un appropriato equilibrio finanziario³¹⁵.

³¹⁴ Sul punto cfr. STULZ, *Hedge Funds*, cit., pp. 176, 177, 181, 191, il quale rileva una certa “desofisticazione” non solo nella platea degli investitori, ma anche in quella degli stessi gestori, molti dei quali, pur magari offrendo prodotti recanti il *nomen* di *hedge fund*, in realtà, sempre più spesso, sotto quel nome celano nient’altro che gestioni di tipo tradizionale, ossia prive di quel carattere attivo, dinamico e complesso che solo un gestore ad alto *alfa* può garantire. Una delle cause principali di questo processo viene per l’appunto individuata nella progressiva “istituzionalizzazione” del settore, dal momento che gli obblighi di *accountability* e le responsabilità proprie dei gestori dei veicoli di tipo *retail* che si mettano alla ricerca di investimenti di tipo “*hedge*” determineranno, nel corso del tempo, una domanda di servizi di gestione patrimoniale sempre meno fondati sulla discrezionalità tipica dell’*hedge fund manager*, rendendo così l’*alfa* un fattore sempre meno determinante ai fini della permanenza sul mercato delle gestioni in monte di tipo (apparentemente) alternativo. Ulteriori considerazioni sull’argomento si ritrovano in WOLF, *Why Today’s Hedge Fund Industry May Not Survive*, in *Financial Times*, On-line edition, March 18, 2008, www.ft.com (“*What we have [...] is a huge “lemons” problem: in this business it is really hard to distinguish talented managers from untalented ones. For this reason, the business is bound to attract the unscrupulous and unskilled*”); ed in FOSTER e YOUNG, *Hedge Fund Wizards*, in *The Washington Post*, On-line edition, December 19, 2007, www.washingtonpost.com (“*[i]t is extremely difficult to tell, based on past performance, whether a fund is being run by true financial wizards, by no-talent managers who happen to get lucky or by outright scam artists*”).

³¹⁵ In altre parole, il nuovo entrante nel mercato causerà (o rischierà di causare) un rischio indebito ogni qualvolta tenderà a ridurre i prezzi e/o a praticare più basse soglie di ingresso nei fondi gestiti nel tentativo di ritagliarsi una quota di mercato a scapito dei competitori già presenti. Ciò rischia di creare seri problemi all’interno del settore, avendo la migliore letteratura economica spiegato come tanto la presenza di alte commissioni d’incentivo, quanto di elevate soglie minime d’investimento costituiscano elementi fondamentali per ridurre i problemi di agenzia tipici del mandato di gestione a contenuto relazionale che si ritrova nelle gestioni di tipo *hedge*, ove, in ragione dell’assai ridotto intervento da parte della normazione eteronoma, occorre far sì che il *principal* rimanga costantemente incentivato a condurre autonomamente un’adeguata opera di monitoraggio dell’attività dell’*agent*, al fine altresì di superare – e i meccanismi della commissione d’incentivo e di una quota minima di investimento particolarmente elevata operano anche in questo senso – i problemi di *free riding* tipici di un contesto *multi-principal*, quale tipicamente è quello delle gestioni patrimoniali in monte. In argomento cfr., per tutti, la magistrale ricostruzione di LAZZARI, *Economia e finanza*, cit., p. 387 ss. Riscontra l’effettiva presenza di una concorrenza sui prezzi praticati dai gestori *hedge* nel tentativo di attrarre nuovi investitori, KAAL, *Hedge Fund Valuation*, cit., s.p. (ma p. 7). Ancor più problematica potrebbe poi risultare la tendenza ad accordare, al fine di rendere l’investimento maggiormente “*suitable*” anche agli occhi di investitori normalmente chiamati a perseguire una politica basata su certi criteri di prudenza non pienamente compatibili con la natura dell’investimento di tipo *hedge*, inopportune condizioni per la liquidabilità delle quote del fondo: l’effetto potrebbe essere un sensibile incremento dell’instabilità del settore, con conseguente innalzamento del rischio assunto dalle altre istituzioni finanziarie che vi partecipano e possibili dissesti a catena. Si pensi, ad es., alla *side letter* che conceda solo ad alcuni degli investitori istituzionali partecipanti al fondo condizioni privilegiate di *redemption*. Il loro esercizio, a fronte, ad es., di alcune difficoltà temporanee in cui il fondo sia incorso, potrebbe costringere il gestore ad una rapida liquidazione degli *assets* in portafoglio per far fronte alla richiesta di disinvestimento. Ciò potrebbe causare una riduzione dei prezzi delle attività liquidate in danno agli altri investitori impossibilitati ad uscire dal fondo con

Su di un piano ancor più generale, alla progressiva estensione dei confini dell'universo delle gestioni *hedge* consegue, giocoforza, una complessiva riduzione dell'effettiva possibilità di implementazione di strategie di investimento a basso *beta* ed alto *alfa*, con conseguenti problemi di *crowded trades*³¹⁶, saturazione del mercato degli arbitraggisti³¹⁷ ed inevitabile incremento

altrettanta rapidità e, nel peggiore degli scenari, anche di operatori non direttamente esposti verso il fondo. Si considerino, al riguardo, le evidenze portate dalla più recente letteratura empirica, la quale ha attentamente rilevato come “[m]arket risk, leverage and liquidity risk may interact among each other [...] There are concerns that prolonged periods of mediocre performance may encourage hedge fund managers to employ greater leverage or more aggressive strategies. Capital could flow out following poor performance, so that hedge funds would be forced to liquidate positions. This could lead to a market-wide disinvestment spiral, potentially resulting in systemic risk. A number of mitigating factors are, however, also at play. [For example], lengthy lock-up periods and less frequent redemption schedules could provide more time for hedge funds to recoup past shortfalls and settle their liabilities. However, the proliferation of FOHFs, which generally provide the possibility of monthly redemption, could mean that more flexible redemption profiles may be demanded from the underlying hedge funds. Some of the institutional investors that only recently started investing in hedge funds may also be less willing to accept lower liquidity of their allocations to hedge funds. Thus, the hedge fund industry may risk losing one of its defensive features, i.e. lengthy lock-up periods and infrequent redemption possibilities”. In questi termini GARBARAVICIUS e DIERICK, *Hedge funds*, cit., p. 35 e, ivi, nota n. 33, ove vengono altresì riportati i risultati di un'indagine condotta da *Deutsche Bank* da cui emergerebbe l'evidente ritrosia dei principali investitori istituzionali ad accettare periodi di *lock-up* superiori ad un anno.

³¹⁶ V. *supra*, par. 6, nota n. 148, per i riferimenti. Sul punto cfr. da ultimo anche i rilievi di COFFEE JR., *The Political Economy*, cit., pp. 50, 51 (“*dealing with systemic risk requires that we first understand it. Although there is no universally accepted definition of the term, most agree that it has three faces: (1) A financial institution can simply be “too big to fail” [...]; (2) An institution can be “too connected to fail” [...]; (3) Financial institutions can also be too risk correlated to fail, with the result that the failure of one implies intense stress for the others [...] This last face of systemic risk – risk correlation – is probably the least understood and most dangerous. Because of market pressures (fueled in part by shareholders willing to accept risk), large financial institutions are inclined to adopt similar investment and strategic policies (or face a [...] market penalty for their refusal)*” (enfasi aggiunta)); e di LO, *Hedge Funds*, cit., p. 9 (“*the financial system became so “crowded” in terms of the extraordinary amounts of capital deployed in every corner of every investable market, that the overall liquidity of those markets declined significantly. The implication of this crowdedness is simple: the first sign of trouble in one part of the financial system will cause nervous investors to rush for the exits, but – as the analogy suggests – it is impossible for everyone to get out at once, and this panic can quickly spread to other parts of the financial system. To develop a sense for the potential scale of such a panic, consider the growth of hedge-fund assets from 1990 to the present [...], and note the sharp decline in assets and leverage in 2008 [...]. The responsiveness of hedge-fund investors to underperformance is well-known, and these relatively rapid changes in risk capital can lead to wild market gyrations as we have experienced recently*” (enfasi aggiunta)).

³¹⁷ La saturazione del mercato dei gestori-arbitraggisti non può che provocare, per intuitive ragioni, seri problemi di funzionamento dei mercati finanziari: la torta dei profitti da arbitraggio non è certo infinita e la necessità di spartirla tra un numero sempre maggiore di gestori ed investitori stimola, secondo i meccanismi descritti dalla migliore letteratura (v. *supra*, par. 6, note nn. 147-149), una sempre più aggressiva propensione all'assunzione di rischi sempre più complessi e difficili da monitorare e gestire. E' interessante notare come, già con riferimento alla crisi di LTCM e poi negli anni immediatamente precedenti la crisi *sub-prime* del 2007, una parte della letteratura non avesse mancato di rilevare la serietà del problema generato da una tale situazione di “*crowded trades*”: “*One possible explanation of the rapid change in the correlation*

della correlazione tra le diverse strategie che, specialmente in periodi di particolare turbolenza sui mercati, può tradursi in correlazione nelle perdite, facendo assurgere l'industria nel suo complesso a veicolo di propagazione di rischio sistemico³¹⁸.

In ragione di quanto appena osservato, avendo la *retailization* (specie quella indiretta) rappresentato la più significativa fonte di crescita dell'industria degli *hedge funds* nell'ultimo decennio, criticabile appare la parzialità dell'approccio con cui il tema è stato sinora affrontato da *policymakers* e *regulators* e, conseguentemente, non condivisibili risultano le scelte normative compiute al riguardo³¹⁹.

across strategies in the growth is arbitrageurs. If indeed the world has liquidity premiums or other price discrepancies to arbitrage, there is only so much that can chase arbitrage opportunities. Over the last few year, however, many quantitative types with similar ideas to LTCM have emerged. The world is saturated with arbitrageurs. LTCM may not have estimated the effect that this could have on the stable relationships across strategies when other players were placing the same types of trade. In particular, a shock to the market, like Russia, could lead to a trigger effect, where all of the LTCM babies began closing positions. The fear that others may close, led to more closing. In the end, a self-fulfilling crisis emerged. Thus, perhaps the correlation across strategies drastically changed, because there were too many LTCM babies playing the same game. LTCM must have underestimated this effect [...] LTCM did return funds at the end of 1997 stating that the investment opportunities were more limited. Perhaps they did not realize the extent of the limitation". Questa l'analisi che fu a suo tempo compiuta da CHINCARINI, *The Failure of Long-Term*, cit., p. 6 ss. E v. anche DUNCAN, *Hedge funds – weapons of financial destruction*, in *The Sunday Times*, October 25, 2004, il quale, al di là della retorica generalista sottesa al titolo dell'articolo, rilevava come “[t]he twin problems of scale and leverage are now coalescing with herd behaviour by competing hedge funds to create a lethal brew. Weak returns on conventional investments and the flood of cash into hedge funds are driving the sector’s managers into a scramble for ever more innovative strategies and ever more exotic instruments. No sooner is a new technique or investment discovered by one group than it is copied by competing funds. Thus a fresh search for higher returns on the fringes of the financial world begins [...] [a]nd since funds rely on similar models to gauge the scale of their gambles, the fear is that some unexpected development could cause a simultaneous dash for the exit, with disastrous consequences”.

³¹⁸ V. *supra*, par. 6, note nn. 147-149 e testo corrispondente.

³¹⁹ La critica è indirizzabile tanto al DFA quanto alla AIFMD. Principiando da quest'ultima, sebbene la scelta di base del legislatore comunitario sia stata quella di escludere la commercializzabilità delle quote di fondi d'investimento alternativi nei confronti di investitori al dettaglio (v. art. 31 AIFMD), si è comunque deciso di lasciare alla libera scelta degli Stati membri l'opzione di rendere questi prodotti finanziari accessibili anche a tale ultima categoria di soggetti (v. art. 43 AIFMD), con la sola precisazione che in questo caso gli Stati membri possono – ovvero debbono, stando a quanto sembrerebbe indicare il Considerando n. 71 – caso imporre “prescrizioni più rigorose” di quelle applicabili ai fondi alternativi o ai gestori di fondi alternativi le cui quote siano commercializzate esclusivamente presso investitori professionali. Sul punto v. DUNCAN, CURTIN e CROSIGNANI, *Alternative regulation*, cit., p. 342 ss. Oltre ai già segnalati rischi associabili all'eccessiva crescita di un'industria “al dettaglio” del prodotto finanziario *hedge fund*, la scelta compiuta dal legislatore comunitario appare criticabile anche nella misura in cui, mancando di armonizzare – neppure ad un livello minimo – le sudette “prescrizioni più rigorose” cui subordinare l'accesso del risparmio *retail* al comparto dei fondi alternativi, crea il rischio di stimolare una possibile *competition in laxity* da parte dei *regulators* nazionali e, con essa, l'ulteriore pericolo di (perduranti) spazi per arbitraggi regolamentari. Quanto al diritto statunitense, oltre alla discutibile validità dell'attuale sistema normativo di classificazione degli investitori (su cui v. *infra*, par. 9, note nn. 335-337 e testo corrispondente), occorre qui segnalare come

9. – Individuate le più evidenti criticità della disciplina degli *hedge funds* recata dal DFA, si può provare ora ad avanzare alcune proposte preliminari dirette ad ovviare, ora in prospettiva di riforma legislativa, ora in sede di implementazione amministrativa della normativa già in essere, a taluni dei problemi individuati.

Sul tema del rischio sistemico, anzitutto, deve quanto meno essere segnalata l'idea – sostenuta dalla più avanzata letteratura – circa l'esigenza di sostituire all'attuale sistema di regolamentazione “per forme e soggetti”, una regolamentazione “per funzioni”³²⁰, ossia un sistema di regole all'occorrenza operante in maniera funzionalmente analoga a quello in vigore per le banche, da estendere a tutti quegli altri operatori che, pur non qualificandosi formalmente come banche, al pari di queste svolgono attività di intermediazione di passività ed attività finanziarie mediante trasformazione delle relative scadenze, contribuendo così a creare, in buona sostanza, pericoli di instabilità del sistema

molte delle cc.dd. *blue sky laws* (v. *supra*, par. 3, nota n. 82) ammettano espressamente, sia pur entro certi limiti quantitativi, la possibilità per i gestori di *private funds* sottoposti alla supervisione delle autorità statali di collocare le quote dei veicoli gestiti presso investitori *retail*: sul punto v., ampiamente, KAAL, *Hedge Fund Valuation*, cit., s.p. (ma p. 31 ss.), il quale sottolinea l'attrattività di questa prospettiva specie per i novelli gestori nella fase di *start-up* del fondo. Avendo il DFA ridefinito – come già si è avuto modo di constatare (*supra*, par. 7.2, nota n. 203) – a netto favore del livello della supervisione statale le soglie di AUM rilevanti ai fini della registrazione/regolamentazione dell'*adviser*, è allora possibile congetturare che in futuro l'afflusso nell'industria statunitense degli *hedge funds* del risparmio *retail* diverrà ancor più significativo.

³²⁰ Con specifico riguardo al contesto statunitense, cfr. WHITEHEAD, *The Volcker Rule*, cit., p. 53 ss., il quale riconduce l'inadeguatezza manifestata dal complessivo impianto della legislazione americana al cospetto degli eventi che hanno condotto alla CFG al suo essere ancora in larga parte basata sulla distinzione formale tra numerose categorie di intermediari e di prodotti finanziari che, se aveva un senso negli anni in cui quel sistema di regole venne eretto, risulterebbe oggi del tutto incapace di tener conto delle evoluzioni intervenute su mercati finanziari sempre più globali, le quali hanno progressivamente smantellato quelle separazioni funzionali, geografiche e “merceologiche” che erano state poste a presidio della stabilità nella legislazione degli anni '30 e '40, rendendo così sempre più labili i confini, una volta netti, tra le vari categorie di intermediari finanziari e i prodotti da essi offerti o gestiti. Analogamente, BARR, *The Dodd-Frank, One Year On*, cit., in ACHARYA *et al.* (a cura di), *Dodd-Frank Act: One Year On*, cit., p. 2, 1, il nota come una delle più evidenti carenze della regolamentazione evidenziate dalla CFG sia stata quella per cui “[e]ntities performing the same market functions as banks escaped meaningful regulation on the basis of their corporate form, [while] banks could move activities off balance sheet and to entities outside the reach of more stringent regulation” (enfasi aggiunta). In argomento v. pure ACHARYA, *Failures of the Dodd-Frank Act*, in *Financial Times*, On-line edition, July 15, 2010, www.ft.com, il quale critica la perdurante tendenza del legislatore ad introdurre regole di carattere prettamente formale, anziché norme capaci di funzionare in base ad assunzioni di tipo funzionale: “the Act falls into the familiar trap of regulating by form rather than by function”. Nello stesso senso anche la metafora impiegata da COOLEY, *Regulatory Architecture*, cit., in ACHARYA *et al.* (a cura di), *Dodd-Frank Act: One Year On*, cit., p. 28: “In good architecture it is said that form should follow function. I think the same is true in regulatory architecture for the financial system. The DFA misses the boat on that score”.

finanziario prima e di danno all'economia reale poi, analoghi a quelli nascenti dall'attività di natura propriamente bancaria³²¹.

Il primo possibile sviluppo della futura ricerca sugli *hedge funds* potrebbe essere, allora, quello di investigare il ruolo che essi svolgono all'interno dello *shadow banking system* e di chiarire le modalità tramite cui essi partecipano alle complesse dinamiche di questo sistema di "intermediazione creditizia non bancaria". Ciò, in particolare, al fine di valutare la fattibilità – tanto in termini di analisi costi/benefici, quanto di reali possibilità di implementazione – di una *regolamentazione diretta* dei veicoli *hedge* effettivamente operanti quali "banche ombra" che tenga conto delle peculiarità operative loro proprie e dei rischi sistemicamente rilevanti che da queste possano, eventualmente, promanare³²².

Ciò premesso, in una prospettiva di più breve periodo, nel tentativo di stimolare un più efficiente funzionamento del mercato degli *hedge funds*, è invece possibile immaginare una serie di misure capaci di trovar attuazione, come si diceva in apertura di paragrafo, già in sede di implementazione della stessa regolamentazione nata con la CFG.

Nel paragrafo precedente si è osservato come la *retailization* stia, in buona misura, trasfigurando l'industria dei fondi *hedge*³²³, facendo di questi un prodotto finanziario "*mainstream*"³²⁴ progressivamente deviante dai principi

³²¹ Tradotto in altri termini, l'ambizioso obiettivo è quello di eliminare gli spazi per pratiche di arbitraggio regolamentare tra sistema bancario ufficiale e sistema bancario ombra: cfr. FINANCIAL STABILITY BOARD, *Shadow Banking: Scoping the Issues*, cit., pp. 3, 5; *Id.*, *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation*, cit., p. 3 ss.; COMMISSIONE EUROPEA, *Il sistema bancario ombra*, cit., p. 6. Al riguardo, in letteratura, v. KRUGMAN, *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, New York-London, 2009, pp. 163, 164, il quale già aveva chiaramente espresso l'idea che "*anything that does what a bank does, anything that has to be rescued in crises the way banks are, should be regulated like a bank*". Ed a sostegno di tale convinzione, il premio Nobel per l'economia adduce proprio l'esempio della crisi dell'*hedge fund* LTCM (*supra*, par. 4, nota n. 89 e testo corrispondente), la quale, a suo dire, "*should have [already] served as an object lesson of the dangers posed by the shadow banking system*".

³²² Qualche cenno al riguardo si trova in KAAL, *Hedge Fund Regulation*, cit., p. 440, il quale, nel far riferimento al *framework* di "Basilea III", e dopo aver constatato che "[in] its current version, Basel III would not directly apply to hedge funds", osserva che, ciò nondimeno, "*many entities, including hedge funds, engage in financial transactions that are the functional equivalent of banking activities [...] As such, Basel III and similar requirements may, in the not too distant future, be extended to non-bank entities, such as hedge funds, that engage in banking activities*" (enfasi aggiunta). Sul punto cfr., però, FINANCIAL STABILITY BOARD, *Shadow Banking: Scoping the Issues*, cit., p. 7, ove, a fronte della vasta gamma di entità giuridiche e di attività economiche in cui la catena dell'intermediazione creditizia ombra si dipana, viene sottolineata l'indesiderabilità di "*a single regulatory approach for all [of its] component[s] [...] Rather, differentiation may be required to account for differences in business model, risk characteristics and contribution to systemic risk*".

³²³ Cfr. WESTBROOK JR., *Hedge Fund Industry Structure and Regulatory Alternatives*, disponibile all'indirizzo www.q-group.org, p. 28: "*The hedge fund industry is changing from an industry that exercised substantial control over its sources of funds into an industry that must accommodate investor demands regarding fund operations in order to compete for investment growth*".

³²⁴ V. EHRlich, *The Changing Role*, cit., p. 3, il quale nota come "*the growth in [the hedge] funds [industry] has [...] been driven by [the] transformation [of hedge funds] from an "elite" investment used by wealthy individuals to a standard component of any institutional portfolio*". Qualche ulteriore considerazione su questa "trasfigurazione"

“tecnologici” fondamentali suoi propri³²⁵. Il problema principale è dato dal fatto che alla diffusione di una forma di investimento sittanto complessa nel portafoglio di un numero sempre crescente di istituzioni finanziarie, non sempre corrisponde la capacità – o addirittura la possibilità – per gli investitori di operare una selezione ottimale dei fondi in cui investire³²⁶. In ragione di ciò, ad avviso di chi scrive, al fine di garantire un migliore funzionamento del mercato occorrerebbe stimolare la tendenza verso un progressivo innalzamento della qualità tanto dei *fund operators*, quanto degli investitori che a quel mercato hanno accesso. Esigere – nei modi che ora si esporranno – un superiore livello di qualità su entrambi i lati del mercato, significherebbe, infatti, indirettamente conseguire l’effetto di contenere la crescita incontrollata dell’industria, la quale è fonte, come si è constatato, non solo di problemi di tutela dell’investitore in quanto tale, ma anche di esternalità negative di rilevanza sistemica³²⁷.

La regolamentazione può avere un ruolo importante nell’innescare tale processo.

Sul lato della domanda – ossia intervenendo su quello che si è scelto di definire come modello di *regolamentazione indiretta via investitore*³²⁸ – occorrerebbe preliminarmente ridefinire gli obiettivi generali di *policy* in materia di tutela degli investitori dopo la CFG, per poi rivedere, nello specifico contesto del diritto statunitense, il modo quasi-automatico in cui il principio del “*fending for themselves*”³²⁹ è stato sinora inteso ed applicato rispetto agli investitori istituzionali o, comunque, *aliunde* “qualificati”³³⁰. Larga parte della letteratura di

dell’*hedge fund* da prodotto finanziario “elitario” a strumento d’investimento di carattere, per dir così, “popolare”, può trovarsi in KAAL, *Hedge Fund Valuation*, cit. s.p. (ma pp. 3, 7, 24). Anche la recente analisi di BURCHI, *Investire in hedge funds*, cit., p. 22, offre conferma del fatto che “[n]egli ultimi anni investire in hedge funds ha assunto caratteristiche fashion, sviluppando negli investitori una sorta di attrazione che prescinde da riflessioni di adeguatezza dell’investimento su basi teoriche solide quali, ad esempio, l’orizzonte temporale, il profilo rendimento/rischio o le opportunità di diversificazione del portafoglio”. Sulla stessa lunghezza d’onda, nella stampa specialistica, CHANDLER, *Leader wants Morningstar to rise higher in firmament*, in *Seattle Times*, July 30, 2006, On-line edition, <http://community.seattletimes.nwsources.com> (“*hedge funds have become the trendy place to invest for institutions*”); e LAHART, *Ahead of the Tape: Hedged In*, in *Wall Street Journal*, October 25, 2004, C1 (“[some] years ago, members of the country-club set were bragging about the hot stock they had bought. Nowadays, it is all about having money with a hot manager. The sexy thing to say is, “Yeah, I’m in a hedge fund””).

³²⁵ V. *supra*, par. 8, note nn. 314-315.

³²⁶ Cfr., *ex multis*, BURCHI, *Investire in hedge fund*, cit., p. 22, il quale rileva come anche “investitori dotati di grandi patrimoni o istituzionali non necessariamente riescono a effettuare il miglior pricing del rischio. Il processo di due diligence è costoso e le valutazioni [...] possono essere errate”. Il processo di selezione dell’investimento nel caso degli *hedge funds* soffre, inoltre, di difficoltà direttamente nascenti dalla scarsa standardizzazione delle informazioni disponibili, il che rende ovviamente difficile la comparazione e, dunque, la scelta. Su tale aspetto v. *infra*, note nn. 341-345 e testo corrispondente.

³²⁷ V. *supra*, par. 8, note nn. 310-318 e testo corrispondente.

³²⁸ V. *supra*, par. 3, nota n. 86.

³²⁹ V. *supra*, parr. 3, 5 e 7.5, note nn. 86, 133 e 281.

³³⁰ Come si chiarirà tra breve, l’idea che certi investitori siano capaci di “cavarsela da soli”, non abbisognando all’uopo della predisposizione di alcuna forma protezione da parte del legislatore, è una conseguenza in buona parte derivante dal semplice rispetto dei parametri di natura esclusivamente monetaria tramite cui il diritto statunitense valuta il grado di “sostanziosità” dell’investitore (persona fisica o istituzione che sia). L’idea alla base della legislazione statunitense è, cioè, che “*such investors can use their*

riferimento, infatti, è dell'idea che occorra definitivamente prendere atto di come la crescente complessità dei mercati dei prodotti finanziari e – conseguenzialmente – i sempre più marcati livelli di asimmetria informativa tra emittenti e prenditori, rendano anche per gli investitori di natura presumibilmente sofisticata sempre più difficile operare scelte di investimento pienamente consapevoli³³¹.

resources to obtain adequate safeguards”: MARTIN, *Private Investment Companies*, cit., p. 68. Lo stesso rilievo era già contenuto in FRIEDMAN, *On Being Rich, Accredited, and Undiversified: The Lacune in Contemporary Securities Regulation*, in 47 *Okla. L. Rev.* (1994), p. 299. E' di intuitiva evidenza come criteri di questo tipo possano al più assicurare che l'investitore sia in grado di sopportare il rischio dell'eventuale perdita economica derivante da rendimenti negativi dell'investimento, mentre nulla garantiscono in merito alla sua effettiva capacità di comprendere e valutare la natura dei rischi relativi al tipo di investimento di cui trattasi nella loro globalità: v. *infra*, la dottrina citata alle note nn. 331 e 335.

³³¹ La schiera di Autori che hanno espresso questa convinzione dopo la CFG è molto ampia: cfr., indicativamente, KAAL, *Hedge Fund Valuation*, cit., s.p. (ma p. 52) (“[Both] [s]ophisticated investors and retail investors encounter information asymmetries and limited information on certain products and probably cannot always appropriately assess the sophisticated financial instruments that they use or invest in [...] Qualified investors would then probably have as much of an assessment and valuation problem with certain complex financial instruments and hard-to-value assets as would otherwise unqualified investors”); KRUG, *Instituzionalizzazione*, cit., p. 9 (“[several] scholars note[d] that institutional investors may [...] be prone to [...] making ill-conceived investment decisions”); FISCH, *Top Cop or Regulatory Flop? The SEC at 75*, in 95 *Virginia L. Rev.* (2009), p. 817 (“recent events suggest that even sophisticated institutional investors require greater regulatory protection. The largest investment banks failed both to assess the risks of their collateralized debt obligation (“CDO”) investments properly and to manage those risks through hedging or diversification. [Moreover], [t]he investors in Madoff’s Ponzi scheme included hedge funds, wealthy individuals, and large institutional investors”); e TAUB, *The Sophisticated Investor and the Global Financial Crisis*, in HAWLEY *et al.* (a cura di), *Corporate Governance Failures: The Role of Institutional Investor and the Global Financial Crisis*, Philadelphia, PENN, 2011, p. 191 (“Looking back on the global financial crisis, it is clear that reliance upon SIs [sophisticated investors; ndr] was misguided. There are too numerous examples of how SIs were not able to make good choices. And, these incidents were not on the fringes, but central to the crisis”). L’Autrice da ultima citata, in particolare, coglie altresì il nesso – già messo in evidenza *supra*, par. 8, note nn. 310-312 e testo corrispondente – tra esigenze di protezione dell’investitore e rischio sistemico, nel momento in cui osserva che “when a sophisticated institutional investor makes poor choices, this harms the ultimate investors [...] [A]n examination of the incapacity of [SIs] to monitor unregulated investment options” – tra cui, potrebbe aggiungersi, l’investimento in *hedge funds* – “and of the role [SIs] play in increasing systemic risk is [therefore] a necessary prerequisite to restoring financial safety and economic stability”. Con specifico riguardo agli *hedge funds*, ed in ragione della superiore complessità di questa forma di investimento, sostiene l’esigenza di un rafforzamento della tutela (anche) degli investitori “sofisticati”, MARTIN, *Private Investment Companies*, cit., p. 84 (“Since trading strategies of hedge funds tend to be dynamic, it can be challenging for sophisticated investors to properly assess the corresponding risk of these strategies”); e *Id.*, *Is Systemic Risk Prevention the New Paradigm?*, cit., pp. 32, 49 (“it is difficult for sophisticated investors to adequately assess their risk exposure to hedge fund investments that employ dynamic trading strategies, even if they spend a significant amount of time performing due diligence on a particular fund [...] Sophisticated investors have a history of suffering significant losses and those losses can have an adverse impact on the entire economy. The losses of several notable sophisticated investors also facilitated and magnified the most recent financial crisis”).

Una volta che tale principio sia stato globalmente riconsiderato e siasi riconosciuta l'esigenza di rafforzare i presidi normativi posti a protezione del risparmio confluyente sui mercati finanziari, anche al fine di garantirne una più efficiente allocazione, la soluzione di dettaglio potrebbe allora essere quella di introdurre requisiti di "misurazione" della sofisticazione finanziaria dell'investitore diversi da quelli di natura meramente monetaria e patrimoniale su cui attualmente si fondano, in larghissima parte, le varie nozioni di *accredited investor*³³², *qualified purchaser*³³³ e *qualified client*³³⁴.

Il tema è, in effetti, al centro dell'attenzione della dottrina giuridica statunitense già da alcuni anni, ma, ciò nonostante, nessun significativo progresso è stato raggiunto al riguardo³³⁵. Anche in merito a quest'aspetto,

³³² V. *supra*, par. 3, nota n. 76.

³³³ V. *supra*, par. 3, nota n. 79.

³³⁴ V. *supra*, par. 5, nota n. 122.

³³⁵ I numerosi studiosi che hanno via via sottoposto a verifica la validità del sistema di qualificazione degli investitori attualmente in vigore ai fini dell'applicazione delle esenzioni normative previste in materia di *private offerings* (*supra*, par. 3, note nn. 76-77), hanno indistintamente fatto emergere la mancanza, in detto sistema, di un momento di effettiva valutazione dell'esperienza e delle reali capacità cognitivo-valutative dell'investitore: cfr., indicativamente, KRUG, *Instituzionalization*, cit., p. 42 ("Regulation D's accredited-investors requirement means only that private-placement investors will be wealthy; it does not mean they will be sophisticated"); MARTIN, *Private Investment Companies*, cit., p. 52, ("the reliability of the [private offering] exemption has been frequently criticized for several reasons. First, the SEC does not require these investors to be knowledgeable about a perspective investment in order to qualify as "sophisticated" [since] knowledge is not a prerequisite for becoming an accredited investor [...]. Second, this exemption relies on the status of individual investors, as opposed to the actual investment activities of a particular entity, to determine whether substantial regulation is necessary"); PAREDES, *On The Decision*, cit., p. 997 ("To date [...] the SEC has eschewed a more textured analysis of what it means for investors to be able to fend for themselves by delving investor-by-investor into the details of investor behavior. Instead, the SEC has relied on proxies, such as an investor's wealth or the fact that the investor is an institution, in articulating the regulatory line separating when SEC intervention is warranted to protect investors and when it is not"); FINGER, *Unsophisticated Wealth: Reconsidering the SEC's "Accredited Investor" Definition Under the 1933 Act*, in 86 Wash. Univ. L. Rev., 2009, p. 733 ("Paris Hilton almost certainly can purchase unregulated securities issued by hedge funds or other private investment vehicles. Although her training and sophistication in the field of high-stakes financial transactions may be limited, the [...] SEC would leave her to her own devices if she chose to invest in private offerings. On the other hand, assume Sheryl has an M.B.A. from Harvard and is graduated of one of the country's leading Ph.D. programs in financial system analysis. She has several offers to work at the nation's most prestigious investment brokerages. But if Sheryl wants to invest in a private offering, the SEC regulations will not allow it. Sheryl is barred from investing in private offerings because, unlike Paris Hilton, Sheryl does not have sufficient income or net worth to be an "accredited" investor. Though ironic, this hypothetical contrast demonstrates the current state of securities law in the United States"); KAAL, *Hedge Fund Regulation*, cit., p. 435 ("The numerical wealth requirements currently in place to define qualified investors do not [...] take into account that even investors who fulfill the numerical wealth requirements do not always have the adequate level of knowledge, understanding, and sophistication required to invest in highly complex financial instruments"). L'Autore da ultimo citato, inoltre, nota come in base alla legislazione statunitense anche i gestori di talune specie di veicoli d'investimento collettivo possano, di fatto, risultare non dotati di adeguata esperienza e preparazione: "[f]or instance, some retirement funds of large companies are member managed, and it is possible that the members or a certain trade (firemen, policemen, etc.) will manage their own retirement

ovviamente, ogni ipotetica proposta di riforma dovrebbe essere sottoposta ad una rigorosa analisi costi/benefici, la quale tuttavia trascende gli scopi del presente lavoro³³⁶. In questa sede, infatti, si vuole solamente avanzare, declinandola in termini del tutto generali, l'idea di subordinare la sottoscrizione di quote di *hedge funds* ad una verifica *effettiva* del possesso di un certo livello minimo di esperienza e di sofisticazione in capo al potenziale investitore, verifica che i *tests* di mera ricchezza attualmente in vigore non permettono di conseguire³³⁷. La

fund [...]. Nevertheless, under existing securities law they would be deemed "sophisticated" and, therefore, "qualified" to invest in hedge funds). Anche la stampa specialistica ha prestato attenzione crescente al tema, giungendo talvolta addirittura a definire il sistema normativo vigente una vera e propria farsa: v., in questo senso, GIROUARD, *The Sophisticated Investor Farce*, in *Forbes*, March 24, 2009, www.forbes.com ("Many wealthy people, pension trustees and portfolio managers turned out to be just as incompetent as any amateur. This is a group of people defined by statute as "accredited" or "sophisticated" investors. The farce is that there is no test, license or registration required to be "accredited" as a "sophisticated" investor"). Infine, deve rilevarsi come l'utilizzo della ricchezza quale *proxy* della sofisticazione dell'investitore sia stato duramente criticato anche da taluni operatori di mercato in occasione della consultazione a suo tempo avviata dalla SEC in merito alla possibile introduzione della figura di "*accredited natural person*" in seguito alla sentenza *Goldstein*: v. *supra*, par. 5, nota n. 133. In quell'occasione, infatti, di fronte alla prospettiva di una revisione al rialzo delle soglie di ricchezza necessarie per il conseguimento dello status di *accredited investors*, taluni dei commenti ricevuti dalla SEC contenevano i seguenti, interessanti interrogativi e rilievi: "You have to be rich to be smart?"; "If I gave you \$2.5 Million would it make you any smarter?"; "There should also be an option for investors who do not reach the requirement to pass an intermediate level financial exam [...] An investor who could pass the exam would qualify to invest in these private funds". Al riguardo v. MCLEAN, "SEC Slammed Over Hedge Fund "Wealth" Test", in *Fortune*, On-line edition, February 11, 2007, <http://money.cnn.com>.

³³⁶ Una alcune delle più interessanti soluzioni avanzate nel corso del tempo dalla dottrina statunitense sono espone ed analizzate in FINGER, *Unsophisticated Wealth*, cit., p. 749 ss.

³³⁷ In verità, si è già visto come, in relazione ai fondi ex *Section 3(c)(1) ICA*, la *Rule 506* della *Regulation D* consenta (ma non imponga) di collocare le quote presso un numero massimo di 35 *non-accredited investors* dei quali l'emittente abbia vagliato, in questo caso sì, la reale sofisticazione, ossia il possesso di "such knowledge and experience in financial and business matters" da risultare capaci di valutare "the merits and risks of the prospective investment" (v. *supra*, par. 3, nota n. 77 e testo corrispondente). Stando a quanto riporta FINGER, *Unsophisticated Wealth*, cit., pp. 745, 766, tuttavia, i gestori di *hedge funds* raramente vanno alla ricerca di tali investitori (realmente) sofisticati, dal momento che "*doing so is not cost efficient*". Nello stesso senso v. anche PREISEROWICZ, *The New Regulatory Regime*, cit., p. 815. Ai sensi della *Rule 502* di cui alla medesima *Regulation D*, infatti, l'emittente che volesse collocare le quote in regime di *private placement* presso *non-accredited* (ma *sophisticated*) *investors*, oltre a dover assumere la responsabilità di verificare l'effettivo possesso delle suddette capacità valutative in capo agli stessi, sarebbe altresì tenuto a fornir loro tutta una serie di informazioni (non dovute all'investitore *accredited*) che il regolatore evidentemente reputa *material* per questa categoria di soggetti, i quali, mancando delle risorse necessarie a porsi su di un piano di pari forza contrattuale con l'emittente, abbisognano allora – è questa l'idea di fondo su cui, come già rilevato (*supra*, nota n. 330), la normativa si basa – della protezione dell'ordinamento giuridico. Pur volendo accedere ad una logica di questo tipo, il problema è, come del resto si è già accennato, che il potere contrattuale nascente dalla ricchezza a disposizione di un certo investitore non può essere considerata, in quanto tale, un valido surrogato del possesso di un'effettiva capacità valutativa della natura dell'investimento e dei rischi ad esso associati. V'è però

configurazione di una nuova classificazione degli investitori ammessi a partecipare ad una *private offering* ai sensi della *Regulation D* potrebbe anzi costituire, dopo quello relativo allo *shadow banking system*, il secondo filone verso cui indirizzare la futura ricerca in materia di *hedge funds*³³⁸.

Quanto al versante dell'offerta – ossia per ciò che attiene a quello che si è scelto di definire come modello di *regolamentazione indiretta via fund manager* o *semi-diretta*³³⁹ – le soluzioni da mettere allo studio per tentare di migliorare la qualità dei gestori attivi sul mercato sono due e vengono a rappresentare un terzo possibile spunto per la futura ricerca.

In primo luogo, potrebbe riflettersi sulla opportunità di introdurre, in luogo dell'attuale sistema di mera registrazione del gestore, un regime di tipo propriamente autorizzatorio, con contestuale determinazione dei requisiti operativi al cui rispetto subordinare il rilascio della licenza ad operare come *private fund adviser*³⁴⁰.

qui da aggiungere che l'investitore "s sofisticato-ma-non-accreditato", se da un lato può garantire, con la sua presenza, una più accurata valutazione del prodotto offerto dal gestore, dall'altro potrebbe non essere tuttavia disposto ad investire nel fondo cifre sufficientemente importanti da assicurare che egli sia realmente incentivato a approfondire le conoscenze di cui dispone in un'adeguata opera di monitoraggio continuativo del *money manager*, aspetto da cui tuttavia non può prescindere ai fini di una buona gestione dei problemi di *agency* nascenti da un mandato di gestione patrimoniale ad elevatissimo tasso di discrezionalità qual'è quello di tipo *hedge*: cfr. LAZZARI, *Economia e finanza*, cit., p. 391. Ogni proposta volta a modificare il quadro regolamentare vigente dovrebbe perciò essere volta al contenimento di questo *trade-off* tra capacità di selezione dell'investimento in fase pre-contrattuale e capacità di sopportazione dei costi del monitoraggio in fase post-contrattuale.

³³⁸ L'occasione per un tale approfondimento potrà essere rappresentata dalla pubblicazione dello studio che il GAO, ai sensi della *Section 415* del PFIARA, è stato incaricato di condurre proprio in materia di "eligibility to invest in private funds", allo scopo di suggerire eventuali modifiche da apportare alla normativa in vigore. La richiamata disposizione, nel definire gli obiettivi dello studio che il GAO dovrà portare a termine entro tre anni dall'entrata in vigore del DFA, apre espressamente alla possibilità che esso valuti l'opportunità di fissare requisiti di *eligibility* di natura diversa da quelli di carattere patrimoniale e monetario su cui attualmente si basa la definizione di *accredited investor*: "[t]he Comptroller General of the United States shall conduct a study on the appropriate criteria for determining the financial thresholds or *other criteria* needed to qualify for accredited investor status and eligibility to invest in private funds" (enfasi aggiunta). Ma, in realtà, è già per tramite di alcune previsioni dell'IAA che il legislatore statunitense conferisce alle *authorities* l'espressa facoltà di introdurre *rules* fondate su assunzioni di tipo, per dir così, *qualitativo* della sofisticazione dell'investitore: in questo senso chiaramente dispone, ad es., la *Section 205(3)* IAA, la quale attribuisce alla SEC il potere di modulare i livelli di protezione da accordare alle diverse tipologie di investitori non già solamente in ragione della loro ricchezza, bensì anche "on the basis of such factors as financial sophistication, [...] knowledge of and experience in financial matters". Un altro esempio è quello riportato da FINGER, *Unsophisticated Wealth*, cit., p. 741, relativo alla *Section 603* dello *Small Business Investment Incentive Act of 1980*, ove, parimenti, il legislatore ha rimesso alla SEC la possibilità di forgiare la nozione di *accredited investor* rilevante ai fini di tale ultimo provvedimento legislativo secondo criteri analoghi a quelli di cui alla disposizione dell'IAA appena sopra citata. Insomma, il diritto statunitense già contiene *in pectore* i presupposti per una revisione in senso "qualitativo" dell'attuale normativa in materia di accesso degli investitori ad una *private offering* di strumenti finanziari.

³³⁹ V. *supra*, par. 5, nota nota n. 123 e testo corrispondente.

³⁴⁰ A differenza delle soluzioni indicate in punto di revisione dei criteri di verifica della sofisticazione dell'investitore, in questo caso non sarebbe tuttavia sufficiente un'iniziativa della SEC, ma occorrerebbe piuttosto mettere mano ad una riforma

In secondo luogo, per risolvere definitivamente il problema della scarsa trasparenza che connota il settore³⁴¹ ed agevolare il processo valutativo e selettivo da parte dei potenziali investitori, merita di essere seriamente valutata la proposta, avanzata da una recente dottrina³⁴², della costituzione di una *Self-Regulatory Organization*³⁴³ cui affidare, sotto la diretta vigilanza della SEC, il

legislativa. Inoltre, si tratterebbe – occorre ammetterlo – di una soluzione ad elevato tasso di discontinuità rispetto alla tradizionale conformazione del diritto statunitense, in larga parte basato, come ampiamente noto, su regole di semplice *disclosure*, più che su precetti di carattere imperativo, il che potrebbe indebolirne le probabilità di successo. Ciò nondimeno, anche in questo caso è possibile rinvenire almeno un precedente significativo. Infatti, qualcosa di simile a quanto si sta qui ipotizzando per i gestori di *private funds* è stato di recente introdotto per le società di *rating* del tramite il *Credit Reform Agency Act* del 2006, legge che ha attribuito alla SEC il potere di verificare in sede di registrazione il possesso da parte dell'agenzia richiedente di tutta una serie di requisiti stabiliti dalla stessa legge: v. la *Section 15E SEA* come modificata dalla *Section 4* della legge ultima citata. Sul punto sia consentito rinviare, per la letteratura, a ROMANO, *Le agenzie di rating*, cit., p. 22 e, ivi, nota n. 74. Per un rapido cenno all'introduzione di un regime autorizzativo quale possibile meccanismo per migliorare la qualità degli *hedge fund advisers* attivi sul mercato, cfr. anche FINANCIAL STABILITY BOARD, *Overview of Progress*, cit., p. 13, ove si da conto di un'iniziativa di questo genere da parte del legislatore della Repubblica di Singapore. Quanto ai requisiti cui è subordinato il rilascio dell'autorizzazione ad operare come gestore di fondi alternativi in Europa ai sensi dell'art. 8 AIFMD, v., invece, DUNCAN, CURTIN e CROSIGNANI, *Alternative regulation*, cit., p. 342 ss., ove anche un'essenziale analisi delle interazioni con i regimi di cui alle Direttive MiFID e UCITS.

³⁴¹ V. *supra*, parr. 2 e 7.5, note nn. 59-61, 283 e testo corrispondente.

³⁴² Ci si riferisce a MARTIN, *Is Systemic Risk Prevention the New Paradigm?*, cit., pp. 6, 24, 35 ss.: “[there are] *unique informational challenges associated with hedge fund investments. These unique issues encompass an overall lack of standardization within the industry, particularly with respect to its disclosure practices, risk assessments and valuation procedures. This [...] makes it is exceptionally difficult for investors to adequately investigate a particular hedge fund investment [...] investors cannot effectively choose an optimal hedge fund investment because these informational challenges make it difficult to adequately compare a large range of hedge fund opportunities. [...] The Advisers Act subjects advisers to certain disclosure and record-keeping requirements with respect to their overall advisory businesses, but it has limited effects on [these unique information challenges]. [Therefore], [h]edge fund investors primarily rely on hedge fund marketing activities, limited index reports, and extensive due diligence inspections as the main sources of information regarding these investments. As a result, the process for determining whether a hedge fund investment is optimal is expensive and unreliable. This creates inefficiencies with respect to the value and quality of hedge fund investments*”. Per ulteriori approfondite considerazioni in merito alle difficoltà che, a causa delle sovente scarse e difficilmente comparabili informazioni disponibili, attanagliano il processo di selezione dell'investimento in *hedge funds*, v. KAAL, *Hedge Fund Valuation*, cit., s.p. (ma p. 4 ss.). Che il principale problema sia proprio quello dell'ardua comparabilità dell'informazione reperibile trova conferma anche nella lettura di KRUG, *The Regulatory Response*, cit., p. 4, ove l'Autrice rileva come, nonostante il fatto che gran parte delle informazioni che i gestori debbono ora obbligatoriamente rendere ai sensi dell'IAA fossero già, per comune prassi, rese usuale oggetto di comunicazione agli investitori (specie a quelli istituzionali), ciò non sia comunque valso a placare le preoccupazioni in merito alla difficile valutazione dei fondi in fase di selezione dell'investimento.

³⁴³ D'ora in avanti, “SRO”. Una SRO è un'organizzazione di natura non governativa, istituita per legge, cui viene attribuito il compito di stabilire e far applicare tra i propri membri determinati *standards* di comportamento specificamente calibrati sulle specificità di un certo segmento (nel nostro caso) dell'industria finanziaria, allo scopo ultimo di migliorare la protezione dei consumatori: cfr. la voce *Self-Regulatory*

compito di promuovere la diffusione all'interno dell'industria di informazioni affidabili, diffuse secondo criteri standardizzati e, quindi, facilmente comparabili ai fini della selezione dell'investimento³⁴⁴. Il conseguimento di questo obiettivo è, infatti, imprescindibile per ovviare ai perversi effetti della selezione avversa cui altrimenti gli investitori continuerebbero ad andare incontro, contribuendo così al progressivo abbassamento della qualità dell'offerta di gestioni patrimoniali di tipo *hedge*³⁴⁵.

Organization sul sito www.investorswords.com. Come spiega MARTIN, *Is Systemic Risk Prevention the New Paradigm?*, cit., p. 51, “[t]he federal securities laws were designed to incorporate self-regulation as a primary component of securities regulation because it is more cost effective”. I più importanti esempi di SROs sono la *National Association of Securities Dealers* (“NASD”), a cui è succeduta – a seguito della sua fusione con la divisione *enforcement* del *New York Stock Exchange* – la *Financial Industry Regulatory Authority* (“FINRA”); la *National Futures Association* (“NFA”); la *Municipal Securities Rulemaking Board* (“MSRB”); così come pure le stesse società di gestione dei mercati, quali, ad es., l’*American Stock Exchange* (“AMEX”), il *Boston Stock Exchange* (“BSE”), il *Chicago Board Options Exchange* (“CBOE”), il *Chicago Stock Exchange* (“CHX”), etc. Tutte le decisioni regolamentari di competenza di tali SROs sono soggette alla previa approvazione della SEC. Per ulteriori approfondimenti cfr. SEC, *Concept Release Concerning Self-Regulation*, March 8, 2005.

³⁴⁴ Secondo MARTIN, *Is Systemic Risk Prevention the New Paradigm?*, p. 52, “[t]he first task of this SRO would be to establish standardized valuation mechanisms and risk measurements that would be mandatory for all registered private funds”, standards da sottoporre, come anticipato nella nota precedente all’approvazione della SEC. Uno dei principali vantaggi di questa soluzione – prosegue l’Autore – consisterebbe in ciò, che “[i]ndustry participants are [...] in a better position to create these standards since the hedge fund industry is heterogeneous and entails risks that are distinguishable from traditional investments. The creation of an SRO would give industry participants an opportunity to implement some of the various models that have already been developed”. Una volta che questa SRO sia stata stabilita, ad essa spetterebbe altresì la gestione di un “*risk database that would include the new standardized risk measures that will have been adopted and implemented by all registered private funds. Such risk measures would be tabulated and made available to interested investors in some general form. The database would not be publicly available on the SEC’s website since retail investors are prohibited from investing directly into hedge funds [...] Additionally, this risk database should be constructed so that the proprietary holdings of hedge funds are protected. This would also prevent “herding” behavior of hedge fund advisers since the additional disclosures would be primarily focused on risk and valuations [...] By and large, this risk database system would ensure that sophisticated investors can adequately compare various hedge fund investments [and] would lower the search costs associated with finding an optimal hedge fund investment*”. Tra coloro i quali hanno sponsorizzato riforme basate su di una simile combinazione di auto- ed etero-regolamentazione, tramite il meccanismo della SRO, v. anche VERRET, *Dr. Jones and the Raiders of Lost Capital: Hedge Fund Regulation, Part II, A Self-Regulatory Proposal*, in 32 *Del. Journ. of Corp. L.* (2007), p. 819 ss., il quale è parimenti dell’idea che “[t]he benefits of self-regulation [...] paired with an element of supplemental government oversight [would] help [...] to eliminate cases of market failure and establishes a forum for firms to compete with each other in policing themselves. Harnessing the private market to create a selfregulating entity would result in a more efficient and effective solution”.

³⁴⁵ Per l’analisi del funzionamento di mercati caratterizzati da informazione asimmetrica è d’obbligo il rinvio ad AKERLOF, *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and The Market Mechanism*, in 84 *The Quart. Journ. of Econ.*, 1970, p. 488 ss., il quale, come ampiamente noto, ha spiegato come le asimmetrie informative possano, nel peggiore degli scenari, addirittura distruggere il mercato. Essendo i compratori di beni o servizi necessariamente meno informati dei venditori circa la qualità intrinseca dei beni o servizi da quest’ultimi offerti sul mercato, essi si troveranno

Il PFIARA, in effetti, attribuisce al GAO il compito di elaborare uno studio per l'appunto volto a verificare "the feasibility of forming a self-regulatory organization to oversee private funds"³⁴⁶. La stessa SEC, del resto, ha recentemente rivolto al Congresso la richiesta di considerare, quale possibile soluzione al problema relativo alla scarsità delle risorse a sua disposizione³⁴⁷, l'istituzione di una o più SROs che possano coadiuvarne l'attività di vigilanza sul settore della gestione collettiva del risparmio³⁴⁸. Il GAO, dal canto suo, ha già pubblicato lo studio in questione, concludendo, in buona sostanza, nel senso

nell'impossibilità di distinguere correttamente le diverse categorie di beni disponibili, potendo al più formulare delle semplici congetture in base alle informazioni disponibili. Quando ciò accade, il meccanismo di formazione dei prezzi sul mercato è inefficiente: essi, infatti, risulteranno troppo alti per i prodotti di bassa qualità e troppo bassi per quelli di alta qualità. Ne deriverà che, nel breve periodo, sul mercato rimarranno solo i venditori di bassa qualità, poiché gli altri, non adeguatamente compensati dal mercato stesso, tenderanno ad uscirne. Nel lungo periodo, invece, si assisterà ad un deterioramento dello *standard* qualitativo del mercato, che è, appunto, l'effetto tipico del processo di selezione avversa ingenerata da situazioni di *hidden information*: l'incertezza sulla qualità dei beni offerti sul mercato porta l'investitore (razionale e neutrale al rischio) a confonderli, riducendone indifferenziatamente il prezzo in conseguenza dell'esternalità negativa che la presenza dei beni di qualità inferiore produce su quelli di qualità superiore; questi ultimi tenderanno ad uscire dal mercato e "lemons will dominate the market": EASTERBROOK e FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, MA, 1991, p. 280. Quanto al mercato degli *hedge funds*, questo effetto è già stato ampiamente osservato dagli Autori citati *supra*, par. 8, nota n. 314. Migliorare la qualità delle informazioni accessibili agli investitori è, inoltre, essenziale per dotare di credibilità all'affermazione ricorrente in certa parte della letteratura (v. *supra*, parr. 5 e 7.5, note nn. 126-127, 281 e testo corrispondente) secondo cui la presenza sempre più massiccia di istituzioni finanziarie tra gli investitori in *hedge funds* non farebbe altro che garantire una migliore protezione del risparmio *retail* sottostante. Come afferma CARTWRIGHT, *Whither the Sec Now?*, in 95 *Virg. L. Rev.* (2009), p. 1092, infatti, "[r]etail investors have not vanished [...] they have simply shifted to investing primarily through financial intermediaries such as mutual funds". Ove una considerazione di questo tipo venga letta alla luce delle già segnalate preoccupazioni di quella letteratura che ha demistificato l'asserita superiore capacità valutativa degli investitori istituzionali sui mercati finanziari contemporanei (v. gli Autori ed i luoghi citati *supra*, alla nota n. 331), ci si avvede facilmente di quanto pressante sia l'esigenza di mitigare le asimmetrie informative tra i due lati del mercato degli *hedge funds*.

³⁴⁶ Section 416 PFIARA.

³⁴⁷ V. *supra*, par. 7, nota n. 300.

³⁴⁸ Cfr. SEC, *Study on Enhancing*, cit., pp. 29 ss., 39. Ove una soluzione di questo tipo dovesse essere effettivamente introdotta, occorrerebbe allora riflettere sulla opportunità di una sua applicabilità generalizzata, ossia estesa anche a quei gestori di *private funds* che, per avere un AUM inferiore a 150 milioni di dollari, sono esenti dall'obbligo di registrazione presso la SEC, così come pure a quelli vigilati dalle sole autorità statali (v. *supra*, par. 7.2, alla nota n. 203). In mancanza di ciò, l'obiettivo di produrre un sistema di informazioni omogenee per tutta l'industria da mettere a disposizione degli investitori, rischierebbe di essere vanificato. In questo senso v. ancora MARTIN, *Is Systemic Risk Prevention the New Paradigm?*, pp. 50, 51; nonché BROWN, LYNCH e PETAJISTO, *Hedge Funds*, cit., p. 362, i quali notano come l'esenzione *de minimis* stabilita nel PFIARA, se comprensibile nell'ottica del monitoraggio del rischio sistemico (v. *supra*, par. 7.2., nota n. 208), abbia invece meno senso rispetto all'obiettivo di protezione dell'investitore. V. anche *infra*, nota n. 352 e testo corrispondente, per la notazione per cui in funzione di quest'ultimo obiettivo occorra anzi prestare maggiore attenzione proprio ai fondi di minori dimensioni.

per la fattibilità dell'istituzione di una tale SRO³⁴⁹. Sul punto occorrerà, quindi, attendere la decisione del Congresso, al quale spetta l'ultima parola al riguardo.

In attesa che la questione venga definitivamente valutata – e sempre in ragione dell'esigenza pratica di ottimizzare le poche risorse disponibili – si potrebbe suggerire alla SEC di optare per una vigilanza principalmente concentrata sui gestori di *private funds* in relazione ai quali si disponga di serie storiche insufficienti o limitate, dal momento che, come detto, sono spesso i nuovi entranti a creare, sulla spinta dell'esigenza di mettersi in concorrenza con i gestori già consolidati sul mercato, i maggiori pericoli di instabilità del settore³⁵⁰ ed è principalmente di questi che, mancando ancora il vaglio del mercato³⁵¹, occorre testare capacità operative e reputazione³⁵².

10. – La nuova regolamentazione degli *hedge funds* è un prodotto della CFG e delle rinnovate esigenze di stabilità dei mercati finanziari che ne sono conseguite³⁵³.

Nello specifico contesto dell'ordinamento statunitense, la disciplina introdotta dal DFA in relazione a questa peculiare specie di veicoli d'investimento collettivo, sino ad allora rimasti in larga parte non regolamentati, rappresenta il punto d'arrivo di un lungo dibattito avviatosi all'indomani del quasi-collasso del gigantesco fondo LTCM³⁵⁴ e poi proseguito in occasione del tentativo intrapreso qualche anno più tardi dalla SEC di introdurre un sistema di vigilanza sugli *hedge fund advisers*³⁵⁵. A partire da allora, preoccupazioni in merito alla loro asserita capacità di rendersi veicolo di propagazione di rischi di portata sistemica ed argomentazioni a sostegno dell'esigenza di approntare una miglior tutela degli investitori, hanno fatto della regolamentazione degli *hedge funds* un tema oggetto di costante attenzione. Da ultimo, nel contesto degli eventi che hanno condotto alla CFG, si è ritenuto – pur sulla base di analisi da taluni non sempre pienamente condivise – che gli *hedge funds* abbiano contribuito ad aggravare la severità degli effetti della crisi stessa³⁵⁶. Il mutato quadro politico-economico ha così finalmente offerto l'occasione per fare della regolamentazione di questi *investment schemes* uno dei momenti topici del monumentale progetto di riforma finanziaria recato dal DFA³⁵⁷.

Conformemente a quanto convenuto in sede internazionale³⁵⁸, la nuova disciplina degli *hedge funds* è il risultato dell'interazione tra diversi modelli di *regolamentazione indiretta* e *diretta*, che interessano ora il gestore del fondo, ora le relazioni tra il fondo ed altre istituzioni finanziarie (*prime brokers*), ora i soggetti ammessi ad investire nel fondo, ora, infine, il fondo stesso, capace di

³⁴⁹ Cfr. GAO, *Although a Self-Regulatory Organization Could Supplement SEC Oversight, It Would Present Challenges and Trade-offs*, July 2011, *passim*, ove, tuttavia, non si manca di rilevare la presenza di alcune controindicazioni della soluzione in oggetto.

³⁵⁰ V. *supra*, par. 8, nota n. 315 e testo corrispondente.

³⁵¹ Ed, in particolare, la *due diligence* svolta dagli investitori istituzionali solitamente presenti fondi di più grandi dimensioni: cfr. MARTIN, *Is Systemic Risk Prevention the New Paradigm?*, cit., p. 27; e WESTBROOK JR., *Hedge Fund Industry*, cit., pp. 9. 10.

³⁵² Anche in ragione del fatto che, a quanto pare, le percentuali più elevate di frodi sono state riscontrate nei fondi di dimensioni più contenute: cfr. MARTIN, *Is Systemic Risk Prevention the New Paradigm?*, cit., p. 26 e, *ivi*, note nn. 117 e 118 per alcuni dati.

³⁵³ *Supra*, par. 1.

³⁵⁴ *Supra*, par. 4.

³⁵⁵ *Supra*, par. 5.

³⁵⁶ *Supra*, par. 6.

³⁵⁷ *Supra*, parr. 7.1-7.5.

³⁵⁸ *Supra*, par. 6.

andare incontro ad una disciplina di tipo prudenziale ove le autorità di vigilanza ne abbiano apprezzato la natura “sistemicamente rilevante”.

Se la necessità di condurre l’industria dei fondi *hedge* entro un più stretto sistema di controlli pubblici appare ormai largamente condivisa, specie in ragione della enorme crescita che essa ha sperimentato nel corso dell’ultimo ventennio, controversa è, invece, la bontà delle scelte di merito compiute.

Nonostante il parere contrario di alcuni, l’analisi compiuta in questa sede, grazie anche al supporto della digressione storica preliminarmente svolta, induce a concludere nel senso della sostanziale condivisibilità delle scelte compiute dal legislatore, specie nella misura in cui esse si sono mostrate rispettose, in linea di principio, delle specificità proprie del “prodotto” finanziario *hedge fund*³⁵⁹. La strada prescelta, infatti, è stata quella di attribuire alle autorità di mercato un mandato ad implementare i principi generali di legge per tramite di una normativa secondaria che miri, innanzitutto, ad imporre maggiore trasparenza ai fini del controllo dei rischi sistemici e che, in secondo luogo, sia informata – se e quando occorra predisporre più penetranti strumenti di vigilanza e controllo – a precisi criteri di proporzionalità degli strumenti normativi impiegati rispetto ai fini indicati dal legislatore, ciò che appare in grado di respingere le accuse di un eccessivo utilizzo del mezzo regolamentare provenienti da taluni settori della letteratura³⁶⁰.

Dubbi sorgono, semmai, in merito all’effettiva capacità dei competenti supervisori a dar soddisfacente attuazione a tale mandato e, in secondo luogo, al pericolo che la nuova regolamentazione possa rivelarsi complessivamente incapace di conseguire gli scopi prestabiliti³⁶¹. Il che non equivale a sostenere che ci sia bisogno di *più* regolamentazione, bensì che occorra piuttosto interrogarsi in merito al *tipo* di regolamentazione adottata.

In particolare, la futura ricerca avrà il compito di osservare i cambiamenti che i sistemi finanziari attueranno (anche) per reagire alla stretta regolamentare post-CFG e, per ciò che specificamente attiene al settore degli *hedge funds*, occorrerà attentamente monitorare la possibile trasmigrazione verso di esso dei rischi relativi ad attività precedentemente svolte all’interno del settore bancario in conseguenza dell’introduzione di quei presidi di vigilanza dal carattere più marcatamente strutturale, *Volcker Rule in primis*³⁶². Il ruolo degli *hedge funds* dovrà, in altri termini, essere ulteriormente approfondito nel contesto degli studi in merito al c.d. *shadow banking system* al fine di valutare se ricorrano i margini e l’opportunità per l’introduzione di una regolamentazione funzionalmente analoga a quella tradizionalmente indirizzata all’attività bancaria³⁶³.

Parziale risulta, in secondo luogo, l’approccio con cui è stato affrontato il tema della c.d. *retailization*³⁶⁴. Nonostante la presenza di voci, talune anche autorevoli, a sostegno della creazione di un mercato dei prodotti *hedge* liberamente accessibile anche agli investitori al dettaglio³⁶⁵, la tesi sostenuta nel presente lavoro è che la *retailization* (diretta ed indiretta), nella misura in cui sta trasfigurando lo stesso modo d’essere dell’industria degli *hedge funds*, è un fenomeno (se non proprio da avversare, quanto meno) da disincentivare per

³⁵⁹ *Supra*, par. 8.

³⁶⁰ *Supra*, parr. 7.2-7.3.

³⁶¹ *Supra*, par. 8.

³⁶² *Supra*, parr. 7.4 e 8.

³⁶³ *Supra*, par. 9.

³⁶⁴ *Supra*, parr. 5 e 8.

³⁶⁵ Cfr. SHADAB, *An Artifact of Law*, cit., *passim*; *Id.*, *Fending for Themselves: Creating a U.S. Hedge Fund Market for Retail Investors*, in 11 *Legisl. and Publ. Pol.* (2008), p. 251 ss.

mezzo dello strumento regolamentare. E' opportuno, in particolare, che i *regulators* tengano conto del nesso esistente tra *retailization*, crescita dell'industria e rischio sistemico³⁶⁶, monitorandone l'evoluzione, per quanto possibile, già in sede di applicazione delle nuove regole nate in risposta alla GFC. L'idea, in altri termini, è quella che il mercato degli *hedge funds*, in ragione della stessa "tecnologia" su cui questa forma di gestione collettiva del risparmio si fonda, debba tornare ad essere riservato ad una *élite* (debba tornare ad essere un settore di nicchia, se la precedente espressione non aggrada) di gestori effettivamente dotati di un elevato livello di *alfa*, che gestiscano patrimoni di dimensioni relativamente contenute secondo un sistema di incentivi capace di garantire un'equilibrata ricerca del profilo di rischio/rendimento richiesto da investitori a loro volta dotati delle capacità necessarie a comprendere e sopportare i rischi specifici di questa peculiare forma di investimento.

Le proposte avanzate in questo lavoro – tutte certamente da rendere oggetto di ulteriore approfondimento – circa l'introduzione di appositi requisiti di *suitability* sul versante della domanda, di un regime di licenza su quello dell'offerta e l'istituzione di una SRO cui affidare il compito di contenere le asimmetrie informative tra i due lati del mercato, sono state appunto pensate quali strumenti normativi diretti ad incentivare questa sorta di "ritorno alle origini" per il cui tramite conseguire un incremento generalizzato nella qualità del mercato e, quindi, un suo più efficiente funzionamento. Più in dettaglio, le misure proposte dovrebbero far sì che la competizione tra gli operatori torni ad essere realmente fondata sull'*alfa*, con conseguenziale marginalizzazione dei soggetti "*untalented*" e da ciò, via a seguire, contenimento della crescita incontrollata dell'AUM, riduzione nei livelli di correlazione all'interno del settore, e, in definitiva, riduzione del rischio sistemico.

Più che di una regolamentazione *contro* gli *hedge funds*, come forse auspicherebbero alcuni dei loro mistificanti oppositori³⁶⁷, v'è dunque bisogno di una regolamentazione *a favore* degli *hedge funds*³⁶⁸, ossia una regolamentazione che, nei termini appena chiariti, consenta di mantenere – ed anzi attivamente salvaguardi – i preziosi benefici che l'opera di questi arbitraggisti è in grado di apportare al funzionamento complessivo dei mercati finanziari, al contempo contenendo le esternalità negative a potenziale impatto sistemico derivanti dall'attuale modo d'essere dell'industria³⁶⁹.

³⁶⁶ *Supra*, par. 8.

³⁶⁷ *Supra*, par. 1.

³⁶⁸ Per l'affermazione secondo cui, in fin dei conti, l'avvento della regolamentazione possa rappresentare un bene per l'industria degli *hedge funds*, cfr., in termini in buona parte coincidenti con gli argomenti su cui si basa la tesi sostenuta nel presente contributo, FOSTER e YOUNG, *Hedge Fund Wizards*, cit., s.p. ("*it is actually in the industry's best interest to encourage greater regulation and transparency. Otherwise, a rising tide of failed funds could cause a collapse in investor confidence, putting both the good and the bad wizards out of business*"); PAPAGEORGIOU e SALMON, *The Role of Hedge Funds in the Banking Crisis: Victim or Culprit?*, in GREGORIOU (a cura di), *The Banking Crisis Handbook*, 2010, Boca Raton, FL, p. 200 ("*certain reforms will be also required in order to regulate and protect the hedge fund industry [because,] [e]ven if the hedge fund industry is largely misunderstood and far too reliant on the proper functioning and integrity of the financial intermediaries, as long as investors believe in the role of active management and the capability of managers to generate alpha, the hedge fund industry will survive and continue to play an important role in financial markets*").

³⁶⁹ Cfr., in senso analogo, STULZ, *Hedge Funds*, cit., pp. 181, 190, ove l'osservazione secondo cui, la crescita dell'industria degli *hedge funds* provocata dalla sua progressiva

In questa prospettiva, allora, risulteranno ancor più evidenti le ragioni alla base della scelta di muovere dall'analisi dell'ordinamento statunitense, il quale in un certo senso rappresenta il punto di partenza obbligato anche per lo studioso europeo, se è vero che, in un contesto di mercati globali, eventuali lacune ed inadeguatezze nella regolamentazione di quella che è la più importante industria dei fondi *hedge* a livello mondiale, potrebbero rivelarsi causa di effetti negativi capaci di riverberarsi ben oltre i confini di quella giurisdizione.

“istituzionalizzazione” ha giocoforza determinato una maggiore correlazione *et* all'interno del settore *et* tra questo ed i mercati in genere (diminuisce l'*alfa*, cresce il *beta*), con conseguente rischio di evaporazione di quei benefici che altro non sono se non la ragion d'essere economica storicamente alla base dell'esistenza stessa di questa specie di *investment schemes*: “[m]ore hedge funds chasing the same price discrepancies means that these discrepancies get eliminated faster, leading to smaller profits for the funds. Hence, additional money entering hedge funds in the future will typically not find average returns as high as in the past [...] it is not surprising that investors were attracted to hedge funds when they performed so well compared to stocks. Also, hedge funds appear an attractive diversification vehicle for investors who old stocks. However, correlations of hedge funds with the broad markets have increased, so that evaluating the diversification benefits of hedge funds has become trickier. Some hedge funds may have effectively become mutual funds; that is, an investor in such funds is paying hedge fund fees for mutual fund risks and returns”.