



FIA e OICVM – Qual è la prossima tappa?

Coloro che intendono commercializzare i loro hedge fund in Europa non devono tralasciare l'aspetto chiave della distribuzione. Senza considerare se il fondo sia un FIA o un OICVM, la continua evoluzione della normativa europea implica che i manager debbano essere sempre un passo avanti e valutare l'impatto che tale cambiamento avrà sulle loro strategie di commercializzazione.

Il seguente rapporto fornirà una stima sull'attuale normativa del mercato, su come influenza la distribuzione dei FIA e soprattutto, su quali sono i principali cambiamenti normativi di cui i manager devono essere a conoscenza.

Cosa c'è in programma? – Panoramica sulle normative attuali

AIFMD

La Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (Alternative Investment Fund Managers Directive, AIFMD) è stata trasposta nella legislazione nazionale dei paesi dell'Unione Europea nel luglio 2013. Da quel momento, i gestori hanno fatto continue modifiche per restare conformi al regime normativo, che diversamente dalla direttiva sugli OICVM (basata sul fondo) si concentra sulla regolamentazione dei gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA).

"Direi che la Direttiva è stata implementata per il 90%, il che significa che la maggior parte dei gestori dell'UE sono conformi all'AIFMD e si avvalgono del passaporto del fondo per lanciare i FIA nelle diverse giurisdizioni. In particolare, numerosi FIA britannici si stanno distribuendo sull'Europa continentale. I principali problemi che esistevano sono stati risolti e le acque si sono calmate," commenta Etienne Deniau, Global Head of Business Development, Asset Managers and Owners, di Société Générale Securities Services.

Ad oggi, uno dei peggiori grattacapi dei manager è l'obbligo di reporting alle autorità competenti. Conformemente all'AIFMD, è necessario completare un report definito Allegato IV che contiene circa 300 campi da completare. Comparabile al modulo PF statunitense, il formato .xml da consegnare alle autorità nazionali si era rivelato problematico quando i FIA avevano iniziato le attività di reporting nel 2014, ma oggi, finita la fase di rodaggio, i regolatori ricevono i report senza problemi.

"I fornitori di servizi si sono trovati di fronte a una nuova opportunità in quanto numerosi gestori non sapevano come produrre l'Allegato IV. Grazie al know-how di società come SGGS è possibile fornire ai gestori soluzioni per i report," afferma Serge Balatre, Head of Business Development, Depository Services, alleggerendo così i compiti dei dipartimenti Risk e Compliance.

Acqua in bocca sul codice di remunerazione

A parte il reporting normativo, la più grande preoccupazione dei GEFIA, soprattutto quelli extraeuropei che utilizzano società di gestione terze in Europa, è il codice di remunerazione previsto dall'AIFMD. Una simile politica verrà anche introdotta con UCITS V che entrerà in vigore il 18 marzo 2016.

"Se in un FIA o OICVM europeo la gestione del portafoglio è delegata a un gestore statunitense, le regole di remunerazione si applicano indirettamente anche al gestore statunitense ed è comprensibile che non ne siano entusiasti," spiega Etienne Deniau.

La remunerazione, nel contesto dell'AIFMD, comprende qualsivoglia forma di bonus o pagamento versato dal GEFIA al Code Staff in relazione ai servizi resi. Per Code Staff si intende: senior management, risk management e ogni altra funzione di controllo di tipo fiscale, contabile, legale e legata alla conformità.

La remunerazione si basa su due elementi: la componente fissa e la componente variabile.

Tra il 40 e il 60% della componente variabile versata al Code Staff deve essere differita tra tre a cinque anni. Il 50% della componente variabile deve essere pagato in parti o azioni del fondo (o la partecipazione equivalente).

"Il che significa che una parte della remunerazione del gestore deve essere reinvestita nel fondo. Questa pratica ha come obiettivo l'aumento della protezione dell'investitore in quanto quest'ultimo può vedere che la società di gestione (GEFIA) è pagata con lo strumento che sta vendendo. Ciò crea un migliore allineamento degli interessi. Il differimento della componente variabile (per es. bonus annuale) serve a tenere i collaboratori principali all'interno della società di gestione", dichiara Serge Balatre.

Inoltre, sotto UCITS V e AIFMD, la remunerazione della società di gestione è proporzionale alla performance del fondo.

UCITS V – L'ora del rinnovo

UCITS V è il primo passo delle autorità europee verso l'ammonizzazione del regime UCITS e AIFMD. Quando UCITS V entrerà in vigore il 18 marzo 2016, fornirà un'ulteriore protezione agli investitori retail. Il problema è che se le misure di Livello I, che indicano lo scopo della direttiva, sono state chiarite, il settore è ancora in attesa di delucidazioni sulle misure di Livello II. Queste norme tecniche di regolamentazione devono ancora essere approvate dal Parlamento e dal Consiglio Europeo, il che significa che i gestori dovranno nominare un depositario conforme a UCITS V senza essere a conoscenza dei dettagli contrattuali che tale accordo comporterà.

"Una volta approvate le misure di Livello II, verranno pubblicate sulla Gazzetta ufficiale delle Commissioni Europea ed entreranno in vigore sei mesi dopo. Se venissero pubblicate il 1° marzo 2016, per esempio, significa che le misure di Livello II entreranno in vigore il 1° settembre 2016. Non vi è dubbio che la differenza tra le misure di Livello I e di Livello II stanno creando incertezze," aggiunge Jean-Pierre Gomez, Head of Regulatory and Public Affairs per SGSS Luxembourg.

Il ruolo del depositario con UCITS V verso AIFMD

Il depositario nominato deve essere un istituto di credito autorizzato dalla CRD IV, una persona giuridica che rispetta i requisiti patrimoniali minimi o una banca nazionale. Con la UCITS V il ruolo del depositario comprende gli stessi compiti previsti dall'AIFMD, tra i quali la custodia del patrimonio del FIA, la gestione della liquidità e il controllo generale, e come talora maggior parte dei depositari europei dovrebbero essere in una buona posizione per svolgere i propri compiti sotto UCITS V.

Tuttavia UCITS V si spinge più avanti: se gli standard di protezione sono gli stessi dell'AIFMD, il depositario deve rispettare delle regole aggiuntive. Con UCITS V il depositario deve controllare l'intera catena della custodia. Non esiste alcuna esenzione per la restituzione del patrimonio di un sub-depositario, come accade in alcuni casi in virtù dell'AIFMD.

"Su UCITS V il depositario ha maggiori responsabilità quanto al deposito e alla custodia del patrimonio. Questo necessita un processo di controllo più approfondito e un maggiore know-how legale nei paesi non appartenenti all'UE in cui si applicano accordi di sub-depositario," afferma Serge Balatre.

Vi saranno inoltre controlli più severi sulla liquidità e sulla restituzione del patrimonio, il che significa che il depositario dovrà effettuare una due diligence appropriata sulla controparte "per avere un controllo totale su tutti gli attori dell'OICVM e avere una visione d'insieme sul patrimonio del fondo", aggiunge Etienne Deniau.

Il patrimonio di un OICVM verrà completamente segregato e detenuto presso un conto di deposito, ancora un elemento che va oltre l'AIFMD, secondo la quale il depositario è responsabile del patrimonio depositato del FIA, ma non della sua custodia.

"Prima i titoli dovevano essere separati in funzione del Paese, adesso devono essere separati su tutta la rete di sub-depositari", aggiunge Deniau.

Secondo l'AIFMD, il depositario ha la facoltà di rinunciare alla responsabilità del patrimonio del FIA qualora avesse accordi di deposito con terzi selezionati dal gestore. Secondo quanto appena detto, le norme di custodia prevedono che il depositario non sia tenuto responsabile del patrimonio del FIA qualora dovesse presentarsi un problema. Questa opzione non esiste in UCITS V.

Per quanto riguarda la funzione di supervisione nell'ambito di UCITS V, se il gestore o gli azionisti del fondo possono provare che il depositario non ha correttamente adempiuto ai suoi doveri di supervisione, il depositario sarà ritenuto responsabile delle eventuali perdite.

Indipendenza tra depositario e gestore

Un altro punto importante su UCITS V è che i gestori e i depositari sono indipendenti all'interno dello stesso gruppo. "Se all'interno dello stesso gruppo vi sono sia il depositario che il gestore, le due entità devono essere completamente separate e seguire una serie di regole ben definite per non rischiare di andare incontro a un potenziale conflitto di interesse," dichiara Serge Balatre.

Regolamento EMIR (European Market Infrastructure Regulation)

Il regolamento EMIR, l'equivalente europeo del Dodd-Frank act, è entrato in vigore nel febbraio 2014. Esso prevede, per tutti gli istituti buy-side, l'obbligo di reporting dei contratti derivati a un trade repository. Inoltre, i gestori del fondo devono riportare alle loro controparti le valutazioni mark-to-market di tutte le esposizioni in sospeso e tutti i collateral che sono stati scambiati.

"L'EMIR sta diventando sempre più completo. Ad oggi, i gestori devono effettuare i suddetti report, ma non hanno l'obbligo di compensazione alla controparte centrale (CCP)" afferma Deniau. I primi strumenti a essere compensati a giugno del 2016 saranno i derivati su tassi di interesse. Ciò si applicherà ai della clearing member, con controparti finanziarie soggette ad obblighi di compensazione da dicembre 2016.

La prossima data chiave è dicembre 2016, quando l'ESMA dovrà indicare le sue raccomandazioni e linee guida sullo Unique Trade Identifier e sullo Unique Product Identifier, di cui i gestori del fondo avranno bisogno per la compensazione dei derivati con la CCP.

Distribuzione – Sviluppo del marchio FIA e OICVM

Il marchio FIA ha molta strada davanti a sé prima di poter essere considerato alla pari di un OICVM, la cui direttiva ha avuto a disposizione ben 30 anni per costruirsi la solida reputazione di norma di riferimento tra gli investitori di tutto il mondo. Dal luglio 2014 i FIA sono stati solo capaci di ricorrere al passaporto dell'AIFMD.

Il loro track record è pertanto estremamente limitato. Tuttavia si stanno vedendo segni di un aumento del potenziale di distribuzione dei FIA. In Irlanda, ad esempio, gli attivi nei Qualified Investor Alternative Investment Fund, o QIAIF, sono giunti al 21% in un anno, a novembre 2015.

Gli infow netti ai QIAIF, sullo stesso periodo, erano pari a EUR 31 miliardi, su un totale di 384 miliardi di Euro.

Il marchio FIA

Serge Balatre ritiene che l'Europa voglia creare un marchio FIA di successo proprio come ha fatto con gli OICVM. La direttiva UCITS V è stata appena tradotta in Cinese, paese che nei prossimi anni rappresenterà il più importante canale di distribuzione per gli asset manager.

L'AIFMD deve imparare a camminare prima di correre. La domanda che unisce UCITS V e AIFMD è: l'Europa potrà dar luce a un regime normativo unico sotto forma di AIFMD II o UCITS VI? E se fosse possibile, che impatto avrebbe sulla distribuzione e sul potenziale del marchio FIA?

"Nonostante alcune differenze sul ruolo del depositario, le due normative sono pressoché le stesse. Perché continuare a utilizzare due regimi diversi? Si potrebbe sostenere che gli OICVM sono fatti per gli investitori retail, mentre i FIA per gli investitori professionali, ma se la normativa viene redatta correttamente, sono sicuro che un solo regime sarebbe sufficiente," ipotizza Balatre.

Gomez non pensa che i FIA siano già un marchio, ma potrebbero diventarlo lasciando il tempo all'AIFMD di evolversi.

"Se l'AIFMD dovesse seguire la stessa strada di UCITS, dovrà ancora subire molte modifiche. A tal proposito, non abbiamo visto grandi cambiamenti sotto questa direttiva. Perché?

"Ai sensi dell'UCITS il passaporto è rilasciato al fondo, ai sensi dell'AIFMD al gestore del fondo. Pertanto, se si è in possesso di una licenza AIFMD, in teoria si è autorizzati a commercializzare il fondo nell'UE. Un gestore basato a Londra o Parigi, con un FIS lussemburghese che desidera vendere il suo fondo a investitori tedeschi, deve conformarsi ai dispositivi della BaFin, l'autorità che regola i mercati finanziari tedeschi, e attendere la sua approvazione," commenta Gomez.

Su UCITS, invece, il gestore può distribuire liberamente il suo fondo agli investitori tedeschi senza bisogno di approvazione della BaFin. "La BaFin ha la facoltà, secondo l'AIFMD di impedire ai GEFIA dell'UE di passaportare il FIS lussemburghese in Germania se ritiene che sia troppo diverso da un FIA tedesco.

"Le prospettive di distribuzione sono completamente diverse tra UCITS e AIFMD," aggiunge Gomez.

Un altro ostacolo di distribuzione che i FIA devono sormontare è che attualmente sembrano essere disponibili unicamente per gli investitori professionali, nonostante alcune persone siano a conoscenza dei Non-UCITS retail schemes (NURS).

Uno dei principali vantaggi degli OICVM è che possono essere distribuiti a tutti gli investitori, siano essi professionali o no. Questo grazie alla rigida regolamentazione alla quale gli OICVM devono aderire. I FIA attirano i gestori di hedge fund o di private equity che desiderano replicare la loro strategia offshore, ma non offrendo una liquidità quotidiana, ne limitano di fatto la distribuzione.

"Circa il 70% dei fondi registrati per la distribuzione nel mondo intero sono basati in Lussemburgo", conferma Gomez. "Quando i nostri clienti vogliono vendere un FIA a investitori tedeschi (istituzioni o HNWI) incontrano numerose difficoltà. La BaFin è estremamente esigente. Ai sensi dell'AIFMD, i manager possono ancora utilizzare i regimi nazionali di collocamento privato o il sollecito inverso, in modo da trovare altre opzioni di distribuzione."

Passaporto per i paesi terzi

Un elemento che permetterebbe la distribuzione dei FIA in Europa sarebbe il passaporto per i paesi terzi. L'ESMA ha espresso una raccomandazione su Guernsey, Jersey e Svizzera, ciò significa che i GEFIA e i FIA che operano al di fuori di queste giurisdizioni potranno commercializzare liberamente i loro fondi in tutta l'UE purché esista una capacità di applicazione equivalente delle autorità interne per assicurare che i GEFIA non UE siano conformi alla Direttiva.

La decisione sulla data di applicazione del passaporto per queste tre giurisdizioni è stata ritardata almeno fino a fine giugno, quando l'ESMA avrà esaminato un secondo gruppo di giurisdizioni tra le

quali: Stati Uniti, Singapore, Hong Kong, Giappone, Isole Cayman Bermuda, Australia, Canada e Isola di Man.

"Il regolamento deve ancora essere chiarificato in numerosi paesi e il nuovo regime che si applicherà agli AIFM non UE deve ancora essere messo in atto. Dopo che l'ESMA avrà stabilito le regole di condotta, ci potremo aspettare una sorta di boom e un aumento dell'attività del fondo con l'AIFMD, ma non sono sicuro che si vedranno risultati nel 2016," afferma Balatre che aggiunge: "Se il passaporto per i paesi terzi venisse messo in pratica il prossimo anno, penso che il numero di FIA distribuiti in Europa crescerebbe. Se l'ESMA permetterà ai gestori statunitensi di entrare nel mercato europeo e di passaportare i loro fondi, il numero di FIA crescerà".

Il passaporto per i paesi terzi aumenterà la concorrenza per i gestori europei.

Qual è la prossima tappa? – Un futuro incerto a livello normativo

MiFID II

La più grande incertezza sul futuro normativo è rappresentata da MiFID II, la quale dovrebbe aumentare il livello di trasparenza del settore. Per garantire la trasparenza pre e post trading saranno necessarie delle sedi di negoziazione e dovranno essere sviluppati nuovi sistemi e strumenti di controllo più invasivi per conformarsi ai requisiti di trasparenza.

Report sulla trasparenza

Dal punto di vista del reporting vi sarà un significativo miglioramento sulla quantità di informazioni richieste per ordini, negoziazioni e transazioni. Gli ordini e le negoziazioni avranno un report quasi in tempo reale, mentre per le negoziazioni, i report verranno effettuati il trimestre successivo. Un esperto del settore ritiene che il volume di dati riportati triplicherà rispetto a MiFID I. Il nome della persona o l'algoritmo (importante soprattutto per i CTA) responsabile della decisione d'investimento dovrà essere identificato in maniera chiara.

I gestori devono iniziare a pensare alla nuova strategia da adottare per adeguarsi al nuovo contesto di mercato e adottare una maggiore trasparenza.

Uniformazione dei prodotti

Dal punto di vista dei prodotti, MiFID II stipula che il fondo venduto o creato deve essere in linea con le esigenze degli investitori. L'obiettivo è fornire una maggiore protezione degli investitori.

"I gestori prenderanno in considerazione il lancio di un FIA se devono analizzare se si adatta esattamente al cliente al quale il manager si rivolge? Forse no. Se fossi un gestore, mi chiederei se avesse senso, dal punto di vista del costo, lanciare un prodotto oggi e dover aspettare per scoprire se è conforme a MiFID II. Il contesto di distribuzione dei FIA diventerà molto complesso, anche se MiFID II non vedrà la luce prima di gennaio 2018," argomenta Gomez.

AIFMD II? UCITS VI?

MiFID II potrebbe fermare tutte le ipotesi di creazione di AIFMD II o UCITS VI.

Per quanto riguarda UCITS VI, il mercato è talmente ricco di normative che se la Commissione europea non fosse in grado di fornire alle nuove linee guida la cura e la considerazione necessarie, sarebbe dannoso per gli OICVM e questa è l'ultima cosa che le autorità vogliono.

UCITS VI si concentra principalmente sull'introduzione del passaporto per il depositario come il passaporto per le società di gestione con UCITS V e AIFMD.

"Non sappiamo ancora se la Commissione europea ha previsto di riscrivere completamente UCITS VI o se verranno effettuati solo degli emendamenti. Tutto ciò resta un'incognita nota. Per quanto

riguarda AIFMD II, penso che a un certo punto avrebbe senso, ma non ci sono ancora informazioni a riguardo," aggiunge Gomez.

Priips

I Priips sono stati creati per aumentare la protezione degli investitori e uno dei principali strumenti per raggiungere l'obiettivo è il Documento contenente le informazioni chiavi (Key Information Document, "KID"). Come con MiFID II, il finanziatore del fondo sarà obbligato a presentare le informazioni in maniera chiara, concisa, trasparente e prima che diventi un accordo vincolante. Dovrà essere pubblicato sul sito internet del gestore e come ha indicato Alain Smeraldi, Global Head of Business Development di SGSS, il KID è più preciso rispetto al Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID) previsto per gli OICVM.

"Ai sensi della direttiva sugli OICVM, il KIID include numerose informazioni sulla remunerazione del gestore, il prezzo del fondo (TER), ecc., ma i Priips vanno oltre. Le autorità vorranno maggiori informazioni da parte degli altri attori del mercato per indicare il prezzo della liquidità, i costi di transazione e così via," continua Smeraldi.

I Priips entreranno in vigore a dicembre 2016, ma i fondi OICVM che già rispettano gli attuali KIID beneficeranno di un'esenzione fino al dicembre 2019 per avere il tempo di conformarsi agli obblighi dei Priips. Il problema, comunque, è che alcuni fondi sono l'investimento sottostante di veicoli assicurativi unit-linked, indica Alain Rocher, Head of Knowledge Management, Société Générale Securities Services. "Come possono questi prodotti assicurativi fornire le informazioni dettagliate richieste dai Priips se gli OICVM sottostanti non sono pronti a fornire tali informazioni?"

"Sembra necessario uniformare gli obblighi di entrambi i tipi di prodotti così che o viene eliminata l'esenzione per questi fondi sottostanti o entrambi possono beneficiarne," afferma Rocher.

Per concludere, l'EFAMA (European Fund and Asset Management Association) ha richiesto un anno di supplementare per il KID dei Priips esprimendo timori circa "il breve lasso di tempo di cui i creatori di prodotti disporranno tra la pubblicazione delle norme tecniche e delle linee guida essenziali".

"Avendo prodotto un feedback completo sul lavoro in corso, dubitiamo seriamente che ci sia tempo a sufficienza a disposizione degli attori del mercato per applicare le norme finali entro la fine dell'anno", dichiara l'EFAMA.

Secondo queste condizioni normative, sembrerebbe esserci una convergenza tra le normative UCITS e AIFMD che renderebbe più facile il lavoro di conformità per i gestori. Dal punto di vista del marchio, tuttavia, l'AIFMD avrà probabilmente bisogno di una o due iterazioni prima che i FIA inizino a trovare il favore degli investitori professionali.