

Estratto da:



Numero 33 - Novembre 2005

Il regolamento che “guarda attraverso” i fondi speculativi

di Massimo Paolo Gentili e Nunzia Melaccio

Il regolamento che "guarda attraverso" i fondi speculativi

La Banca d'Italia, per la prima volta detta un limite all'attività di investimento dei fondi di fondi hedge italiani. E le Sgr dovranno adeguarsi alla normativa entro dicembre 2005

di Massimo Paolo Gentili e Nunzia Melaccio

I due esperti

Massimo Paolo Gentili

è socio fondatore della Tmf Garlati & Gentili SpA, società che offre servizi di consulenza in materia regolamentare, fiscale, societaria ed amministrativa. Ricopre numerose cariche in organi societari di intermediari finanziari appartenenti a gruppi nazionali ed internazionali. Autore di numerose pubblicazioni in tema di intermediari finanziari e coautore del libro "Come valutare gli intermediari finanziari", edito da Edibank - Bancaria Editrice, luglio 2005.

Nunzia Melaccio

collabora con Securities & Compliance Srl (Gruppo Tmf), società dedicata allo svolgimento dei servizi inerenti al sistema di controllo interno e di internal auditing degli intermediari finanziari. Autrice su riviste specializzate di numerose pubblicazioni in tema di fondi speculativi e coautrice del libro "Gli Hedge Fund parlano italiano". Ricopre la carica di Responsabile della Funzione di Controllo Interno presso alcune Sgr speculative.

I fondi speculativi sono stati approcciati con una certa prudenza dalle autorità di vigilanza, le quali si sono dedicate alla loro progressiva introduzione nei Paesi di riferimento solo a fronte della richiesta di maggiore trasparenza.

Appare in linea con tale tendenza, che si è manifestata ad esempio negli Stati Uniti, in Inghilterra e in Germania, anche l'impostazione del Regolamento della Banca d'Italia sulle Società di Gestione del Risparmio entrato in vigore lo scorso 13 maggio e che concentra la propria attenzione su due aspetti - l'attività di investimento dei fondi speculativi e le informazioni fornite agli investitori - focalizzandosi, appunto, sulla massima trasparenza.

In merito all'attività di investimento e, in particolare, alle limitazioni introdotte dalle nuove disposizioni a cui gli operatori dovranno adeguarsi entro il 31 dicembre 2005, i fondi speculativi possono investire il proprio patrimonio in altri Oicr (fondi di primo livello) che a loro volta investono in altri Oicr (fondi di secondo livello), purché questi ultimi investano in strumenti finanziari diversi dagli Oicr.

L'innovato panorama normativo vede dunque, per la prima volta, l'introduzione di un limite all'attività di investimento dei fondi speculativi e, in particolare, di quelli istituiti sotto forma di fondi di fondi (cc.dd. fondi di fondi hedge), tuttora in numero prevalente rispetto ai cc.dd. fondi puri.

Quali siano le motivazioni che sottendono all'emanazione della suddetta norma da parte dell'Autorità di Vigilanza italiana, non vuole essere oggetto della presente analisi, la quale, secondo un'impostazione ed obiettivi più pratici che teorici, vuole concentrarsi

invece su particolari casistiche di investimento che possono rappresentare un'eccezione all'applicazione della norma medesima. Si fa riferimento, in particolare, all'investimento da parte di un fondo speculativo, in un fondo estero con struttura c.d. "master feeder", in cui cioè l'entità rappresentata dal feeder fund (on shore o off shore) è caratterizzata da un attivo costituito dalla sola partecipazione nel fondo master (solitamente off shore).

Nell'ampio panorama statunitense degli hedge fund, non è inusuale l'adozione di tale struttura, sia per motivi fiscali (i feeder fund hanno spesso domiciliamenti differenti e conseguentemente regimi fiscali diversi), sia per motivi di efficienza operativa (il patrimonio gestito è unico pur se proveniente da veicoli distinti) che di flessibilità (per nuove categorie di investitori è possibile creare un nuovo feeder fund), pur richiedendo una gestione amministrativa più complessa di quella di un fondo con struttura tradizionale (vedi grafico di pag. 29).

Ipotizzando dunque che un fondo speculativo investa in un feeder fund (fondo di primo livello) che, per quanto descritto, investe nel master feeder (fondo di secondo livello), è lecito chiedersi se sia necessario che quest'ultimo investa in strumenti finanziari diversi da quote di Oicr affinché non si determini la violazione del limite contenuto nella nuova previsione regolamentare emanata dalla Banca d'Italia. La circostanza per cui il feeder fund rappresenta solo un veicolo interposto al master fund ed il fatto che l'investimento in tali strutture non pone un problema di duplicazione di commissioni in quanto esse vengono determinate ad un solo livello (solitamente dal fee-

der fund), farebbero propendere per una risposta negativa al quesito.

Tale risposta, si evidenzia, risulta essere condivisa dalla stessa Banca d'Italia che, in occasione dell'approvazione delle modifiche regolamentari presentate dalle Società di Gestione di fondi speculativi che hanno già avviato il processo di adeguamento alle disposizioni contenute nel Regolamento sulle Società di Gestione del Risparmio, ha concesso la possibilità di escludere le strutture cc.dd. "master feeder" dall'applicazione delle nuove disposizioni in tema di oggetto di investimento, permettendo così ai gestori di investire, per il tramite del feeder fund, in master fund che attuano una politica di gestione avente ad oggetto anche altre quote di Oicr, senza che ciò determini una violazione del limite previsto dalla vigente normativa. Nonostante tale eccezione, resta comunque fermo il principio cardine sotteso alla normativa in tema di fondi speculativi - ossia la trasparenza, il principio del c.d. "look through" (letteralmente "guardare attraverso") - che trova applicazione anche ai fondi sottostanti, sia nei confronti del fondo speculativo medesimo che nei confronti

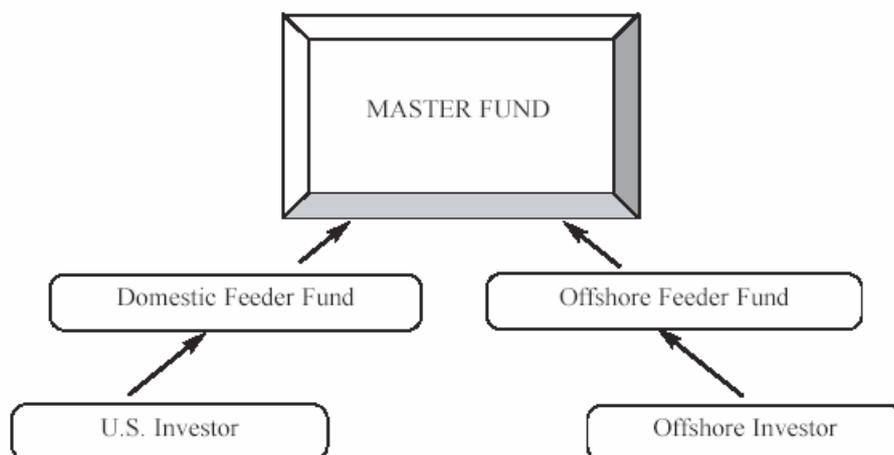
degli investitori.

Considerato infatti che le informazioni in merito alla politica di investimento dell'hedge fund potrebbero non consentire di escludere che il fondo (primo livello) investa anche una ridotta percentuale del suo patrimonio in altri fund of hedge fund, ossia altri fondi (secondo livello) che investono a loro volta in hedge fund anziché in strumenti finanziari diversi da quote di Oicr, il primo elemento fondamentale è rappresentato dalle capacità di selezione del gestore del fondo speculativo.

Il manager è sicuramente chiamato ad agire con la dovuta diligenza affinché il fondo sottostante fornisca un adeguato livello di trasparenza sulla politica di investimento attuata e, di conseguenza, sia monitorabile l'osservanza continuativa delle disposizioni regolamentari domestiche.

Dall'altro lato, per quanto attiene il fronte degli investitori, le nuove norme impongono ai fondi alternativi italiani, istituiti sotto forma di fondi di fondi hedge, di riportare nel rendiconto di gestione l'indicazione dettagliata dei fondi di secondo livello selezionati nonché delle eventuali strutture e/o veicoli interposti (ad esempio "master feeder"). ■

Master Fund: lo schema di funzionamento



Fonte: Elaborazione da Hedge Fund World