

AIFMD - la proposta di direttiva in materia di gestori di fondi alternativi: sviluppi recenti

Nel gennaio del 2010, la Presidenza spagnola dell'Unione Europea, continuando il lavoro della Presidenza svedese e alla luce di quanto espresso dal Parlamento Europeo, ha predisposto una nota di comparazione delle diverse proposte di direttiva in materia di gestione di fondi hedge e altri fondi alternativi, la direttiva AIFM (*Alternative Investment Fund Managers*). Questo documento di sintesi costituisce la base per la prosecuzione dei lavori di elaborazione della futura regolamentazione dei gestori di fondi alternativi che dovrebbe vedere la luce entro quest'anno.

Si tratta di una normativa che riguarda la gestione a livello europeo di oltre 2100 Mdi di euro in fondi riservati, fondi hedge, fondi immobiliari e altri tipi di fondi alternativi. I gestori italiani coinvolti dalla direttiva sono al secondo posto in Europa per masse gestite dopo la Gran Bretagna per quanto riguarda i fondi hedge, e al terzo posto per i fondi immobiliari (fonte: EFAMA-Assogestioni).

L'iter che ha seguito la direttiva è stata finora piuttosto complesso. L'iniziale proposta della Commissione Europea dell'aprile 2009 è stata seguita in novembre 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. Il 21 gennaio 2010 sono scaduti i termini per la presentazione al Parlamento degli emendamenti alla proposta di direttiva e a febbraio ne è prevista la discussione al Comitato economico e monetario.

Benché in dicembre la presidenza svedese abbia dichiarato che l'80% della direttiva sia pronta, allo stato attuale occorre confrontarsi con due diverse bozze e alcune questioni di rilievo riguardanti soprattutto l'ambito di applicazione, le modalità di valutazione, le remunerazioni, il depositario e le modalità di circolazione dei fondi alternativi domiciliati fuori dall'Unione, restano oggetto di discussione:

Ambito di applicazione: in considerazione dell'ampiezza dell'insieme dei soggetti cui si applica la direttiva – rappresentato da tutti i gestori di fondi alternativi – fin dalla prima proposta si è pensato di delimitare tale ambito introducendo una soglia dimensionale. Mentre secondo la proposta del Consiglio, tale sistema deve essere mantenuto, quella del Rapporto Gauzès rimuove il meccanismo della soglia dimensionale invocando, piuttosto, l'applicazione del principio di proporzionalità, al fine di adattare le disposizioni della direttiva ai gestori di fondi di minori dimensioni.

Valutazione delle attività del fondo: è questo uno dei temi più controversi anche perché potrebbe introdurre differenze rispetto a quanto avviene per i prodotti UCITS, dimostratisi in periodo di crisi un modello di salvaguardia degli interessi degli investitori e del mercato. Diversamente dalla prima proposta della Commissione Europea, che imponeva l'utilizzo di un valutatore indipendente, la Proposta del Consiglio consente allo stesso gestore di svolgere tale attività o, a sua discrezione, di avvalersi di un valutatore indipendente. Nel caso in cui svolga direttamente l'attività di valutazione, il gestore deve assicurare l'indipendenza tra la funzione incaricata di provvedere a tale attività e quella di gestione del portafoglio. Inoltre, il testo consente (non impone) alle autorità competenti di prevedere l'obbligo di verifica delle procedure o delle stesse valutazioni da parte di un valutatore esterno, di un revisore o del depositario, come parte dell'attività di controllo di quest'ultimo. Quando invece si sceglie di ricorrere ad un valutatore esterno il gestore deve effettuare un processo di *due diligence* nella selezione del valutatore.

Il Rapporto Gauzès considera la valutazione come una funzione indipendente svolta da un ente autorizzato e controllato e consente di delegare la funzione di valutazione ad un terzo, senza che tale delega pregiudichi la responsabilità del gestore né del depositario; entrambi i soggetti sono solidalmente responsabili per la corretta valutazione degli *assets*.

Un'ulteriore opzione, sostenuta dall'industria del risparmio gestito, consiste nell'attribuzione della funzione di valutazione e anche della relativa responsabilità ad un valutatore terzo (come già in Italia in caso di affidamento del calcolo del NAV alla banca depositaria).

Depositario: le tematiche relative alle caratteristiche, al ruolo e alle responsabilità del depositario sono al cuore del dibattito sulla AIFM in quanto snodo dove si definisce l'equilibrio tra protezione dell'investitore ed efficienza dell'attività gestoria.

Occorre anzitutto rilevare le differenze relative alle norme inerenti il **paese di stabilimento** del depositario. La Proposta del Consiglio limita in modo esplicito tali disposizioni ai fondi che si trovano all'interno dell'Unione

Europea, lasciando al di fuori del suddetto regime i fondi non domiciliati all'interno della Comunità. Quando applicabile, la normativa richiede che il depositario sia stabilito nello stesso Stato Membro in cui è stabilito il fondo. Il Rapporto Gauzès afferma un principio generale per cui, a prescindere dalla domiciliazione del fondo, il depositario deve avere la sede legale all'interno dell'Unione Europea. Quando il fondo è domiciliato nell'Unione Europea, il depositario deve, inoltre, avere la sede legale nello Stato membro in cui il fondo è domiciliato, come indicato nella Proposta del Consiglio. Diversamente, quando il fondo non è domiciliato all'interno dell'UE, il principio generale può essere derogato in presenza di determinate condizioni.

In relazione **ai soggetti che possono svolgere il ruolo di depositario**, la Proposta del Consiglio ammette gli istituti di credito, le imprese di investimento aventi sede legale nell'Unione Europea nonché altre persone giuridiche, regolamentate e vigilate, autorizzate dalle autorità nazionali competenti e, a certe condizioni, altri enti adeguatamente qualificati. Il Rapporto Gauzès adotta invece un approccio più restrittivo, peraltro maggiormente in linea con la normativa italiana in materia, prevedendo che la possibilità di svolgere il ruolo di depositario sia limitata agli istituti di credito e alle imprese di investimento.

Per quanto concerne le problematiche emerse in materia di **responsabilità del depositario**, la Proposta del Consiglio stabilisce che **in caso di perdita degli strumenti finanziari** custoditi dal depositario, lo stesso deve restituire senza ritardo strumenti finanziari del medesimo tipo. Tale responsabilità potrebbe, tuttavia, non trovare applicazione in caso di perdita di strumenti finanziari detenuti da un sub-depositario, dal momento che il depositario potrebbe essere esente da responsabilità in base a quanto stabilito nel contratto, pur a certe condizioni di correttezza e diligenza. Il Rapporto Gauzès sembra essere in linea con tale orientamento.

Per quanto riguarda invece la **responsabilità del depositario per compiti diversi dalla custodia**, secondo la Proposta del Consiglio, la responsabilità sorge, in tal caso, ogni volta che il depositario non adempie alle sue obbligazioni, per il Rapporto Gauzès solo in caso di ingiustificato inadempimento o errato adempimento delle funzioni stesse. Infine, il Consiglio prevede esplicitamente una clausola di forza maggiore che esonera il depositario da ogni tipo di responsabilità.

Remunerazione: la Proposta del Consiglio introduce l'obbligo per i gestori di adottare politiche e pratiche in tema di remunerazione in linea con il principio di proporzionalità e, pertanto, coerenti con la natura, le dimensioni e la complessità delle attività dei gestori e dei fondi gestiti. Tale Proposta stabilisce inoltre anche alcuni requisiti di trasparenza come l'obbligo di indicare l'importo totale della retribuzione per l'esercizio finanziario annuale. Secondo il Rapporto Gauzès obblighi di comunicazione in materia dovrebbero essere osservati anche nei confronti delle autorità competenti; le autorità competenti dovrebbero avere il diritto di adottare opportune misure correttive per compensare eventuali rischi.

Leva: la Proposta del Consiglio disciplina la leva imponendo obblighi di comunicazione ai gestori che impiegano la leva su base sistematica, nei confronti sia degli investitori, sia delle autorità competenti del proprio Stato di origine; tali autorità possono peraltro, in determinate circostanze imporre limiti al livello di leva adottato dai gestori. Il Rapporto Gauzès condivide la posizione della Commissione circa gli obblighi di comunicazione e assegna un ruolo rilevante per la nuova Autorità di vigilanza sui mercati (*European Securities and Markets Authority*). Il Rapporto prevede una specifica normativa in base alla quale i gestori devono adottare limiti di leva adeguati ad ogni fondo gestito; la Commissione potrebbe, qualora l'ESMA ritenesse che la leva adottata da un gestore esponga a un sostanziale rischio la stabilità e l'integrità del sistema finanziario, imporre limiti temporali al livello della leva che un gestore può utilizzare.

I gestori che acquisiscono il controllo di società devono comunicare all'impresa e ai suoi azionisti il fatto di aver acquisito il controllo, nonché informare gli azionisti e i dipendenti dell'impresa della politica adottata per la prevenzione e la gestione dei conflitti di interesse. Inoltre, tali gestori devono fornire alle competenti autorità del proprio Stato Membro di origine e ai sottoscrittori del fondo, le informazioni relative ai debiti che fanno capo all'impresa. Il Rapporto Gauzès non introduce nessuna significativa modifica rispetto alla proposta della Commissione anche se pone il problema del se e in che misura queste regole possano creare uno svantaggio competitivo per i gestori di fondi alternativi rispetto agli altri investitori e, in tale ottica, sollecita un riesame della legislazione in materia societaria al fine di assicurare un *level playing field*.

Commercializzazione: l'attività in questione è un elemento chiave della struttura della direttiva, la conformità alla stessa consente, infatti, di commercializzare fondi alternativi in ambito europeo ad investitori qualificati. Molto discusse sono le disposizioni che riguardano i Paesi terzi. Al riguardo, occorre distinguere due ipotesi: la prima ipotesi riguarda il caso in cui il **gestore del fondo** sia **stabilito nell'UE**. In tal caso, 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, ma afferma che questa applicazione prescinde dal fatto che il fondo sia stabilito ("domiciliato") all'interno o al di fuori dell'UE.

Diverso il caso in cui il **gestore** sia **stabilito al di fuori dell'UE**. In proposito, 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, nonché tra il gestore e l'ESMA. Analogamente, il Rapporto Gauzès limita 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.

Rimangono dunque molti punti rilevanti aperti ma sembra sussistere la determinazione da parte della autorità a portare a conclusione iter legislativo entro il **mele di luglio del 2010**. Il dibattito continua.