

**Corso di Laurea in Economia e Management**

**Tesi in**

**Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari**

**Leverage Estremo e Rischio Finanziario nei  
Family Office: il caso di Archegos Capital  
Management**

Relatore:

Chiar.mo Prof.

Gianni Nicolini

Candidato:

Giulio Manzione

Matricola: 283331

A.A. 2024/2025

# Leverage Estremo e Rischio Finanziario nei Family Office: il caso di Archegos Capital Management

(Giulio Manzione)

## Indice

|  |    |
|--|----|
| <i>Introduzione</i> .....  | 3  |
| <i>Capitolo 1 - Analisi del contesto: family office, leva e mercati OTC</i> .....                                | 5  |
| 1.1 Origine e natura dei family office: definizione giuridica ed evoluzione post-2008.....                       | 5  |
| 1.2 Regolamentazione dei family office.....  | 6  |
| 1.3 Mercati OTC e derivati: Total return Swap .....  | 8  |
| 1.4 Il ruolo delle prime brokerage divisions e il sistema del margin lending .....                               | 10 |
| 1.5 Asimmetria informativa e rischi sistemici .....  | 12 |
| <i>Capitolo 2 – Archegos Capital Management: struttura e dinamiche</i> .....                                     | 15 |
| 2.1 Bill Hwang e la fondazione di Archegos .....   | 15 |
| 2.2 Concetto di leverage .....   | 17 |
| 2.3 Analisi delle posizioni di Archegos attraverso dati EMIR .....   | 19 |
| 2.4 Marzo 2021: la rottura del sistema .....   | 23 |
| <i>Capitolo 3 – Fragilità del sistema: impatti e risposte regolatorie</i> .....                                  | 26 |
| 3.1 Cause della crisi e riforma della governance di Credit Suisse: il rapporto investigativo di Paul Weiss ..... | 26 |
| 3.2 Indagini e azioni regolatorie della SEC .....  | 32 |
| 3.3 Il rapporto FSB per affrontare i rischi di leva nel settore NBFIs .....                                      | 34 |
| <i>Conclusioni</i> .....   | 39 |

## Introduzione

L'analisi del caso Archegos Capital Management nasce dalla volontà di approfondire, attraverso un caso reale e recente, alcune delle fragilità più rilevanti dell'attuale sistema finanziario globale. La vicenda esplosa nel marzo 2021 ha posto sotto i riflettori un insieme di criticità che riguardano direttamente il funzionamento dei mercati over-the-counter (OTC), il ruolo dei family office e i meccanismi di leva finanziaria estrema all'interno di contesti scarsamente regolamentati. In particolare, Archegos ha operato al di fuori del perimetro classico delle istituzioni vigilate, sfruttando le lacune normative e l'opacità che ancora caratterizzano ampie porzioni dello shadow banking system.

Ciò che rende il caso particolarmente interessante dal punto di vista analitico è il fatto che un singolo attore, formalmente un family office privato, sia riuscito a costruire esposizioni miliardarie su azioni quotate senza destare particolari allarmi né nei mercati né presso le autorità di vigilanza. Tutto questo è stato reso possibile grazie all'uso di strumenti derivati OTC, come i total return swap, che hanno permesso ad Archegos di assumere posizioni rilevanti senza doverle contabilizzare formalmente nel proprio bilancio. In questo modo, la società ha aggirato qualunque obbligo di disclosure pubblica, occultando la propria effettiva esposizione anche alle stesse controparti bancarie che le fornivano leva tramite i servizi delle prime brokerage divisions.

Questi elementi fanno emergere interrogativi cruciali sul grado di trasparenza, controllo e interconnessione del sistema finanziario attuale. L'interesse verso Archegos non risiede solo nella spettacolarità del fallimento, ma soprattutto nel valore intrinseco che assume: la sua storia è un esempio concreto di come l'assenza di regolamentazione adeguata e l'eccesso di fiducia verso entità considerate sofisticate, come i family office di high-net-worth individuals, possano contribuire alla formazione di rischi sistemici. La rapidità con cui il collasso di Archegos ha generato perdite significative per alcuni tra i principali istituti finanziari globali dimostra quanto il sistema sia esposto a dinamiche opache e difficilmente tracciabili.

In questa prospettiva, la tesi si propone di analizzare non solo il caso specifico, ma anche il contesto normativo e operativo che ne ha reso possibile l'ascesa e la caduta, infatti, parallelamente al sistema bancario tradizionale – fortemente regolato secondo i requisiti patrimoniali e di trasparenza imposti dagli accordi di Basilea – si è sviluppato un universo parallelo di soggetti non bancari, tra cui hedge funds, family office, compagnie assicurative e piattaforme fintech. Questi operatori costituiscono il cosiddetto sistema della non-bank financial intermediation (NBFI), una componente crescente del mercato finanziario globale che, pur svolgendo funzioni tipiche

dell'intermediazione creditizia, sfugge in larga parte ai meccanismi di supervisione prudenziale. È proprio in questa zona grigia, a cavallo tra deregulation e innovazione finanziaria, che si colloca il caso Archegos. Lo scopo finale è comprendere come certe combinazioni di leva, opacità informativa e assenza di controlli possano compromettere l'equilibrio dell'intero sistema, suggerendo la necessità di un ripensamento delle regole e delle responsabilità nel mondo della finanza non tradizionale.

Nel primo capitolo verrà analizzato il contesto normativo e operativo del caso, soffermandosi sul funzionamento e sul ruolo dei mercati over-the-counter, sull'origine e sulla regolamentazione dei family office e sul peso che i servizi di prime brokerage rivestono all'interno del sistema finanziario. La parte si chiuderà con una riflessione sulle asimmetrie informative e sui rischi che emergono dal quadro delineato.

Il secondo capitolo sarà dedicato alla figura di Bill Hwang, attraverso un percorso che ne ripercorre la biografia e le esperienze culturali e professionali che hanno contribuito a orientarne le scelte operative. Saranno quindi esaminate le modalità con cui è stata costruita la strategia di investimento del family office, fortemente basata sull'impiego della leva finanziaria, fino ad arrivare al momento in cui l'intero meccanismo è venuto meno.

Nel terzo capitolo l'attenzione si sposterà sulle conseguenze del caso. In un primo momento si prenderà in esame il rapporto investigativo redatto da Paul Weiss sulla perdita di cinque miliardi di euro subita da Credit Suisse, con l'obiettivo di mettere in luce le principali lacune e, in particolare, la mancanza di coordinamento tra le divisioni di prime brokerage e la gestione centrale. Successivamente saranno considerate le indagini e le azioni regolatorie promosse dalla SEC e, in conclusione, verrà analizzato il rapporto pubblicato dal Financial Stability Board nel 2025, che propone linee guida e standard comportamentali per affrontare in maniera più efficace i rischi derivanti dall'utilizzo della leva finanziaria nel settore non bancario.

# Capitolo 1 - Analisi del contesto: family office, leva e mercati OTC

## 1.1 Origine e natura dei family office: definizione giuridica ed evoluzione post-2008

Negli ultimi decenni, i family office si sono trasformati da semplici strutture deputate alla conservazione del patrimonio familiare in sofisticate entità di investimento, capaci di operare con logiche simili a quelle di fondi privati e soggetti istituzionali. Il fenomeno ha assunto una rilevanza crescente all'interno dell'ecosistema finanziario globale, parallelamente all'aumento del numero di individui ultra-high-net-worth (UHNWIs) e alla loro esigenza di controllo, riservatezza e personalizzazione delle strategie patrimoniali. In questo contesto, il family office si è affermato come lo strumento privilegiato per gestire e far crescere patrimoni complessi, strutturandosi secondo modelli operativi sempre più professionali e orientati all'investimento attivo.

Per definizione, un family office è un'organizzazione privata che fornisce servizi integrati di gestione patrimoniale a famiglie facoltose. Le sue funzioni comprendono investment management, pianificazione fiscale, governance familiare e, talvolta, anche servizi di tipo concierge. Si distinguono due tipologie principali: i Single Family Office (SFO), dedicati esclusivamente a una sola famiglia, e i Multi Family Office (MFO), che gestiscono la ricchezza di più famiglie attraverso infrastrutture condivise. Le origini storiche di questi veicoli risalgono al XIX secolo, con esempi emblematici come i Rockefeller e i Morgan, i cui uffici privati nacquero con l'obiettivo di centralizzare la gestione degli investimenti e la pianificazione ereditaria. La letteratura più recente (Russell, 2020; Moeser & Skan, 2019) documenta come il modello moderno dei SFO si sia progressivamente evoluto in strutture dotate di personale qualificato, con un approccio professionale e strategico agli investimenti.

L'evoluzione dei family office è stata guidata da fattori come la transizione intergenerazionale della ricchezza, la crescita esponenziale dei patrimoni UHNWIs e l'esigenza di diversificare gli investimenti al di fuori dei canali tradizionali. Secondo dati Accenture e Deloitte, il numero di family office è aumentato di dieci volte tra il 2008 e il 2020, riflettendo una tendenza globale verso l'internalizzazione delle scelte d'investimento. In particolare, molti family office si stanno orientando verso investimenti diretti in private equity, real estate e asset alternativi, che oggi

rappresentano circa il 40–45% dei loro portafogli complessivi, secondo dati J.P. Morgan. Questa tendenza consente un maggiore allineamento con i valori familiari, un controllo più stringente sul rischio e potenzialmente rendimenti più elevati.

I family office non si limitano a svolgere un ruolo di investitori passivi, ma sempre più spesso agiscono da costruttori attivi di imprese e innovazione. Uno degli esempi più significativi dell'influenza di queste strutture si riscontra nel settore tecnologico: il family office di Michael Dell, MSD Capital, ha svolto un ruolo cruciale nel sostenere alcune delle più rilevanti venture tecnologiche degli ultimi vent'anni. Analogamente, la famiglia Pritzker, attraverso il proprio family office, è stata determinante nello sviluppo di diversi gruppi industriali, tra cui Hyatt Hotels e Marmon Group. Questi casi dimostrano come i family office possano essere attori imprenditoriali di primo piano, capaci di accompagnare attivamente la crescita e la trasformazione di interi settori economici.

La trasformazione in atto ha portato i family office a operare con una sofisticazione crescente, spesso assumendo talenti provenienti da investment bank e private equity, e dotandosi di strumenti tecnologici avanzati per il supporto alle decisioni di investimento, la gestione del rischio e la cybersecurity. L'integrazione di piattaforme digitali, analytics e intelligenza artificiale ha rivoluzionato il modo in cui queste entità selezionano e monitorano le opportunità di mercato. In parallelo, la crescente attenzione dei giovani eredi verso tematiche ambientali, sociali e di governance (ESG) ha incentivato lo sviluppo di strategie orientate all'impact investing, con un focus particolare su energie rinnovabili, innovazione in ambito sanitario e real estate sostenibile.

## **1.2 Regolamentazione dei family office**

Come ogni forma di attività economico-finanziaria, anche i Family Office (FO) sono soggetti a regole di conformità e a standard giuridici, che però variano sensibilmente in base alle giurisdizioni. In particolare, negli Stati Uniti, contesto normativo più sviluppato rispetto all'Italia, dove il quadro regolatorio è ancora in fase di consolidamento, la disciplina dei Family Office è stata significativamente ridefinita con il Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act del 2010. A seguito di questa riforma, la Securities and Exchange Commission (SEC) ha emanato nel 2011 la Family Office Rule, che delinea i criteri per beneficiare dell'esenzione dalla registrazione come investment adviser.

Secondo questa normativa, un Family Office può essere esonerato dagli obblighi di registrazione se soddisfa tre condizioni: presta consulenza solo a “clienti familiari”; è interamente posseduto da clienti familiari; è controllato esclusivamente (direttamente o indirettamente) da uno o più membri della famiglia. La definizione di "cliente familiare" adottata dalla SEC è piuttosto ampia e include, oltre ai membri ed ex membri della famiglia, anche fondazioni e trust istituiti dai clienti familiari, dipendenti chiave del FO e, in certi casi, ex dipendenti. La logica della norma è quella di tutelare la natura privata e chiusa della gestione patrimoniale familiare, a patto che il Family Office non si offra al pubblico come consulente per gli investimenti.

Tuttavia, l'assenza di obblighi di registrazione comporta significative lacune regolatorie, soprattutto per i Single Family Office (SFO), che non sono tenuti, ad esempio, a compilare il modulo 13F, obbligatorio invece per gli hedge fund, né a rendicontare in maniera periodica le proprie esposizioni finanziarie. Questo elemento ha suscitato un ampio dibattito, in particolare dopo il caso Archegos Capital Management, che ha evidenziato come un Family Office, operando con strumenti derivati over-the-counter come i total return swaps, possa costruire posizioni leverage miliardarie senza che vi sia alcun obbligo di disclosure pubblica.

La rendicontazione rappresenta dunque un nodo critico. La SEC richiede la segnalazione delle transazioni rilevanti da parte di large traders o gestori istituzionali con patrimonio superiore ai 100 milioni di dollari, ma i Family Office che non superano certe soglie o che rientrano nell'esenzione non sono soggetti a tali obblighi. In particolare, devono segnalare solo coloro che effettuano operazioni pari ad almeno 2 milioni di azioni o 20 milioni di dollari in un giorno, oppure 20 milioni di azioni o 200 milioni di dollari in un mese. Inoltre, quando i Family Office acquisiscono più del 5% dei titoli azionari di una società pubblica, scatta l'obbligo di comunicazione per finalità di trasparenza verso il mercato, per prevenire eventuali operazioni speculative o tentativi occulti di acquisizione del controllo.

Ulteriore ambito di rilevanza normativa è rappresentato dalla struttura di governance del Family Office. In base alla Family Office Rule, il controllo deve restare in capo a soggetti familiari o entità a essi riconducibili, ma la SEC ammette anche forme di controllo “di fatto” purché l'indirizzo strategico dell'attività sia comunque attribuibile alla famiglia. Questo requisito, sebbene flessibile, può generare ambiguità nei casi di partecipazioni incrociate, utilizzo di veicoli offshore o trust complessi, rendendo difficoltosa l'identificazione dei titolari effettivi.

Dal punto di vista della compliance, i Family Office registrati, come nel caso di Multi Family Office o di SFO che operano con discrezionalità su asset esterni, devono adottare un impianto

strutturato di controlli interni e nominare un Chief Compliance Officer (CCO), responsabile dell'attuazione di politiche etiche, privacy, antiriciclaggio, continuità operativa e conservazione documentale. Le politiche di compliance devono inoltre prevedere procedure per prevenire l'utilizzo improprio di informazioni privilegiate (insider trading), fenomeno particolarmente sensibile nelle strutture dove informazioni finanziarie rilevanti circolano all'interno di un ristretto nucleo familiare.

I Family Office sono anche coinvolti nelle normative sulla titolarità effettiva. La SEC obbliga gli insider – cioè amministratori, dirigenti esecutivi o azionisti con oltre il 10% di una società quotata – a rendere pubblica la propria posizione. La nozione di titolarità effettiva, intesa come interesse pecuniario o diritto di disporre di titoli, è applicata anche ai trust o alle fondazioni gestite da un FO, che spesso operano con grande flessibilità giuridica.

La vicenda Archegos ha rappresentato un punto di svolta nel dibattito normativo. Secondo l'AMRO (2021) e l'ESMA (2022), il caso ha dimostrato la vulnerabilità del sistema finanziario globale nei confronti di soggetti formalmente non regolamentati, ma in grado di generare effetti di spillover significativi. La natura internazionale delle controparti, unita alla frammentazione delle autorità di supervisione, ha complicato ulteriormente la gestione del rischio aggregato. In risposta, organismi come SEC, BIS, FSB e BCE hanno proposto un rafforzamento del quadro regolatorio: tra le misure ipotizzate vi sono l'estensione degli obblighi di reporting ai Family Office con asset superiori a 750 milioni di dollari, limiti all'utilizzo della leva finanziaria non dichiarata e un sistema di allerta preventiva sulle esposizioni derivanti da contratti OTC.

### **1.3 Mercati OTC e derivati: Total return Swap**

I mercati over-the-counter costituiscono una forma di negoziazione decentralizzata in cui gli strumenti finanziari vengono scambiati direttamente tra due controparti, senza passare attraverso un mercato regolamentato o una borsa valori ufficiale. Si tratta di una struttura di scambio bilaterale, privata e personalizzabile, che si fonda su accordi contrattuali stipulati in modo autonomo tra le parti, a differenza dei mercati regolamentati, nei quali le operazioni avvengono in un ambiente centralizzato e standardizzato. I mercati OTC non prevedono un order book, né una clearing house che garantisca la regolazione e il settlement delle operazioni. Questo comporta una maggiore flessibilità nella definizione delle condizioni contrattuali, come scadenze, importi, sottostanti e modalità di pagamento, ma implica anche un grado più elevato di rischio di controparte, minore trasparenza e l'assenza di garanzie collettive. I mercati OTC si sono

sviluppati storicamente per rispondere a esigenze specifiche di operatori sofisticati, come banche, grandi aziende, hedge fund e family office, i quali necessitavano di strumenti su misura, non disponibili nei mercati regolamentati, per finalità di copertura (hedging), ottimizzazione fiscale, gestione della liquidità o assunzione di posizioni complesse. La contrattazione avviene tipicamente attraverso piattaforme di comunicazione elettronica, sistemi di intermediazione o contatti diretti tra dealer e clienti istituzionali; Non esistendo una piattaforma unica, i prezzi non sono sempre pubblici, e le informazioni sulle transazioni sono spesso accessibili solo alle parti coinvolte o a un numero ristretto di partecipanti.

La distinzione tra mercati OTC e mercati regolamentati è rilevante sia sotto il profilo giuridico che operativo. Nei mercati regolamentati, gli strumenti derivati (come futures e options) sono quotati, negoziati secondo regole uniformi, e compensati tramite una controparte centrale che si interpone tra acquirente e venditore, eliminando il rischio di inadempienza. Ogni operatore è soggetto a obblighi di margine iniziale e margine di variazione, che garantiscono la copertura del rischio di mercato. Inoltre, esistono obblighi di trasparenza pre e post-trade, reporting regolamentare e sorveglianza da parte delle autorità competenti (SEC negli Stati Uniti o ESMA in Europa). Al contrario, nei mercati OTC tali obblighi non sussistono, o sono significativamente più deboli: non vi è clearing centralizzato, la trasparenza è limitata, e le controparti si assumono direttamente il rischio reciproco di credito e liquidità. Sebbene le riforme post-crisi del 2008, come il Dodd-Frank Act e il Regolamento EMIR, abbiano imposto obblighi di reporting e di clearing per alcune classi di derivati OTC standardizzabili, una quota significativa del mercato continua a sfuggire al perimetro regolamentato, in particolare nel caso di strumenti complessi o customizzati, come molti credit default swap (CDS), interest rate swap (IRS) o total return swap (TRS).

I contratti derivati sono strumenti finanziari scambiati all'interno dei mercati, il cui valore dipende dal valore di un'attività sottostante, o anche detta underlying asset, che può consistere in titoli azionari, obbligazioni, valute, tassi d'interesse, indici di mercato o commodities. I derivati consentono agli operatori di trasferire o assumere rischi finanziari, e vengono impiegati per finalità differenti: riduzione o copertura dall'esposizione al rischio di un investimento già posto in essere, speculazione sull'andamento futuro del mercato, o arbitraggio tra differenti borse valori. La misurazione del valore avviene in base a tre valori: il capitale nozionale rappresenta il valore del sottostante collegato al contratto derivato, ad esempio negli swap sui tassi di interesse è il capitale su cui sono calcolati gli interessi scambiati dalle controparti; Il valore intrinseco di un'opzione è determinato dalla differenza tra il prezzo di mercato del sottostante e il prezzo di esercizio dell'opzione, indicando se l'opzione è "in the money", "at the money" o "out of the

money”, il fair value è il prezzo che si percepirebbe per la vendita di una attività o che si pagherebbe per il trasferimento di una passività in una regolare operazione fra operatori di mercato alla data di valutazione.

I Total Return Swap (TRS) sono contratti OTC attraverso i quali una parte, generalmente una banca o un prime broker, trasferisce a un'altra parte, un investitore, il rendimento totale di un'attività sottostante, comprensivo delle variazioni di prezzo e dei flussi reddituali, senza trasferirne la proprietà legale. Il ricevente del rendimento si impegna a versare, in cambio, una serie di pagamenti periodici, tipicamente indicizzati a un tasso di mercato (LIBOR o EURIBOR) più uno spread. In questo modo, il TRS consente a un investitore di ottenere un'esposizione economica su un titolo o un portafoglio di titoli, senza detenerli formalmente. Tale meccanismo presenta vantaggi in termini di efficienza operativa, gestione fiscale e impiego del capitale, ma introduce anche criticità in termini di leva finanziaria implicita e rischio di controparte. In assenza di vincoli regolamentari specifici, i TRS permettono infatti di costruire posizioni elevate con un impegno di capitale ridotto, amplificando il rischio di perdite in caso di variazioni sfavorevoli del sottostante. Inoltre, poiché la titolarità legale dell'asset resta in capo alla banca, l'esposizione economica non sempre è visibile nelle comunicazioni pubbliche, rendendo difficile una valutazione ex ante del rischio aggregato. Per tali ragioni, i TRS sono strumenti che, pur svolgendo una funzione utile nella gestione avanzata dei portafogli, richiedono un'attenta sorveglianza e una valutazione prudenziale dei loro effetti, specialmente quando utilizzati da soggetti non vigilati, come molti family office o veicoli di investimento privati.

#### **1.4 Il ruolo delle prime brokerage divisions e il sistema del margin lending**

Il termine prime brokerage identifica un insieme articolato di servizi offerti da grandi istituzioni finanziarie, in particolare banche d'investimento, a favore di hedge fund, family office, investitori istituzionali e soggetti con un elevato patrimonio netto. A differenza del broker tradizionale, il prime broker non si limita all'esecuzione di ordini, ma funge da partner operativo e finanziario di riferimento, fornendo una piattaforma completa per lo svolgimento di attività complesse e ad alta intensità di capitale. I servizi offerti includono custodia di titoli, margin lending, prestito titoli, accesso ai mercati, compensazione e regolamento delle operazioni, gestione del contante... Il prime brokerage nasce e si sviluppa come struttura a supporto dell'operatività dei grandi fondi, offrendo a questi ultimi la possibilità di concentrarsi esclusivamente sulle strategie di

investimento, delegando l'amministrazione tecnica e finanziaria a un intermediario unico. Dal punto di vista dei flussi operativi, il sistema coinvolge più attori: il cliente istituzionale che apporta capitale e strategie, il prime broker che fornisce custodia, leva e servizi operativi, l'execution broker che esegue materialmente le operazioni, e talvolta una clearing house, laddove il regolamento avvenga su mercati organizzati. Il prime broker coordina tutti questi elementi, offrendo anche accesso a piattaforme di esecuzione, analisi proprietarie, ricerca finanziaria, servizi di consulenza e persino infrastrutture logistiche come uffici e server, qualora richiesti; Se il prime broker svolge anche la funzione di executing broker, è tenuto a mantenere la massima riservatezza interna, separando funzionalmente i reparti attraverso barriere informative (chinese walls). Formalmente, le operazioni sono eseguite "as principal" tra fondi ed executing broker, mentre il prime broker agisce "as agent" nel regolamento post-trade, assicurandosi che i dettagli dell'operazione corrispondano e intervenendo per riconciliare eventuali discrepanze prima del settlement. Il vantaggio principale per il cliente consiste nella possibilità di gestire un'attività di investimento complessa e dinamica attraverso un unico punto di riferimento. I benefici per il broker derivano invece dalle commissioni fisse e variabili, dagli interessi sui prestiti concessi, dalle commissioni di custodia e dai ricavi legati al prestito titoli a terzi.

Uno dei principali servizi erogati dal prime broker è il margin lending, ovvero la concessione di credito garantito per effettuare operazioni di investimento a leva. In questo schema, il fondo cliente trasferisce al prime broker asset da utilizzare come collaterale, su cui viene applicato un haircut, cioè uno sconto prudenziale sul valore di mercato dell'asset per rifletterne la volatilità, la liquidità e il rischio associato. Ad esempio, un titolo azionario valutato 1 milione di dollari con un haircut del 20% verrà considerato per soli 800.000 dollari come base per la concessione del credito. Questo meccanismo consente al broker di tutelarsi da eventuali variazioni avverse dei prezzi o da default del cliente. Il cliente può così accedere a linee di credito che gli permettono di amplificare le proprie operazioni, con l'obbligo di mantenere un margine di garanzia sufficiente rispetto all'esposizione. Qualora il valore del collaterale scenda sotto la soglia contrattualmente stabilita, il prime broker emette una margin call, ovvero una richiesta al cliente di fornire ulteriore capitale o asset per ricostituire il margine. In caso di mancata risposta, il broker può procedere alla liquidazione forzata delle posizioni, al fine di tutelare il proprio credito. I requisiti minimi di accesso al servizio variano in funzione della banca, ma generalmente si parte da soglie di 500.000 dollari in asset, fino ad arrivare a 50 milioni e oltre per l'accesso alle condizioni più vantaggiose. Le grandi banche selezionano con attenzione i clienti in base alla redditività attesa, alla stabilità patrimoniale, alla qualità delle strategie e alla capacità del fondo di attrarre capitale. I clienti preferiti sono quelli attivi, che generano volumi di scambio elevati, usano regolarmente la leva e

mantengono margini adeguati, evitando il rischio di inadempienze. Infine, le operazioni di prestito titoli si distinguono in due categorie: prestiti collateralizzati in contanti (cash-collateralized stock borrow), in cui l'hedge fund fornisce cash come garanzia, che viene reinvestito dal broker a tassi di mercato monetario (trattenendo uno spread); oppure prestiti collateralizzati con altri titoli (non-cash-collateralized), in cui l'hedge fund fornisce ad esempio titoli obbligazionari come garanzia, pagando al broker una commissione.

## 1.5 Asimmetria informativa e rischi sistemici

Nel contesto delle contrattazioni bilaterali l'opacità informativa rappresenta una fragilità strutturale che incide profondamente sull'efficienza allocativa e sulla qualità degli scambi. L'assenza di un'infrastruttura regolamentata, di obblighi di trasparenza pre-trade e post-trade, e di meccanismi centralizzati di price discovery, rende ogni transazione un atto fortemente idiosincratico, in cui la fiducia nella controparte e la capacità di accedere a informazioni privilegiate assumono un peso determinante. In questo scenario, l'asimmetria informativa si manifesta in forma complessa e multidimensionale, andando ben oltre la classica selezione avversa descritta da Akerlof. L'informazione riservata, tipica dei contesti opachi, non si limita alla qualità dell'asset, che rimane comunque un elemento centrale, ma include anche il valore soggettivo che il possessore attribuisce al mantenimento di quell'asset nel tempo. Tale valore può riflettere fattori strategici come liquidità interna, segnali di reputazione o persino aspettative individuali non osservabili dall'esterno. L'interazione tra queste due componenti, qualità e valutazione privata, produce una forma di opacità più profonda, che altera le dinamiche di mercato e favorisce comportamenti speculativi.

In particolare, l'intersezione tra qualità nascosta e motivazioni non rivelate consente anche a detentori di strumenti di bassa qualità ma con un'elevata valutazione privata di entrare nel mercato come venditori apparentemente legittimi. Questo genera un "rumore informativo" che distorce le aspettative degli acquirenti, i quali si trovano di fronte a una popolazione indistinta di venditori, impossibilitati a discriminare tra chi vende per reale necessità (distressed) e chi agisce con finalità strategiche. Le inefficienze indotte da questo schema si manifestano su due piani distinti ma interconnessi; in primo luogo, si assiste a una diluizione della qualità media: l'impossibilità di distinguere tra peaches e lemons spinge gli acquirenti a offrire prezzi medi inferiori, scoraggiando la messa sul mercato di asset validi e incentivando dunque l'offerta di titoli scadenti; In tal modo si alimenta un ciclo regressivo in cui il mercato si popola sempre più di prodotti off-limits, con

crescente difficoltà per le controparti ad accedere a strumenti affidabili. In secondo luogo, si genera una forma di congestione nella dinamica di matching, ossia nell'incontro tra domanda e offerta; La presenza eccessiva di venditori non distressed che entrano sul mercato per fini speculativi allunga i tempi medi di scambio e peggiora la liquidità complessiva. I venditori che hanno realmente bisogno di liquidità, perché soggetti a vincoli di funding o a esigenze di deleveraging, incontrano ostacoli maggiori, poiché devono competere con soggetti che possono permettersi di negoziare in modo strategico ritardando lo scambio o accettando prezzi subottimali solo per fini di segnalazione. In un mercato OTC, dove la velocità di esecuzione e la fiducia nella controparte sono elementi chiave, questo tipo di congestione produce una riduzione del benessere collettivo anche in presenza di un elevato volume apparente di scambi.

Questi effetti, già problematici in sé, assumono una dimensione sistemica nel momento in cui si estendono su mercati interconnessi, dove le controparti sono spesso istituzioni finanziarie complesse, e dove le esposizioni non sono pubblicamente note, non vi sono infatti obblighi di disclosure tali da rendere l'informativa pubblica e talvolta conoscibile, vedi i family office. L'asimmetria informativa, quindi, non solo compromette la micro-efficienza del singolo scambio, ma espone l'intero sistema a fenomeni di instabilità e contagi, favorendo il mantenimento di posizioni eccessivamente rischiose, come nel caso dei Total Return Swap utilizzati in leva. Cause di rischio sistemico non sono solo gli shock macroeconomici generalizzati, ma anche eventi originariamente circoscritti che, per effetto della struttura del mercato e della qualità dell'informazione disponibile, riescono a propagarsi su scala ampia.

Nel quadro concettuale del rischio sistemico, inteso come evento che compromette il funzionamento del sistema finanziario al punto da produrre effetti sull'economia reale, i mercati opachi rappresentano un vettore privilegiato di trasmissione, non tanto per la dimensione dello shock originario, quanto per l'incapacità del sistema di identificarlo, isolarlo e contenerlo in tempi rapidi. Quando un'istituzione sovraesposta comincia a liquidare posizioni, l'assenza di trasparenza sulle sue controparti e sui volumi aggregati coinvolti induce reazioni a catena da parte degli altri partecipanti: si innesca così una fase di contagio, spesso mossa più da sfiducia che da razionali segnali di rischio, in cui anche soggetti non direttamente esposti subiscono effetti negativi. È questa la dinamica dello spillover, ovvero il "traboccamento" dello shock iniziale verso aree del sistema formalmente non connesse, ma percepite come potenzialmente vulnerabili. L'impossibilità di valutare correttamente l'esposizione dei diversi attori, unita alla natura bilaterale e non pubblica dei contratti, genera una crisi di fiducia che si propaga ben oltre l'evento scatenante. In questi contesti, la distinzione tra contagio razionale e irrazionale tende a sfumare,

perché la scarsità di disclosure costringe gli operatori ad adottare comportamenti difensivi generalizzati.

Il rischio sistemico, quindi, in un mercato OTC, non si manifesta solo per l'ampiezza delle connessioni dirette tra intermediari, ma per la profondità dell'opacità che li circonda: è la difficoltà a discriminare tra soggetti solventi e non, tra segnali informativi reali e rumore, a provocare un'alterazione generalizzata del comportamento di mercato, con effetti cumulativi su prezzi, liquidità e stabilità. La componente informativa diventa qui il vero fattore moltiplicativo del rischio: la dimensione sistemica non è data dallo shock in sé, ma dalla sua non osservabilità.

La letteratura suggerisce diverse strade per contenere tali inefficienze, tra cui le proposte di meccanismi fiscali a saldo zero, cioè ad esempio l'introduzione di tasse sulle transazioni o l'ampliamento degli spread bid-ask per disincentivare l'ingresso speculativo nel mercato da parte dei venditori non distressed. Alcuni modelli, invece, suggeriscono forme di razionamento temporale: venditori disposti a posticipare la liquidazione dell'asset riceverebbero condizioni economiche più favorevoli, incentivando così una redistribuzione temporale degli scambi e alleggerendo la pressione informativa nei momenti di maggiore opacità. L'obiettivo, in tutti i casi, è limitare la partecipazione speculativa senza compromettere la funzionalità del mercato.

## **Capitolo 2 – Archegos Capital Management: struttura e dinamiche**

### **2.1 Bill Hwang e la fondazione di Archegos**

Bill Hwang nasce nel 1964 in Corea del Sud e dopo il liceo si trasferì negli Stati Uniti, dove intraprese un percorso accademico di alto profilo, conseguendo una laurea in economia presso la University of California, seguita da un Master in Business Administration presso la Carnegie Mellon University (Investire. BIZ) . Il suo background formativo gli fornì le competenze necessarie per entrare nel mondo dell’investment banking e del trading; infatti, iniziò la propria carriera professionale presso la Peregrine Hyundai Securities, una società di intermediazione finanziaria asiatica, dove ebbe occasione di incontrare Julian Robertson, fondatore dell’ hedge fund Tiger Management. Questo incontro si rivelò determinante per la traiettoria futura di Hwang: grazie alla stima e al sostegno di Robertson (rientrava nei suoi “protetti”) entrò successivamente a far parte del team di Tiger Management, costruendo una solida reputazione all’interno del settore degli investimenti alternativi (Reuters, 2022). Alla chiusura del fondo da parte di Robertson nel 2000, quest’ultimo affidò a Hwang un mandato fiduciario iniziale di circa 25 milioni di dollari per fondare un proprio veicolo di investimento (Korea Herald, 2021). Nacque così Tiger Asia Management, un hedge fund focalizzato principalmente su strategie long/short equity nei mercati asiatici, che nel corso degli anni successivi sarebbe cresciuto fino a gestire oltre cinque miliardi di dollari in asset, affermandosi come uno dei più attivi operatori della regione.

Il successo quantitativo di Tiger Asia fu tuttavia accompagnato da un progressivo deterioramento della reputazione del fondo, culminato nel 2012 in un’indagine da parte della SEC per insider trading e manipolazione di mercato. Le accuse, che vertevano su operazioni effettuate con informazioni riservate relative a società quotate asiatiche, si conclusero con un patteggiamento: Hwang e Tiger Asia accettarono di pagare complessivamente 44 milioni di dollari in sanzioni (Forbes Italia), e la società ammise la violazione della normativa federale. Contestualmente, Hwang venne bandito per quattro anni dal trading sui mercati di Hong Kong. Nel 2013 convertì Tiger Asia in un family office, fondando Archegos Capital Management, un veicolo dedicato esclusivamente alla gestione del proprio patrimonio personale. Questa trasformazione non fu solo di natura organizzativa, ma anche normativa: il passaggio da hedge fund a family office comportò l’esclusione dal perimetro regolamentare della SEC, grazie a un’esenzione esplicitamente prevista dal Dodd-Frank Act del 2010 (U.S Congress, 2010). In particolare, la normativa post-crisi imponeva nuovi obblighi di registrazione e reporting agli hedge fund e alle società di private

equity, ma lasciava esplicitamente fuori i family office che non raccoglievano capitali da investitori esterni. Archegos, dunque, poté operare con un grado di riservatezza maggiore rispetto alla precedente configurazione, beneficiando dell'assenza di obblighi di disclosure. Tra il 2012 e il 2020, il valore netto degli asset di Archegos è passato da 500 milioni di USD nel 2012 a quasi 10 miliardi di USD alla fine del 2020; In quel periodo, Archegos ha subito gravi perdite (-53% nel 2017 e -44% nel 2019), riflettendo le strategie di investimento rischiose intraprese dalla società (ESMA, 2022)

Parallelamente, nello stesso periodo, istituì la Grace and Mercy Foundation, una fondazione non-profit con sede negli Stati Uniti, che nei suoi intenti dichiarati si proponeva di sostenere iniziative filantropiche legate all'istruzione, alla cultura e alla fede. Al di là delle finalità ufficiali, la creazione della fondazione si inseriva in una strategia più articolata, volta anche a ottimizzare l'efficienza fiscale dell'intero assetto patrimoniale personale. La normativa fiscale statunitense, infatti, riconosce significative agevolazioni alle donazioni effettuate verso enti no-profit registrati come 501(c)(3), in termini sia di esenzione dall'imposta sulle plusvalenze sia di deducibilità fiscale. In questo quadro, la Grace and Mercy Foundation divenne un veicolo centrale nell'architettura finanziaria del fund manager coreano: nel 2018, la fondazione dichiarava asset per oltre 500 milioni di dollari. Le modalità operative della fondazione evidenziano chiaramente la sua funzione fiscale. Ad esempio, Hwang donò nel corso di un solo anno azioni Amazon per un valore di circa 20 milioni di dollari (Business Insider, 2021), ottenendo così un duplice beneficio: da un lato evitò l'imposizione sulle plusvalenze maturate, dall'altro beneficiò di una detrazione fiscale sull'intero valore nominale delle azioni donate.

## 2.2 Concetto di leverage

Dopo aver delineato il profilo di Bill Hwang e le motivazioni che hanno portato alla nascita di Archegos Capital Management, è necessario soffermarsi su uno degli elementi centrali che hanno caratterizzato la struttura operativa del fondo: la leva finanziaria. Comprendere cosa si intenda per leverage, e come questo strumento sia stato utilizzato da Archegos nella costruzione del proprio portafoglio, è fondamentale per interpretare le dinamiche che hanno portato al crollo del fondo e al coinvolgimento delle principali banche d'investimento globali.

Una puntuale definizione di cosa sia la leva finanziaria la troviamo sul sito della Consob: *“Attraverso l'utilizzo della leva finanziaria un soggetto ha la possibilità di acquistare o vendere attività finanziarie per un ammontare superiore al capitale posseduto e, conseguentemente, di beneficiare di un rendimento potenziale maggiore rispetto a quello derivante da un investimento diretto nel sottostante e, di converso, di esporsi al rischio di perdite molto significative”* (CONSOB, 2025). Vediamo come funziona il concetto di leva partendo da un caso semplice. Ipotizziamo di avere 100 € a disposizione da investire e che le aspettative di guadagno o perdita siano pari al 30%: se le cose vanno bene, avremo 130 €, in caso contrario, avremo 70 €. Questa è una semplice speculazione in cui scommettiamo su un determinato evento; Nel caso in cui decidessimo di rischiare di più investendo, oltre ai nostri 100 €, anche altri 900 € presi in prestito, allora l'investimento assumerebbe un'articolazione diversa poiché utilizziamo una leva finanziaria di 10 a 1 (investiamo 1000 euro, avendo un capitale iniziale unicamente di 100). Se le cose andranno bene e il titolo sale del 30%, riceveremo 1300 euro; restituiamo i 900 presi in prestito con un guadagno di 300 euro; su un capitale iniziale di 100. Otteniamo, quindi, un profitto del 300% con un titolo che dava un 30% di rendimento. Ovviamente sui 900 euro presi in prestito dovremo pagare un interesse, ma il principio generale rimane valido: la leva finanziaria permette di aumentare i possibili guadagni e perdite.

La leva, tuttavia, non rappresenta un fenomeno limitato alla speculazione di singoli operatori, ma costituisce una caratteristica strutturale dei mercati finanziari moderni. Famiglie e imprese si indebitano per acquistare abitazioni, stabilizzare i consumi, investire in progetti o gestire i flussi di cassa; banche e intermediari non bancari sostengono queste attività facendo a loro volta ricorso alla leva, sia per incrementare i rendimenti, sia per coprirsi da potenziali perdite. La leva può essere di tipo finanziario, tramite indebitamento diretto (prestiti, obbligazioni, contratti di riacquisto, repo e altre securities financing transactions), oppure sintetico, attraverso l'uso di derivati che replicano esposizioni legate all'andamento di un'attività sottostante. Essa può manifestarsi sia in bilancio, come nel caso di obbligazioni e prestiti, sia fuori bilancio, ad esempio

tramite partecipazioni in veicoli di investimento a leva o veicoli societari ad hoc creati per attività rischiose. Alcune attività a leva possono avere un ruolo positivo nel migliorare l'efficienza e sostenere la liquidità dei mercati. Se adeguatamente gestita, la leva consente di ridurre il rischio attraverso operazioni di copertura o di reperire liquidità temporanea senza liquidare asset strategici. In condizioni favorevoli, può persino avere un effetto anticiclico, stabilizzando i mercati nei momenti di stress. Tuttavia, quando l'accumulo di posizioni a leva avviene in maniera eccessiva e non trasparente, la vulnerabilità del sistema aumenta drasticamente, poiché qualsiasi shock negativo può propagarsi rapidamente attraverso due canali principali: quello della liquidazione delle posizioni, che genera deleveraging forzato e vendite a cascata di attività, e quello delle controparti, che rischiano perdite dirette in caso di default o di difficoltà di chi utilizza la leva, trasmettendo lo stress a catena nell'intero sistema (FSB, 2025).

Nel caso di Archegos, la leva non è stata utilizzata attraverso forme tradizionali di finanziamento, ma mediante strumenti derivati negoziati fuori dai mercati regolamentati. In particolare, il fondo stipulava contratti di tipo total return swap con diverse controparti bancarie, ottenendo esposizioni economiche su titoli azionari senza detenerli fisicamente. Questo tipo di operatività ha consentito ad Archegos di costruire un portafoglio di dimensioni estremamente superiori rispetto al capitale effettivamente disponibile, eludendo al tempo stesso gli obblighi di trasparenza che sarebbero derivati da partecipazioni dirette (Financial Times, 2021). La leva assunta attraverso tali strumenti era implicita, ma sostanziale, e non era visibile né alle autorità di vigilanza né alle banche controparti, le quali, operando in modo indipendente l'una dall'altra, non avevano cognizione della posizione aggregata detenuta dal fondo. Secondo stime ricavate dai report delle controparti e da successive indagini, l'esposizione lorda di Archegos, nel primo trimestre del 2021, aveva raggiunto circa 100 miliardi di dollari, a fronte di un capitale netto stimato tra i 5 e i 10 miliardi. Si trattava, quindi, di un utilizzo della leva su scala sistemica, in cui ogni dollaro di capitale proprio sosteneva dieci o più dollari di esposizione, con livelli di rischio del tutto sproporzionati rispetto alla capacità di assorbire eventuali perdite.

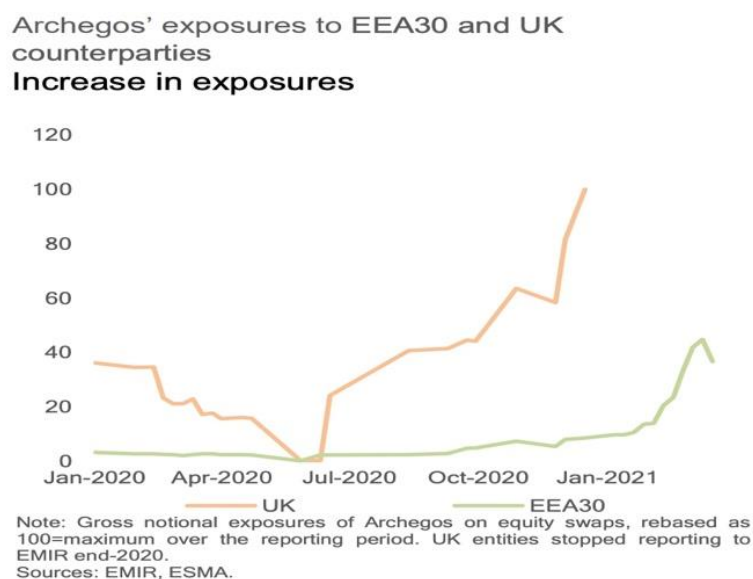
La strategia adottata da Hwang si basava su un numero limitato di titoli azionari concentrati nei settori dei media, della tecnologia e delle piattaforme digitali. I cinque titoli principali in portafoglio, alla fine di febbraio 2021, erano ViacomCBS, Discovery Inc., GSX Techedu, iQiyi e Tencent Music Entertainment (Bloomberg, 2021). Secondo quanto emerso dalle analisi condotte successivamente al default, questi cinque asset rappresentavano da soli circa l'ottanta per cento dell'intero valore delle posizioni long detenute da Archegos. In ciascuno di questi casi, le esposizioni sono state costruite in modo progressivo, con un aumento via via crescente della leva man mano che il valore di mercato dei titoli cresceva, alimentando un meccanismo circolare in

cui l'apprezzamento delle azioni generava maggiore disponibilità di margine, che veniva reinvestita per espandere ulteriormente la posizione.

### **2.3 Analisi delle posizioni di Archegos attraverso dati EMIR**

Il quadro normativo EMIR (European Market Infrastructure Regulation) introdotto dall'Unione Europea a partire dal 2012, impone a tutte le controparti coinvolte in transazioni di derivati OTC l'obbligo di segnalare i contratti stipulati a trade repositories, ovvero soggetti incaricati della raccolta centralizzata delle informazioni contrattuali. Tali dati permettono alle autorità europee di vigilanza, in primis l'ESMA, di monitorare l'accumulo di rischio sistemico, l'operatività degli attori meno regolamentati e le potenziali vulnerabilità derivanti dalla leva eccessiva. Per ricostruire l'evoluzione delle posizioni assunte da Archegos Capital Management nei mesi antecedenti il default, risultano particolarmente significativi due insiemi di dati forniti dai repository EMIR: i dati settimanali sullo stato delle posizioni, che descrivono l'ammontare e la distribuzione delle esposizioni in essere, e i dati sulle attività contrattuali, che tracciano gli eventi salienti nella vita dei derivati (nuove stipule, modifiche, chiusure anticipate). Sebbene l'ambito di osservazione fornito da EMIR sia incompleto, in quanto limitato alle sole controparti europee, mentre Archegos operava in modo intensivo anche con soggetti britannici, non più sottoposti a obblighi di reporting dopo l'uscita del Regno Unito dall'Unione, la copertura residua, riferita alle entità appartenenti all'area EEA30, è sufficiente per delineare con chiarezza l'andamento espansivo del portafoglio derivato detenuto dal fondo nel periodo 2020–2021. Tra Gennaio e Dicembre 2020, i dati indicano che il valore nozionale lordo dei contratti derivati in essere con controparti europee ha registrato un incremento di circa 180%, evidenziando una strategia di ampliamento della leva finanziaria, perseguita attraverso l'aumento delle esposizioni. A questa fase di crescita ha fatto seguito, nei primi mesi del 2021, un ulteriore impulso: tra metà gennaio e metà marzo, le esposizioni nozionali aggregate sono aumentate di un ulteriore 365%.

Figura 2.1- Andamento delle esposizioni lorde di Archegos su equity swaps verso controparti UK ed EEA30 (2020-2021)

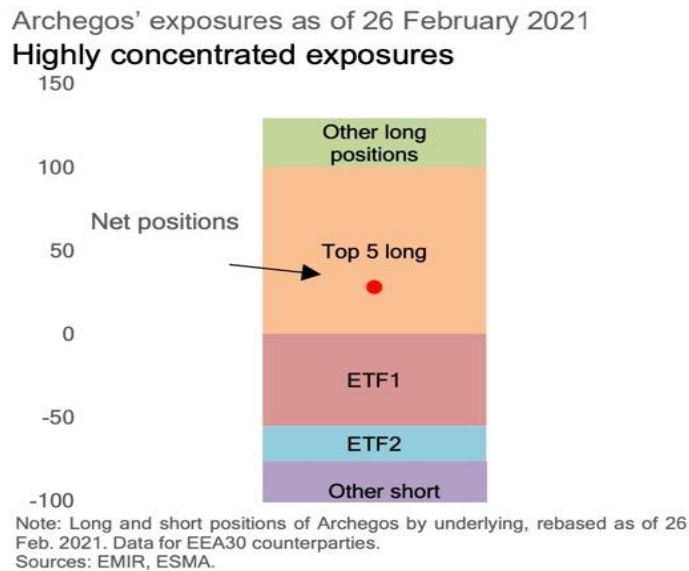


Sources: ESMA, dati EMIR 2021

Tale espansione, già di per sé indicativa di un approccio speculativo ad alta leva, assume particolare rilevanza se valutata congiuntamente alla struttura del portafoglio detenuto da Archegos in quel periodo. Secondo le informazioni ricavabili dai dati EMIR, alla data del 26 febbraio 2021, solo cinque titoli azionari costituivano circa l'80% delle esposizioni lunghe totali. L'ammontare netto di tali posizioni, rapportato al capitale proprio disponibile, risultava superiore al 360%, evidenziando una concentrazione anomala rispetto a qualsiasi prassi di gestione prudente del rischio. Sul versante opposto, le posizioni corte erano allocate in larga misura su indici azionari ampi, tramite ETF altamente diversificati, che da soli rappresentavano oltre il 75% delle esposizioni nette corte, mentre il restante 25% era costituito da posizioni su titoli appartenenti al settore finanziario, in particolare grandi istituzioni bancarie e assicurative. Questa particolare costruzione del portafoglio rifletteva una strategia che può essere ricondotta a un impianto market neutral, finalizzato ad amplificare la performance relativa dei titoli selezionati rispetto al mercato nel suo complesso. In altri termini, Archegos cercava di generare valore posizionandosi long su un numero ristretto di società considerate sottovalutate o ad alto potenziale, e short su indici ampi per neutralizzare l'esposizione sistemica. Tuttavia, a fronte di una struttura apparentemente bilanciata, il fondo accumulava livelli estremi di rischio specifico e illiquidità latente, derivanti sia dalla leva implicita nei

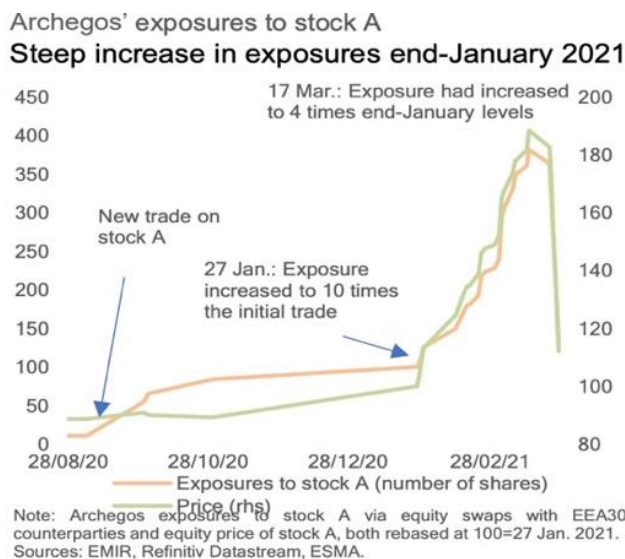
contratti derivati, sia dalla concentrazione su singoli emittenti, senza alcun meccanismo di contenimento del rischio aggregato.

Figura 2.2- Concentrazione del portafoglio di Archegos nelle prime cinque posizioni long (26 Febbraio, 2021)



Sources: ESMA, dati EMIR 2021

Figura 2.3- Aumento delle esposizioni di Archegos su un singolo titolo tramite equity swaps (Agosto 2020- marzo 2021)



Sources: ESMA, dati EMIR 2021

Un esempio di tale esposizione squilibrata è rappresentato dal “Titolo A”, identificabile in ViacomCBS, tra le principali posizioni long detenute da Archegos nel periodo. A partire da agosto 2020, il fondo ha iniziato a rafforzare progressivamente la propria esposizione su questo titolo, fino a raggiungere, nei primi mesi del 2021, un livello trenta volte superiore rispetto alla posizione iniziale. In parallelo, il prezzo di mercato dell’azione ha registrato un aumento dell’80%, riconducibile alla struttura stessa delle operazioni: infatti, per coprirsi dal rischio insito nei TRS stipulati con Archegos, le banche controparti acquistavano fisicamente sul mercato i titoli sottostanti, generando domanda aggiuntiva che contribuiva ad alimentare artificialmente la crescita del prezzo. Alla fine di febbraio 2021, la posizione detenuta da Archegos su ViacomCBS superava il 3% del flottante del titolo; Per flottante si intende il numero di azioni effettivamente disponibili per la negoziazione sul mercato, ovvero al netto delle partecipazioni bloccate detenute da azionisti stabili, fondatori, fondi di investimento a lungo termine o enti pubblici. Il superamento di questa soglia è rilevante non solo in termini di disclosure regolamentare, ma soprattutto in relazione alla liquidabilità della posizione: le dimensioni del blocco detenuto da Archegos erano tali da incidere significativamente sugli equilibri domanda-offerta del titolo. In aggiunta, il volume della posizione era pari a circa il doppio del volume medio giornaliero di scambi, rendendo impossibile una dismissione rapida senza impatti rilevanti sul prezzo, configurando un rischio di illiquidità strutturale.

Figura 2.4- Ricostruzione del portafoglio Archegos e simulazione con leva 5:1 ( Dicembre 2020- Marzo 2021)



Sources: Bespoke Investment Group, dati da 13F filings delle Investment Banks

## 2.4 Marzo 2021: la rottura del sistema

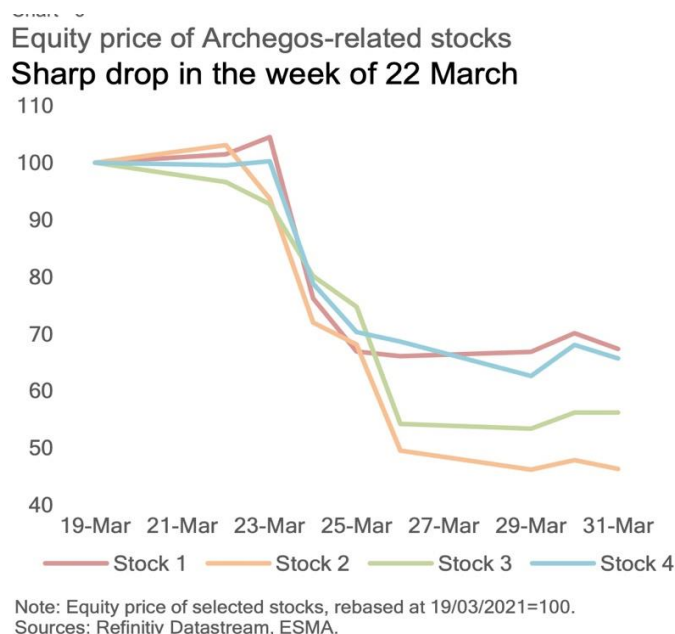
Il 22 marzo 2021 ViacomCBS annunciò un aumento di capitale da circa 3 miliardi di dollari, destinato a finanziare investimenti e progetti strategici. L'operazione, interpretata dal mercato come un segnale di sopravvalutazione del titolo, innescò una reazione immediata: nella seduta successiva le azioni persero circa il 9%, avviando un trend ribassista che nei giorni seguenti si sarebbe intensificato. Dopo il collocamento delle nuove azioni, il 24 marzo, il titolo registrò una flessione complessiva del 30% rispetto ai massimi raggiunti soltanto due giorni prima. Questo rapido deterioramento dei prezzi ebbe conseguenze dirette sulle posizioni di Archegos Capital Management, che aveva costruito una significativa esposizione su ViacomCBS attraverso contratti di equity swap. La perdita di valore di tali posizioni provocò l'attivazione di richieste di margine da parte delle banche prime broker, richieste alle quali Archegos non riuscì a rispondere per mancanza di liquidità disponibile. In un contesto caratterizzato da leva finanziaria elevata, l'incapacità di onorare le margin call rese inevitabile l'avvio di vendite forzate, spesso condotte in maniera frenetica e disordinata (disorderly fire sale), con effetti di ulteriore pressione ribassista sui titoli coinvolti.

Nel tentativo di evitare il default, Bill Hwang organizzò una conference call con i principali prime broker per chiedere di sospendere temporaneamente la liquidazione dei titoli sottostanti ai contratti swap, confidando in un possibile rimbalzo dei prezzi. Alcuni istituti, come Credit Suisse, si dimostrarono favorevoli a questa strategia attendista, assumendo di fatto la posizione di slow mover, ossia di attore che rinvia la vendita nella speranza di un miglioramento delle condizioni di mercato. Altri, tra cui Goldman Sachs, optarono invece per un approccio da fast mover, liquidando immediatamente le posizioni per ridurre l'esposizione e recuperare capitale prima che i prezzi scendessero ulteriormente.

La mattina del 26 marzo, Goldman Sachs raggiunse un'intesa con Archegos per procedere alla vendita in blocco di un pacchetto di titoli del valore iniziale compreso tra 3 e 4 miliardi di dollari. L'operazione si ampliò rapidamente fino a superare i 10,5 miliardi di dollari, includendo, oltre a ViacomCBS, anche azioni di Baidu e Tencent Music. Nello stesso giorno, Morgan Stanley smobilizzò titoli per circa 8 miliardi di dollari, mentre Deutsche Bank concluse una transazione privata per 4 miliardi legata alle esposizioni in derivati su Archegos. Queste vendite massicce, tipiche di un fire sale in contesto competitivo tra prime broker, amplificarono la volatilità e colpirono in modo significativo i titoli del comparto media e tecnologico.

La rapidità con cui Goldman Sachs, Morgan Stanley e Deutsche Bank agirono permise a questi istituti di contenere al minimo le perdite, evitando in alcuni casi qualsiasi impatto rilevante. Al contrario, Credit Suisse e Nomura, agendo con ritardo, si trovarono a operare su prezzi ormai crollati e subirono perdite ingenti. Alla chiusura della seduta del 26 marzo, ViacomCBS segnava un calo del 27% nella sola giornata e risultava in ribasso di oltre il 50% rispetto all'inizio della settimana.

Figura 2.5- Crollo dei prezzi azionari legati ad Archegos nella settimana del 22 marzo 2021



Sources: Refinitiv Datastream, ESMA 2021

Nei giorni successivi, le prime stime delle perdite iniziarono a emergere; Le azioni di tutte le principali banche e società di servizi finanziari esposte ad Archegos subirono forti cali lunedì 29 marzo. I titoli di Morgan Stanley scesero del 2,6%, mentre quelli di Goldman Sachs dell'1,7%. Le azioni di Nomura hanno registrarono un calo record in un solo giorno del 16,3%. Quelle di Credit Suisse del 14%, segnando il ribasso più ampio in un anno

Sempre il 29 marzo Nomura comunicò una possibile perdita di circa 2 miliardi di dollari, mentre Credit Suisse segnalò un "impatto materiale" compreso tra 1 e 4 miliardi. Il giorno seguente, Mitsubishi UFJ Financial Group annunciò una potenziale esposizione negativa di circa 300 milioni di dollari, mentre gli analisti di JPMorgan stimarono un danno complessivo per l'intero

sistema bancario nell'ordine dei 10 miliardi. Entro la fine di marzo, le stime per Credit Suisse si spinsero fino a 5 miliardi di dollari, mentre il Dipartimento del Tesoro statunitense, per voce della Segretaria Janet Yellen, rese nota la riattivazione di un gruppo di lavoro inter-agenzia con il compito di analizzare i rischi sistemici connessi alle attività di hedge fund e family office. Il 1° aprile emerse anche l'esposizione di Mizuho Financial Group, che stimò una perdita potenziale di 10 miliardi di yen (circa 90 milioni di dollari) legata a rapporti con Archegos.

## **Capitolo 3 – Fragilità del sistema: impatti e risposte regolatorie**

### **3.1 Cause della crisi e riforma della governance di Credit Suisse: il rapporto investigativo di Paul Weiss**

Nel marzo 2021 Credit Suisse (CS) subì perdite pari a circa 5,5 miliardi di dollari, evento che innescò una grave crisi interna e sollevò interrogativi sulla solidità della governance e delle pratiche di gestione del rischio. Per chiarire le cause, il Consiglio di Amministrazione istituì un Comitato Speciale e incaricò lo studio legale indipendente Paul, Weiss, Rifkind, Wharton & Garrison LLP di condurre un'indagine approfondita. Il rapporto pubblicato nel luglio 2021 evidenziò che le perdite non derivavano da frodi o dall'assenza di controlli formali, bensì da gravi carenze nei meccanismi di gestione e nei presidi interni, acuite da una cultura aziendale orientata ai profitti di breve periodo a scapito della prudenza. Il rapporto con il family office di Bill Hwang risale al 2003 e, nonostante i precedenti penali e regolamentari del cliente, la banca non adottò particolari restrizioni. Le due verifiche di rischio reputazionale, effettuate solo nel 2015 e nel 2018, furono tardive e superficiali, e non portarono all'imposizione di limiti o a un monitoraggio rafforzato, nonostante i segnali di allarme sul profilo etico e reputazionale.

La gestione operativa era ripartita tra Prime Brokerage, responsabile delle posizioni in titoli cash soggette a marginazione dinamica, e Prime Financing, incaricato delle operazioni in derivati equity swap soggetti a marginazione statica. La marginazione dinamica prevede che il margine richiesto venga costantemente aggiornato in funzione del rischio corrente del portafoglio, tenendo conto di fattori quali volatilità, concentrazione, direzionalità delle posizioni e liquidità degli strumenti sottostanti; ciò consente di adeguare rapidamente le garanzie richieste al mutare delle condizioni di mercato. Al contrario, nella marginazione statica, applicata da CS alle operazioni in swap con Hwang, il margine iniziale viene fissato come percentuale del valore nozionale al momento dell'apertura e resta invariato in valore assoluto per tutta la durata del contratto. Questa rigidità implica che, se il valore della posizione aumenta, il margine si riduce proporzionalmente rispetto all'esposizione complessiva, incrementando di fatto la leva e il rischio di controparte. Il fenomeno era aggravato dalla struttura dei "bullet swap" di lunga durata (mediamente 24 mesi), privi di meccanismi periodici di aggiustamento, salvo richieste straordinarie della banca o movimenti giornalieri di variation margin legati a variazioni di prezzo. ( Rapporto Paul Weiss)

Il presidio del rischio seguiva il modello delle “tre linee di difesa”. La prima, rappresentata dal business, comprendeva un team di Prime Services Risk incaricato di fissare e monitorare i margini, condurre stress test e verificare il rispetto dei limiti. La seconda, costituita dal Credit Risk Management indipendente, valutava il merito creditizio, stabiliva i limiti di esposizione potenziale (Potential Exposure) e quelli in scenari di stress, imponendo interventi correttivi in caso di superamento. La terza linea di difesa, affidata alle funzioni di Internal Audit, aveva il compito di verificare in maniera indipendente l’efficacia complessiva del sistema di controllo interno e di assicurare che i processi delle prime due linee fossero adeguati e coerenti con le policy aziendali e le normative vigenti. In teoria, il coordinamento tra le tre linee avrebbe dovuto garantire una gestione proattiva del rischio e una tempestiva mitigazione delle esposizioni eccessive, prevenendo perdite di entità sistemica. A partire dal 2017, la relazione tra Archegos e CS subì modifiche sostanziali, tutte dirette a garantire al cliente condizioni di leva finanziaria significativamente più favorevoli, ma che, in prospettiva, comportarono un incremento esponenziale del rischio di controparte per la banca. Tali scelte riflettevano un approccio negoziale e gestionale sempre più accomodante, nel quale la tutela del rapporto commerciale prevaleva sull’osservanza rigorosa delle policy interne di risk management.

Il primo intervento rilevante avvenne nel 2017 con la rimozione del “bias add-on”. In base alle regole standard di marginazione dinamica, un portafoglio cash fortemente sbilanciato in posizioni lunghe (long bias) richiedeva l’applicazione automatica di un incremento del requisito di margine pari al 10% (bias add-on) a compensazione del rischio direzionale. Il portafoglio di Prime Brokerage di Archegos presentava proprio tale configurazione, imponendo quindi a CS di richiedere ulteriori garanzie. Tuttavia, Bill Hwang contestò la misura, sostenendo che il portafoglio di swap short detenuto presso Prime Financing compensasse l’esposizione lunga e che, considerando congiuntamente le due componenti, il profilo direzionale risultasse più neutro. Credit Suisse accettò questa argomentazione, concedendo un’esonazione permanente dall’add-on, subordinata al rispetto di una condizione: il bias direzionale combinato non doveva superare il 75% netto in un senso o nell’altro. Il monitoraggio di tale condizione fu affidato a un controllo manuale settimanale da parte di Prime Services Risk. Nei fatti, però, Archegos superò più volte la soglia prevista, ma la banca dimostrò estrema tolleranza, concedendo lunghi periodi di “rientro”, talora fino a cinque mesi, e confidando esclusivamente nelle rassicurazioni verbali del cliente.

Un secondo, ben più significativo, intervento si verificò nel maggio 2019, con la riduzione dei margini sugli equity swap. In precedenza, CS applicava margini iniziali tra il 15% e il 25% del nozionale per gli swap di Archegos, mentre le posizioni cash in Prime Brokerage richiedevano

marginari medi tra il 15% e il 18%. Archegos dichiarò di ricevere condizioni più vantaggiose da un altro prime broker e nel timore di perdere il rapporto, CS accolse la richiesta, riducendo il margine base sugli swap al 7,5% e introducendo formalmente il diritto di aumentarli qualora una singola posizione eccedesse una soglia definita in funzione della liquidità del titolo sottostante. Le analisi di scenario interne conclusero che, anche con il nuovo margine ridotto, la copertura sarebbe stata pari a circa tre volte le perdite stimate in condizioni di stress severo, garantendo in teoria la protezione della banca. Inoltre, la facoltà contrattuale di chiudere le posizioni con preavviso giornaliero e di modificare i margini iniziali a propria discrezione era ritenuta sufficiente a mitigare eventuali rischi emergenti.

Nel corso del 2019, il grado di concentrazione del portafoglio divenne progressivamente più elevato. Pur mantenendo complessivamente una leggera posizione net short, le prime dieci posizioni lunghe in Prime Brokerage rappresentavano già il 75% del valore lordo del portafoglio cash, e le prime quattro il 50%. Tale concentrazione fu riconosciuta da Credit Risk Management come un punto di vulnerabilità nella review di fine anno. Paradossalmente, nello stesso periodo CRM raccomandò di aumentare oltre il doppio il limite di Potential Exposure concesso ad Archegos, mantenendo invariato il rating interno a BB-, nonostante il calo del NAV del fondo a circa 2,5 miliardi di dollari dopo le perdite del 2018 e il limite PE fosse stato superato di circa venticinque volte (530 milioni rispetto ai 20 previsti). Questa scelta confermava un orientamento permissivo anche da parte della funzione di seconda linea, verosimilmente dettato dalla percezione di una collaborazione operativa da parte del cliente e dall'assenza, fino a quel momento, di violazioni formali dei limiti.

Di fronte a questi dati allarmanti, ci si sarebbe aspettata un'immediata azione correttiva: ad esempio un incremento dei margini richiesti, la riduzione forzata delle posizioni, o quantomeno un'escalation ai massimi livelli manageriali. Ciò non avvenne e paradossalmente i team di rischio iniziarono a mettere in dubbio la validità dei dati di PE: a gennaio 2020 CS aveva introdotto un nuovo modello metodologico per calcolare la Potential Exposure, e sia il team PSR sia alcuni analisti CRM ritenevano che la metrica non fosse più affidabile (veniva segnalata come eccessivamente sensibile, generando violazioni "false o esagerate"). Questo scetticismo portò a sminuire l'importanza delle soglie di PE: di fatto, per diversi mesi le violazioni di Archegos vennero in parte giustificate come "artefatti di calcolo". Il team PSR cercò di riequilibrare il portafoglio di Archegos "morbidamente", fu richiesto al fondo di aggiungere posizioni corte su indici azionari generali (come lo S&P 500 o il NASDAQ 100) per compensare il bias long crescente delle posizioni singole, ma il portafoglio rimase fortemente sbilanciato al rialzo, con un net long oscillante tra il 63% e il 95% quasi ogni settimana.

Data la difficoltà nel rientrare dai limiti, PSR e Risk fecero un ulteriore passo discutibile: decisero di modificare il parametro di riferimento per giudicare le esposizioni di Archegos. Alla fine di agosto 2020, con Archegos ancora in grave violazione (PE > 25x il limite e scenario stress 3,5x il limite), il team PSR propose di valutare il portafoglio con uno scenario meno severo, denominato “*Bad Week*”, invece dello scenario di crash azionario storico più stringente sino ad allora usato “*Severe Equity Crash*”. La motivazione addotta fu che il portafoglio di Archegos comprendeva titoli a larga capitalizzazione e molto liquidi, e che CS disponeva comunque del diritto di chiusura giornaliera degli swap: quindi uno scenario di stress meno catastrofico sarebbe stato più “realistico” e avrebbe mostrato esposizioni sotto controllo. Anche con questo escamotage, però, Archegos continuò a mostrare superamenti significativi: ad esempio, il 1° settembre 2020, appena introdotto lo scenario *Bad Week*, l’esposizione di Archegos era quasi il doppio del (nuovo) limite di \$250 milioni. Questo indicava che, comunque la si misurasse, l’esposizione era fuori controllo.

Alla luce di tutto ciò, a gennaio 2021 CRM rivide il rating creditizio interno di Archegos, declassandolo da BB- a B+ (un peggioramento che collocava Archegos nel terzo inferiore delle controparti hedge fund di CS in termini di rating). Nella relazione annuale sul 2020, CRM evidenziò l’aumento della concentrazione del portafoglio di Archegos, l’uso più elevato della leva e la volatilità delle performance come motivi del downgrade. Venne notato anche che Archegos stimava di impiegare “da due settimane a un mese” per liquidare interamente il proprio portafoglio, mentre fino a pochi anni prima dichiarava di poterlo smobilizzare “in pochi giorni”, a riprova del drastico calo di liquidità delle posizioni. Malgrado ciò, sorprendentemente, CRM raccomandò contestualmente di aumentare il limite di Potential Exposure di Archegos da \$20 a \$50 milioni (ufficialmente per adeguarlo alla nuova realtà dimensionale, anche se tale cifra restava largamente superata nella pratica). Questa proposta richiese un’eccezione alle regole interne (per un rating B+ normalmente la policy di CS avrebbe previsto un limite PE ben più basso, intorno a \$10 milioni) e fu approvata dall’Investment Bank CRO a febbraio 2021. Anche il limite di scenario di Archegos venne raddoppiato da \$250 a \$500 milioni. Questo paradosso, declassare la controparte per rischio elevato, ma contemporaneamente alzare i suoi limiti di esposizione, riflette l’approccio attendista adottato: invece di ridurre l’esposizione del cliente per far rientrare i rischi nei paletti originari, CS allargava i paletti stessi, sperando probabilmente in un atterraggio morbido.

L’8 marzo 2021, intuendo la gravità crescente, CRM e PSR riportarono il caso Archegos al CPOC, Counterparty Oversight Committee. Questa volta i dati presentati erano ancora più impressionanti: Archegos era diventato il principale cliente globale di CS in termini di

esposizione lorda in Prime Financing: circa \$20 miliardi di Gross Market Value in posizioni sintetiche, mentre il secondo cliente più grande aveva circa \$5 miliardi. Il portafoglio era *nettamente long* di oltre \$7 miliardi, mentre il secondo cliente più “rialzista” aveva un bias di circa \$1,5 miliardi. Le prime sei posizioni *long* di Archegos erano ciascuna dell’ordine di 1-3 miliardi: in particolare, una posizione valeva \$3,3 miliardi (oltre l’8% del flottante di quel titolo sul mercato), e altre cinque variavano tra \$1,2 e \$1,5 miliardi ciascuna. Fu evidenziato che liquidare posizioni di tale dimensione sarebbe stato estremamente difficoltoso senza impattare i prezzi, a causa della scarsa liquidità relativa e in aggiunta la gran parte di queste posizioni gigantesche era ancora coperta da margini iniziali irrisori

Di fronte a questo quadro, il CPOC finalmente concordò un piano d’azione, anche se ancora molto graduale: si decise di trasferire Archegos alla marginazione dinamica con add-on per concentrazione e liquidità entro due settimane. Inoltre, venne stabilito che se entro metà della settimana del 15 marzo non si fossero visti progressi concreti, CS avrebbe chiesto ad Archegos ulteriori \$250 milioni di margine iniziale come misura tampone. La responsabilità dell’azione fu assegnata formalmente all’Head of PSR, con deadline aprile 2021 per completare la migrazione al nuovo regime.

Nei giorni seguenti, Archegos continuò a prendere tempo sulla proposta di marginazione dinamica. Dalle comunicazioni emerge che tra il 11 e il 19 marzo furono pianificate ben tre conference call per discutere i nuovi margini; tutte e tre vennero cancellate all’ultimo momento dal team di Archegos, con varie scuse. Nel frattempo, contrariamente a ogni logica prudenziale, il business Prime Financing permise al fondo di incrementare ulteriormente le proprie posizioni: tra il 12 e il 25 marzo 2021 Archegos aprì nuove posizioni nette *long* per circa \$1,48 miliardi (sebbene su questi nuovi trade CS impose margini più alti, ~21%, erano comunque nuove esposizioni aggiuntive). Ancora più sorprendente, il 12 marzo CS rinnovò contratti swap *long* esistenti per un valore nozionale di \$13 miliardi, estendendone la scadenza di altri due anni agli stessi margini originari (7,5%). Questo rollover permise ad Archegos di mantenere posizioni enormi alle vecchie condizioni vantaggiose. Sembra che ciò sia avvenuto per errore o mancata coordinazione interna, quasi ignorando le deliberazioni del CPOC: un chiaro indice di carenze di controllo operativo nella divisione

L’evento Archegos ha rappresentato per Credit Suisse un punto di svolta nella definizione e nell’implementazione delle proprie politiche di gestione del rischio. La gravità delle perdite subite e le carenze strutturali emerse hanno agito da catalizzatore per un processo di riforma profonda, avviato già nel secondo trimestre del 2021, in larga misura in linea con le raccomandazioni

formulate dal Comitato Speciale e dal rapporto indipendente Weiss. L'intento non si è limitato a colmare le lacune operative evidenziate dal caso, ma ha perseguito l'obiettivo di introdurre cambiamenti di natura culturale e strutturale volti a prevenire il ripetersi di criticità analoghe. Sul piano organizzativo, la banca ha avviato un ricambio ai vertici delle aree maggiormente coinvolte, sostituendo i responsabili dell'Investment Bank e del Credit Risk Management legati alle attività di Prime Services. Contestualmente, numerosi dipendenti, sia della prima linea di difesa sia della seconda, sono stati rimossi o hanno lasciato l'istituto, in alcuni casi a seguito di provvedimenti disciplinari. Le misure hanno incluso sanzioni finanziarie interne per un ammontare complessivo di circa 70 milioni di dollari.

Parallelamente, Credit Suisse ha avviato un potenziamento della funzione di risk management, accompagnato da un'evoluzione della propria cultura aziendale in materia di rischio. È stato intrapreso un piano di assunzioni mirato all'inserimento di professionisti con competenze specifiche in ambito Prime e derivati, e si è proceduto a una revisione della struttura organizzativa per eliminare sovrapposizioni di incarichi. La governance è stata ridefinita rafforzando il ruolo di comitati come il CPOC, cui sono state attribuite linee guida più stringenti per la gestione delle escalation e delle eccezioni; Un aspetto centrale di questa trasformazione è consistito nella promozione di un approccio in cui i limiti operativi vengano percepiti e trattati come vincoli effettivi e non come soglie flessibili, responsabilizzando la prima linea di difesa nell'assumere un ruolo attivo e preventivo nella gestione del rischio.

Sul versante strategico, la banca ha rivisto al ribasso il proprio risk appetite in diversi segmenti, in particolare nel comparto Prime Services. Sono stati ridotti gli asset ponderati per il rischio e le esposizioni in leva, introducendo tetti massimi alle esposizioni lorde verso singoli clienti per evitare concentrazioni tali da assumere rilevanza sistemica. Contestualmente, è stata adottata per tutti i clienti hedge fund la marginazione dinamica, così da penalizzare automaticamente le esposizioni più rischiose e prevenire situazioni di sottocollateralizzazione protratta, come avvenuto con Archegos. L'innovazione ha riguardato anche i sistemi di monitoraggio e l'infrastruttura informativa. Sono stati previsti investimenti significativi in tecnologia per garantire ai comitati di rischio e al management l'accesso a dati aggiornati e integrati, eliminando la dipendenza da informazioni datate. Il Credit Risk Management ha ottenuto accesso diretto ai flussi di trading in tempo reale e a strumenti di analisi avanzati, così da valutare l'esposizione complessiva dei clienti su più linee di business. Sono stati inoltre sviluppati modelli di stress test più granulari, capaci di simulare scenari estremi di default concentrati, mentre il mandato del gruppo XVA è stato ampliato per consentire una valutazione trasversale e più completa del rischio di controparte nei confronti dei principali clienti multi-prodotto. Anche le procedure di

onboarding e di valutazione reputazionale sono state rese più rigorose. L'esperienza con Bill Hwang ha evidenziato come precedenti rilevanti, quali frodi o interdizioni dai mercati, non possano essere considerati eventi isolati, ma debbano comportare un incremento del livello di due diligence, approvazioni a livelli dirigenziali elevati e, se necessario, restrizioni operative quali minori livelli di leva o un monitoraggio continuo.

### **3.2 Indagini e azioni regolatorie della SEC**

Il collasso di Archegos ha rappresentato un momento di svolta nella riflessione internazionale sul funzionamento dei mercati finanziari e, in particolare, sul ruolo dei family office e sull'utilizzo dei derivati complessi come i total return swaps e i security-based swaps. La vicenda ha messo in luce l'esistenza di gravi lacune regolamentari e di vigilanza, soprattutto sul versante della trasparenza delle posizioni e della gestione del rischio, generando un acceso dibattito tra policymakers, autorità di controllo e operatori di mercato. Nei mesi immediatamente successivi al fallimento di Archegos, diversi osservatori ipotizzarono che la SEC potesse intervenire direttamente sul perimetro regolamentare dei family office, fino a eliminare l'esenzione di cui godono rispetto alla definizione di investment adviser ai sensi dell'Investment Advisers Act del 1940. Altri commentatori, invece, ritenevano probabile un'estensione degli obblighi di disclosure a carico dei family office e di altri soggetti buy-side, così da ridurre le aree di opacità che avevano favorito l'accumulo di esposizioni nascoste da parte di Archegos. Tuttavia, le misure annunciate dalla SEC nel dicembre 2021 mostrano un'impostazione più ampia, volta a intervenire non soltanto sui family office, ma su tutti i partecipanti al mercato dei derivati azionari. Il pacchetto di proposte regolatorie approvato dalla Commissione con voto 3-2 il 15 dicembre 2021 si concentra infatti sul settore dei security-based swaps e introduce tre linee di intervento fondamentali. In primo luogo, la Rule 9j-1 vieta in maniera esplicita qualsiasi condotta fraudolenta, ingannevole o manipolativa connessa alle transazioni in derivati, includendo non solo l'acquisto o la vendita del contratto, ma anche l'esercizio di diritti o l'adempimento di obblighi derivanti dallo stesso. In questo modo, la SEC ha esteso alle operazioni in security-based swaps le tradizionali regole anti-frode già vigenti sui mercati azionari, con l'intento di colmare un vuoto normativo che aveva consentito condotte distorsive non facilmente perseguibili. Un secondo intervento rilevante è contenuto nella Rule 15fh-4(c), che mira a rafforzare le garanzie di indipendenza delle funzioni di controllo interno. La norma vieta a dirigenti, amministratori o dipendenti di entità attive nel mercato dei derivati di porre in essere condotte coercitive, manipolative o fuorvianti nei confronti del Chief Compliance Officer (CCO). Si tratta di un

presidio importante, in quanto la vicenda Archegos ha mostrato come spesso i meccanismi di governance interni non siano in grado di resistere alle pressioni esercitate dal management o dai principali responsabili operativi. L'obiettivo della SEC è dunque quello di garantire che le funzioni di conformità possano operare in piena autonomia, senza subire indebite interferenze. Il terzo pilastro del pacchetto di dicembre 2021 è rappresentato dalla Rule 10B-1, che introduce un obbligo di reporting stringente per tutte le posizioni in security-based swaps che eccedano determinate soglie quantitative. In particolare, la proposta richiede che chiunque detenga posizioni nozionali lorde superiori a 300 milioni di dollari, o che detenga esposizioni superiori al 5% del capitale di una società quotata, debba presentare entro un giorno un apposito Schedule 10B che detagli le caratteristiche della posizione. In alcuni casi, la soglia si riduce a 150 milioni di dollari, a seconda della natura degli strumenti e della composizione della posizione. Le informazioni raccolte vengono rese pubbliche, in modo da consentire al mercato di conoscere in tempo quasi reale le esposizioni più rilevanti. L'impatto di queste nuove regole è duplice: da un lato, esse rafforzano la capacità di supervisione ex ante, permettendo ai regolatori e agli stessi intermediari di monitorare meglio i rischi accumulati dai propri clienti e controparti, dall'altro lato, introducono per gli investitori obblighi di trasparenza ben più gravosi rispetto al passato, con il rischio di determinare costi di compliance significativi. È proprio su questo punto che si è sviluppato un vivace dibattito: alcuni osservatori ritengono che la nuova disciplina imponga un carico amministrativo eccessivo e rischi di produrre fenomeni di over-disclosure, ossia un eccesso di informazioni non facilmente gestibili dai destinatari. Altri, invece, sottolineano come la tempestività del reporting costituisca un elemento imprescindibile per la stabilità del sistema, specie in un contesto in cui operazioni altamente leverage possono determinare effetti contagiosi in tempi rapidissimi. Oltre alle regole sopra citate, la SEC ha proposto di modificare anche gli obblighi di comunicazione previsti dal Securities Exchange Act del 1934 in relazione al possesso rilevante di azioni. La proposta prevede che gli investitori debbano presentare la documentazione entro cinque giorni lavorativi dal superamento della soglia del 5% del capitale di un emittente, o entro un solo giorno lavorativo qualora superino il 10%. Rispetto al regime precedente, che consentiva dieci giorni per l'adempimento, il nuovo quadro introduce una tempistica significativamente più stringente. L'obiettivo dichiarato è quello di evitare che investitori con strategie aggressive possano accumulare posizioni rilevanti senza che il mercato ne sia informato, creando le premesse per operazioni speculative dannose o per acquisizioni ostili non trasparenti. Il dibattito regolatorio seguito al caso Archegos ha anche sollevato l'ipotesi di un intervento diretto sui family office, ad esempio attraverso l'obbligo di registrazione come investment advisers o la richiesta di certificazioni di onorabilità per i membri che intendano beneficiare dell'esenzione. Tuttavia, al momento, la SEC non ha adottato misure di questo tipo, preferendo

un approccio generalista volto a disciplinare le dinamiche di mercato indipendentemente dalla forma giuridica dell'operatore. È comunque probabile che, in futuro, ulteriori proposte possano riguardare più specificamente i family office, alla luce delle criticità emerse e della particolare rilevanza sistemica che essi possono assumere pur restando formalmente al di fuori del perimetro regolamentato.

### **3.3 Il rapporto FSB per affrontare i rischi di leva nel settore NBFi**

Il rapporto del Financial Stability Board (FSB) analizza i rischi derivanti dall'uso della leva finanziaria nel settore dell'intermediazione non bancaria (NBFi), che negli ultimi dieci anni è cresciuto fino a rappresentare quasi la metà delle attività finanziarie globali. L'uso della leva rende più vulnerabile il sistema, poiché può amplificare shock e diffondere instabilità attraverso interconnessioni, concentrazioni di esposizioni, strategie simili adottate da più operatori (crowdedness) e squilibri di liquidità, specialmente nei mercati finanziari core o nei rapporti con istituzioni sistemiche. Il rapporto richiama quattro episodi recenti di stress:

- Marzo 2020, “dash for cash”: l'aumento dei margini sui Treasury USA e nel mercato repo ha spinto gli hedge fund a liquidare posizioni, amplificando la volatilità.
- Marzo 2021, default di Archegos
- 2022, crisi nei mercati delle materie prime
- Settembre 2022, crisi dei fondi LDI nel Regno Unito

Le vulnerabilità emerse nei casi recenti hanno spinto il FSB a formulare un pacchetto di nove raccomandazioni. Queste linee guida intendono fornire alle autorità strumenti operativi per prevenire il ripetersi di episodi di instabilità legati alla leva, con particolare attenzione ai mercati finanziari centrali e alle interconnessioni con istituzioni sistemiche.

La prima raccomandazione riguarda la creazione di un quadro domestico di identificazione e monitoraggio dei rischi. Le autorità nazionali sono invitate a sviluppare sistemi capaci di misurare regolarmente il grado di leva degli NBFi, distinguendo tra leva finanziaria e leva sintetica, e a seguirne l'evoluzione nel tempo. Tali sistemi devono includere indicatori specifici: livello di leverage lordo e netto, entità e composizione del collaterale, esposizione ai rischi di liquidità derivanti da margin call, sensibilità delle posizioni a variazioni di mercato e grado di concentrazione delle esposizioni. L'obiettivo è fornire un quadro chiaro e comparabile, anche a

livello internazionale, che permetta di individuare tempestivamente situazioni di rischio sistemico e di coordinare meglio le risposte regolamentari.

La seconda raccomandazione sottolinea la necessità di migliorare la disponibilità, la qualità e l'accesso ai dati, indispensabili per un monitoraggio efficace dei rischi nel settore NBFIs. Il FSB individua quattro criticità principali: l'insufficiente utilizzo dei dati disponibili, la scarsa qualità in termini di accuratezza e tempestività, le difficoltà di accesso alle informazioni detenute da altre autorità e le lacune nei requisiti di reporting. Per affrontare tali problematiche, viene raccomandato di rafforzare i regimi di raccolta e condivisione, favorendo standard comuni e l'integrazione di fonti diverse, così da garantire una valutazione più accurata dei rischi e una maggiore trasparenza complessiva del sistema finanziario.

La terza raccomandazione si concentra sul miglioramento delle divulgazioni pubbliche riguardanti l'utilizzo della leva finanziaria da parte delle istituzioni non bancarie. Le autorità sono invitate a valutare se il livello di dettaglio, la frequenza e la tempestività delle informazioni rese disponibili al pubblico siano sufficienti a individuare e mitigare i rischi per la stabilità finanziaria, oppure se sia necessario introdurre nuove forme di disclosure. L'obiettivo è favorire una maggiore trasparenza del sistema, permettendo agli operatori di comprendere meglio i livelli di esposizione presenti sul mercato e di gestire con più efficacia i rischi legati alla leva.

La qualità e l'utilità di queste informazioni dipendono da come vengono diffuse: dati troppo aggregati o pubblicati con forte ritardo perdono gran parte del loro valore, mentre divulgazioni più tempestive e disaggregate, come la pubblicazione periodica di statistiche sull'andamento delle posizioni aggregate o dei volumi registrati nei Trade Repositories, possono diventare strumenti essenziali di analisi e di gestione dei rischi. In quest'ottica, le autorità potrebbero, ad esempio, rendere pubblici dati sull'ammontare della leva utilizzata dalle diverse categorie di nonbank, o informazioni riguardanti la liquidità e il posizionamento nei mercati dei derivati, degli SFT e dei titoli. Ciò permetterebbe di individuare più facilmente accumuli di rischio, concentrazioni e strategie simili adottate da operatori diversi, riducendo la probabilità che tali fattori diventino amplificatori di instabilità. Tuttavia, l'aumento della trasparenza deve essere calibrato con attenzione per evitare conseguenze indesiderate. La divulgazione di informazioni troppo granulari, ad esempio a livello di singola posizione, potrebbe scoraggiare la partecipazione degli operatori al mercato o indurli a modificare il proprio comportamento per rimanere al di sotto delle soglie di reporting, con il rischio di ridurre la liquidità complessiva. Per questa ragione, ogni intervento deve trovare un equilibrio tra benefici della trasparenza e possibili effetti collaterali,

garantendo al tempo stesso che i nuovi obblighi di segnalazione non si traducano in costi eccessivi per gli operatori.

La quarta raccomandazione pone l'attenzione sui rischi che l'utilizzo della leva da parte delle istituzioni finanziarie non bancarie può generare nei mercati finanziari centrali, come quelli dei titoli di Stato, dei repo e dei derivati, il cui corretto funzionamento è essenziale per la stabilità del sistema e per il sostegno all'economia reale. Le autorità di vigilanza sono invitate a sviluppare un approccio unitario e coerente, selezionando e applicando misure efficaci e proporzionate nei casi in cui non siano ancora state introdotte soluzioni adeguate. Tali misure possono avere natura diversa: quelle basate sulle attività mirano a ridurre strategie e pratiche eccessivamente indebitate, anche se poste al di fuori dei tradizionali perimetri regolamentari; quelle basate sulle entità incidono direttamente sul livello di leva delle singole istituzioni o di gruppi di nonbank, rafforzandone la resilienza; infine, le misure legate alla concentrazione intendono contenere i rischi derivanti da esposizioni troppo omogenee e affollate in specifici mercati o strumenti. Poiché nessuna misura isolata è sufficiente ad affrontare la complessità dei rischi sistemici, le autorità dovrebbero considerare l'adozione di combinazioni di strumenti complementari, calibrandoli in funzione delle caratteristiche dei mercati nazionali e della natura delle entità coinvolte. In questa prospettiva, i quadri normativi esistenti dovrebbero essere sottoposti a un riesame periodico e, se necessario, integrati o ampliati in modo da fornire agli organismi di vigilanza strumenti giuridici più solidi ed efficaci. Allo stesso tempo, è fondamentale che le misure adottate non generino effetti collaterali indesiderati, come un'eccessiva riduzione della liquidità, un aumento ingiustificato dei costi di transazione e di copertura o comportamenti opportunistici di spostamento del rischio da parte di entità complesse in grado di riallocare le proprie posizioni tra mercati diversi.

La Raccomandazione 5 precisa i criteri che dovrebbero orientare le autorità nella scelta delle misure di politica volte a mitigare i rischi per la stabilità finanziaria derivanti dalla leva delle NBFi nei mercati finanziari centrali. L'enfasi non è tanto sulla tipologia di strumenti disponibili, già delineata nella raccomandazione precedente, quanto piuttosto sul processo di selezione delle misure più adeguate rispetto ai rischi concretamente individuati. La scelta deve basarsi su un'analisi attenta dell'efficacia attesa di ciascuna misura e dei possibili effetti indesiderati, valutando ad esempio se un intervento possa ridurre la liquidità di mercato, innalzare i costi di copertura o generare comportamenti opportunistici da parte delle entità interessate. Allo stesso tempo, occorre considerare i costi di implementazione e l'impatto complessivo sull'operatività degli intermediari, affinché le misure risultino proporzionate alla gravità e alla natura del rischio. Un ulteriore elemento da tenere in conto è il contesto internazionale: l'armonizzazione delle

risposte tra diverse giurisdizioni contribuisce a evitare arbitraggi regolamentari e a rafforzare l'efficacia complessiva degli interventi.

La Raccomandazione 6 evidenzia l'importanza di applicare in modo tempestivo e completo le linee guida del Comitato di Basilea (BCBS) sul rischio di credito della controparte, considerate fondamentali per ridurre i rischi legati alla leva delle NBFi. Questi rischi nascono soprattutto dai rapporti tra le banche, che forniscono la leva, e le entità non bancarie che la utilizzano: un canale che può amplificare le vulnerabilità e trasmetterle al sistema finanziario nel suo complesso. Per questo le autorità devono monitorare costantemente tali collegamenti, non solo dal punto di vista delle singole istituzioni, ma anche da una prospettiva sistemica. Un aspetto rilevante riguarda le entità non bancarie meno coperte dalla regolamentazione, i cui rischi non possono essere gestiti efficacemente con le sole misure già previste nelle raccomandazioni precedenti. In questi casi assumono un ruolo centrale le pratiche di gestione del rischio adottate dai fornitori di leva e le regole che disciplinano la concessione della leva stessa. Il FSB sostiene quindi la piena attuazione delle linee guida del BCBS e ribadisce l'importanza che le banche valutino attentamente la quantità e la qualità delle informazioni ricevute dalle controparti, così da garantire una gestione più solida dei rischi e una maggiore protezione della stabilità finanziaria.

La Raccomandazione 7 affronta il tema della disclosure non dal punto di vista delle autorità di vigilanza, come avviene nella Raccomandazione 3, ma concentrandosi sulle pratiche di scambio informativo tra le NBFi a leva e i loro fornitori di leva. Si tratta quindi di un livello micro, essenziale per garantire che banche e intermediari dispongano di dati sufficienti, pertinenti e tempestivi per valutare correttamente il rischio di credito della controparte. Le informazioni oggi fornite dalle NBFi sono infatti eterogenee, spesso non standardizzate e di qualità variabile, il che limita la capacità degli intermediari di avere una visione coerente e comparabile delle proprie esposizioni. Per colmare queste lacune, il FSB propone che le autorità, in collaborazione con l'industria, sviluppino meccanismi e linee guida comuni che rendano più efficace la disclosure privata, pur preservando la riservatezza delle strategie e delle posizioni proprietarie degli operatori. L'obiettivo è armonizzare le pratiche, definendo standard minimi di granularità e frequenza dei dati, così da garantire una maggiore trasparenza sulle esposizioni aggregate, sulle concentrazioni e sulle strategie comuni adottate dalle controparti.

La Raccomandazione 8 del FSB si concentra sul rischio di arbitraggio regolamentare derivante da trattamenti normativi incoerenti delle diverse forme di concessione della leva finanziaria alle istituzioni non bancarie. In altre parole, quando prodotti o strutture simili ricevono un trattamento regolamentare differente, le NBFi possono scegliere la modalità più favorevole dal punto di vista

dei vincoli normativi, aumentando l'opacità e trasferendo rischi verso le aree meno presidiate del sistema finanziario. Questo può accrescere la vulnerabilità complessiva dei mercati, incentivando un uso eccessivo della leva e creando distorsioni negli incentivi degli operatori. Per affrontare questo problema, il FSB raccomanda che le autorità nazionali conducano revisioni regolari dei propri quadri normativi, con l'obiettivo di identificare eventuali incongruenze e comprenderne le cause. Le valutazioni devono riguardare sia le tipologie di strumenti utilizzati, come operazioni di finanziamento tramite titoli e derivati, sia le modalità di controparte, distinguendo tra transazioni bilaterali e quelle compensate centralmente, sia le diverse forme di finanziamento, ad esempio strutture sintetiche rispetto a quelle basate su titoli. Alcune differenze di trattamento possono risultare giustificate da specifiche caratteristiche tecniche o di rischio, ma quando non vi sono ragioni sostanziali occorre procedere a un riallineamento, in modo da garantire coerenza e ridurre le opportunità di arbitraggio.

La Raccomandazione 9 del FSB mette in rilievo la necessità di rafforzare la cooperazione internazionale per affrontare i rischi derivanti dalla leva delle istituzioni non bancarie, soprattutto quando questi hanno natura transfrontaliera. Poiché una parte significativa della leva è concessa oltre i confini nazionali, gli shock generati in una giurisdizione possono facilmente propagarsi ad altre, aumentando la probabilità di contagio e di instabilità sistemica. Per ridurre tali vulnerabilità, le autorità sono invitate a dotarsi di strumenti che consentano uno scambio costante ed efficace di informazioni, sia in situazioni ordinarie sia in contesti di crisi. In questa prospettiva, i Memorandum of Understanding (MoU) rappresentano uno strumento fondamentale: essi fissano le condizioni legali e operative per la condivisione dei dati, stabilendo regole di riservatezza e limiti d'uso che favoriscono un coordinamento tempestivo e sicuro. Un ulteriore elemento di rilievo riguarda la necessità di armonizzare i dati e le metriche impiegate dalle diverse giurisdizioni. La comparabilità delle informazioni consente infatti di rafforzare la capacità collettiva di monitoraggio e di prevenire fenomeni di arbitraggio regolamentare, che potrebbero spostare le attività verso aree meno stringenti dal punto di vista normativo.

## Conclusioni

Il percorso di ricerca sviluppato in questa tesi nasce dall'intento di comprendere in che modo il caso Archegos Capital Management rappresenti un campanello d'allarme per la stabilità del sistema finanziario globale, non tanto per l'entità del danno economico in sé, quanto per le dinamiche che ne hanno reso possibile l'esplosione e la diffusione. L'obiettivo iniziale era quello di indagare le fragilità di un settore che si muove al confine tra regolamentazione e deregolamentazione, e che trova nei family office, negli strumenti derivati over-the-counter e nei meccanismi di leva estrema gli elementi più critici. Oggi, a conclusione del lavoro, è possibile restituire una visione d'insieme che permetta non solo di rileggere il caso Archegos con maggiore consapevolezza, ma anche di collocarlo in un discorso più ampio riguardante la non-bank financial intermediation e i rischi sistemici che ne derivano.

Il primo risultato evidente è che Archegos ha dimostrato quanto il confine tra intermediazione tradizionale e non tradizionale sia diventato labile. Il family office guidato da Bill Hwang non aveva obblighi di trasparenza paragonabili a quelli di banche o fondi regolamentati, e tuttavia ha potuto accedere senza grandi ostacoli a ingenti risorse finanziarie. Questa condizione ha creato una distorsione rilevante: un soggetto formalmente privato, pensato per gestire patrimoni familiari, si è trasformato in un attore di mercato capace di generare esposizioni miliardarie, senza che vi fosse un monitoraggio proporzionato alla portata delle operazioni. Da qui deriva una prima considerazione: la definizione giuridica e operativa di family office, così come si è evoluta dopo la crisi del 2008, non appare più adeguata a fronteggiare la complessità attuale.

Un secondo elemento emerso riguarda il ruolo degli strumenti derivati OTC, e in particolare dei total return swap. Il meccanismo che ha consentito ad Archegos di accumulare posizioni senza doverle esporre formalmente in bilancio rappresenta una dimostrazione lampante delle zone d'ombra che ancora caratterizzano la finanza globale. Nonostante i progressi compiuti con gli accordi di Basilea e con le normative post-crisi, resta infatti uno spazio in cui la leva può essere moltiplicata e occultata, aggirando la logica della disclosure e della supervisione prudenziale. La vicenda Archegos evidenzia quindi che la trasparenza dei mercati non è solo una questione di principi, ma una condizione imprescindibile per la loro stabilità.

Il terzo risultato riguarda la dimensione relazionale e informativa tra le banche e i loro clienti più sofisticati. Le prime brokerage divisions hanno fornito a Hwang l'accesso a volumi di credito enormi, spesso senza un adeguato coordinamento interno e con una fiducia eccessiva nella capacità del cliente di gestire il rischio. La frammentazione informativa tra divisioni, unita

all'assenza di un quadro unitario delle esposizioni, ha reso il sistema cieco proprio nel momento in cui avrebbe avuto bisogno di maggiore lucidità. Questo punto si lega al tema più generale dell'asimmetria informativa: non solo tra cliente e istituzioni, ma anche all'interno delle stesse istituzioni finanziarie.

Il quarto aspetto riguarda le conseguenze sistemiche. Il collasso di Archegos non ha generato una crisi globale come quella del 2008, ma ha comunque prodotto perdite significative per banche di primo piano e ha rivelato vulnerabilità che potrebbero amplificarsi in altri contesti. In questo senso, la rilevanza del caso non sta tanto nella dimensione economica immediata, quanto nel suo valore di monito. Esso mostra come un singolo attore, privo di obblighi di reporting, possa diventare il punto di rottura di catene finanziarie globali, generando shock che si propagano in modo rapido e difficile da contenere.

Per quanto riguarda le risposte regolatorie, l'analisi sviluppata ha mostrato come le autorità abbiano reagito lungo percorsi differenti ma complementari. L'indagine condotta da Paul Weiss ha rappresentato un punto di partenza importante, poiché ha evidenziato con chiarezza le responsabilità interne alla governance di Credit Suisse, sottolineando come la mancanza di coordinamento tra le diverse divisioni abbia amplificato l'impatto delle perdite. Parallelamente, le iniziative promosse dalla SEC hanno avuto l'obiettivo di riaffermare il principio di una vigilanza più stringente e capace di ridurre le zone d'ombra entro cui operano soggetti come i family office. Tuttavia, il caso Archegos dimostra anche che l'evoluzione degli strumenti finanziari procede a una velocità tale da rendere difficile per la regolamentazione mantenere un passo adeguato, con il rischio di un costante ritardo delle regole rispetto alle pratiche di mercato. In una prospettiva più ampia, il contributo del Financial Stability Board ha assunto un ruolo centrale perché ha cercato di collocare il caso all'interno di un quadro di rischi sistemici che vanno oltre il singolo episodio. L'accento non è stato posto soltanto sulla questione tecnica della leva finanziaria utilizzata da soggetti non bancari, ma soprattutto sulla carenza di strumenti di vigilanza che permettano di intercettare per tempo segnali di squilibrio. L'indicazione chiave emersa dal FSB è la necessità di rafforzare un approccio internazionale e coordinato, che superi i limiti delle singole giurisdizioni e consenta di avere una visione integrata delle esposizioni globali. In questo senso, l'attenzione non si concentra unicamente sulla capacità di reagire dopo il verificarsi di una crisi, ma sull'esigenza di costruire sistemi di monitoraggio preventivo, capaci di anticipare la formazione di rischi e di intervenire in maniera proattiva. È proprio questa dimensione di prevenzione e cooperazione globale che rende il documento del FSB un tassello fondamentale nel dibattito sul futuro della stabilità finanziaria.

Arrivati a questo punto, appare chiaro che la vicenda Archegos non è un'anomalia isolata, ma un sintomo di un sistema in trasformazione. La crescita della non-bank financial intermediation, che comprende family office, hedge fund, fondi di private equity, piattaforme fintech e compagnie assicurative, sta ridisegnando gli equilibri della finanza mondiale. Questo universo parallelo opera spesso con logiche simili a quelle bancarie, ma senza gli stessi vincoli prudenziali. Se da un lato ciò consente una maggiore flessibilità e innovazione, dall'altro aumenta l'esposizione a rischi poco controllati e difficili da quantificare.

In conclusione, la tesi ha raggiunto l'obiettivo di mostrare come la combinazione di leva estrema, opacità informativa e assenza di controlli adeguati possa mettere in crisi la stabilità del sistema finanziario globale. I risultati emersi indicano chiaramente la necessità di ripensare i confini della regolamentazione e di rafforzare la cultura della trasparenza. Allo stesso tempo, il lavoro invita a guardare oltre il singolo caso, riconoscendo che Archegos è il segnale di un cambiamento strutturale che riguarda l'intera architettura della finanza contemporanea. È in questa prospettiva che il fallimento di un family office privato si trasforma in un'occasione per riflettere criticamente sul futuro della finanza e sulla responsabilità condivisa di renderla più sicura, resiliente e sostenibile.

## Bibliografia

A&O SHEARMAN, ECB draws lessons from Archegos collapse in report on counterparty credit risk governance and management- The collapse of Archegos has prompted a review of 23 European banks by the ECB, 18 Luglio, 2023. Disponibile : <https://www.aoshearman.com/en/insights/ao-shearman-on-the-ecb/ecb-draws-lessons-from-archegos-collapse-report-counterparty-credit-risk-governance-and-management>

Adrian, T., & Jones, B. (2018). Shadow Banking and Market-Based Finance. International Monetary Fund.

Aikman, J. S. (2010). When Prime Brokers Fail: The Unheeded Risk to Hedge Funds, Banks, and the Financial Industry.

AMRO: The Failure of Archegos Capital Management: Estimating Potential Spillovers to ASEAN+3 Financial Systems, Aprile 2021. Disponibile: <https://www.amro-asia.org/wp-content/uploads/2021/04/AMRO-Analytical-Note-The-Failure-of-Archegos-April-14-2021.pdf>

Banca d'Italia, Notes on Financial Stability and Supervision, No.26, October 2021, N.Brianzoli, A.Miglietta, F.Nucera, O.Panzarino, C.Porello- Lessons learned from the collapse of Archegos: policy and financial stability implications (pdf).

Bill Hwang: Chi è l'uomo dietro il collasso del fondo Archegos, 30 Novembre 2022, Investire. BIZ. Disponibile: <https://investire.biz/biografie/bill-hwang-chi-e-uomo-dietro-collasso-fondo-hedge-fund-archegos-capital-management-carriera-biografia-vita>

Bill Hwang's Archegos: A timeline of the fund's spectacular \$10 billion failure, Nupur Anand, Reuters, 2022. Disponibile: <https://www.reuters.com/business/finance/rise-fall-bill-hwangs-archegos-capital-management-2024-05-08/>

Bill Hwang: Pioneer of Wall Street's Asia investing and culprit behind Archegos blowup, The Korea Herald, 2021. Disponibile : <https://www.koreaherald.com/article/2586907>

Boston University School of Law, Febbraio 2022. -Archegos Capital Management and Family Office regulation Reform. Disponibile: <https://sites.bu.edu/dome/2022/02/25/archegos-capital-management-and-family-office-regulation-reform/>

Bouveret, A. and Haferkorn, M. TRV Risk- Leverage and derivatives- the case of archegos, Esma document number: 50-165-2096, Maggio 2022. Disponibile: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-2096\\_leverage\\_and\\_derivatives\\_the\\_case\\_of\\_archegos.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-2096_leverage_and_derivatives_the_case_of_archegos.pdf)

Chance, D. M., & Brooks, R. (2020). An Introduction to Derivatives and Risk Management (10th ed.). Cengage Learning.

Chi è l'investitore dietro Archegos, l'hedge fund che ha fatto crollare le azioni di Credit Suisse e Nomura, Forbes Italia, 29 Marzo 2021. Disponibile: <https://forbes.it/2021/03/29/come-archegos-bill-hwang-causato-svendita-30-miliardi>

Colin P. Marks, ST.Mary's University School of Law, Total Return Meltdown: The case for treating Total return swaps as disguised secured transactions, 2023. Disponibile: [https://commons.stmarytx.edu/cgi/viewcontent.cgi?params=/context/facarticles/article/1655/&path\\_info=Marks\\_50PeppLRev93.pdf&utm](https://commons.stmarytx.edu/cgi/viewcontent.cgi?params=/context/facarticles/article/1655/&path_info=Marks_50PeppLRev93.pdf&utm)

Credit Suisse Management response to the Paul Weiss report, Zurigo, 29 luglio, 2021 (pdf)

Credit Suisse Report based on the independent external investigation into Archegos Capital Management, commissioned by the Board of directors- Paul Weiss report, Zurigo, 29 luglio, 2021. (pdf).

E. Schatzker, S.Natarajan and K. Burton, Bill Hwang Had \$20 Billion, Then lost it all in two days, Bloomberg, Aprile 2021. Disponibile: <https://www.bloomberg.com/news/features/2021-04-08/how-bill-hwang-of-archegos-capital-lost-20-billion-in-two-days>

Final from PRA ( Bank of England) to Credit suisse, Report of failures in monitoring Archegos as a Prime Services client, 21 Luglio, 2023. (pdf)

FSB Report 2025, Leverage in Nonbank Financial Intermediation, 9 Luglio 2025 (pdf)

Hedge Funds and Prime Broker Risk, M.Dahlquist, S.Rottke, V.Sokolovski, E.Sverdrup, 15 Gennaio 2024 (pdf)

Hull, J. C. (2017). Options, Futures, and Other Derivatives (9th ed.). Pearson.

Lederman, J., & Klein, R. A. (1995). Hedge Fund Investing. McGraw-Hill.

Lukas I. Alpert, MarketWatch, Bill Hwang lost \$35 billion in a spectacular trading implosion, 8 Maggio 2024. Disponibile: <https://www.marketwatch.com/story/bill-hwang-lost-35-billion-in-a-spectacular-trading-implosion-now-prosecutors-will-try-to-prove-it-was-a-crime-eaecdf56>

M. Tindera and Miller, j- Financial Times, Audio transcript of the Behind the Money podcast episode: ' Was the Archegos implosion illegal?', 8 Maggio 2024. Disponibile: <https://www.google.com/search?client=safari&rls=en&q=Transcript%3A+Was+the+Archegos+implosion+illegal%3F++Michela+Tindera+talks+to+FT's+legal+correspondent+Joe+Miller&ie=UTF-8&oe=UTF-8>

Mallaby, S. (2010). More Money Than God: Hedge Funds and the Making of a New Elite. Penguin Press.

Medium, Archegos Fallout Intensifies: Global banks as Regulatory Scrutiny Mounts. Disponibile: <https://medium.com/vanguard-global-politics/archegos-fallout-intensifies-global-banks-reel-as-regulatory-scrutiny-mounts-959beba8395e>

Moeser, N., & Skan, J. (2019). The Rise of the Family Office: The Evolution of the Private Investment Firm. Accenture Research.

Murphy, M. Boston University School of Law, 2022. -The failure of Archegos Capital Management and the Modern Family Office Industry. Disponibile: [https://www.bu.edu/rbfl/files/2023/03/4-spring\\_2022\\_v412\\_RBFL\\_Murphy-Note.docx.pdf](https://www.bu.edu/rbfl/files/2023/03/4-spring_2022_v412_RBFL_Murphy-Note.docx.pdf)

Olmedo, J.A., Anguren Martín, R. Gamoneda Roca M. and Pérez Rodríguez P. -Banco de España, Financial stability review issue 41- Archegos and Greensill: collapse, reactions and common features , Autunno 2021. Disponibile: [https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinancera/21/3\\_Archegos\\_FSR41.pdf](https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinancera/21/3_Archegos_FSR41.pdf)

Press Release U.S. Attorney's Office ( Southern District of New York), Founder and head of Archegos Capital Management Bill Hwang sentenced to 18 years in prison for orchestrating massive market manipulation and fraud schemes, Dicembre 2021. Disponibile: <https://www.justice.gov/usao-sdny/pr/founder-and-head-archegos-capital-management-bill-hwang-sentenced-18-years-prison>

Review of OTC derivatives market reforms, FSB, Effectiveness and broader effects of the reforms, 29 Giugno 2017 (pdf)

Russell, R. M. (2020). The Family Office: Advising the Financial Elite (2nd ed.). Globe Pequot Press.

S.Alvaro, G.Siciliano, C.Angelici- Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria: dai bulbi di tulipani ai mutui sub-prime, Consob, Luglio 2016. Disponibile: <https://www.consob.it/documents/11973/201676/qg10.pdf/a5fca1dc-71a5-43f0-b4bb-5881993ac371>

Sid Barthakur, Inceptone, Fund Collapse: 2021- Archegos capital Management- A review of its sudden collapse and the resulting impact, 11 Aprile, 2023. Disponibile: <https://www.inceptone.com/posts/fund-collapse>

The double bind of asymmetric information in over-the-counter markets, T.Makinen and F.Palazzo, Banca d'Italia (pdf)

The Gazelle, Falcon Finance: when risk goes wrong: the case of Bill Hwang and Archegos Capital, Aprile 2021. Disponibile: <https://www.thegazelle.org/issue/203/when-risk-goes-wrong>

Trung Phan, The man who lost \$20B in 2 days: the rise and fall of Bill Hwang, Workweek, 30 Aprile, 2024. Disponibile: <https://workweek.com/2022/04/30/the-man-who-lost-20b-in-2-days/>

UBS Group AG. (2023, 24 luglio). UBS group AG resolves Credit Suisse regulatory matters related to Archegos ( pdf Comunicato stampa)

X. Chen Min, C. Menendez, C. Spenninger, Governance for stakeholders Case study archegos, 2022. Disponibile: <https://governanceforstakeholders.com/wp-content/uploads/2023/03/Archegos-case-study.pdf>