

Meglio ruoli distinti tra prime broker e banca depositaria

Il caso Bear Stearns impone maggiori cautele nei contratti e nell'organizzazione per monitorare sempre il patrimonio

di Massimo Paolo Gentili e Nunzia Melaccio

La società

Garlati Gentili & Partners, (associato al gruppo Tmf), offre consulenza in materia regolamentare, fiscale, societaria e amministrativa. Massimo Paolo Gentili, vanta una specifica esperienza sul mercato lussemburghese, inglese e svizzero, ricopre numerose cariche societarie in intermediari finanziari nazionali e internazionali, segue l'avvio di nuovi player e joint venture nel settore finanziario. E' autore di numerose pubblicazioni e libri sugli intermediari finanziari. Nunzia Melaccio, segue tematiche relative alla distribuzione di strumenti finanziari, prestazione dei servizi di investimento e di gestione collettiva. Ha a lungo svolto consulenza sui controlli interni collaborando con Securities & Compliance Srl, società leader nel settore.

La figura del prime broker riveste, nell'ambito dei fondi hedge che attuano strategie single manager, un ruolo di estrema rilevanza. Tale interlocutore consente infatti di usufruire di una pluralità di servizi integrati connessi sia allo svolgimento dell'attività di gestione tout court, che alle altre attività strumentali.

Tra le attività tipicamente prestate dal prime broker a favore degli hedge fund single manager vi sono, in primis, il prestito e la custodia titoli e liquidità, nonché il supporto informatico, il calcolo del valore della quota, il risk monitoring e il *clearing* delle operazioni. Il prime broker tende anche a perseguire una politica di inclusione (*wrapping*) di una serie di ulteriori attività delle management company allo scopo di massimizzare la fidelizzazione, proponendosi come *one stop shop* affinché il gestore possa focalizzarsi sul *core business* affidando all'esterno le altre attività.

Un'evidenza di tale approccio è data dal fatto che il prime broker affianca alla propria offerta principale quella di altri servizi non tipici del depositario o del finanziatore come, in particolare, l'accesso a potenziali clienti attraverso servizi di *capital introduction*, l'organizzazione logistica ed informatica, il reporting fino ad arrivare, nei casi più invasivi, alla definizione e strutturazione del prodotto. In virtù della pluralità dei servizi forniti non sorprende che, nella maggior parte delle giurisdizioni, soprattutto extra europee, il prime broker rappresenti il principale interlocutore dei gestori di fondi hedge e che, in assenza di impedimenti in tal senso, esso arrivi a ricoprire contestualmente il ruolo di soggetto finanziatore e custode del patrimonio del fondo. Tale contestualità non è tuttavia generalizzabile. Nei modelli organiz-

zativi che caratterizzano i fondi italiani di tipo single manager, ad esempio, è infatti persistente, sin dall'avvio dei primi player, un quadro normativo che riconduce alle banche depositarie un ruolo intermedio e di controllo tra il prime broker e il fondo.

Il ruolo imprescindibile della banca depositaria nell'ambito del quadro operativo dei fondi alternativi è stato più volte evidenziato anche dalle Autorità di Vigilanza che, prima attraverso un'apposita comunicazione della Banca d'Italia del 30 luglio 2002, poi nell'ambito del provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005, ed, in ultimo, nel Regolamento Congiunto della Banca d'Italia con la Consob del 29 ottobre 2007, hanno evidenziato come l'esistenza del prime broker non ne modifichi il ruolo e, anzi, faccia sorgere la necessità che la banca depositaria sia sempre in grado di monitorare il patrimonio del fondo ed il livello delle garanzie rilasciate al prime broker a fronte dei finanziamenti ricevuti.

L'Italia non è però il solo Paese europeo a riconoscere nelle attività di custodia un elemento di estrema criticità per garantire la salvaguardia del patrimonio del fondo.

Basta volgere lo sguardo verso il sistema lussemburghese, anche nell'ambito delle ultime novità che lo hanno interessato, per rendersene conto. All'inizio del 2007, le Autorità lussemburghesi hanno introdotto nel settore del risparmio gestito un nuovo veicolo denominato *Fond d'Investissement Spécialisés* (Fis) che ha da subito riscosso il favore dei gestori europei per l'elevata semplicità di costituzione e gestione (vedi MondoHedge nr. 62 di febbraio, pag 30). Alcuni numeri possono aiutare ad apprezzare appieno il fenomeno: da febbraio 2007 a febbraio 2008 in

Lussemburgo sono stati approvati complessivamente 638 Fis per un totale di asset in gestione, a fine gennaio 2008, di 118,450 miliardi di euro. Tra questi, numerosi sono i Fis focalizzati su strategie hedge (sia single manager che fondi di fondi) a fronte delle 43 società di gestione del risparmio operative oggi e istituite in Italia a partire dal 1999, anno di emanazione della normativa in materia di fondi. Il Fis, infatti, ha consentito ai promotori di disporre di un veicolo sottoposto a vigilanza da parte di un'Autorità europea (Cssf) e, pertanto maggiormente rassicurante per gli investitori, seppur caratterizzato da ridotti obblighi informativi e di vigilanza.

L'introduzione di un veicolo semplice e flessibile non ha pertanto distratto l'Autorità di Vigilanza lussemburghese dalla richiesta di preventiva valutazione sull'affidabilità e l'idoneità della banca depositaria prescelta dal promoter in virtù dei delicati compiti affidati che richiedono, per il loro corretto svolgimento, opportuni requisiti di professionalità ed indipendenza. Italia e Lussemburgo sono Paesi europei caratterizzati da due contesti regolamentari con peculiarità differenti che sembrano tuttavia ricongiungersi nel riconoscere l'importanza di modelli organizzativi che separino l'attività di custodia da quella di prime brokerage e, in tal ambito, nell'individuare nella banca depositaria il *safekeeper* del patrimonio dei fondi comuni di investimento, anche in presenza di controparti (il prime broker) che potrebbero prestare le attività di custodia congiuntamente a quelle di finanziamento, prestito titoli ed altre.

Un ruolo, quello di *safekeeper*, che assume grande attualità alla luce di vicende come quella della società Bear Stearns, uno dei principali player internazionali nelle attività di prime brokerage che, dopo aver visto collassare nel corso della scorsa estate due dei propri fondi hedge a causa dell'esposizione ai subprime, a fine marzo ha visto crollare il proprio valore di borsa per problemi di liquidità. Almeno due i risultati prodotti da questa vicenda che è interessante evidenziare.

Da una parte, il rischio di *default* ha fatto attendere, ed in molti casi concretizzare, la decisione delle manage-

ment company che usufruivano dei servizi forniti da Bear Stearns di individuare una diversa controparte al fine di demonizzare il rischio di perdita del patrimonio dei fondi.

Inutile aggiungere come tale decisione possa aver avuto una più tempestiva ed efficace concretizzazione in presenza di clausole contrattuali di tutela del patrimonio, come quelle di *set off* raccomandate anche dalle Autorità di Vigilanza italiane, che consentono al gestore di richiedere la restituzione dei beni in garanzia in qualsiasi momento. Dall'altra, la vicenda ha contribuito a rafforzare l'interesse dei promoter di fondi hedge verso l'assunzione di modelli organizzativi in grado di tranquillizzare gli investitori circa l'affidabilità del settore del risparmio gestito e, in generale, della solidità delle management company.

Nella ricerca di nuovi modelli organizzativi, hanno sicuramente primeggiato forme strutturali snelle ma allo stesso tempo caratterizzate da un buon livello di vigilanza: il grande successo registrato dai Fis, soprattutto nell'ambito di progetti *crossborder* sembra essere una conferma di questo trend seguito anche da gestori storicamente domiciliati in Paesi extraeuropei e, in particolare modo, nelle British Virgin Islands e nelle Cayman Islands.

Pertanto, mentre resta immutata la preferenza dei prime broker verso le realtà off shore, dove sono meglio realizzabili le strategie di *wrapping* e sono ridotti i vincoli regolamentari, la visione degli operatori sembra convergere con quella delle Autorità di Vigilanza riconoscendo un ruolo di forte criticità ai soggetti incaricati della custodia del patrimonio dei fondi e alle cautele organizzative e contrattuali in grado di consentire un monitoraggio continuativo dello stesso anche ove sub affidato a soggetti diversi dalla banca depositaria. Un risultato importante, a fronte dei tanti esiti incerti che stanno caratterizzando i mercati finanziari attuali, che porta con sé l'ulteriore ed inconsapevole pregio di evidenziare come la semplificazione degli iter autorizzativi dei veicoli di investimento possa assumere la veste non solo di fattore di maggior attrattiva delle giurisdizioni europee, ma anche e soprattutto di maggior tutela per i risparmiatori. ■