

Alternative Investment Fund Managers

Aspetti critici della nuova regolamentazione

di Luca Fava

Introduzione

Dopo un iter di consultazioni iniziato nel 2006, accelerato dall'attuale crisi finanziaria, la Commissione Europea in data 30 aprile ha emanato una proposta di direttiva incentrata sulla regolamentazione degli *Alternative Investment Fund Managers* (AIFM).

La normativa introdurrà obblighi armonizzati a carico dei soggetti che svolgono funzioni di gestione e di amministrazione dei fondi di investimento alternativi.

Lo scopo della Commissione è quello di creare un quadro UE sicuro e armonizzato in materia di controllo e di vigilanza dei rischi. Tuttavia il settore ha reagito duramente, evidenziando da un lato gli aspetti negativi di un approccio normativo basato su "one size fits all" e dall'altro gli alti costi derivanti dall'implementazione della normativa; inoltre i *policy-makers* nazionali hanno bollato la direttiva come quasi inutile e altamente inefficace, affermando come le regole proposte siano piene di scappatoie.

Questo paper intende evidenziare gli aspetti critici attraverso un'analisi della direttiva, del settore oggetto di tale regolamentazione e dei suoi principali attori.

1. *Alternative Investment Funds, cosa sono?*

Nell'Unione Europea i fondi di investimento possono essere classificati come UCITS (*Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities*)¹ e non UCITS (o non armonizzati).

I fondi UCITS sono quelli che rispondono alle norme armonizzate che fanno riferimento alla Direttiva (85/611/CEE) e sono autorizzati per la vendita al mercato al dettaglio. Tutti i fondi che rispettano i criteri e i limiti in essa contenuti relativi alle politiche di investimento, di gestione e di deposito acquisiscono la definizione di armonizzati.

¹ in italiano OICVM, cioè Organismi d'Investimento Collettivo in Valori Mobiliari. Gli OICVM interessati, sia di natura contrattuale (fondi comuni d'investimento gestiti da una società di gestione) sia aventi forma statutaria (società d'investimento), devono ottemperare ai seguenti requisiti: la loro unica attività consiste nell'investimento collettivo dei capitali raccolti presso il pubblico in valori mobiliari e/o in altre attività liquide; il principio della ripartizione dei rischi ne regola il funzionamento; le quote vengono riacquistate o rimborsate a carico delle attività di tali organismi

KEY FINDINGS

- La proposta di direttiva introduce l'obbligo giuridico dell'autorizzazione e il regime di vigilanza per tutti i gestori di Alternative Investment Funds nell'Unione Europea.
- La regolamentazione presenta un inappropriato "one size fits all" approccio regolatorio.
- Il settore del Private Equity e quello degli Hedge Fund sono colpiti duramente. Gli alti costi di implementazione e i limiti all'operatività costituiscono le principali criticità.
- Una semplice armonizzazione delle leggi nazionali esistenti eviterebbe una soffocante e costosa regolamentazione.

Luca Fava (Sestri Levante 1982) si è laureato cum laude in Economia e Management degli Intermediari Finanziari presso l'Università degli Studi di Genova, con una tesi in Financial Markets dedicata a "L'impatto della crisi subprime sul mercato finanziario". Attualmente nel medesimo istituto collabora con diversi professori. Si interessa principalmente di tematiche legate ai mercati finanziari, settore nel quale annovera diverse esperienze sul campo.

Al fine di comprendere le differenze tra le due categorie, risulta opportuno analizzare i limiti operativi previsti dalla normativa europea. Gli investimenti degli UCITS possono essere costituiti solo da:

- ➔ valori mobiliari e strumenti del mercato monetario che siano quotati o negoziati su un mercato regolamentato nazionale o di un altro Stato, o di nuova emissione purché l'ammissione alla borsa valori o ad un mercato regolamentato sia ottenuta entro un anno dalla domanda;
- ➔ quote di UCITS autorizzati in conformità alla presente direttiva, ovvero di altri organismi d'investimento collettivo le cui regole applicabili risultino equivalenti ai requisiti applicabili a un UCITS;
- ➔ depositi presso un istituto di credito rimborsabili a richiesta ovvero che possano essere ritirati con una scadenza non superiore a 12 mesi;
- ➔ strumenti finanziari derivati negoziati su un mercato regolamentato o privatamente;
- ➔ altri strumenti del mercato monetario rispondenti alle esigenze di protezione degli investitori e del risparmio, emessi o garantiti da alcune categorie di emittenti definiti.

Le società di gestione e d'investimento, nonché il depositario non possono contrarre prestiti, tranne nel caso di prestiti temporanei e, nel caso di società d'investimento, per prestiti di funzionamento indispensabili alla loro attività. Tali società non possono neppure concedere crediti o garantire per conto terzi, né effettuare vendite allo scoperto di valori mobiliari, di strumenti del mercato monetario o di altri strumenti finanziari.

Al contrario i fondi non armonizzati o AIF (*Alternative Investment Funds*) non devono sottostare a questi limiti e non compongono una classe omogenea; investono in diverse classi di *asset*, utilizzano differenti strategie di investimento, e possono fare ricorso alla leva finanziaria. Attualmente l'attività dei gestori di fondi di investimento alternativi è disciplinata da una combinazione di atti normativi nazionali in materia finanziaria e di diritto societario e da disposizioni generali del diritto comunitario. Tra questi le principali categorie sono: *Real Estate Funds*, *Private equity Funds*, *Hedge funds*, *Fund of alternative investment funds*, *Commodity Funds*, *Infrastructure Funds*.

Nella fattispecie degli AIF rientrano anche gli *Special funds* o *Institutional funds*, i quali non possono essere catalogati in nessuna delle precedenti categorie perché non han-

TABELLA 1

Fondi non- UCITS divisi per categoria

	30/09/2008		31/12/2007	
	€ bn	Share	€ bn	% chg ⁽²⁾
Special/Institutional funds	914	41%	945	-3.3%
British investment trusts	55	2%	79	-30.8%
French employees saving funds	76	3%	85	-10.6%
Luxembourg other funds (part 2)	84	4%	102	-17.7%
Real-estate funds	213	10%	208	2.6%
Other	166	7%	170	-2.6%
Sub-Total	1,508	68%	1,589	-5.1%
Sub-Total incl. Ireland	1,663	75%	1,696	-4.9%
Hedge funds	566	25%		
Total	2,229	100%		

Fonte: EFAMA for non-UCITS; Morningstar for Hedge funds (various reporting dates, mainly in Q4 2008)

no limiti di tipologia di *asset* o di strategia di investimento.

La nuova Direttiva Europea disciplina questi AIF, e più specificatamente i loro gestori (AIFMs – *Alternative Investment Funds Managers*).

2. La Direttiva

Per assicurare che tutti i gestori di fondi di investimento alternativi operanti nell'Unione Europea siano soggetti ad una vigilanza effettiva, la proposta di direttiva introduce l'obbligo giuridico dell'autorizzazione e il regime di vigilanza per tutti i manager (gestori) di *Alternative Investment Funds* (Fondi di investimento alternativo) nell'Unione Europea.

Il regime verrà applicato a prescindere dal domicilio legale del fondo di investimento alternativo gestito. La direttiva non si applica a quei manager che gestiscono portafogli di fondi di investimento alternativi con meno di 100 milioni di euro di attività o con meno di 500 milioni di euro nel caso di gestori di fondi di investimento alternativi che gestiscono solo fondi che non utilizzano la leva finanziaria e che non concedono agli investitori diritti di riscatto per un periodo di cinque anni a partire dalla data di costituzione di ciascun fondo (ovvero i *Private equity*).

La Commissione prevede che fissando una soglia di 100 milioni di euro, la direttiva disciplinerebbe circa il 30% dei gestori di fondi alternativi che gestiscono quasi il 90% delle attività dei fondi alternativi domiciliati nell'UE.

2.1. Autorizzazione

Il gestore di fondi di investimento alternativi che presenta domanda di autorizzazione deve fornire all'autorità nazionale competente dello Stato membro in cui ha la sede statutaria informazioni: sull'identità degli azionisti o dei soci del gestore di fondi di investimento alternativi, informazioni dettagliate sulle caratteristiche dei fondi che prevede di gestire, documenti costitutivi di ogni fondo di investimento alternativo che intende gestire e informazioni sulle modalità adottate per la custodia delle attività dei fondi di investimento alternativi.

2.2. Requisiti Patrimoniali

I gestori di fondi di investimento alternativi devono detenere fondi propri pari ad almeno 125 mila euro.

Quando il valore dei portafogli dei fondi di investimento alternativi supera 250 milioni di euro, il gestore fornisce un importo supplementare di fondi propri; l'importo supplementare di fondi propri è equivalente allo 0,02% dell'importo per il quale il valore dei portafogli supera i 250 milioni di euro.

2.3. Pubblicità

Per ogni fondo di investimento alternativo gestito, il gestore mette a disposizione una relazione annuale per ogni esercizio. La relazione annuale comprende almeno gli elementi seguenti:

- A. il bilancio o lo stato patrimoniale;
- B. il conto dei redditi e delle spese dell'esercizio;
- C. una relazione sulle attività svolte nell'esercizio

2.4. Comunicazione alle autorità competenti

Per ogni fondo di investimento alternativo che gestisce, il gestore comunica alle autorità competenti del suo Stato membro di origine:

- a) la percentuale di attività del fondo di investimento alternativo oggetto di disposizioni speciali a causa della loro natura illiquida;
- b) qualsiasi nuova disposizione adottata per gestire la liquidità del fondo di investimento alternativo;
- c) il profilo di rischio attuale del fondo di investimento e gli strumenti di gestione dei rischi utilizzati dal gestore di fondi di investimento alternativi per gestire i rischi;
- d) le principali categorie di attività in cui il fondo di investimento alternativo ha investito;
- e) l'utilizzo della vendita allo scoperto nel periodo di riferimento.

2.5. Leva finanziaria

I gestori di fondi che utilizzano sistematicamente elevati livelli di leva finanziaria devono fornire regolarmente alle autorità competenti informazioni sul livello generale di leva finanziaria gestito, i dati disaggregati della leva finanziaria derivante dal prestito di contante o di titoli e della leva finanziaria incorporata in derivati.

La normativa a tale riguardo prevede misure di esecuzione che stabiliscono i limiti al livello di leva finanziaria che i gestori possono utilizzare.

2.6. Paesi terzi

Attualmente molti gestori domiciliati nell'UE gestiscono fondi stabiliti in paesi terzi e li commercializzano in Europa (circa il 90% del settore *Hedge fund* è regolato dal *Cayman Islands Monetary Authority* – CIMA)

La proposta di direttiva autorizza i gestori di fondi di investimento alternativi a commercializzare in paesi terzi subordinatamente a controlli sulla prestazione di funzioni chiave da parte di fornitori di servizi in dette giurisdizioni. I diritti concessi nel quadro della direttiva di commercializzare tali fondi presso gli investitori professionali diverranno effettivi solo tre anni dopo il termine di attuazione (2014), a causa dei tempi necessari per prevedere requisiti aggiuntivi tramite misure di esecuzione. Nel frattempo gli Stati membri possono autorizzare o continuare ad autorizzare i gestori di fondi di investimento alternativi a commercializzare fondi di investimento alternativi domiciliati in paesi terzi presso gli investitori professionali sul loro territorio nel rispetto del diritto nazionale.

3. Private equity

3.1. Il settore

La sensazione diffusa nel settore del *Private equity* è che la proposta di direttiva potrebbe danneggiarne gravemente lo sviluppo competitivo nel lungo termine,² compromettendo una delle poche fonti di capitale di rischio oggi a disposizione delle imprese.

Per comprendere queste affermazioni ed ulteriori aspetti critici derivanti dalla direttiva

² In questo senso si sono espresse le principali associazioni di categoria, tra cui lo *European Private equity and Venture Capital Association* e l'italiana AIFI.

risulta opportuno analizzare brevemente il settore.

Il *private equity* si può definire come un'attività di assunzione di partecipazioni durevoli e rilevanti nel capitale di imprese generalmente non quotate, da parte di investitori finanziari specializzati, con la finalità di accrescere il valore della partecipazione, nel medio termine, per realizzare un *capital gain* al momento della dismissione della stessa. In considerazione della finalità e della natura dell'operazione gli investimenti necessitano di un ampio respiro, pari a 3/5 anni, effettuati in aziende dotate di progetti e di un potenziale di sviluppo, con lo scopo di fornire capitali finanziari e, al tempo stesso, esperienze professionali e *know how* utili alla crescita dell'azienda stessa.³

L'investimento istituzionale nel capitale di rischio, definito nella sua globalità "attività di *private equity*", si distingue genericamente tra attività di *venture capital* (investimenti in aziende nelle fasi iniziali della loro vita o durante periodi di sviluppo) e attività di *buy out* (acquisizioni di aziende mature o comunque consolidate).

Più nel dettaglio, le principali operazioni di *private equity* vengono distinte e classificate come:

- *start up*, cioè un investimento in tutte le prime fasi di vita dell'impresa, finalizzato all'avvio dell'attività;
- *expansion*, si tratta di investimenti nelle fasi di sviluppo dell'impresa, finalizzati ad espandere (geograficamente, merceologicamente, ...) l'attività.
- *replacement*, investimenti finalizzati alla ristrutturazione della base azionaria, in cui l'investitore istituzionale si sostituisce a uno o più soci di minoranza non più interessati a proseguire l'attività;
- *buy out*, ovvero investimenti finalizzati alla sostituzione o comunque alla modifica sostanziale della proprietà e degli assetti dell'impresa. Frequentemente per questo tipo di intervento si ricorre all'uso della leva finanziaria come strumento di acquisizione (*leveraged buy out*).

I grafici alla pagina successiva mostrano come tali fondi abbiano partecipato allo sviluppo del tessuto industriale italiano con volumi considerevoli. Questo è un punto importante, perché spesso la presunta mancanza di un coinvolgimento nell'economia reale è stata brandita come una critica nei confronti di questo tipo di soggetti.⁴

3.2. Aspetti critici

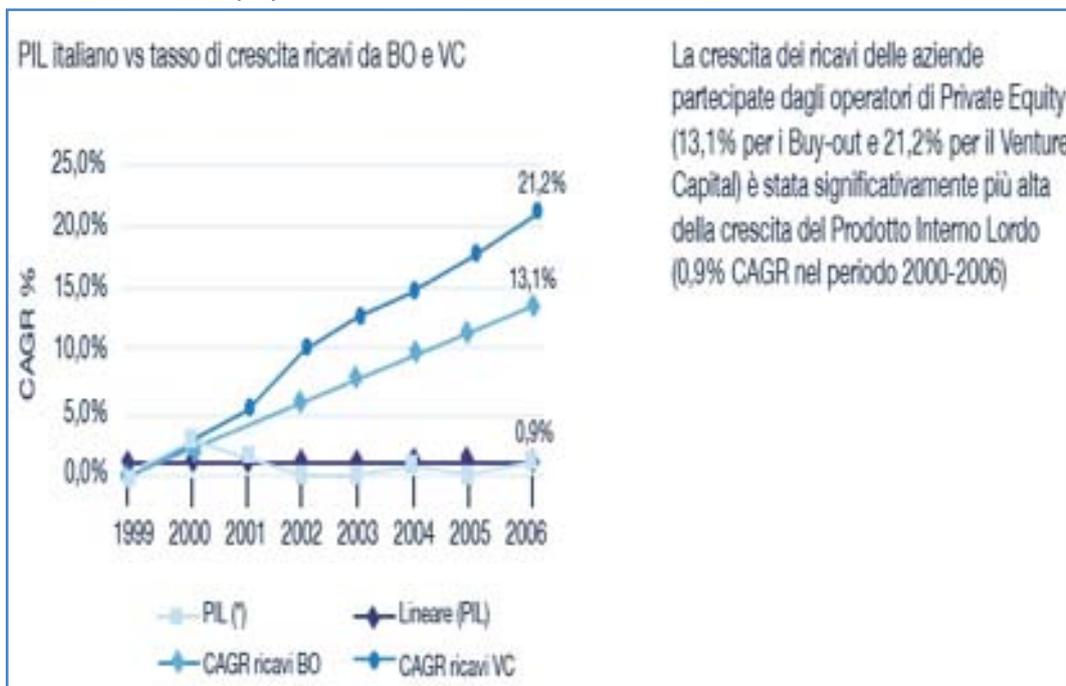
- la proposta di direttiva incorpora differenti tipi di fondi di investimento; questo è visto come un inappropriato "one size fits all" approccio regolatorio per differenti metodologie di investimento;
- la Direttiva legifera tutti i fondi con almeno 500 milioni di euro in gestione. Questi parametri includono centinaia di fondi a livello europeo e diverse decine di gestori italiani che negli ultimi anni hanno promosso più fondi, per un ammontare complessivo che supera la soglia di riferimento. Gli obblighi previsti imporrebbero ulteriori costi relativi ad oneri burocratici per gestori con strutture organizzative molto snelle. Tale livello di soglia avrebbe limitati impatti sul mercato domestico, caratterizzato da fondi, definiti locali, con portafogli di investimento compresi tra 50 e 500 milioni di euro (AIFI stima un 10-15% del mercato), ma comprenderebbe totalmente le altre due categorie, ovvero i fondi panacheuropei (dimensioni com-

3 "Corporate e Investment Banking" di Giancarlo Forestieri, Egea 2005

4 Si veda, per una confutazione di queste tesi, Wilfried Preso, "Private equity e bene pubblico", *IBL Focus*, no.66, 1 agosto 2007.

FIGURA 1

Performance Private equity

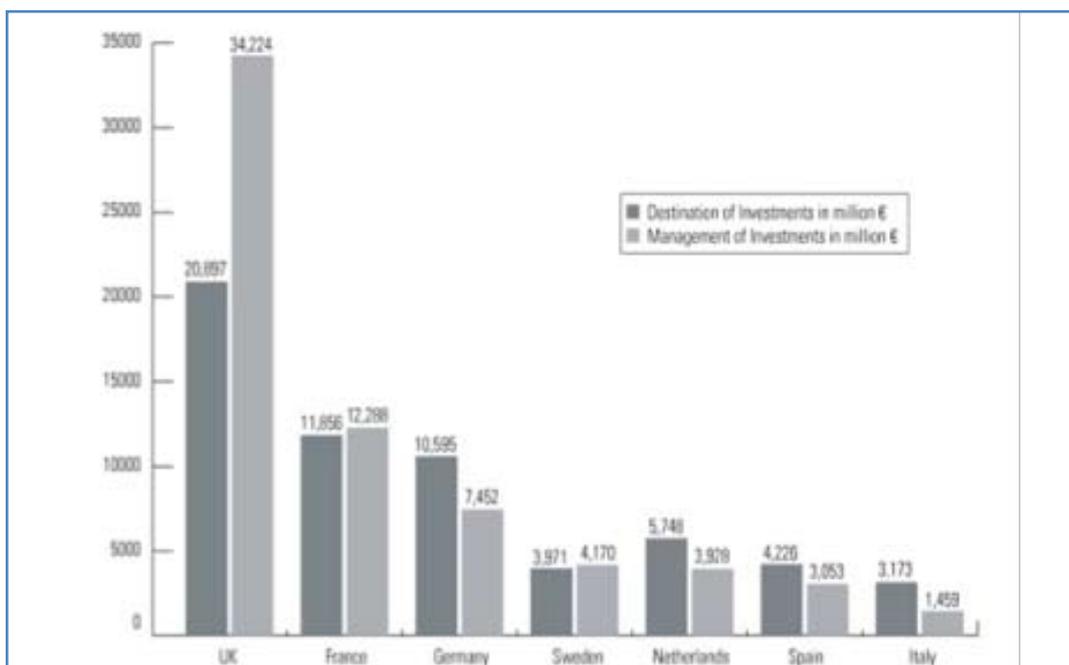


Tasso di crescita annuale di una grandezza in un dato periodo di tempo. Il CAGR è una formulamatematica che fornisce un tasso “omogeneo”, ovvero a che tasso di crescita una datagrandezza sarebbe cresciuta sul periodo se fosse cresciuta ad un tasso costante. Il CAGR ècalcolato prendendo la n-esima radice del tasso di crescita % totale, dove “n” è il numero dianni del periodo considerato

Fonte AIFI Associazione Italiana del Private equity e Venture Capital

FIGURA 2

Investimenti Private equity nel 2007



Fonte European Private equity e Venture Capital Association

prese tra 500 mln e 5 miliardi) e i fondi globali (tra 2 e 10 miliardi di euro);

- tali misure non risultano essere eque, perchè esentano da questa regolamentazione gli investitori personali, i trust di famiglia, le fondazioni, i fondi pensione e i fondi sovrani. In questo modo si creano preoccupanti distorsioni sul mercato in cui questi soggetti finanziari agiscono. Di fatto la regolamentazione si basa su una classificazione formale dell'attività svolta piuttosto che sulla natura della stessa;
- la proposta mette, di fatto, sullo stesso piano i fondi di *private equity* e gli *hedge funds*; questo significa equiparare due identità ben distinte con fini e mezzi totalmente diversi;
- la direttiva include regole sulla valutazione, custodia degli strumenti finanziari, deleghe di gestione, rischio, liquidità e le riserve di capitale. Queste problematiche non hanno nessuna rilevanza per il settore del *private equity*, e avranno solo l'effetto di far aumentare i costi per i gestori e gli investitori finali;
- *cash is king*; in un momento storico unico, caratterizzato da un processo di deleveraging dell'intero sistema finanziario e industriale, appare inopportuno e sbagliato zavorrare il mercato dei *private equity* da sempre promotore di una strategia mirata allo sviluppo delle aziende tramite apporto di capitale di rischio;
- la proposta contraddice il fine stesso per cui è stata creata, ovvero il contenimento dei rischi globali evidenziatosi in questa crisi; al suo interno infatti riporta come i fondi di *private equity*, a causa delle loro strategie di investimento e di un diverso uso della leva finanziaria rispetto ai fondi speculativi, non abbiano contribuito ad accrescere i rischi macroprudenziali;

Le diverse criticità illustrate suggeriscono una modifica radicale dell'attuale proposta attraverso l'avvio di un tavolo di consultazione con le parti interessate, al fine di implementare norme capaci di migliorare la competitività e l'efficienza del settore.

4. Hedge funds

Il processo di armonizzazione regolamentare in atto rappresenta un passaggio fondamentale per l'intera industria *hedge fund* in Europa. Attualmente un *hedge fund* può essere regolato solo in virtù di leggi di emanazione nazionale. La maggior parte dei Paesi europei, compresa l'Italia, e tutti i principali mercati finanziari internazionali (Giappone, Hong Kong, Stati Uniti) sono dotati di una normativa che regola tali fondi; questo comporta un limite per lo sviluppo di un mercato comune che possa avvicinare e allo stesso tempo tutelare gli investitori, istituzionali e no, verso strumenti che negli ultimi dieci anni hanno saputo ottenere rendimenti a doppia cifra sganciati da qualsiasi *performance* del mercato.

La creazione in Inghilterra nel gennaio 2008 dell'*Hedge fund Standards Board* (HFSB)⁵ va in questo senso. Rappresenta infatti un passo molto importante, al fine di creare un supporto per una maggiore trasparenza del settore e precisi codici di condotta da rispettare; questo avviene attraverso l'analisi e il costante controllo di quindici punti chiave, individuati in un rapporto dell'*Hedge fund Working Group*, raggruppati in cinque macro-categorie (*Disclosure, Valuation, Risk Management, Fund Governance* e

⁵ L'*Hedge fund Standard Board* è stato istituito per monitorare la conformità agli standard dettati dall'*Hedge fund Working Group*. In veste di custode di questi principi ha la responsabilità di garantire che siano continuamente aggiornati e modificati a seconda dell'evoluzione del settore. A sua volta il HFWG, composto dai quattordici dei principali *hedge fund* con sede a Londra, è stato formato nel 2007 in risposta alle preoccupazioni del legislatore europeo sulla trasparenza dell'industria.

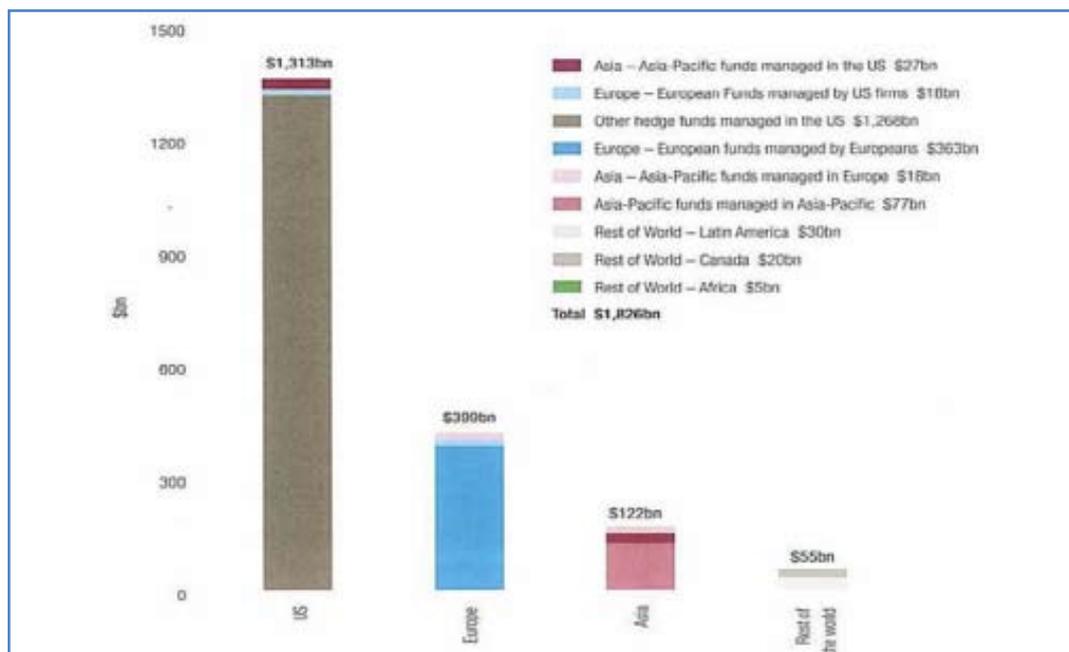
Shareholder Conduct).

La proposta di direttiva della Commissione Europea, di fatto costruita per il mondo degli *hedge funds*, chiaramente fa capire come questo sforzo di autoregolamentazione non sia bastato a convincere il legislatore comunitario.

Nella letteratura non esiste una precisa definizione del termine *hedge fund*, sia a causa di un vuoto normativo armonizzato, sia perchè l'universo dei fondi *hedge* è così variegato che non permette di elaborare una definizione universalmente accettata. Tuttavia una definizione appropriata identifica un *hedge fund* come un investimento alternativo, il quale opera secondo una serie di strategie diverse dal semplice acquisto di obbligazioni e azioni (tipico dei fondi comuni d'investimento - *mutual funds*), il cui scopo è il raggiungimento di un rendimento assoluto e non relativo ad un *benchmark*. Gli *hedge fund* vengono di volta in volta indicati come strumenti di investimento alternativi in contrapposizione con le forme di gestione dei risparmi di tipo tradizionale, regolate da leggi e regolamenti specifici che ne limitano l'operatività e il rischio. Il dato discordante sui volumi europei, 399 miliardi secondo KPMG (Grafico 3.) contro i 565 miliardi di euro stimati dalla Commissione Europea, evidenzia ancora una volta come il settore rappresenti una zona grigia che a molti fa storcere il naso.

FIGURA 3

Divisione assets gestiti da Hedge funds



Fonte: KPMG - *Hedge Fund Litigation: The Next Big Thing In Disputes?*

Appare dunque evidente come un'armonizzazione del settore potrebbe comportare dei benefici sia agli operatori del mercato che ai regolatori; tuttavia la regolamentazione proposta appare sproporzionata dal lato degli obblighi di trasparenza/comunicazione (maggiori costi, simili a quelli di un'azienda quotata su un mercato regolamentato) e invasiva dal lato operativo (limiti alla leva e *short selling*, comunicazione della strategia).

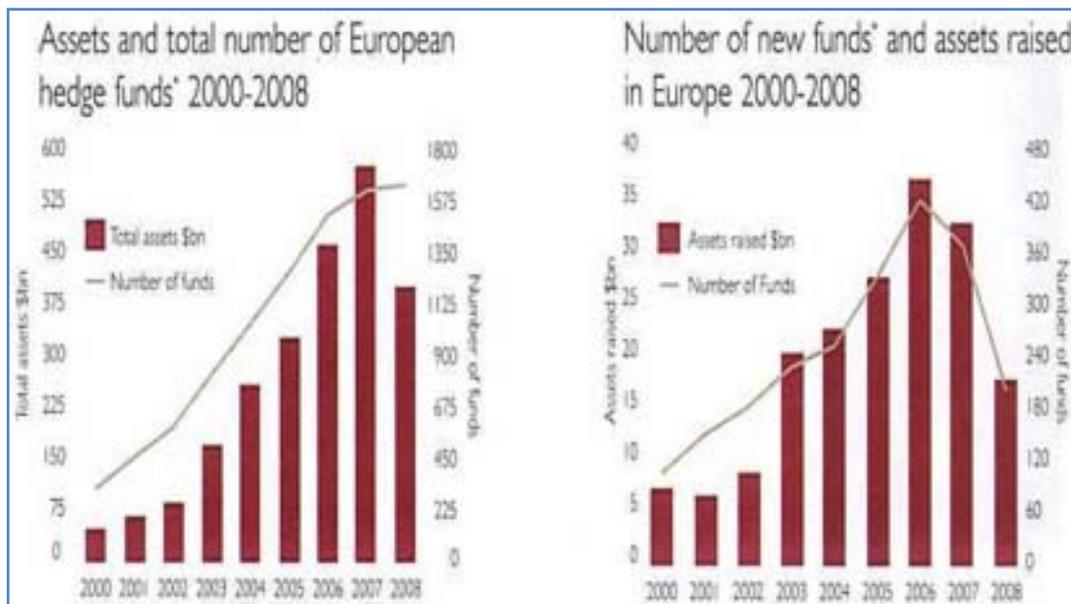
Il documento comporta costi aggiuntivi per i gestori in termini di maggiori capitali da detenere, l'attuazione di un nuovo sistema di *reporting* e *risk management*, la costituzione di squadre di valutazione indipendenti, consulenti legali e altri prestatori di

servizi professionali, e l'acquisizione di nuovo personale per far fronte ai nuovi gravosi obblighi di pubblicità. *Kinetic Partners*⁶ stima che il costo di questi cambiamenti per un tipico gestore di fondi alternativi con base nel Regno Unito sarà di diversi milioni di euro ogni anno. I costi non graveranno solo a carico dei gestori ma più in generale sull'industria *advisory, administrator, auditor e risk manager*, la quale dovrà spendere molto, in primo luogo per comprendere la direttiva e successivamente per l'adeguamento a quest'ultima.

Kinetic ritiene che il costo totale a carico dell'industria per conformarsi alla proposta di direttiva sarà di 2,5 – 3,5 miliardi di euro solo nel primo anno e di diverse centinaia di milioni negli anni a seguire. La Commissione al contrario non si sbilancia, affermando che a causa delle incertezze relative ai costi, è impossibile valutare o quantificare precisamente l'impatto della proposta; tuttavia sottolinea come gli eventuali significativi costi amministrativi sarebbero ampliamenti giustificati dal rafforzamento della vigilanza.

FIGURA 4

Volume Assets e numero di Hedge funds in Europa



Fonte: KPMG - *Hedge Fund Litigation: The Next Big Thing In Disputes?*

Tale aumento dei costi potrebbe innescare un inefficiente processo di selezione del mercato a causa dell'impatto maggiore che questi hanno sugli *hedge funds* di piccole dimensioni. Secondo un'indagine di KPMG i costi fissi per un *hedge fund* con portafoglio inferiore al miliardo di euro rappresentano oggi il 45% delle *management fees*. In pratica, un impatto indesiderato della direttiva sarebbe quello di introdurre una significativa barriera all'ingresso, a detrimento dei soggetti più piccoli e dunque della concorrenza.

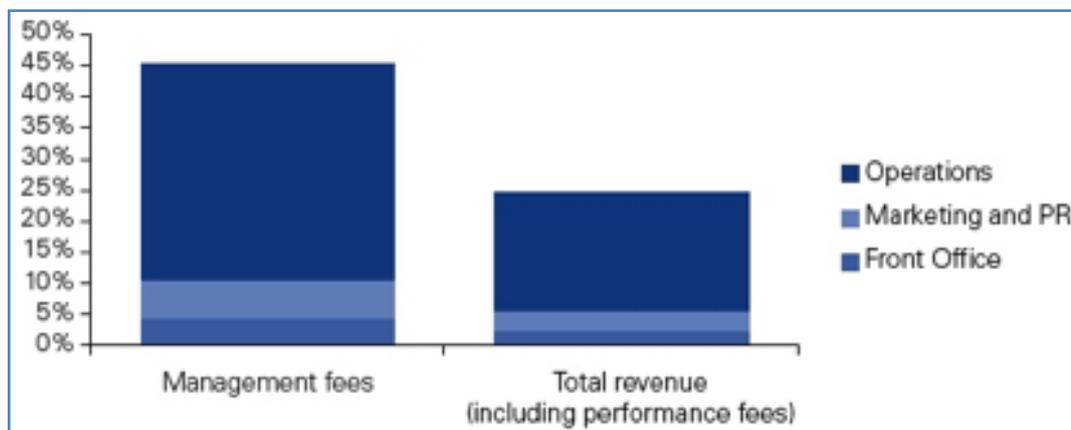
I maggiori costi derivanti dall'implementazione della normativa potrebbero spingere tale percentuale oltre il 60%, rendendo di fatto questo modello di business non più sostenibile per quei gestori con portafogli inferiori ai 250 milioni di euro.

Questo possibile scenario si scontra con la realtà di oggi, dove la marcata contrazione del numero di operatori è principalmente imputabile ad una efficiente selezione di mer-

6 *Kinetic Partners* è una società di consulenza specializzata nel segmento asset management. http://www.privateequitywire.co.uk/articles/detail.jsp?content_id=328717.

FIGURA 5

Percentuale costi fissi su management fees e total revenue



Fonte: "Hedge Fund cost survey: A UK Perspective", KPMG Survey

cato generata dai risultati positivi o negativi ottenuti dai gestori.

È da sottolineare come il mercato degli *hedge* risulti essere ormai quasi l'unico che risponde a quella filosofia di mercato, un tempo tanto cara ai paesi anglosassoni, per cui un'azienda non più in grado di rispettare un equilibrio finanziario e patrimoniale debba fallire.

5. Conclusione

Come cavoli a merenda: se la crisi ha evidenziato tutta una serie di errori dei regolatori, il fallimento dei modelli di valutazione del rischio e una pessima gestione della politica monetaria, paradossalmente il legislatore europeo risponde con una stringente regolamentazione verso un settore, quello dei fondi alternativi di investimento, che per sua stessa affermazione non è stato la causa della crisi.⁷

Malgardo il quadro normativo che legifera i gestori di fondi alternativi sia attualmente frammentato, questo non significa che i gestori non siano regolamentati. Inoltre è opportuno ricordare il ruolo positivo degli *hedge funds* e dei *private equity*, i quali non sono delle banche ombra e non hanno mai necessitato di salvataggi come è stato invece necessario per molti istituti di credito.

Una maggiore regolamentazione, oltre a demonizzare ingiustamente alcune categorie di operatori ed avere effetti temporanei, potrebbe comportare un ampliamento della pro-ciclicità del sistema, rendendo di fatto il sistema stesso ancora più vulnerabile.

In definitiva, gli sforzi si dovrebbero concentrare su una semplice armonizzazione delle leggi esistenti con il fine di sviluppare un efficiente mercato europeo e non su una nuova, soffocante, costosa e ingiustificata normativa.

⁷ A supporto di tale affermazione si riporta un passaggio del report utilizzato dalla Commissione Europea per redigere l'attuale bozza di regolamentazione. Jaques de Larosière, *Report*, Brussels 25 February 2009, p. 24. «Concerning hedge funds, the Group considers they did not play a major role in the emergence of the crisis. Their role has largely been limited to a transmission function, notably through massive selling of shares and short-selling transactions. We should also recognise that in the EU, unlike the US, the great bulk of hedge fund managers are registered and subject to information requirements. This is the case in particular in the UK, where all *hedge funds* managers are subject to registration and regulation, as all fund managers are, and where the largest 30 are subject to direct information requirements often obtained on a global basis as well as to indirect monitoring via the banks and prime brokers.»

Bibliografia:

- Directive of European parliament and of the council on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/EC and 2009/.../EC, Brussels, 30.4.2009
- Direttiva 85/611/CEE del Consiglio Europeo, Atti modificativi: Direttiva 2001/108/CE, 2004/39/CE, 2005/1/CE e 2008/18/CE
- Susannah Hammond "European Commission publishes draft directive on alternative investment fund managers", Complanet - www.complanet.com
- "Hedge fund Litigation: The Next Big Thing In Disputes?" KPMG Breakfast Seminar - May 2009
- "Hedge fund cost survey: A UK Perspective", KPMG Survey - October 2008
- "The Economic Impact of Private equity and Venture Capital in Italy" PricewaterhouseCoopers - March 2008
- M. Billio, M. Getmansky, L. Pelizzon "Crises and Hedge fund Risk" - Working Paper, Department of Economics University of Venice (No. 10/WP/2008)
- "Regulation of Alternative Investment Fund Managers – a step too far?" Denton Wilde Sapte LLP research - www.dentonwildesapte.com
- "EU directive will cost UK hedge fund industry GBP3bn" privateequitywire article, 06 May 2009 - www.privateequitywire.co.uk.
- "Corporate e Investment Banking" di Giancarlo Forestieri, Egea 2005
- Statement on proposed EU Directive on Alternative Investment Fund Manager, EVCA (European Private equity & Venture Capital Association - www.evca.eu)

IBL Briefing Paper

CHI SIAMO

L'Istituto Bruno Leoni (IBL), intitolato al grande giurista e filosofo torinese, nasce con l'ambizione di stimolare il dibattito pubblico, in Italia, promuovendo in modo puntuale e rigoroso un punto di vista autenticamente liberale. L'IBL intende studiare, promuovere e diffondere gli ideali del mercato, della proprietà privata, e della libertà di scambio. Attraverso la pubblicazione di libri (sia di taglio accademico, sia divulgativi), l'organizzazione di convegni, la diffusione di articoli sulla stampa nazionale e internazionale, l'elaborazione di brevi studi e briefing papers, l'IBL mira ad orientare il processo decisionale, ad informare al meglio la pubblica opinione, a crescere una nuova generazione di intellettuali e studiosi sensibili alle ragioni della libertà.

COSA VOGLIAMO

La nostra filosofia è conosciuta sotto molte etichette: "liberale", "liberista", "individualista", "libertaria". I nomi non contano. Ciò che importa è che a orientare la nostra azione è la fedeltà a quello che Lord Acton ha definito "il fine politico supremo": la libertà individuale. In un'epoca nella quale i nemici della libertà sembrano acquistare nuovo vigore, l'IBL vuole promuovere le ragioni della libertà attraverso studi e ricerche puntuali e rigorosi, ma al contempo scevri da ogni tecnicismo.

I BRIEFING PAPER

I "Briefing Papers" dell'Istituto Bruno Leoni vogliono mettere a disposizione di tutti, e in particolare dei professionisti dell'informazione, un punto di vista originale e coerentemente liberale su questioni d'attualità di sicuro interesse. I Briefing Papers vengono pubblicati e divulgati ogni mese. Essi sono liberamente scaricabili dal sito www.brunoleoni.it.