



Dipartimento di Impresa e Management Cattedra: Analisi economica del Diritto

ANALISI COSTI/BENEFICI DELLA REGOLAMENTAZIONE DEI FONDI ALTERNATIVI DI INVESTIMENTO

RELATORE: Prof. Andrea Renda

CANDIDATO: Dott. Salvatore Maria Sardo

(Matr. 646481)

CORRELATORE: Prof.ssa Sabrina Bruno

ANNO ACCADEMICO 2012/2013

1. Nel pieno culmine di quello che è stato considerato il fallimento della missione naturale del sistema finanziario, appare opportuno eseguire una attenta analisi sulle responsabilità e sul ruolo che la disciplina legislativa ha svolto in passato e potrebbe svolgere nel futuro soprattutto in relazione all'ambito economico, divenuto, negli ultimi anni, più che mai causa del benessere/malessere sociale. Gli errori commessi in epoca recente sono stati causati da una errata comprensione dei rischi connessi all'evoluzione dell'attività bancaria che ha portato, nell'ultimo lustro, ad una totale spersonalizzazione dei rapporti e ad una concessione del credito totalmente avulsa dal merito dello stesso. L'esposizione delle banche al rischio di credito è stata sostituita dal rischio di mercato ed insieme alla globalizzazione dei mercati finanziari ha portato ad un ingigantimento del rischio c.d. *sistemico*. L'intero sistema economico ha potuto assistere “*all'affermarsi di nuovi intermediari, non banche e non soggetti alla relativa disciplina prudenziale, che come banche si sono comportati. (hedge funds)*”. I principali soggetti cui imputare le maggiori responsabilità divengono quindi: il mercato e le regole, il primo in quanto contesto e “*habitat*” dei c.d. *operatori di mercato*, le seconde detentrici del compito di limitare, restringere e delineare i confini dell'azione degli operatori, che in assenza di vincoli legali hanno potuto senza difficoltà oltrepassare i confini eticamente delimitati. Il futuro prossimo della finanza dovrà far leva su due direttrici: competenza e buona fede da parte degli intermediari ma soprattutto adeguata regolamentazione e conseguente supervisione. Tra le maglie di tale riflessione si inserisce l'oggetto dell'analisi, cioè la categoria dei fondi di investimento alternativi, categoria da sempre “anarchica” nei confronti della

categorizzazioni e protagonista di uno storico dibattito in merito alla dicotomica scelta tra legiferazione e autoregolamentazione.

Proprio la crisi finanziaria ha più volte messo in luce l'insufficienza dell'autoregolamentazione a garantire il sano andamento del settore finanziario, settore la cui regolamentazione è resa ancor più complessa dai particolarismi nazionali e dalla naturale tendenza per le varie istituzioni al mantenimento delle proprie sfere di influenza. Unica soluzione, ad oggi percorribile, rimane la ricerca di una regolamentazione internazionale che possa diminuire i *gap* e l'eterogeneità tra le discipline dei singoli ordinamenti e nel caso europeo, il tentativo di completare l'ambizioso progetto dell'unione bancaria. Raggiungere tali obiettivi permetterebbe di evitare una concorrenza tra i paesi, basata sulla bassa incidenza della disciplina legale al fine di costituire motivo di attrattiva per gli intermediari finanziari, il c.d. *fenomeno dell'arbitraggio normativo*. Il traguardo comune dovrà essere quello di riuscire a definire il ruolo giocato dalla regolamentazione, in quanto da sempre responsabile della diffusione degli standard minimi del fondamento costituzionale della "libertà di iniziativa economica" e dall'altro di una sufficiente e opportuna tutela degli investitori in termini di trasparenza e buona condotta dei soggetti operanti.

Il presente elaborato affronterà la tematica seguendo un percorso ben definito: innanzitutto delineando il perimetro d'azione e i caratteri peculiari dell'istituto dei fondi alternativi, successivamente analizzando l'iter normativo comunitario infine valutando criticamente la scelta di regolamentare la materia mediante la Direttiva comunitaria 61/2011 (AIFMD) e il successivo Regolamento delegato (UE) n. 231/2013 della Commissione del 19 dicembre 2012. I cittadini europei

si augurano che la vera sfida lanciata dalla scelta di disciplinare in chiave europea i fondi alternativi non si tramuti in una semplice “fuga” dal mercato dei maggiori *players* in circolazione ma possa raggiungere un efficiente ed efficace risultato, facendo in modo una stringente normazione venga di contro seguita da una maggiore appetibilità suscitata a carico della clientela, derivante dalla maggiore trasparenza e controllabilità.

Qualora ciò non dovesse avvenire, si tornerebbe alla linea d’ombra esistente anteriormente al 2001 (ante direttiva OICVM), ciò con una rinnovata proliferazione e diffusione di fondi alternativi in Stati “*off-shore*” con conseguente fallimento per i soggetti europei sempre più relegati ad un ruolo di spettatori nella “battaglia” della nuova economia globalizzata.

2. Il risparmio gestito può essere considerato il fenomeno attraverso cui un risparmiatore affida parte del proprio patrimonio ad un gestore di professione. Tale gestore amministrerà tale porzione, diversamente in ragione della diversa tipologia e natura della gestione, nell’interesse del risparmiatore e seguendo pedissequamente le indicazioni contenute all’interno del mandato.

Tra le diverse forme di risparmio gestito si annoverano: le forme individuali, riferibili all’attività di gestione di patrimoni individuali effettuata dalle banche o dalle società di intermediazione mobiliare (SIM); le forme collettive operate dalle società di gestione del risparmio (SGR) e dalle società di investimento a capitale variabile (SICAV), attraverso i fondi comuni di investimento.

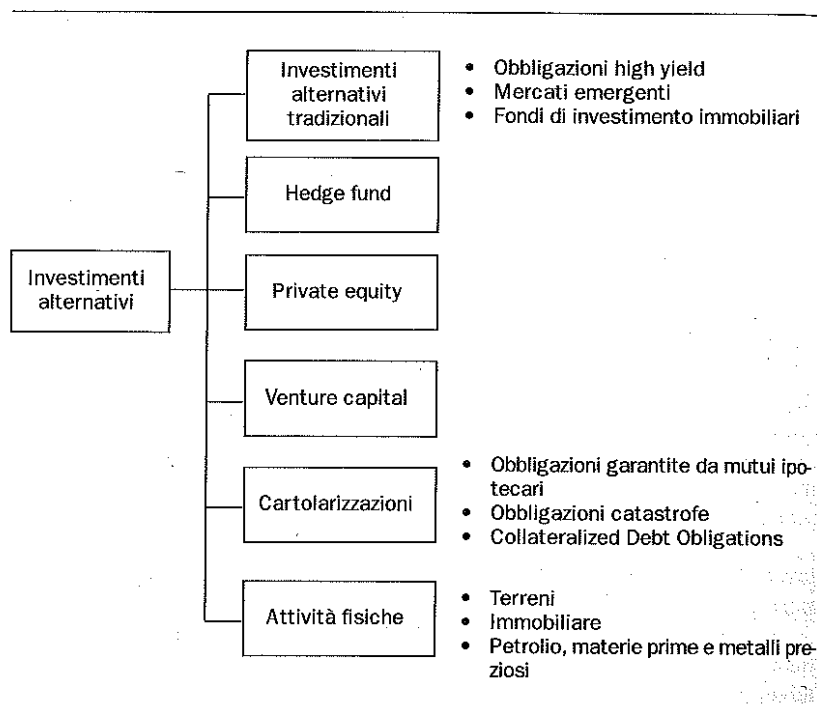
L’attività di gestione, nel caso di risparmio gestito, è svolta nell’interesse e per conto di una pluralità di investitori; in tal caso, l’investitore diviene

componente di una forma collettiva di investimento acquisendo una porzione di patrimonio indiviso, per cui il proprio patrimonio affidato al soggetto terzo che si occuperà della gestione non resta separato rispetto a quello degli altri investitori ma confluisce in un patrimonio unico e sommario.

Ovviamente, tale soluzione si riflette anche sull'interesse collettivo dei partecipanti del fondo: la società di gestione dovrà operare non nell'interesse del singolo, come nel caso della gestione individuale ma nell'interesse collettivo dei partecipanti. Il singolo partecipante al fondo accetta implicitamente di aderire ad un rapporto standardizzato per tutti i possessori delle quote del fondo, senza possibili elementi di differenziazione.

Il rapporto tra investitore e soggetto incaricato della gestione collettiva è di tipo contrattuale e viene delineato all'interno del Regolamento del fondo.

All'interno della categorie dei fondi alternativi possiamo far rientrare gli hedge funds (che ne costituiscono la forma paradigmatica), i fondi di private equity e di venture capital. Di seguito uno schema illustrativo:



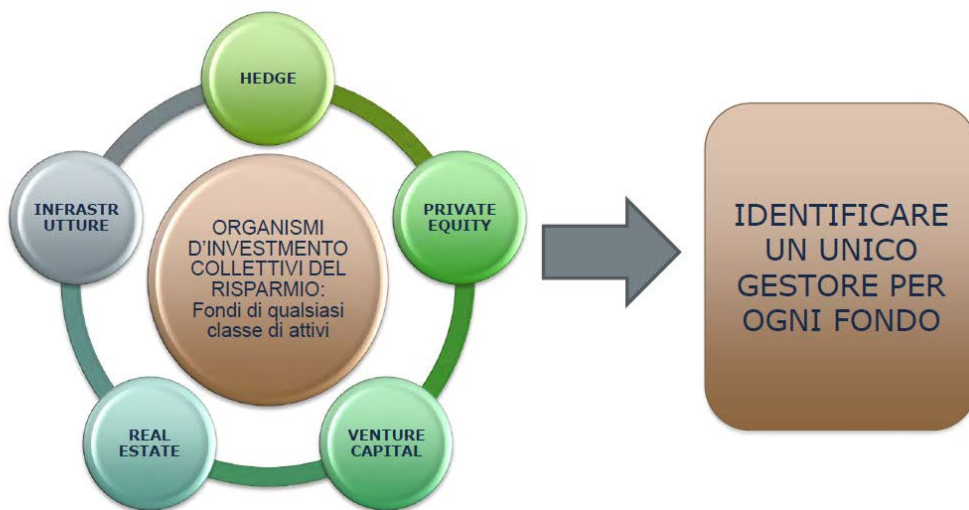
La ragione per cui gli stessi possono essere considerati delle forme di investimento alternative sta nella particolare strategie di investimento e di gestione non sottostante a particolare vincoli legali, ma finalizzata al raggiungimento dell'obiettivo prefissato: rendimenti positivi a bassa volatilità, avulsi dall'andamento del mercato.

Tra le principali differenze con i fondi comuni ritroviamo anche il differente metodo di valutazione della performance: mentre nei primi la valutazione è relativa, in quanto basata rispetto ad un indice di riferimento (*benchmark*), nel caso dei fondi hedge non esiste un benchmark di riferimento ma solo una valutazione in termini assoluti, poiché disinteressata dall'andamento generale del mercato. Altra differenza sostanziale risiede nel fatto che mentre i fondi comuni risultano sottoposti e regolamentati dalle istituzioni di vigilanza, con precise regole in materia di composizione di portafoglio, struttura organizzativa e processi utilizzabili, al contrario non essendoci una vincolante normativa in materia di hedge fund, gli stessi hanno piena libertà nella scelta degli strumenti finanziari da utilizzare, strategie di investimento, stile di gestione e struttura organizzativa.

In generale, le forme di investimento collettivo sono state disciplinate a livello comunitario mediante le diverse versioni, susseguite nel tempo, di due Direttive: la UCITS e la AIFMD. Le due direttive (UCITS e AIFMD) possono essere definite come due versioni speculari del medesimo disegno comunitario: la prima avente ad oggetto i fondi comuni di investimento, la seconda i fondi alternativi, ricomprendendo, dunque, tutti quei soggetti non rientranti nell'ambito di applicazione della UCITS. Infatti, i fondi oggetto della Direttiva

vengono individuati per differenza, ovvero hedge funds, fondi di private equity, fondi di venture capital, fondi immobiliari, fondi di materie prime, infrastrutturali e altri particolari tipologie di fondi istituzionali.

Tale estensione, allarga lo spettro delle tipologie dei fondi interessati, arrivando ad includere, oltre alle fattispecie canoniche di fondi alternativi come gli hedge funds e i fondi di private equity, anche i fondi di real estate, di infrastrutture, di materie prime, le società di investimento quotate e non e ogni altri fondo diverso dai fondi comuni.



La Direttiva si applica però ai gestori stabiliti nell'UE che a quelli residenti in Stati terzi ma che intendano commercializzare i fondi presso investitori residenti negli Stati dell'Unione.



Il processo di emanazione della Direttiva AIFMD (direttiva 2011/61/UE) è stato oggetto di un lungo dibattito, sia a livello comunitario che a livello nazionale.

La Direttiva AIFMD, entrata in vigore il 21 luglio 2011, introduce delle misure aventi come obiettivo generale quello di creare un mercato interno europeo dei “gestori di fondi di investimento alternativi”.

Nel complesso la Direttiva mira a:

- Offrire ai gestori sopra una certa soglia dimensionale una dettagliata regolamentazione ed una vigilanza efficace;
- Definire le tipologie di rischio inerenti gli investimenti alternativi;
- Tutelare gli interessi degli investitori e la salvaguardia degli investimenti;
- Ampliare la trasparenza nei confronti del mercato;
- Facilitare e promuovere la commercializzazione dei fondi alternativi nell'intero territorio dell'Unione Europea.

3. Come abbiamo in precedenza visto, la Direttiva AIFMD risponde all'esigenza del legislatore comunitario di completare la regolamentazione di ambiti non totalmente disciplinati dall'ordinamento comunitario o nazionale. Tale esigenza deve essere rispettata al fine di limitare la vulnerabilità dei mercati finanziari, messa in luce negli ultimi anni dalla incombente crisi del settore. Le stesse autorità comunitarie hanno individuate delle macroaree di rischio su cui si fonda l'attività dei fondi alternativi, distinguendo ovviamente in relazione al modello d'impresa utilizzato.

La valutazione costi/benefici della Direttiva deve cercare di misurare la sostanziale efficacia ed efficienza della regolamentazione, soprattutto in ragione di un fenomeno avente dimensione transfrontaliera, anche al di fuori dell'Unione Europea. La mancata esistenza di una regolamentazione unitaria del fenomeno può: da un lato ostruire l'attività di vigilanza nei confronti dei soggetti gestori, alimentando quindi preoccupazioni di natura generale, e, dall'altro, rallentare un processo di integrazione del mercato, funzionale nel futuro alla creazione di un mercato unico europeo. La mancanza di un mercato unico europeo è da considerarsi svantaggiosa per gli stessi gestori, in quanto questi non potrebbero allargare la distribuzione transfrontaliera dei prodotti, non arrivando così a sfruttare eventuali economie di scala, determinate dall'aumento dei volumi gestiti.

In mancanza di una disciplina organica, le informazioni raccolte dai singoli Stati in materia di gestori di fondi alternativi avviene in maniera non coordinata e diversa, arrivando a costituire necessariamente fonte di incertezza per gli investitori.

La Direttiva AIFMD ha quindi il compito di creare un *corpus* di norme idoneo ed efficiente, da un punto di vista soggettivo e cioè in materia di fondi di investimento alternativi ma auspica anche che vengano sostenute iniziative trasversali in materie comunque rilevanti per tale tematica, quali la vendita allo scoperto e le acquisizioni societarie di partecipazioni di controllo.

In linea di principio, la Direttiva AIFMD vuole sensibilizzare i gestori affinché compiano azioni proporzionate ai rischi comunicati agli investitori e soprattutto opportunamente differenziate.

Da una analisi della Direttiva AIFMD è possibile individuare un elenco delle principali aree di rischio e una serie di elementi e ambiti di significatività della disciplina enunciata.

Tra le aree di rischio è possibile distinguere:

- Rischi macroprudenziali (sistemic): Esposizione diretta di banche al settore dei fondi di investimenti alternativi (soprattutto con rilevante ricorso alla leva finanziaria); Effetti prociclici dovuti alla concentrazione di rischi in determinati settori del mercato trasferiti alle controparti mediante variazione dei prezzi delle attività e della liquidità complessiva del mercato;
- Rischi microprudenziali: deficit nei sistemi interni di gestione del rischio soprattutto con riferimento al rischio di mercato, al rischio di liquidità ai rischi di credito e ai rischi operativi;
- Protezione degli investitori: mancata trasparenza in merito alla politica di investimento, livello e gestione del rischio, governance e assetti societari;
- Efficienza e integrità del mercato: Possibili impatti della vendita allo scoperto sull'intero funzionamento del mercato gestito e possibili comportamenti manipolativi;
- Impatto sul mercato in ambito di controllo societario e in materia di acquisizione di partecipazioni di controllo di società da parte dei gestori dei fondi alternativi: assenza di trasparenza su operazioni di acquisto di partecipazioni in società quotate da parte dei gestori, problemi di allineamento di interessi in materia di remunerazione legata agli incentivi, lacunosi assetti sociali e governance non coerenti con la struttura societaria.

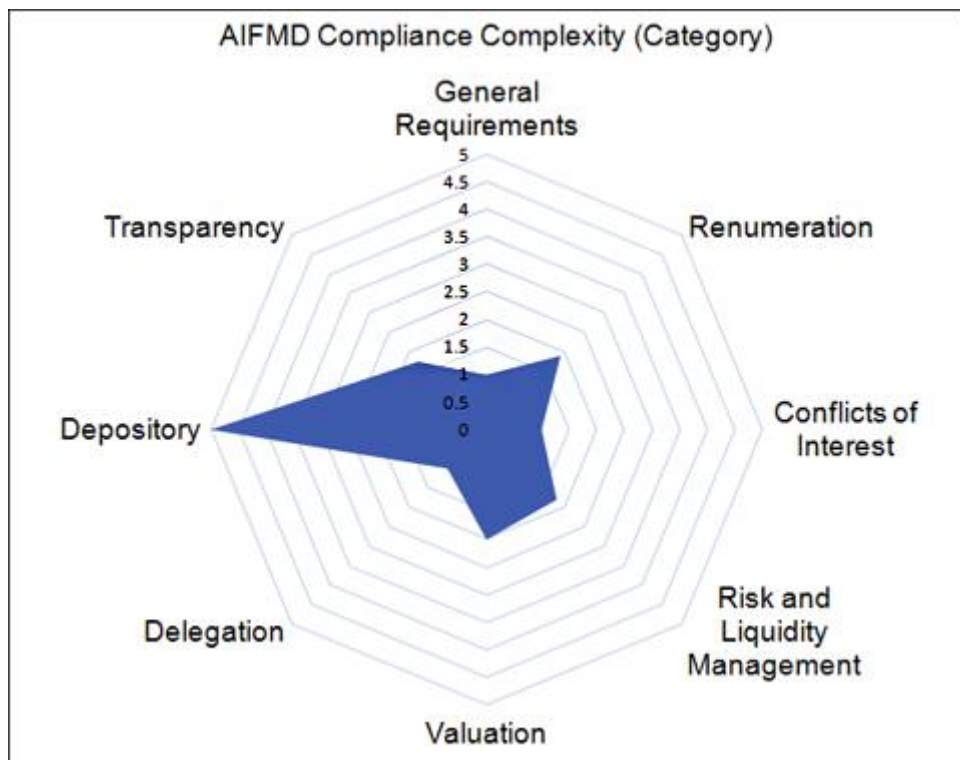
Ulteriori punti focali della Direttiva AIFMD sono costituiti dalla particolare e innovativa disciplina in merito al ruolo del depositario e soprattutto in ragione a particolari limitazioni e condizioni all'attività dello stesso.

Infine, elemento caratterizzante la Direttiva è il crescente e intenso obbligo di *reporting* alle autorità competenti. Obbligo che permetto quanto meno di controllare l'operato dei gestori, nei pochi casi in cui lo stesso non viene limitato o subordinato alla normativa comunitaria e nazionale, raggiunto mediante la previsione di una trasmissione continua di informazioni sullo stato dell'investimento e dell'esistenza di esplicite condizioni funzionali all'ottenimento dell'autorizzazione (mediante dettagliata elencazione di requisiti per la registrazione).

Una delle principali valutazioni circa l'impatto della Direttiva AIFMD sui gestori e sul mercato è necessariamente di ordine economico.

Risulta che la Direttiva AIFMD imponga ai gestori dei fondi costi approssimabili a 3,2 miliardi di Euro, in relazione principalmente alla modifica della struttura legale del soggetto e alla riorganizzazione dell'intero modello di business, in funzione anche della ricerca di una rinnovata efficienza.

Nel dettaglio, è possibile anche attribuire un diverso peso agli ambiti affrontati dalla Direttiva AIFMD, in base al diverso livello di *compliance* richiesto:



Ovviamente, l'aumento dei costi a carico dei gestori potrebbe tramutarsi in un ribaltamento degli stessi nei confronti degli investitori, con una conseguente diminuzione dei profitti. A tali costi di natura squisitamente economica bisogna aggiungere la maggiore responsabilità del soggetto depositario (la cui struttura e il cui modello di business dovranno essere implementati ai sensi della Direttiva AIFMD) e di conseguenza il probabile aumento degli importi richiesti dallo stesso ai gestori.

Il settore degli hedge funds ad esempio è quello che riflette le maggiori perplessità in ordine alla nuova disciplina, in quanto si tratta di un settore già poco accessibile per la clientela comunitaria, basti pensare che il 94% degli hedge funds mondiale è domiciliato in Stati extra-UE.

La stessa introduzione di limiti rigidi in ordine all'utilizzo della leva finanziaria potrebbe penalizzare oltremodo il settore degli hedge funds che come abbiamo visto fonda le proprie peculiarità su particolari strategie di

investimento che a causa delle nuove limitazioni potrebbero risultare non praticabili.

In particolar modo, i maggiori costi di trasparenza verso il mercato e verso le autorità di vigilanza, soprattutto in materia di utilizzo della leva, dovranno essere controbilanciati da un vistoso aumento del volumi d'affari (grazie magari alla maggiore fiducia degli investitori nei confronti di un veicolo finanziario ritenuto tipicamente “rischioso” dai non addetti ai lavori).

4. L'analisi fin qui svolta ha avuto come duplice obiettivo descrivere il fenomeno dei fondi alternativi dal punto di vista economico, delineando caratteristiche (aspetto “statico”) e strategie e tecniche di investimento (aspetti “dinamici”), e analizzare il profilo strettamente normativo (esaminando l'evoluzione legislativa in materia – passando da una assenza di disciplina alla nuova Direttiva AIFMD).

Le valutazioni effettuabili, allo stato attuale, risultano ovviamente di natura prospettica, pertanto bisognerà attendere come verrà adattato il panorama normativo al reale contesto economico.

Soprattutto il giudizio finale dipenderà, non solo dall'abilità nella tecnica legislativa utilizzata dal legislatore europeo e dalla presunta o meno sensibilità economica mostrata, ma principalmente dalla capacità di recepimento dei singoli Stati membri, aventi il difficile compito di trasferire i principi “generalisti” dettati dalla normativa al particolarismo locale.

Piuttosto che aver la presunzione di creare modelli completi e autosufficienti, gli Stati occidentali avranno il compito di valutare e comprendere gli errori e le

difficoltà dell'intera economia, e in particolar modo del sistema finanziario (in quanto prima vittima sacrificale di ogni comportamento "spregiudicato).

I nuovi paradigmi dovranno necessariamente tener conto di parametri ben definiti, coerenti e adeguati all'economia reale, unici in grado di garantire affidabilità nel tempo. Le moderne economie non vogliono e non possono più permettere atteggiamenti che contemplino il "*benevolo distacco*", da parte di tutti i soggetti operanti sul mercato, in primis gli stessi intermediari che dovranno agire con competenza e *buona fede*.

Indubbiamente, il lavoro svolto dal legislatore europeo può risultare apprezzabile, in ragione soprattutto degli sforzi effettuati a tutela degli investitori e dei risparmiatori, soggetti sempre più indeboliti dal particolare contesto socio-economico e necessitanti di nuove tutele, in grado di fornire una rinnovata fiducia nei confronti dell'intero sistema finanziario mondiale.

La Direttiva ha più volte tenuto conto di come certe pratiche, evidenziate da una prassi ormai consolidata, non abbiano ricevuto un opportuno sostegno normativo, portando spesso gli operatori a comportamenti inefficienti e deresponsabilizzati.

Esempi dello spiccato interesse verso quelle che in passato erano state considerate "linee d'ombra" normative sono: la dettagliata disciplina del *leverage* (spesso demonizzato come primo fattore di pericolo caratterizzante l'operatività dei fondi speculativi); e le novità in materia di soggetto depositario (creando una forma "preventiva" di controllo formale, e allineando la responsabilità dei soggetti coinvolti nell'eventuale sub-deposito alla reale operatività dei fondi alternativi di investimento).

Pietra angolare della nuova disciplina è la forte intensificazione dell'attività di *reporting* nei confronti delle autorità, sia nella fase genetica del veicolo di investimento (delle informazioni necessarie per l'ottenimento dell'autorizzazione) che in quella caratteristica (cioè di tutti i dettagli sulle modalità e stato di investimento).

Bisogna anche sottolineare come nel confronto con la disciplina italiana, la normativa comunitaria non sia valutabile come quella “rivoluzione copernicana” che forse i soggetti operanti nel settore parevano attendere, in quanto appaiono numerosi ed evidenti i punti di tangenza tra i due Ordinamenti. In positivo, tale affinità si traduce necessariamente in minori costi di adeguamento a carico dei veicoli di investimento italiani, già molto vicini ai requisiti richiesti dalla Direttiva AIFMD.

Alla luce di tali osservazioni, difficilmente la nuova normativa potrà avere un impatto negativo nei confronti del mercato europeo degli *alternative investment funds*, soprattutto in un orizzonte di medio periodo.

Di grande valore risulta, indubbiamente, l'individuazione delle macroaree di rischio, espressione del fine ultimo di tutela e protezione degli investitori, consumatori e di ogni operatore del mercato, creando le basi per una forma di vigilanza sovrastatale, potenziale garanzia di tutela onnicomprensiva.

Sarà necessario stimare il reale impatto economico che la Direttiva imporrà ai soggetti interessati, nella speranza che un aumento dei costi di *compliance* non venga ribaltato nei confronti degli investitori, innescando un vortice che si traduca in una totale diminuzione dei profitti dell'intero settore. (considerando le già espresse perplessità in settori, come quello degli hedge funds, già poco

accessibili per la clientela comunitaria e che rischierebbero di diventare monopolio incontrastato di ordinamenti d'oltreoceano).

La normativa in esame costituisce, senza dubbio, un ottimo auspicio nei confronti della futura produzione legislativa comunitaria, magari in settori, altrettanto influenti sulla stabilità e “salute” dei mercati finanziari, ormai soggetti ad una serie enorme di fattori e fenomeni destabilizzanti.

Sicuramente, la faticosa strada intrapresa dal legislatore comunitario dovrà essere accompagnata, come si è detto più volte precedentemente, da una responsabilizzazione “omnidirezionale” dei *player* coinvolti nell'intero processo economico, abbandonando o quanto meno limitando le rendite di posizione, gli individualismi e le asimmetrie informative, ormai patologie immanenti del mondo economico globalizzato.