

Alternative Investment Fund Managers: update 2010

di Luca Fava

Introduzione

A che punto siamo? A meno di un anno trascorso a migliorare e implementare la controversa e criticata proposta di direttiva della commissione europea sulla regolamentazione degli *Alternative Investment Fund Managers* (AIFM), il legislatore europeo, sotto la presidenza di turno spagnola, annichilisce le precedenti modifiche del documento. De facto ci ritroviamo al punto di partenza.

L'iniziale proposta della Commissione Europea dell'aprile 2009, si veda Briefing Paper n°73 IBL "Alternative Investment Fund Managers", è stata modificata nel mese di dicembre 2009 da un testo di compromesso predisposto dalla Presidenza svedese del Consiglio della UE e da un rapporto presentato al Parlamento Europeo dal componente della Commissione affari economici e monetari Jean-Paul Gauzès. Tali modifiche erano state introdotte a seguito di numerose lamentele provenienti non solo dai soggetti interessati ma anche da organizzazioni di settore e non ultimo dalla FSA (*Financial Services Authority*, organo di vigilanza britannico).

Nonostante nel dicembre (2009) la presidenza svedese abbia dichiarato come l'80% della direttiva fosse pronta, sotto la nuova presidenza spagnola, il 15 febbraio 2010 (e con successive documentazioni) la Commissione Europea ha redatto un ulteriore testo, reintroducendo alcuni di quei principi aspramente criticati provenienti dalla prima bozza.

Per quanto concerne uno degli aspetti più importanti della proposta, ovvero l'ambito di applicazione, in considerazione dell'ampiezza dell'insieme dei soggetti a cui si applica la direttiva, rappresentato da tutti i gestori di fondi alternativi (non classificabili come *UCITS*), già dal primo documento si era pensato di delimitare tale ambito introducendo una soglia dimensionale. Il limite discrezionale di applicazione era stato individuato per quei *managers* che gestiscono portafogli di fondi di investimento alternativi con più di 100 milioni di euro di attività. Tale impostazione introduceva un pericoloso e poco efficace *one size fits all* approccio regolatorio.

Il Rapporto stilato sotto la presidenza svedese rimuove il meccanismo della soglia dimensionale introducendo l'applicazione del principio di proporzionalità, al fine di adattare le disposizioni della direttiva ai gestori di fondi di minori dimensioni, ed identifica con maggiore chiarezza quali soggetti rientrino sotto la giurisprudenza della nuova direttiva, escludendo quelle categorie già assoggettate a regolamentazione (fondi comuni quotati). Tuttavia secondo la

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.

proposta “spagnola” del Consiglio, tale sistema deve essere modificato, reintroducendo la soglia dimensionale quale principio di applicazione.

Un ulteriore aspetto di rilevanza, risiede nella commercializzazione di fondi alternativi di Paesi terzi in ambito europeo ad investitori qualificati.

- 1) Caso in cui il gestore del fondo sia stabilito nell’UE. Secondo la Proposta del Consiglio, se il fondo è stabilito al di fuori dell’UE ma commercializzato in uno Stato Membro, le uniche regole che non si applicano (rispetto al caso di un fondo alternativo stabilito nell’UE) sono quelle relative al depositario. In questo caso, il gestore deve applicare le disposizioni del Paese terzo in cui si trova il fondo. Peraltro, è importante sottolineare che è lo Stato membro a decidere se tali fondi possono essere commercializzati nel suo territorio o meno. Se un fondo non è né stabilito né commercializzato nell’UE, la direttiva si applica con eccezione di alcune regole e il gestore deve avere cura che il fondo sia conforme agli standard internazionali del Paese terzo in cui è stabilito e che sussista un accordo di cooperazione tra le competenti autorità dello Stato Membro del gestore e quelle del suddetto Paese terzo. Il Rapporto Gauzès prevede che la direttiva si applichi unicamente ai gestori stabiliti nell’UE, affermando al contempo che questa applicazione prescinde dal fatto che il fondo sia stabilito (“domiciliato”) all’interno o al di fuori dell’UE.
- 2) Caso in cui il gestore sia stabilito al di fuori dell’UE. La Proposta del Consiglio stabilisce che la direttiva non trovi in questo caso applicazione e trovino applicazione invece le disposizioni nazionali. Il Rapporto Gauzès mostra una maggiore apertura e non esclude la circolazione all’interno dell’Unione di fondi alternativi provenienti da paesi terzi ma a precise condizioni: permette agli Stati Membri di avere fondi stabiliti in Paesi terzi gestiti da gestori Paesi Terzi e commercializzati all’interno dell’UE, previa sussistenza di un accordo di cooperazione e di un efficace scambio di informazioni tra Stato Membro in cui il fondo intende essere commercializzato e il Paese terzo in cui il fondo è stabilito, tra il gestore e il suo supervisore. Limita altresì la possibilità per gli investitori professionali di investire in un fondo stabilito al di fuori dell’UE ai casi in cui i fondi siano stabiliti in Paesi Terzi che abbiano concluso accordi di cooperazione in linea con le norme internazionali rilevanti.

Anche in questo caso l’ultima versione della Commissione rivede le modifiche apportate dal rapporto Gauzès, reintroducendo in termini stringenti il concetto di “passaporto europeo”. In breve, qualsiasi fondo alternativo commercializzato nell’UE deve rispondere e adempiere alle norme/documentazione richieste dalla nuova proposta di direttiva europea.

Se del primo caso, ambito di applicazione della proposta, abbiamo già precedentemente descritto i possibili impatti della normativa sul mercato¹, nel secondo, commercializzazione, si introduce una problematica ancora maggiore. Si rischia infatti di infrangere alcuni principi sacri della regolamentazione internazionale, quale la sussidiarietà delle leggi, e innescare al contempo un processo protezionistico del mercato europeo. Malgrado alcune precisazioni delle commissioni a seguito dell’intervento di Dan Waters (direttore della divisione che supervisiona i rischi connessi ai fondi – FSA, *Financial Services Authority*), un tale livello di applicazione restringerebbe per certo le opportunità di investimento in Paesi Terzi, ricevendo al contempo maggiori rischi che benefici. Si pensi infatti come l’alto grado di concentrazione degli investimenti, una delle possibili cause della proposta, possa innescare pericolosi effetti sistemici.

1 si veda Briefing Paper n°73 IBL “*Alternative Investment Fund Managers*”

Allo stato attuale le nuove modifiche producono potenzialmente un effetto contrario a quello desiderato. La FSA, attraverso un comunicato ufficiale, abbraccia questa tesi, sottolineando la pericolosità del passo indietro fatto dalla Commissione.

Un'indagine effettuata da *Charles River Associates*, su commissione della stesso ente di vigilanza inglese, evidenzia come il rischio sistemico potenziale causato dall'industria degli *alternative investment funds* sia pressoché nullo. Tuttavia l'elemento più interessante e allo stesso tempo preoccupante di questa ricerca è rappresentato dalla più che realistica possibilità che il mercato subisca un forte contrazione dell'offerta: in specifico per l'industria Hedge Funds il calo sarebbe pari al 40%, per quella dei *Private Equity* circa il 35% ed il 19% per i fondi di *Venture Capital*.

L'opportunità o meno di investire in queste tipologie di fondi deriva dall'analisi dei costi e benefici che questi possono portare al portafoglio di investimento di banche, di fondi pensione e di altri operatori istituzionali. Una diminuzione trasversale e derivante da logiche non di mercato dell'offerta, potrebbe avere ripercussioni sulla gestione del rischio di diversi investitori istituzionali. A tale riguardo si ricorda come l'industria dei fondi pensioni europea gestisca 5.000 miliardi di dollari, una buona fetta dei quali è investita nei fondi alternativi.

A questo punto della vicenda appare opportuno domandarsi se la prevenzione del tanto temuto rischio sistemico sia veramente alla base di questa regolamentazione sui fondi alternativi, o se quest'ultima risponda ad esigenze politiche/economiche totalmente differenti...

Bibliografia:

Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers and amending directives 2003/41/EC and 2009/65/EC – 15 febbraio

Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers and amending directives 2003/41/EC and 2009/65/EC – 11 marzo

“Evaluating the prospects for the UK and European market under the Alternative Investment Fund Managers Directive”. Dan Waters' statement, Director of FSA

Sitografia:

<http://register.consilium.europa.eu>

www.fsa.gov.uk

www.aima.org

www.assogestioni.it

IBL Focus

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.