

TASK FORCE ASSOGESTIONI PER L'ATTUAZIONE IN ITALIA DELLA DIRETTIVA SUI GESTORI DI FONDI DI INVESTIMENTO ALTERNATIVI

c.d. DIRETTIVA AIFM

Documento conclusivo

Aprile 2013



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

TASK FORCE ASSOGESTIONI PER L'ATTUAZIONE IN ITALIA DELLA DIRETTIVA SUI GESTORI DI FONDI DI INVESTIMENTO ALTERNATIVI

c.d. DIRETTIVA AIFM

Aprile 2013

Indice

INTRODUZIONE	4
1. LA RISERVA DI ATTIVITÀ E LE ATTIVITÀ ESERCITABILI	8
2. L'AUTORIZZAZIONE DELLA SOCIETÀ' DI GESTIONE	13
3. I REQUISITI PRUDENZIALI	20
4. LA LEVA FINANZIARIA	25
5. LA NOZIONE DI FONDI DI INVESTIMENTO ALTERNATIVI	29
6. IL DEPOSITARIO	43
7. I REQUISITI GENERALI DI ORGANIZZAZIONE	62
8. LA VALUTAZIONE DELLE ATTIVITÀ' DEL FIA	67
9. LA DELEGA DI FUNZIONI	76
10. LE REGOLE GENERALI DI CONDOTTA	83
11. I CONFLITTI D'INTERESSE	94
12. LA GESTIONE DEL RISCHIO	100
13. LA GESTIONE DELLA LIQUIDITÀ	107

14. LE POLITICHE DI REMUNERAZIONE	110
15. GLI OBBLIGHI DI TRASPARENZA	115
16. I GEFIA CHE GESTISCONO TIPI SPECIFICI DI FIA E GLI INVESTIMENTI IN POSIZIONI DI CARTOLARIZZAZIONE	129
17. IL DIRITTO DEL GEFIA DI COMMERCIALIZZARE E GESTIRE FIA UE NELL'UNIONE EUROPEA	139
18. LE NORME SPECIFICHE RELATIVE AI PAESI TERZI	148
19. LA COMMERCIALIZZAZIONE DI FIA DA PARTE DEI GEFIA NEI CONFRONTI DI INVESTITORI AL DETTAGLIO	158
20. LE DISPOSIZIONI TRANSITORIE	159
21. I TERMINI DEL RECEPIMENTO	161

Introduzione

La direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio sui gestori dei fondi di investimento alternativi (c.d. direttiva AIFM), adottata l'8 giugno 2011 ed entrata in vigore il 21 luglio 2011, introduce una serie di misure volte a creare un mercato interno europeo dei "gestori di fondi di investimento alternativi" (cc. dd. GEFIA), mediante la definizione di un quadro di riferimento armonizzato per la regolamentazione in materia di autorizzazione, funzionamento e trasparenza di tutti i GEFIA, che gestiscono o commercializzano "fondi di investimento alternativi" (cc. dd. FIA), intendendosi per tali gli organismi di investimento collettivo diversi dagli UCITS. I GEFIA, che svolgono attività ai sensi della direttiva AIFM, sono pertanto tenuti ad adeguarsi alle disposizioni in essa contenute e a chiedere la relativa autorizzazione all'autorità competente del proprio Stato membro di origine.

La definizione di un quadro regolamentare e di vigilanza armonizzato costituisce, peraltro, il presupposto per il riconoscimento del c.d. passaporto, in forza del quale i GEFIA, che si conformeranno alle regole e ai requisiti previsti dalla direttiva AIFM (ottenendo l'autorizzazione da parte dell'autorità competente del proprio Stato membro di origine), potranno gestire e commercializzare FIA presso investitori professionali nell'Unione europea. Ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, lettera *ag*) della direttiva AIFM è investitore professionale "l'investitore che sia considerato un cliente professionale o possa, su richiesta, essere trattato come cliente professionale ai sensi dell'Allegato II della direttiva 2004/39/CE (c.d. direttiva MiFID)". Gli Stati membri potranno imporre requisiti aggiuntivi per la commercializzazione di FIA nei confronti degli investitori *retail*. La vendita di quote o azioni di FIA su iniziativa dell'investitore (c.d. *marketing* passivo) non rientra invece nell'ambito di applicazione della direttiva AIFM.

Il legislatore comunitario ha disposto tuttavia un'introduzione graduale del c.d. passaporto, prevedendo che, per un periodo iniziale di 2 anni, solo i GEFIA UE e i FIA UE possono usufruire del c.d. passaporto europeo. I GEFIA extra UE che svolgono attività di gestione o commercializzazione in seno all'Unione europea potranno ottenere il passaporto solo dal 2015, ossia dopo un periodo transitorio di 2 anni nel corso del quale continueranno a essere applicati i regimi nazionali degli Stati membri, nel rispetto di determinate condizioni minime di armonizzazione. Analogamente, ossia solo dal 2015, i GEFIA UE che gestiscono FIA non UE potranno ottenere il passaporto per la commercializzazione degli stessi nell'Unione europea, successivamente all'entrata in vigore di un atto delegato della Commissione. Terminato il periodo transitorio di 2 anni, il regime armonizzato del passaporto europeo coesisterà, per un ulteriore periodo transitorio di 3 anni, con i regimi nazionali degli Stati membri. Trascorso tale periodo di coesistenza, si prevede la totale abolizione dei regimi nazionali

mediante l'entrata in vigore di un atto delegato della Commissione.

Il regime di vigilanza per i GEFIA comprende, oltre all'autorizzazione iniziale, il continuo rispetto da parte dei medesimi dei requisiti di capitale e organizzativi, delle regole di condotta e di estesi obblighi informativi nei confronti delle autorità di vigilanza. Specifici requisiti sono previsti, rispettivamente, per i GEFIA di FIA che fanno ricorso alla leva finanziaria e per quelli che acquisiscono partecipazioni di controllo in società non quotate o in emittenti.

La direttiva AIFM reca anche una specifica disciplina sui depositari dei fondi e sulla funzione di valutazione delle attività dei FIA, esercitabile anche da una figura terza rispetto al gestore (il c.d. valutatore).

La direttiva AIFM prevede, peraltro, l'applicazione di un regime agevolato per i GEFIA di FIA che hanno portafogli di ammontare inferiore ai 100 milioni di euro (che diventano 500 milioni per i fondi che non fanno ricorso alla leva e le cui quote non sono rimborsabili prima di 5 anni dalla loro sottoscrizione). I GEFIA che non superano tali soglie non sono soggetti all'obbligo di autorizzazione bensì all'obbligo di registrazione presso le autorità nazionali, fornendo informativa sui fondi gestiti e sulla loro attività. Essi possono, comunque, decidere di sottoporsi alle norme della direttiva AIFM (*opt in*) per potere usufruire dei relativi benefici e, in primo luogo, del cosiddetto passaporto.

La direttiva AIFM si focalizza dunque sui GEFIA senza disciplinare direttamente i FIA che rimangono pertanto sottoposti alla normativa e alla vigilanza nazionali.

Le norme della direttiva AIFM sono completate dalle misure di esecuzione contenute nel Regolamento delegato (UE) n. 231/2013 della Commissione europea del 19 dicembre 2012 (di seguito, il Regolamento)¹, nonché dalle misure di terzo livello dell'*European Securities and Markets Authority* (ESMA).

In particolare, il Regolamento copre materie centrali della direttiva AIFM quali, ad esempio, i metodi di calcolo della leva finanziaria, talune condizioni operative dei GEFIA, la delega di funzioni, specifiche previsioni legate alla gestione del rischio e della liquidità, la disciplina di dettaglio sugli obblighi e sulle responsabilità del depositario, gli obblighi in materia di trasparenza, nonché disposizioni di dettaglio in materia di scambio di informazioni sulle

¹ Nelle more della pubblicazione del Documento Conclusivo sono stati pubblicati, nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea n. 132 del 16 maggio 2013: (i) il Regolamento di esecuzione (UE) n. 447/2013 della Commissione europea del 15 maggio 2013 che stabilisce la procedura applicabile ai GEFIA che scelgono di sottoporsi alle norme della direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio e (ii) il Regolamento di esecuzione (UE) n. 448/2013 della Commissione europea del 15 maggio 2013 che stabilisce la procedura di determinazione dello Stato membro di riferimento dei GEFIA non UE, a norma della direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio.

potenziali conseguenze sistemiche dell'attività dei GEFIA, le regole sui Paesi terzi. Ad avviso della Commissione, il Regolamento costituisce lo strumento legale appropriato per definire, all'interno di un unico riferimento normativo, regole uniformi per tutti i GEFIA. Esso, infatti, non richiedendo una sua trasposizione a livello nazionale, consente di evitare il rischio di applicazioni differenti della direttiva nei vari Stati membri, facilitando così l'attività transfrontaliera di gestione e di commercializzazione dei FIA.

Per quanto riguarda le misure di terzo livello, l'ESMA ha pubblicato Linee Guida sulle politiche di remunerazione ai sensi della direttiva AIFM² nonché un documento di consultazione avente ad oggetto Linee Guida su alcuni concetti chiave della direttiva AIFM³. Nell'ambito dell'attività di supporto fornita dall'ESMA alla Commissione si inserisce anche il documento avente ad oggetto progetti di norme tecniche di regolamentazione per stabilire le tipologie di GEFIA⁴

Con riguardo all'operatività transfrontaliera dei gestori, l'ESMA ha approvato nell'aprile 2012 il protocollo da seguire per redigere i *Memoranda of Understanding* e, nel luglio, ha definito i principi sul contenuto minimo dei suddetti MoU. L'ESMA ha inoltre avviato i negoziati con le autorità dei paesi terzi per la definizione dei MoU. L'ESMA ha inoltre avviato i negoziati con le autorità dei paesi terzi per la definizione dei MoU che dovranno essere operativi dal luglio 2013⁵.

La direttiva AIFM e le relative misure di esecuzione apporteranno, entro breve tempo, significative innovazioni al quadro normativo di riferimento in materia di gestione collettiva del risparmio. La direttiva AIFM dovrà, infatti, essere recepita entro il prossimo 22 luglio 2013.

Il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha avviato nei mesi scorsi un tavolo di lavoro con la Banca d'Italia e la CONSOB per definire lo schema di

2 ESMA Final Report, Guidelines on sound remuneration policies under AIFMD, February 2013 <http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-201.pdf>

3 ESMA Consultation Paper, Guidelines on key concepts of the AIFMD, December 2012 <http://www.esma.europa.eu/system/files/2012-845.pdf>. Nelle more della pubblicazione del presente Documento, l'ESMA ha pubblicato il Final Report recante "Guidelines on Key concepts of the AIFMD" del 24 maggio 2013 (ESMA/2013/600).

4 ESMA Final Report, Draft regulatory technical standards on types of AIFMs, April 2013 <http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-413.pdf>

5 Nelle more della pubblicazione di tale Documento Conclusivo, sul sito dell'ESMA sono stati pubblicati i seguenti documenti: a) *Consultation Paper* avente ad oggetto "Guidelines on reporting obligations under Article 3 and Article 24 of the AIFMD" del 24 maggio 2013 (ESMA/2013/592); b) *Consultation Paper* concernente "AIFM reporting XSD schema and samples" del 24 maggio 2013 (ESMA/2013/599); c) *Press release* recante "ESMA promotes global supervisory co-operation on alternative funds".

decreto legislativo di attuazione della direttiva AIFM. La delega al Governo è contenuta nel disegno di legge di delegazione europea, non ancora approvata dal Parlamento. La delega dovrebbe consentire al Governo di recepire la direttiva AIFM e di apportare le necessarie modifiche al TUF per coordinare in modo sistematico la disciplina dei gestori di fondi di investimento alternativi con la disciplina generale sulla gestione collettiva del risparmio.

La disciplina introdotta dalla direttiva AIFM è destinata a ridefinire il mercato dei fondi di investimento alternativi sotto diversi profili: anzitutto, aumentando i livelli di trasparenza per gli investitori; in secondo luogo introducendo una sorta di “certificazione di qualità” per i GEFIA che operano nel mercato europeo; in terzo luogo, consentendo a ciascun GEFIA di sviluppare la propria operatività anche in via transfrontaliera.

In considerazione dell’impatto che le suddette innovazioni potranno avere sulle SGR, la Assogestioni ha istituito, nel mese di novembre 2012, un’apposita *Task Force* (*Task Force* AIFMD), finalizzata ad analizzare la normativa comunitaria e gli effetti della sua introduzione sull’operatività delle SGR italiane.

Il presente documento, dopo una descrizione delle principali novità introdotte dalla disciplina comunitaria sui gestori di fondi di investimento alternativi, recepisce il contenuto delle proposte elaborate dalla *Task Force* AIFMD, funzionali all’adeguamento dell’ordinamento nazionale alla disciplina comunitaria.

1. LA RISERVA DI ATTIVITÀ E LE ATTIVITÀ ESERCITABILI

1. La riserva di attività

L'articolo 4, paragrafo 1, lettera b), della direttiva AIFM definisce i GEFIA come "le persone giuridiche che esercitano abitualmente l'attività di gestione di uno o più FIA".

Ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, lettera w), della direttiva AIFM, gestire un FIA significa svolgere almeno "le funzioni di gestione degli investimenti", di cui all'Allegato I, punto 1, lettera a) o b) e cioè: a) la gestione del portafoglio e b) la gestione del rischio.

Dette attività devono essere prestate congiuntamente, come specificato dall'articolo 6, paragrafo 5, lettera d), della direttiva AIFM, ai sensi del quale un GEFIA "non può essere autorizzato a prestare l'attività di gestione del portafoglio senza fornire anche l'attività di gestione del rischio e viceversa".

L'Allegato I della direttiva AIFM identifica le suddette attività di gestione del portafoglio e di gestione del rischio come *funzioni minime* che un GEFIA deve esercitare nella gestione di un FIA; a queste si aggiungono altre *funzioni supplementari*. Queste ultime consistono nelle attività di amministrazione e commercializzazione del FIA, nonché nelle attività collegate alle attività del FIA stesso (che comprendono, nello specifico, la prestazione dei servizi necessari a soddisfare gli obblighi fiduciari del GEFIA, il *facility management*, l'attività di amministrazione dei beni immobili, l'attività di consulenza alle imprese sulla struttura del capitale, la strategia industriale e le questioni collegate, l'attività di consulenza e i servizi in materia di fusioni e acquisizioni di imprese nonché altri servizi collegati alla gestione del FIA e alle società e alle attività in cui il FIA è investito).

Ai sensi dell'articolo 6, paragrafo 5, lettera c), della direttiva AIFM, un GEFIA non può essere autorizzato a prestare unicamente le funzioni supplementari senza essere autorizzato a prestare le funzioni minime.

La descritta articolazione delle attività esercitabili da un GEFIA in funzioni mini-

me, che il GEFIA deve, in quanto tale, necessariamente svolgere e funzioni supplementari, che il GEFIA può esercitare in via eventuale, comporta che queste ultime funzioni possono essere prestate dallo stesso GEFIA, da un altro GEFIA ovvero da un diverso soggetto che non sia un GEFIA.

L'articolo 5 stabilisce, infine, che ogni fondo di investimento alternativo deve essere gestito da un "unico" GEFIA, responsabile del rispetto della direttiva AIFM.

Nella disciplina nazionale la definizione di gestione collettiva di cui all'articolo 1, comma 1, lettera n) del TUF include, come fattispecie separate: 1) la promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni d'investimento e l'amministrazione dei rapporti con i partecipanti; 2) la gestione del patrimonio di OICR, di propria o altrui istituzione, mediante l'investimento avente ad oggetto strumenti finanziari, crediti, o altri beni mobili o immobili; 2-*bis*) la commercializzazione di quote o azioni di OICR propri.

Rispetto alla direttiva AIFM la suddetta disciplina nazionale: (i) non distingue tra funzioni minime e altre funzioni supplementari; (ii) non distingue, nell'ambito dell'attività di gestione, tra attività di gestione del portafoglio e attività di gestione del rischio; (iii) consente alle SGR di prestare congiuntamente o disgiuntamente le attività di gestione e di promozione; (iv) nell'ipotesi di scissione dell'attività di promozione da quella di gestione, prevede la responsabilità solidale verso i partecipanti di "entrambe" le SGR.

2. Le attività esercitabili

L'articolo 6 della direttiva AIFM consente ai GEFIA esterni⁶ di svolgere attività ulteriori rispetto alle funzioni minime e alle funzioni supplementari.

In particolare, i GEFIA esterni possono prestare anche – previa specifica autorizzazione ottenuta ai sensi della direttiva UCITS – l'attività di gestione di UCITS e possono essere altresì autorizzati a svolgere:

- a) la gestione di portafogli di investimento, compresi quelli detenuti da fondi pensione ed enti pensionistici aziendali o professionali, ai sensi dell'articolo 19, paragrafo 1, della direttiva 2003/41/CE, in linea con i mandati conferiti dagli investitori su base discrezionale e individuale;

⁶ Ai sensi dell'articolo 5 della direttiva AIFM un GEFIA può essere: (i) esterno, quando si identifica con la persona giuridica nominata dal FIA o nominata per conto dello stesso che, per effetto di tale nomina, è responsabile della gestione del FIA; (ii) ove la forma giuridica del FIA consenta una gestione interna e il consiglio di amministrazione scelga di non nominare un GEFIA esterno, il FIA stesso, il quale è pertanto autorizzato in qualità di GEFIA.

- b) i servizi ausiliari comprendenti:
 - i) la consulenza in materia di investimenti;
 - ii) la custodia e amministrazione di azioni o quote di organismi di investimento collettivo;
 - iii) la ricezione e trasmissione di ordini riguardanti strumenti finanziari.

Con riferimento ai servizi appena elencati, la direttiva AIFM specifica che il GEFIA non può essere autorizzato a fornire solo i servizi di cui alle lettere a) e b), senza essere autorizzato anche alla gestione di FIA, né può essere autorizzato a prestare i soli servizi ausiliari di cui alla lettera b) senza essere autorizzato a prestare il servizio di gestione di portafogli di cui alla lettera a).

Là dove il GEFIA svolga i servizi di cui alle lettere a) e b), trova applicazione, con riferimento al medesimo, la disciplina dettata dall'articolo 2, paragrafo 2 della direttiva 2004/39/CE, c.d. MiFID, nonché le previsioni di cui all'articolo 12 in materia di requisiti patrimoniali, all'articolo 13 in tema di requisiti organizzativi e all'articolo 19 sulle regole di condotta.

L'ampliamento delle attività permesse ai GEFIA rispetto ai gestori UCITS (in particolare, la ricezione e trasmissione di ordini riguardanti strumenti finanziari) determinerà che, nel caso di gestione congiunta di UCITS e di FIA, le SGR potranno prestare anche il servizio di ricezione e trasmissione di ordini riguardanti strumenti finanziari.

Si segnala, infine, che in base al combinato disposto degli articoli 6, paragrafo 8, e 31 della direttiva AIFM, affinché un GEFIA possa commercializzare nel proprio Stato membro di origine un FIA dallo stesso gestito, il medesimo GEFIA deve effettuare una comunicazione preventiva all'autorità di vigilanza, sia ove intenda procedere direttamente alla commercializzazione sia ove la commercializzazione del medesimo FIA sia effettuata da un'impresa di investimento collocatrice. In altri termini, la commercializzazione di FIA richiede, anche a livello domestico, un vaglio preventivo delle autorità (con termine di 20 giorni lavorativi). L'articolo 4, paragrafo 1, lettera x) definisce la "commercializzazione" come l'offerta o il collocamento diretto o indiretto, su iniziativa del GEFIA o per conto del GEFIA, di quote o azioni di un FIA, che lo stesso gestisce, a investitori o presso investitori domiciliati o con una sede legale nell'Unione.

Proposta I – La riserva di attività e le attività esercitabili

1.1 Mantenere fermo, almeno per le SGR che istituiscono/gestiscono fondi armonizzati (ove non possibile anche per le SGR che istituiscono/gestiscono fondi alternativi), il modello organizzativo nazionale che consente alle SGR di dissociare la funzione di promozione del fondo da quella di gestione del patrimonio dello stesso, considerato che l'applicazione del principio sancito dall'articolo 5 della direttiva AIFM riguarda solo i gestori di fondi d'investimento alternativi. Il modello SGR-promotore e SGR-gestore rappresenta una soluzione organizzativa nazionale che ha consentito alle società di specializzarsi nei segmenti di mercato in cui hanno ritenuto meglio di operare, rendendo così possibile una maggiore flessibilità gestionale nonché una maggiore rapidità nell'implementazione delle modifiche di *asset allocation*, specialmente nelle fasi di mercati volatili.

Qualora dovesse valutarsi di eliminare in ogni caso il suddetto modello nazionale, si chiede di riconoscere un adeguato periodo transitorio di adeguamento alla nuova disciplina. In particolare, con riguardo agli esistenti fondi armonizzati di tipo garantito, vale a dire con esplicita previsione regolamentare di una garanzia (di tipo continuativo o a scadenza) rilasciata da un soggetto Garante (banca o assicurazione) a favore dei partecipanti, si pone l'esigenza di prevedere un regime transitorio almeno fino alla scadenza della garanzia già rilasciata a favore del fondo. Infatti, per tali fondi, la modifica dell'attuale modello organizzativo potrebbe comportare una rinuncia del soggetto Garante a prestare la garanzia, anche in virtù dei rapporti contrattuali esistenti tra Gestore e Garante, facendo venire meno l'elemento caratterizzante dei fondi in argomento, con possibili ripercussioni negative nei rapporti con i partecipanti.

1.2 Non limitare la prestazione del servizio di ricezione e trasmissione di ordini ai soli gestori di fondi alternativi, ma dilatare i confini dell'"autorizzazione" anche ai gestori di fondi armonizzati (ed eventualmente anche a prescindere dalla prestazione del servizio di gestione di portafogli), aggiungendo la ricezione e trasmissione di ordini riguardanti strumenti finanziari nell'elenco di attività previste dall'articolo 33 del TUF.

1.3 Chiarire se un GEFIA che presta i servizi d'investimento MiFID possa, con l'autorizzazione ai sensi della direttiva AIFM, "passaportare" anche tali servizi d'investimento ovvero necessiti dell'autorizzazione ai sensi della direttiva UCITS o MiFID.

1.4 Chiarire i confini della definizione di "commercializzazione" contenuta nell'articolo 4, paragrafo 1, lettera x) della direttiva AIFM rispetto a quella di "offerta al pubblico" e, in particolare, dell'offerta rivolta esclusivamente nei confronti di investitori professionali contenuta nel TUF, anche al fine di meglio identificare la fattispecie del cd. "*marketing* passivo". La circostanza nella quale un investitore si presenti di propria iniziativa al GEFIA con una specifica volontà di investimento

non dovrebbe essere considerata marketing ai sensi della direttiva e non dovrebbe, dunque, richiedere la notifica ai sensi dell'articolo 31 AIFMD. Non è chiaro invece se costituisce "*marketing*", ai sensi della direttiva AIFM, il caso in cui un investitore si presenti di propria iniziativa ad un intermediario "distributore" del FIA con una specifica volontà di investimento.

1.5 Salvaguardare l'impostazione del sistema di vigilanza nazionale che, come noto, considera non necessaria, per i fondi di cui agli artt. 15 e 16 del d.m. 228/99, un'autorizzazione caso per caso, essendo sufficiente la trasmissione dei regolamenti di gestione dei fondi approvati dalla SGR e una comunicazione annuale del piano recante le tipologie di fondi che si intendono istituire per l'anno successivo. In questa prospettiva si chiede di considerare sufficienti, ai fini della commercializzazione su base nazionale di FIA di diritto italiano istituiti da SGR, gli obblighi informativi previsti dal Titolo IV, Capitolo 4, Sezione II, paragrafo 15 sulla gestione collettiva (eventualmente integrati dalle informazioni contenute nell'Allegato III della direttiva AIFM). Resta inteso che, nel caso di OICR alternativi *retail*, il termine dei 20 giorni lavorativi previsto all'articolo 31 della direttiva AIFM dovrebbe considerarsi "assorbito" nell'ambito della procedura di approvazione dei relativi regolamenti di gestione.

2. L'AUTORIZZAZIONE DELLA SOCIETA' DI GESTIONE

1. Il sistema delle soglie e il doppio regime autorizzazione-registrazione

Per operare nell'Unione europea tutti i GEFIA devono ottenere l'autorizzazione dalla competente autorità del proprio Stato membro di origine.

Le condizioni per il rilascio e per la revoca dell'autorizzazione risultano, in linea generale, modellate su quelle definite dalla direttiva UCITS.

Rispetto alla direttiva UCITS (e alla disciplina nazionale vigente), l'articolo 3 della direttiva AIFM prevede un regime agevolato per i GEFIA nel caso di FIA le cui attività gestite, comprese eventuali attività acquisite mediante la leva finanziaria, non superino, a livello cumulativo, la soglia di 100.000.000 di euro o di 500.000.000 di euro per i GEFIA che gestiscono solo fondi che non ricorrono alla leva finanziaria e non concedono agli investitori diritti di rimborso per un periodo di cinque anni.

I GEFIA che non superano tali soglie non sono soggetti all'obbligo di autorizzazione "integrale" bensì all'obbligo di registrazione presso l'autorità competente dello Stato membro d'origine nonché all'obbligo di inviare a quest'ultima, ai fini del monitoraggio sul rischio sistemico, informazioni sui principali strumenti negoziati, sui principali mercati in cui operano e sulle principali esposizioni assunte. La direttiva AIFM consente, tuttavia, agli Stati membri di prevedere una disciplina più restrittiva.

I GEFIA che non superano le suddette soglie possono volontariamente richiedere l'autorizzazione "integrale" al fine di poter usufruire del c.d. passaporto. In tal caso, i gestori saranno assoggettati alla medesima vigilanza prescritta per i soggetti obbligati a richiedere l'autorizzazione.

1.1 Il calcolo del valore totale delle attività gestite

L'articolo 2 del Regolamento individua le modalità per calcolare le soglie di cui al citato articolo 3, paragrafo 2, della direttiva AIFM. A tal riguardo si prevede che il GEFIA è tenuto a: (i) comunicare tutti i FIA per i quali è

nominato gestore esterno o i FIA per i quali è il gestore, laddove la forma giuridica del FIA consente la gestione interna, come previsto dall'articolo 5 della direttiva AIFM; (ii) comunicare, per ciascun FIA gestito, il portafoglio di attività e determinare il corrispondente valore delle attività gestite, incluse le attività acquisite con l'uso della leva finanziaria, conformemente alle regole di valutazione del paese nel quale il FIA è stabilito e/o dal regolamento o dai documenti costitutivi del FIA; (iii) sommare i valori così determinati delle attività gestite di tutti i FIA gestiti e raffrontare il valore totale che ne risulta con la soglia rilevante di cui all'articolo 3, paragrafo 2 della direttiva AIFM.

Il Regolamento precisa che ai fini del calcolo delle attività il GEFIA non deve considerare gli UCITS per i quali il GEFIA stesso sia la società designata per la gestione; inoltre, è previsto che il calcolo deve includere i FIA la cui gestione è stata affidata in delega dal GEFIA ad un altro soggetto e deve escludere i FIA che il GEFIA gestisce sulla base di una delega.

Ai fini del calcolo del valore del totale delle attività gestite, ciascuna posizione in strumenti derivati (sia lunga sia corta), compresi i derivati incorporati in valori mobiliari, deve essere convertita nella sua posizione equivalente nelle attività sottostanti dello strumento derivato tramite i metodi di conversione di cui all'articolo 10 del Regolamento (metodologie sostanzialmente equivalenti a quelle previste per gli UCITS); il valore assoluto di tale posizione equivalente è poi utilizzato per il calcolo del valore totale delle attività gestite.

Può essere, altresì, escluso dal calcolo, l'investimento di un FIA in altri FIA gestiti dal medesimo GEFIA esterno nonché l'investimento di un comparto di un FIA gestito internamente o esternamente in un altro comparto dello stesso FIA.

Il Regolamento richiede, inoltre, che le attività gestite siano calcolate almeno una volta l'anno, utilizzando gli ultimi dati disponibili sul valore delle attività. Il valore disponibile più recente delle attività di ciascun FIA deve risalire a non oltre dodici mesi prima della data del calcolo della soglia. Il GEFIA determina la data per il calcolo della soglia e la applica in modo conseguente. E' poi richiesto che qualsiasi variazione successiva della data scelta debba essere giustificata all'autorità competente. Nell'individuazione della data di calcolo della soglia, il GEFIA deve tenere in considerazione la data e la frequenza con le quali viene effettuata la valutazione delle attività gestite.

L'articolo 3 del Regolamento richiede al GEFIA di istituire, attuare e applicare procedure per il monitoraggio costante del valore totale delle attività gestite. Il monitoraggio deve fornire un quadro aggiornato delle attività in gestione e deve includere l'osservazione dell'attività di sottoscrizione e rimborso o, laddove applicabile, dei richiami di capitale, delle distribuzioni di capitale e del valore delle attività investite di ciascun FIA.

Per valutare la necessità di calcoli più frequenti del valore totale delle attività gestite, il GEFIA deve tenere in considerazione la prossimità del valore totale delle attività gestite alla soglia di cui all'articolo 3, paragrafo 2 della direttiva AIFM e l'attività prevista di sottoscrizione e rimborso.

1.2 Il superamento occasionale delle soglie

L'articolo 4 del Regolamento stabilisce che il GEFIA deve valutare le situazioni in cui il valore totale delle attività gestite superi le soglie di rilevanza, al fine di determinare se il superamento sia o meno di natura temporanea.

Quando il valore delle attività gestite supera la soglia pertinente e il GEFIA ritiene che la situazione non sia di natura temporanea, ovvero che superi il periodo di tre mesi, lo stesso deve informare senza indugio l'autorità competente precisando che la situazione non è considerata di natura temporanea, e deve richiedere l'autorizzazione nel termine di 30 giorni di calendario, ai sensi dell'articolo 7 della direttiva AIFM.

Nel caso, invece, in cui il GEFIA ritenga che il superamento della soglia sia di natura temporanea, lo stesso deve darne notizia, senza ritardo, alle autorità competenti precisando che la situazione sia considerata di natura temporanea. La notifica deve includere informazioni che giustificano la valutazione del GEFIA circa la temporaneità della situazione, inclusa una descrizione della situazione e delle ragioni in base alle quali considerare che il superamento sia di natura temporanea. Per valutare la probabilità che la situazione sia temporanea, il GEFIA deve considerare l'attività prevista di sottoscrizione e rimborso o, laddove applicabile, i richiami e le distribuzioni di capitale. Nella valutazione il GEFIA non usa le previsioni di movimenti di mercato (cfr. considerando 7 del Regolamento).

Dopo tre mesi, il GEFIA è tenuto a ricalcolare il valore totale delle attività in gestione al fine di dimostrare che esso è al di sotto della soglia pertinente o di dimostrare alla autorità competente che la situazione che ha determinato il superamento della soglia sia stata risolta e non è dunque richiesta l'autorizzazione.

1.3 Le informazioni da fornire nel quadro della registrazione

Come sopra evidenziato, i GEFIA che non sono tenuti a richiedere l'autorizzazione sono comunque soggetti a registrazione presso le autorità competenti. Nell'ambito di tale registrazione, essi devono fornire talune informazioni e, in particolare: i) comunicare il valore totale delle attività gestite, calcolato conformemente alla procedura di cui all'articolo 2 del Regolamento; ii) fornire per ciascun FIA gestito, la documentazione promozionale o un estratto pertinente di tale documentazione o una descrizione generale della strategia di investimento che includano almeno (a) le principali categorie di attività in cui il FIA può investire; (b) i settori industriali, geografici o altri comparti di

mercato o classi specifiche di attività che sono al centro della strategia di investimento; (c) la descrizione della politica del FIA in materia di assunzione prestiti o di leva finanziaria.

Il GEFIA è tenuto, inoltre, ad indicare: (a) i principali strumenti in cui negozia, compresa la suddivisione fra strumenti finanziari e altre attività, e strategie di investimento del FIA con la relativa concentrazione geografica e settoriale; (b) i mercati di cui il GEFIA è membro o in cui negozia attivamente; (c) la diversificazione del portafoglio del FIA, comprese, ma non esclusivamente, le esposizioni principali e le concentrazioni più importanti. Per la comunicazione delle informazioni il GEFIA deve utilizzare il modulo per la segnalazione di cui all'Allegato IV del Regolamento.

Le informazioni devono formare oggetto di scambio tra le autorità competenti nell'Unione, con l'ESMA e l'ESRB (*European Systemic Risk Board*), ove necessario per l'espletamento delle loro funzioni.

Le informazioni devono essere aggiornate e fornite su base annuale tranne che le autorità competenti richiedano di ottenere tali informazioni ad una frequenza maggiore.

2. La domanda di autorizzazione

Per ottenere l'autorizzazione, i GEFIA devono presentare una istanza presso le autorità competenti del loro Stato membro di origine.

I documenti che devono essere allegati alla richiesta di autorizzazione del GEFIA coincidono, in parte, con quelli richiesti dalla direttiva UCITS e dalla vigente normativa nazionale (ad esempio, il programma di attività), ma in altra parte se ne discostano.

In particolare, con riferimento al GEFIA devono essere fornite le seguenti informazioni: a) informazioni sulle persone che conducono di fatto l'attività del GEFIA; b) informazioni sull'identità degli azionisti o dei soci del GEFIA di FIA, diretti o indiretti, persone fisiche o giuridiche, che detengono partecipazioni qualificate, nonché gli importi delle partecipazioni; c) un programma di attività che delinei la struttura organizzativa del GEFIA, ivi comprese informazioni sul modo in cui il GEFIA intende conformarsi agli obblighi cui è tenuto ai sensi dei capi II, III e IV e, laddove applicabili, dei capi V, VI, VII e VIII; d) informazioni in materia di politiche e prassi remunerative ai sensi dell'articolo 13; e) informazioni sulle modalità adottate per delegare e sub-delegare a terzi le funzioni di cui all'articolo 20.

Con riferimento ai FIA che il GEFIA intende gestire, quest'ultimo, ai sensi dell'articolo 7, paragrafo 3, deve altresì fornire alle autorità competenti del suo Stato membro di origine le seguenti informazioni: a) informazioni sulle strategie d'investimento, compresi i tipi di fondi sottostanti, se il FIA è un fondo di fondi, e la politica del GEFIA in merito al ricorso alla leva finanziaria, sui profili di rischio, nonché sulle altre caratteristiche dei FIA di cui ha la gestione o che intende gestire, comprese le informazioni sugli Stati membri o i paesi terzi in cui tali FIA sono stabiliti o si prevede che siano stabiliti; b) informazioni sul luogo in cui il FIA di destinazione è stabilito, se il FIA è un FIA di alimentazione; c) il regolamento o i documenti costitutivi di ogni FIA che il GEFIA intende gestire; d) informazioni sulle disposizioni adottate per la nomina del depositario in conformità dell'articolo 21 per ciascun FIA che il GEFIA intende gestire; e) eventuali informazioni supplementari di cui all'articolo 23, paragrafo 1, per ciascun FIA che il GEFIA gestisce o intende gestire.

L'articolo 7, paragrafo 4 della direttiva AIFM definisce poi un collegamento diretto tra l'autorizzazione già rilasciata a un gestore di UCITS e la richiesta di autorizzazione di quest'ultimo alla gestione di FIA stabilendo che un soggetto che sia già autorizzato ai sensi della direttiva UCITS e che chieda l'ulteriore autorizzazione come GEFIA non debba nuovamente fornire alle autorità competenti la documentazione già presentata in occasione della richiesta di autorizzazione come gestore di UCITS, purché tale documentazione sia ancora valida.

3. Le condizioni per il rilascio dell'autorizzazione

La direttiva AIFM detta, all'articolo 8, le condizioni necessarie per il rilascio dell'autorizzazione da parte delle autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA. In particolare a tal fine occorre che: a) il GEFIA sia in grado di soddisfare le condizioni fissate dalla direttiva AIFM; b) il GEFIA abbia un capitale iniziale e fondi propri sufficienti conformemente all'articolo 9 della direttiva AIFM; c) le persone che conducono di fatto l'attività del GEFIA abbiano i requisiti di onorabilità e di esperienza sufficienti anche in rapporto alle strategie di investimento perseguite dai FIA gestiti dal GEFIA, i loro nominativi e i nominativi di chiunque subentri loro nella carica devono essere comunicati immediatamente alle autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA e l'attività di GEFIA deve essere decisa da almeno due persone che soddisfino tali requisiti; d) gli azionisti o i soci del GEFIA che detengono partecipazioni qualificate siano idonei, tenendo conto dell'esigenza di garantire la sana e prudente gestione del GEFIA; e) la sede amministrativa principale e la sede legale del GEFIA siano situate nello stesso Stato membro. L'autorizzazione concessa dallo Stato membro d'origine è valida per tutti gli Stati membri.

Al secondo paragrafo dell'articolo 8, la direttiva AIFM impone un dovere di consultare le pertinenti autorità competenti degli altri Stati membri interessati, prima del rilascio di un'autorizzazione a GEFIA che sono: a) un'impresa figlia di un altro GEFIA, di una società di gestione di OICVM, di un'impresa di investimento, di un ente creditizio o di un'impresa di assicurazione autorizzati in un altro Stato membro; b) un'impresa figlia dell'impresa madre di un altro GEFIA, di una società di gestione di OICVM, di un'impresa di investimento, di un ente creditizio o di un'impresa di assicurazione autorizzati in un altro Stato membro; e c) una società controllata dalle stesse persone fisiche o giuridiche come quelle che controllano un altro GEFIA, una società di gestione di OICVM, un'impresa di investimento, un ente creditizio o un'impresa di assicurazione autorizzati in un altro Stato membro.

Le autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA rifiutano di concedere l'autorizzazione quando uno degli elementi seguenti impedisce l'effettivo esercizio delle loro funzioni di vigilanza: a) stretti legami tra il GEFIA e altre persone fisiche o giuridiche; b) le disposizioni legislative, regolamentari o amministrative del paese terzo applicabili alle persone fisiche o giuridiche con le quali il GEFIA ha stretti legami; c) le difficoltà dovute all'applicazione delle predette disposizioni legislative, regolamentari o amministrative.

Giova segnalare che l'articolo 8, paragrafo 4 della direttiva AIFM concede alle autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA la facoltà di "restringere" la portata dell'autorizzazione, in particolare per quanto riguarda le strategie di investimento dei FIA che il GEFIA è autorizzato a gestire.

Le autorità competenti devono rilasciare l'autorizzazione entro 3 mesi dalla trasmissione della documentazione completa, salvo che le stesse ritengano opportuno, in relazione alle circostanze concrete e previa notifica al GEFIA, prolungare il periodo dell'istruttoria di ulteriori 3 mesi.

Entro tre mesi dalla presentazione della domanda completa [e cioè qualora il GEFIA abbia presentato almeno le informazioni di cui all'articolo 7, paragrafo 2, lettere da a) a d), e all'articolo 7, paragrafo 3, lettere a) e b)], le autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA devono comunicare per iscritto al richiedente se l'autorizzazione è concessa o rifiutata. Le autorità competenti possono prorogare detto periodo di un massimo di tre mesi aggiuntivi, ove lo reputino necessario in considerazione delle circostanze specifiche del caso e previa notifica al GEFIA.

I GEFIA possono iniziare a gestire i FIA mediante le strategie di investimento descritte nella domanda di autorizzazione nel loro Stato membro d'origine non appena ottenuta l'autorizzazione, ma non prima di un mese dalla presentazione delle eventuali informazioni mancanti di cui all'articolo 7, paragrafo 2, lettera e), e all'articolo 7, paragrafo 3, lettere c), d) ed e).

4. I cambiamenti nella portata dell'autorizzazione e la revoca dell'autorizzazione

Qualora intervengano modifiche sostanziali alle condizioni sulla base delle quali è stata rilasciata l'autorizzazione iniziale e, in particolare, in caso di modifiche significative alle informazioni fornite in sede di domanda di autorizzazione, dette modifiche devono essere notificate alle autorità competenti dello Stato membro di origine del GEFIA prima della relativa attuazione. Tali autorità hanno a disposizione un mese di tempo, prorogabile per un ulteriore mese, per imporre restrizioni alle modifiche in questione, ovvero per rigettarle. Nel caso in cui le autorità non esprimano alcun rilievo, le predette modifiche diventano efficaci al termine del periodo di valutazione.

Proposta II - L'autorizzazione della società di gestione

2.1 Prevedere anche per quelle SGR che non superino le soglie prescritte dalla direttiva AIFM, un obbligo di autorizzazione (e non invece di registrazione), seppur stabilendo per dette SGR un'applicazione proporzionata della disciplina nazionale di recepimento della direttiva AIFM.

2.2 Mantenere il regime unico di autorizzazione delle SGR che istituiscono e gestiscono OICR armonizzati e alternativi, ferma restando l'applicazione proporzionata delle relative discipline.

2.3 Considerare come "modifiche sostanziali" alle condizioni sulla base delle quali è stata rilasciata l'autorizzazione iniziale le sole "modifiche all'operatività" della SGR conformemente a quanto previsto nel Titolo II, Capitolo I, sezione 6, paragrafo 4 del Provvedimento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva.

3. I REQUISITI PRUDENZIALI

1. I requisiti patrimoniali

I requisiti patrimoniali minimi dei GEFIA sono i medesimi di quelli richiesti dalla direttiva UCITS per i gestori di fondi armonizzati. In particolare è richiesto che quando è nominato un GEFIA esterno di FIA, il GEFIA detenga un capitale iniziale di almeno 125.000 euro, laddove, invece, i GEFIA che sono FIA gestiti internamente devono avere un capitale iniziale di almeno 300.000 euro. La disciplina nazionale sui requisiti patrimoniali minimi delle SGR si discosta da quella comunitaria, prevedendo che le SGR dispongano di un capitale sociale minimo di 1.000.000 di euro.

Anche la copertura patrimoniale, commisurata ai portafogli gestiti e a fronte di altri rischi, è analoga a quella già prevista per i gestori di fondi armonizzati. E', infatti, stabilito che qualora il valore dei portafogli dei FIA gestiti dal GEFIA superi i 250 milioni di euro, il GEFIA debba detenere un importo supplementare di fondi propri pari allo 0,02% dell'importo eccedente la soglia dei 250 milioni di euro, fino a che il totale richiesto del capitale iniziale e dell'importo aggiuntivo non superi i 10 milioni di euro. Sempre in analogia con la direttiva UCITS, viene poi previsto che i fondi propri non debbano essere inferiori a un quarto delle spese fisse generali dell'esercizio precedente.

La definizione di portafogli gestiti è analoga a quella prevista dalla direttiva UCITS: rientrano nella definizione i FIA per i quali il GEFIA è nominato gestore esterno, anche laddove il GEFIA abbia delegato la gestione; sono, invece, esclusi i portafogli che il GEFIA gestisce su delega.

Gli Stati membri possono dispensare i GEFIA dall'obbligo di fornire fino al 50% dell'importo supplementare di fondi propri se essi beneficiano di una garanzia di pari importo fornita da un ente creditizio o da un'impresa di assicurazione con sede legale in uno Stato membro, oppure in un paese terzo purché siano soggetti a norme prudenziali che le autorità competenti ritengono equivalenti a quelle stabilite dal diritto dell'Unione.

Rispetto alla direttiva UCITS è poi innovativa la disposizione che consente di investire i fondi propri in liquidità o in attività prontamente convertibili in contanti nel breve termine, escludendo la possibilità di assumere posizioni speculative.

2. La copertura dai rischi di responsabilità professionale

Rispetto alla direttiva UCITS, è altresì innovativa la disposizione che impone ai gestori, sia interni sia esterni, di coprire i potenziali rischi di responsabilità per negligenza professionale derivanti dalle loro attività mediante: a) fondi propri aggiuntivi, ovvero b) un'assicurazione della responsabilità civile professionale in caso di responsabilità per negligenza professionale.

La disciplina di dettaglio contenuta nel Regolamento specifica: (i) i rischi che i fondi propri aggiuntivi o l'assicurazione civile professionale devono coprire; (ii) le condizioni per determinare l'adeguatezza dei fondi propri aggiuntivi o della copertura dell'assicurazione della responsabilità civile professionale; e (iii) il modo per determinare aggiustamenti correnti dei fondi propri aggiuntivi o della copertura dell'assicurazione della responsabilità civile professionale.

Anche i fondi propri "aggiuntivi" possono essere investiti in liquidità o in attività prontamente convertibili in contanti nel breve termine ed è esclusa la possibilità di assumere posizioni speculative.

2.1 I rischi connessi alla responsabilità professionale

I rischi di responsabilità professionale che i fondi propri aggiuntivi o l'assicurazione civile professionale devono coprire sono, in generale, i rischi di perdite o danni causati da un soggetto rilevante a seguito di negligenza nell'esecuzione delle attività di cui il GEFIA è legalmente responsabile. Essi includono tra l'altro i rischi di: (a) perdita di documenti attestanti la titolarità delle attività del FIA; (b) dichiarazioni false o fuorvianti fatte al FIA o ai suoi investitori; (c) atti, errori od omissioni che determinano la violazione: (i) di obblighi legali o regolamentari; (ii) dei doveri di competenza e cura nei confronti del FIA e dei suoi investitori; (iii) dei doveri del fiduciario; (iv) degli obblighi di riservatezza; (v) del regolamento o dei documenti costitutivi del FIA; (vi) del mandato dato al GEFIA dal FIA; (d) omissione di istituire, attuare e mantenere procedure appropriate per impedire atti disonesti, fraudolenti o dolosi; (e) inesatta valutazione delle attività o del calcolo del prezzo delle quote/azioni; (f) perdite derivanti dalla perturbazione dell'attività, disfunzioni del sistema, disfunzioni dell'elaborazione delle transazioni o della gestione dei processi.

Il GEFIA è tenuto, dunque, a coprire in ogni momento i rischi di responsabilità professionale o con fondi propri aggiuntivi calcolati in conformità all'articolo 14 del Regolamento, o attraverso l'assicurazione da responsabilità professionale di cui all'articolo 15.

Il Regolamento stabilisce inoltre, all'articolo 13, alcuni requisiti qualitativi volti a far fronte ai rischi di responsabilità professionale. In particolare, a

tal proposito, il GEFIA è tenuto ad attuare efficaci politiche e procedure di gestione del rischio operativo interno al fine di identificare, misurare, gestire e monitorare adeguatamente i rischi operativi, compresi i rischi di responsabilità professionale, ai quali il GEFIA è o potrebbe essere ragionevolmente esposto. Le attività di gestione del rischio operativo devono essere eseguite in modo indipendente nel quadro della politica di gestione del rischio.

Il GEFIA deve costituire una banca dati sulle perdite storiche, nella quale sono registrati le disfunzioni operative, le perdite e i danni subiti, e comunque, ogni tipo di rischio di responsabilità professionale che si sia materializzato. Nell'ambito del quadro di gestione del rischio il GEFIA deve avvalersi dei propri dati interni sulle perdite storiche e, laddove appropriato, di dati esterni, analisi di scenari e fattori che rispecchiano il quadro operativo e i sistemi di controllo interni. Le esposizioni al rischio operativo e le perdite subite devono essere monitorati su base continuativa e devono essere soggette periodicamente a informativa interna. Le politiche e procedure di gestione del rischio operativo del GEFIA devono essere ben documentate.

Un GEFIA è tenuto ad adottare disposizioni per assicurare l'osservanza delle sue politiche di gestione del rischio operativo, misure efficaci per il trattamento dei casi di non conformità con tali politiche, e procedure per adottare misure correttive appropriate.

Le politiche e procedure di gestione del rischio operativo e i sistemi di misurazione devono essere revisionate periodicamente e almeno una volta l'anno e il GEFIA è tenuto a mantenere risorse finanziarie adeguate in funzione della valutazione del profilo di rischio.

2.2 Le condizioni per determinare l'adeguatezza dei fondi propri aggiuntivi e le modalità per determinare aggiustamenti

Nel Regolamento, all'articolo 14, si specifica che i fondi propri aggiuntivi per coprire i rischi di responsabilità derivanti da negligenza professionale possono considerarsi appropriati se rappresentano almeno lo 0,01% del valore dei portafogli dei FIA gestiti il quale corrisponde alla somma del valore assoluto di tutte le attività di tutti i FIA gestiti dal GEFIA, comprese le attività acquisite mediante l'utilizzo della leva finanziaria; gli strumenti finanziari derivati devono essere valutati al loro valore di mercato. Il metodo di calcolo, coerente con la corrispondente normativa di cui all'articolo 7(1)(a)(i) della direttiva UCITS, poggia sull'assunto che i rischi da responsabilità sono maggiori all'aumentare del patrimonio gestito (AuM).

Il fabbisogno supplementare di fondi propri deve essere ricalcolato alla fine di ciascun esercizio finanziario e l'importo dei fondi propri deve essere adeguato di conseguenza. Il GEFIA deve istituire, attuare e applicare le procedure per monitorare su base continuativa il valore dei portafogli dei FIA gestiti.

Qualora prima del ricalcolo annuale, il valore dei portafogli dei FIA gestiti sia incrementato significativamente, il GEFIA deve, senza indebito ritardo, ricalcolare i fondi propri aggiuntivi richiesti ed adeguare, di conseguenza, i propri fondi aggiuntivi.

L'autorità competente dello Stato Membro di origine del GEFIA può autorizzare il GEFIA a dotarsi di fondi propri aggiuntivi inferiori al limite dello 0,01% solo se è certa, sulla base dei dati sulle perdite storiche del GEFIA registrati lungo un periodo di osservazione di almeno tre anni precedente alla valutazione, che il GEFIA disponga di fondi propri aggiuntivi sufficienti per coprire adeguatamente rischi di responsabilità professionale. L'importo inferiore di fondi propri aggiuntivi autorizzato deve essere almeno pari allo 0,08% del valore dei portafogli dei FIA gestiti dal GEFIA. In tal modo, viene incentivata l'attività di gestione dei rischi operativi da parte del GEFIA, poiché attraverso un costante monitoraggio dell'adeguatezza della propria copertura finanziaria lo stesso può ottenere una riduzione dell'ammontare di fondi propri aggiuntivi.

Del pari, l'autorità competente dello Stato Membro di origine del GEFIA può richiedergli di dotarsi di fondi propri aggiuntivi superiori all'importo dello 0,01% se non è certa che il GEFIA disponga di fondi propri aggiuntivi sufficienti ai fini dell'adeguata copertura dei rischi di responsabilità professionale. In tal caso, l'autorità competente è tenuta a fornire le ragioni per le quali abbia ritenuto che i fondi propri aggiuntivi del GEFIA fossero insufficienti.

2.3 Le condizioni per determinare l'adeguatezza della copertura assicurativa e le modalità per determinare aggiustamenti

Qualora il GEFIA scelga di coprire i rischi di responsabilità professionale attraverso un'assicurazione della responsabilità civile professionale, il Regolamento, all'articolo 15, stabilisce alcune condizioni qualitative e quantitative sulla base delle quali valutarne l'appropriatezza.

In particolare il GEFIA deve stipulare e mantenere costantemente un'assicurazione della responsabilità civile professionale che: (i) deve avere una durata iniziale di non meno di un anno; (ii) deve prevedere un termine di preavviso per la disdetta almeno di 90 giorni; (iii) deve coprire i rischi di responsabilità professionale individuati dall'articolo 12, paragrafi 1 e 2 del Regolamento; (iv) è stata stipulata presso un'impresa europea o non europea autorizzata ad assicurare la responsabilità civile professionale, in virtù del diritto europeo o nazionale; (v) è fornita da un terzo.

L'eventuale franchigia concordata deve essere totalmente coperta da fondi propri aggiuntivi.

Dal punto di vista quantitativo la copertura dell'assicurazione per singola

richiesta di risarcimento deve essere almeno pari allo 0,7% del valore dei portafogli dei FIA gestiti dal GEFIA; la copertura assicurativa per richieste in aggregato annuo deve essere almeno pari allo 0,9% del valore dei portafogli dei FIA gestiti.

La modalità di calcolo per singolo sinistro e per aggregato viene mutuata dall'articolo 7(b) della direttiva 2006/49/CE rivolto ad alcune imprese di investimento di cui alla direttiva MiFID (cfr. ESMA's *technical advice to the European Commission on possible implementing measures of the Alternative Investment Fund Managers Directive* del 16 novembre 2011, di seguito "technical advice dell'ESMA").

Il GEFIA è tenuto a riesaminare la polizza di assicurazione della responsabilità civile professionale e la sua conformità a tali parametri qualitativi e quantitativi almeno una volta l'anno e nel caso di qualsiasi cambiamento che incida sulla conformità della polizza a tali requisiti.

Proposta III – I requisiti prudenziali

3.1 Allineare il requisito patrimoniale minimo delle SGR a quanto previsto dalla direttiva AIFM e dalla direttiva UCITS ossia 125.000 euro in luogo di 1.000.000 di euro.

3.2 Precisare, con riferimento ai fondi propri di cui all'articolo 9, paragrafo 8 della direttiva AIFM, che l'ammontare del patrimonio di vigilanza che risulti superiore al requisito minimo patrimoniale richiesto per le SGR può essere investito anche in attività diverse dalla liquidità o da attività prontamente convertibili in contante nel breve termine. Ciò al fine di chiarire che le SGR possano disporre di una parte dei fondi propri anche per l'avviamento di un nuovo prodotto (FIA e/o UCITS), per investire in quote di OICR chiusi e comunque in attività diverse da quelle di cui sopra.

3.3 Chiarire che al fine di determinare i requisiti addizionali per coprire i potenziali rischi di responsabilità professionale è esclusa la gestione degli UCITS tenuto conto che l'articolo 9, paragrafo 7 della direttiva AIFM si riferisce alle sole attività che i GEFIA possono esercitare in conformità alla direttiva AIFM e che, sulla base di quanto previsto dal Regolamento, solo le attività dei FIA gestiti devono essere considerate ai fini del calcolo dei fondi propri.

3.4 Chiarire se, in analogia a quanto previsto dall'articolo 9, paragrafo 4 della direttiva AIFM, gli UCITS gestiti per delega (totalitaria) possono non concorrere all'identificazione delle masse gestite (ai fini della determinazione del requisito patrimoniale).

4. LA LEVA FINANZIARIA

L'articolo 4, paragrafo 1, lettera v) della direttiva AIFM definisce la leva finanziaria, il metodo con il quale il GEFIA aumenta l'esposizione di un FIA gestito tramite il prestito di contante o di titoli, oppure tramite la leva finanziaria inclusa in posizioni derivate o mediante qualsiasi altro mezzo.

La direttiva AIFM contiene diverse previsioni volte a disciplinare l'utilizzo della leva. Ad esempio, si prevede che il GEFIA: (i) comunichi i dati relativi al livello massimo di leva agli investitori, le sue eventuali modifiche e la leva utilizzata [articolo 23(1)(a) e articolo 23(5)]; (ii) comunichi alle autorità competenti maggiori informazioni per i FIA che utilizzano in modo considerevole la leva finanziaria (ossia laddove l'esposizione calcolata con il metodo degli impegni è superiore al triplo del valore patrimoniale netto del FIA) [articolo 24(4)]; (iii) definisca e comunichi la propria politica con riguardo all'utilizzo della leva al momento di richiedere l'autorizzazione [articolo 7(3)(a)]; (iv) definisca un livello massimo di leva che lo stesso possa utilizzare nell'interesse del FIA gestito [articolo 15(4)].

Il GEFIA deve dimostrare inoltre che i limiti della leva finanziaria da esso fissati per ogni FIA sono ragionevoli e rispettare tali limiti in ogni momento. Le autorità competenti dello Stato membro di origine del GEFIA, ove ritenuto necessario per assicurare la stabilità e l'integrità del settore finanziario, previa notifica all'ESMA e all'ESRB e alle autorità competenti del FIA in questione, possono imporre limiti al livello della leva finanziaria che un GEFIA è autorizzato a utilizzare o altre restrizioni alla gestione dei FIA da lui gestiti per limitare la misura in cui l'utilizzo della leva finanziaria contribuisce ad accrescere i rischi sistemici nel sistema finanziario e i rischi di disordini sui mercati (articolo 25, paragrafo 3 della direttiva AIFM). La notifica è effettuata non meno di 10 giorni lavorativi prima che la proposta sia destinata a produrre effetti. L'ESMA, dopo aver ricevuto la notifica, formula un parere destinato alle autorità competenti circa la misura proposta e adottata. Se un'autorità competente propone di adottare misure contrastanti con il parere dell'ESMA, è tenuta ad informarne l'ESMA esponendone le ragioni. L'ESMA, in base alle informazioni ricevute e, tenuto conto dell'eventuale parere dell'ESRB, può inoltre determinare se la leva utilizzata da un GEFIA o da un gruppo di GEFIA rappresenti un "rischio" sostanziale per la stabilità e l'integrità del sistema finanziario

e può formulare un parere per le autorità competenti per specificare le misure correttive, compresi i limiti al livello di leva.

Al fine di assicurare un rispetto uniforme delle disposizioni inerenti alla leva finanziaria e di raggiungere l'obiettivo della direttiva di garantire un monitoraggio oggettivo della leva utilizzata dal GEFIA, il Regolamento, all'articolo 6, precisa che la leva finanziaria del FIA è espressa dal rapporto tra l'esposizione e il valore patrimoniale netto del fondo e prevede due distinti metodi di calcolo dell'esposizione: il metodo lordo ("*gross method*") e il metodo degli impegni ("*commitment method*").

Nel metodo lordo, anche l'utilizzo di strumenti finanziari derivati per finalità di copertura/compensazione incrementa l'esposizione del FIA e, come conseguenza, il valore della leva.

I GEFIA dovrebbero sempre calcolare le due misure di leva per tutti i fondi. Resta escluso il ricorso al VaR, in quanto non coerente con la misura di *leverage* richiesta dalla direttiva AIFM, così come il terzo metodo ("*advanced*") proposto dall'ESMA. La Commissione si riserva peraltro di sviluppare in futuro ulteriori metodi.

Ad avviso della Commissione, i risultati che si ottengono utilizzando il metodo lordo sono in linea con l'obiettivo di monitorare i rischi sistemici da una prospettiva macroprudenziale. Il metodo degli impegni, già in uso nel settore dell'*asset management*, consente un agevole confronto dei dati con quelli degli UCITS. Inoltre, ove combinato con il metodo lordo, permette di ottenere una buona visione sulle strategie di investimento e sull'esposizione del FIA di riferimento, sia per gli investitori sia per le autorità di vigilanza.

L'articolo 6, paragrafo 3 del Regolamento prevede, inoltre, che nel calcolo dell'esposizione deve essere inclusa l'esposizione derivante da strutture finanziarie o giuridiche controllate dal FIA cui partecipano terzi, laddove tali strutture siano espressamente costituite per aumentare direttamente o indirettamente l'esposizione a livello del FIA. E' poi precisato che, per i FIA la cui politica di investimento fondamentale consista nell'acquisire il controllo di società o emittenti non quotati, non debbano essere incluse, nel calcolo della leva finanziaria, le esposizioni esistenti a livello di tali società ed emittenti non quotati, a condizione che il FIA o il GEFIA che opera per conto del FIA non sopportino perdite potenziali superiori al suo investimento nella società o nell'emittente in questione.

Da quanto sopra riportato ne consegue che un fondo di fondi *hedge* aperto che investe in parti di fondi *hedge* terzi aperti non deve considerare nel calcolo della propria leva finanziaria l'esposizione contenuta nei fondi *hedge target*.

Nel calcolo dell'esposizione sono, inoltre, escluse le operazioni di assunzione in prestito, qualora di natura temporanea e pienamente coperte dagli impegni contrattuali di capitale degli investitori del FIA.

Il prestito di contante utilizzato per finanziare un'esposizione non deve essere incluso nel calcolo. L'esposizione risultante dal reinvestimento del prestito di contante è invece espressa dal valore di mercato dell'investimento realizzato o dall'importo totale del contante preso a prestito, se più elevato. Se il prestito di contante rimane in contante o mezzi equivalenti, nel caso del metodo degli impegni, tali posizioni non incrementano l'esposizione, mentre, nel caso del metodo "gross" tali posizioni devono essere escluse dall'esposizione se gli importi da pagare sono noti (articolo 7 del Regolamento).

Le tecniche di calcolo dell'esposizione effettuata attraverso il metodo degli impegni non sembrano costituire una novità assoluta per il nostro paese. Rappresenta, invece, una novità l'approccio lordo, che individua un metodo semplificato per calcolare l'esposizione, diverso da quello declinato dalle Linee Guida del CESR/10-788 (e applicato solo ai fondi UCITS che calcolano l'esposizione complessiva con l'approccio VaR).

Proposta IV - La leva finanziaria

4.1 Chiarire se sono considerate attività di copertura (*hedging*) le posizioni in strumenti finanziari derivati volte a coprire i rischi di attività diverse dagli strumenti finanziari quali, ad esempio, la copertura del rischio tasso di un finanziamento.

4.2 Considerare le regole di compensazione (*netting*) e copertura (*hedging*) sviluppate per gli UCITS equivalenti a quelle contenute nell'articolo 8, paragrafo 3 del Regolamento. Si fa in particolare riferimento alla disciplina volta ad identificare la combinazione di posizioni in strumenti finanziari derivati e/o posizioni per cassa che possono essere oggetto di operazioni di compensazione e/o copertura. Nel Regolamento, a differenza di quanto contenuto nelle Linee Guida CESR/10-788, viene utilizzata solamente la congiunzione "o" e non le congiunzioni "o/e". Una lettura in senso restrittivo del citato articolo potrebbe precludere, ad esempio, la possibilità di compensare o coprire una posizione *cash* con una posizione in strumenti finanziari derivati.

4.3 Esplicitare che un fondo di fondi *hedge* aperto che investe in parti di fondi *hedge* terzi aperti, anche collegati, non deve considerare nel calcolo della propria leva finanziaria l'esposizione contenuta nei fondi *hedge target*.

4.4 Chiarire che in talune circostanze l'esposizione di un fondo (e pertanto la leva) calcolata con il metodo degli impegni è maggiore di quella derivante dal metodo

lordo (ad esempio per un fondo che detiene disponibilità liquide o posizioni equivalenti e investe in strumenti finanziari derivati con finalità diversa da quella di copertura/compensazione).

4.5 Chiarire se, per il calcolo dell'esposizione mediante il metodo degli impegni, sia possibile escludere dall'esposizione il prestito in contanti che rimane in liquidità o in posizioni equivalenti in analogia a quanto previsto per il metodo lordo all'articolo 7(c) del Regolamento.

4.6 Chiarire se, in caso di *repurchase agreement* (cfr. Regolamento Allegato I, punto n. 11) e in caso di operazioni di assunzione in prestito di titoli (cfr. Regolamento Allegato I, punto n. 13), il reinvestimento del *cash collateral* generi sempre un'esposizione aggiuntiva o, in coerenza con quanto previsto in caso di operazioni di concessione in prestito di titoli (cfr. Regolamento Allegato I, punto n. 12), l'esposizione aggiuntiva sia generata solo allorché il reinvestimento del *cash collateral* sia effettuato in strumenti diversi da quelli identificati all'articolo 7(a) del Regolamento.

5. LA NOZIONE DI FONDI DI INVESTIMENTO ALTERNATIVI

La direttiva AIFM si applica ai GEFIA che gestiscono tutti i tipi di fondi che non rientrano nell'ambito di applicazione della direttiva 2009/65/CE, a prescindere dalle modalità giuridiche o contrattuali in base alle quali è stato loro attribuito l'incarico. La nozione di fondo di investimento alternativo è dunque estremamente ampia, perché essa non pone vincoli né alla forma giuridica né all'oggetto d'investimento dei FIA.

Per determinare ciò che rientra o meno nel novero dei fondi di investimento alternativi, la direttiva AIFM contiene una definizione di fondo d'investimento alternativo (criterio positivo) e individua una serie di fattispecie da escludere (criteri negativi).

L'articolo 4, paragrafo 1, lett. a) della direttiva AIFM definisce i FIA come *“gli organismi di investimento collettivo, compresi i relativi comparti, che: (i) raccolgono capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in conformità di una politica di investimento definita a beneficio di tali investitori; e (ii) non necessitano di un'autorizzazione ai sensi dell'articolo 5 della direttiva 2009/65/CE”*.

L'articolo 2, paragrafo 3 della direttiva AIFM elenca una serie di soggetti che non ricadono nel suo ambito di applicazione: (a) le società di partecipazione finanziaria⁷; (b) gli enti pensionistici aziendali o professionali che rientrano nell'ambito di applicazione della direttiva 2003/41/CE; (c) le istituzioni sopranazionali (come la Banca centrale europea) e le banche

⁷ La società di partecipazione finanziaria è definita, all'articolo 4, paragrafo 1, lettera o) della direttiva AIFM, come la società, che partecipa in altre società, il cui obiettivo commerciale è realizzare una strategia o delle strategie imprenditoriali attraverso le sue imprese figlie, società associate o partecipate per contribuire al loro valore a lungo termine e che siano quotate ovvero non siano costituite con lo scopo principale di generare utili per i propri investitori mediante disinvestimenti dalle imprese figlie o società associate, come comprovato dalla sua relazione annuale o da altri documenti ufficiali. La definizione di società di partecipazione finanziaria è fondamentale per distinguere le holding societarie dai FIA chiusi costituiti in forma societaria. Detta distinzione potrebbe essere tracciata combinando tre profili: il ruolo della società e lo scopo dell'assunzione della partecipazione (*no general commercial purpose*); la presenza di una politica di investimento definita *ex ante*; un processo di raccolta di capitali esterni.

centrali nazionali; (d) i governi nazionali, regionali e locali e gli organismi o altre istituzioni che gestiscono fondi destinati al finanziamento dei regimi di sicurezza sociale e dei sistemi pensionistici; (e) i regimi di partecipazione dei lavoratori o i regimi di risparmio dei lavoratori; (f) le società veicolo di cartolarizzazione.

Il considerando 8 cita, tra le esclusioni, anche la gestione di contratti assicurativi e le *joint venture*, mentre nel considerando 7 si chiarisce che non dovrebbero essere considerati FIA i *family office* che investono il patrimonio privato degli investitori senza raccogliere capitale esterno.

L'articolo 3 fornisce, poi, delle esenzioni per taluni soggetti rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva AIFM. In particolare, il paragrafo 1 considera esenti i GEFIA che gestiscono uno o più FIA i cui unici investitori sono i GEFIA stessi o le loro imprese madri o imprese figlie o altre affiliate di tali imprese madri, purché nessuno di questi investitori sia di per sé stesso un FIA.

Al fine di meglio delimitare l'ampia nozione di FIA contenuta nel citato articolo 4 della direttiva AIFM, l'ESMA ha pubblicato un documento di consultazione "*Guidelines on Key concepts of the AIFMD*" (ESMA/2012/845) nel quale individua i seguenti criteri di identificazione del FIA: (i) la raccolta di capitali⁸; (ii) l'investimento collettivo⁹; (iii) la pluralità di investitori¹⁰ (iv) la politica di investimento predefinita¹¹.

8 Affinché possa essere considerato FIA, il veicolo deve raccogliere capitali esterni. L'ESMA specifica che tale condizione non può considerarsi raggiunta nel caso in cui i capitali siano raccolti esclusivamente da un membro dell'organo di governo del "fondo" o del gestore dello stesso, oppure provengano da un soggetto che assume rischi per conto del veicolo o della persona giuridica che lo gestisce (un dipendente). Inoltre, in linea con il considerando 7 della direttiva AIFM, l'ESMA ribadisce l'esclusione dall'ambito di applicazione della direttiva dei *family office*, ovvero di quegli strumenti che raccolgono capitali da persone appartenenti ad un gruppo familiare. In questi casi non sussistendo alcuna raccolta di capitali esterni non può parlarsi di FIA. Tuttavia, qualora l'investimento da parte di questi soggetti sia accompagnato dalla partecipazione di investitori esterni, il requisito della raccolta di capitali può considerarsi raggiunto, e gli investitori esterni e quelli "interni" godono degli stessi diritti ai sensi della direttiva AIFM. Infine, l'ESMA chiarisce che la raccolta di capitali deve comportare una forma di comunicazione commerciale tra il veicolo che raccoglie capitali ed i potenziali investitori, indipendentemente dal fatto che tale comunicazione commerciale avvenga soltanto in fase di sottoscrizione oppure costantemente come in taluni fondi aperti.

9 La nozione di investimento collettivo adottata dall'ESMA include la raccolta di capitali al fine di generare dei ritorni che siano di pertinenza di una pluralità di investitori, i quali sopportano insieme i rischi derivanti dagli acquisti; il requisito della condivisione dei rischi e dei ricavi, attraverso un patrimonio che sia distinto da quelli individuali dei partecipanti, è dunque considerata una caratteristica essenziale di un veicolo di investimento collettivo. Con riguardo alla fonte dei profitti, l'ESMA precisa che l'investimento collettivo può essere finalizzato, indifferentemente, ad ottenere dei profitti dall'acquisto e dalla rivendita dei beni, oppure alla gestione in via continua degli investimenti, al fine di generare dei ricavi costanti. Altra caratteristica centrale dell'investimento collettivo è l'estraneità degli investitori dalle scelte di gestione. A tal riguardo,

Si tratta di criteri compatibili con la novellata definizione di fondo comune d'investimento contenuta nell'articolo 1, comma 1, lettera j) del TUF che, come noto, con le modifiche apportate dal D.L. 78/2010 ha valorizzato gli elementi della raccolta di capitali da una pluralità di investitori e dell'autonomia gestionale della SGR.

Nel Final Report dell'ESMA/2013/413 "*Draft regulatory technical standards on types of AIFMs*" vengono poi individuati alcuni criteri per distinguere un fondo aperto da un fondo chiuso. In particolare viene ritenuto aperto quel fondo che riconosce a tutte o anche solo ad una classe di investitori la possibilità di ottenere il rimborso delle quote/azioni a scadenza almeno annuale. Si considerano altresì aperti quei fondi che prevedono periodi di *lock up*, oppure che, in ragione della natura illiquida degli investimenti, prevedono delle restrizioni alla possibilità di rimborso come *side pockets*, *gates*, sospensioni e altri meccanismi similari.

Giova infine evidenziare che nell'ambito di applicazione della direttiva AIFM sono altresì compresi i FIA di alimentazione, cc.dd. FIA feeder e i FIA di destinazione, cc.dd. FIA master. In particolare, il FIA feeder si identifica con il FIA che (i) investa almeno l'85% delle sue attività in quote o azioni di un altro FIA (FIA di destinazione o master); ovvero (ii) investa almeno l'85% delle sue attività in più di un FIA di destinazione, laddove tali FIA di destinazione abbiano identiche strategie di investimento; ovvero (iii) abbia altrimenti un'esposizione almeno dell'85% delle sue attività in un tale FIA di destinazione. Rispetto alla definizione di OICR feeder contenuta nella disciplina UCITS e nel TUF si segnala l'aggiunta nella direttiva AIFM delle due ipotesi alternative previste ai citati punti (ii) e (iii).

l'ESMA precisa che tale condizione sussiste anche nel caso in cui gli investitori abbiano la possibilità di dare la propria approvazione a decisioni di alto livello, purché tale potere non comporti un'ingerenza degli investitori nelle scelte quotidiane di gestione.

10 La condizione per cui il FIA deve essere rivolto ad una pluralità di investitori si considera soddisfatta per il solo fatto che il regolamento del fondo o le previsioni legislative non restringono la partecipazione al fondo ad un unico partecipante. Si considera, dunque, FIA anche un veicolo che, in via di fatto, investa il capitale di una sola persona, purché tale situazione sia solo "accidentale" e non derivi invece da una restrizione legislativa o contrattuale. Inoltre, si considera rispettato il requisito della pluralità di investitori anche nel caso in cui l'unico soggetto che investe nel FIA agisca nell'interesse di altre persone come nel caso di *nominee*, strutture *feeder* o fondi di fondi.

11 Nel *Final Report* recante "*Guidelines on key concepts of the AIFMD*", l'ESMA ha fornito chiarimenti, tra l'altro, sul requisito relativo alla politica d'investimento predefinita. In particolare l'ESMA ritiene che per considerare rispettato il requisito di avere una politica di investimento predefinita è necessario che essa abbia le seguenti caratteristiche: (a) sia determinata e fissata al più tardi nel momento in cui gli investitori si obbligano a partecipare al fondo; (b) sia descritta in un documento facente parte del regolamento di gestione o cui lo stesso rinvia; (c) il fondo o il gestore dello stesso siano obbligati a rispettare la politica di investimento e le eventuali modifiche, e gli investitori siano dotati di strumenti legali per far valere tale obbligo; (d) la politica contenga riferimenti ai seguenti aspetti: di investire in talune categorie di attività o di conformarsi a eventuali restrizioni in materia di *asset allocation*; di perseguire talune strategie; di investire in alcune zone geografiche; di adottare talune restrizioni alla leva; di adottare alcuni periodi minimi di mantenimento; di conformarsi ad altre restrizioni volte ad ottenere una diversificazione del rischio.

Proposte V – La nozione di fondi di investimento alternativi

5.1 Ridefinire e razionalizzare le tipologie esistenti di OICR. L'attuazione della direttiva AIFM dovrebbe costituire l'occasione per ridefinire la gamma esistente di OICR. Un primo criterio di classificazione potrebbe individuarsi nella netta separazione tra OICR armonizzati (rientranti cioè nell'ambito di applicazione della direttiva 2009/65/CE) e OICR alternativi (e cioè gli OICR diversi dagli OICR armonizzati). Gli OICR alternativi potrebbero, poi, essere a loro volta distinti, tenuto conto della tipologia di investitori cui sono rivolti, in OICR alternativi *retail* (cioè OICR alternativi rivolti a investitori al dettaglio) e OICR alternativi riservati (cioè OICR alternativi rivolti a investitori professionali). Entrambe le categorie potrebbero, ancora, ulteriormente distinguersi in OICR aperti, chiusi, semi-chiusi in base alle modalità di sottoscrizione/rimborso previste dal regolamento. In funzione della tipologia di beni in cui è possibile investire il patrimonio del fondo, potrebbero poi identificarsi (anche ai soli fini commerciali) nell'ambito delle suddette categorie di OICR alternativi (*retail* o riservati): i fondi immobiliari, i fondi di *private equity*, i fondi mobiliari alternativi aperti *retail*, ecc.

5.2 Riconoscere maggiori flessibilità nell'attività di investimento degli OICR riconducibili alla tipologia degli OICR alternativi *retail*. Nell'ambito dei lavori per il recepimento della direttiva AIFM dovrebbe valutarsi – al fine di rendere competitivo il mercato nazionale dei prodotti non armonizzati – l'opportunità di rivedere le limitazioni all'investimento attualmente previste dalla disciplina nazionale per gli OICR non armonizzati. In particolare:

a) per gli OICR alternativi aperti *retail* dovrebbe riconoscersi la possibilità di investire in:

- (i) obbligazioni emesse da enti creditizi che abbiano la sede legale in uno Stato membro e siano soggetti a speciale vigilanza pubblica ai fini della tutela dei detentori delle obbligazioni per un valore superiore al 10% del totale attività;
- (ii) parti di OICR il cui patrimonio è investito in misura superiore al 10% delle attività in parti di altri OICR (ad esempio in fondi *feeder*);
- (iii) prestiti bancari (v. par. 5.2.1);
- (iv) strumenti finanziari non quotati per un valore superiore al 10% del totale delle attività (v. par. 5.2.2);
- (v) certificati rappresentativi di materie prime (v. par. 5.2.3);
- (vi) strumenti finanziari derivati su merci (*commodities*) (v. par. 5.2.3);
- (vii) crediti e titoli rappresentativi di crediti.

Resta inteso che, ove si consentisse l'allargamento dell'universo investibile ai beni sopra indicati, dovrebbero altresì individuarsi adeguati limiti di diversificazione dell'investimento.

b) per le strutture *master-feeder* alternative dovrebbe riconoscersi la possibilità di detenere sino al 15 per cento delle proprie attività anche in beni diversi dalla liquidità.

5.2.1 Includere i “prestiti bancari” tra le attività di investimento di un OICR alternativo aperto *retail*. E ciò sulla base delle seguenti considerazioni :

(i) I prestiti bancari costituiscono una componente fondamentale del mercato finanziario e uno strumento di diversificazione del portafoglio. Negli anni recenti si è verificata una migrazione degli interessi degli investitori dal capitale di rischio al capitale di debito, come conseguenza delle preoccupazioni legate allo stato di salute dell'economia globale e alla volatilità dei rendimenti azionari. Tale mutamento di approccio ha incentivato gli investitori a comprendere le opportunità derivanti da un rendimento fisso e nello specifico a dare rilevanza alle caratteristiche dei prestiti bancari che possono offrire rendimenti superiori alle obbligazioni. In particolare, i *bank loans* offrono: (a) un basso rischio di tasso, essendo il tasso d'interesse sul prestito all'impresa variabile (tipicamente collegato all'indice Libor). Di conseguenza, il NAV del fondo ha una bassa sensibilità ad eventuali variazioni dei tassi d'interesse di mercato; (b) rendimenti relativamente più alti rispetto a investimenti in titoli pubblici o altri strumenti di mercato monetario. Normalmente l'interesse pagato dall'impresa è composto da due fattori: indice *benchmark* (es. Libor) + *spread*; (c) un *recovery rate* maggiore rispetto agli *high yield bonds* (HYB). I prestiti bancari sono solitamente garantiti da impianti, terreni e crediti a breve termine. I *bank loans* possono dunque essere considerati un'opzione complementare per fornire agli investitori *retail* l'opportunità di migliorare il rapporto rischio/rendimento del loro portafoglio, consentendo agli investitori di beneficiare dell'innalzamento della frontiera di efficienza. I *bank loans* sono strumenti sicuramente più complessi da valutare rispetto ad alternative più comuni come, ad esempio, obbligazioni *corporate* o pubbliche. Tuttavia, i *bank loans* non possono essere giudicati più complessi rispetto a *high-grade bonds* e *high yield bonds* e cioè a tipologie di titoli che già costituiscono “*eligible assets*” per gli UCITS.

(ii) In altri mercati, come quello USA, i *mutual fund* valutati quotidianamente hanno investito in prestiti bancari per più di 20 anni, e recentemente anche gli ETF, dando evidenza dell'interesse degli investitori *retail* per questa tipologia di fondi. Negli Stati Uniti, il 15% di tutti i prestiti è posseduto da *bank loan mutual funds*, che negli ultimi tre anni hanno sostenuto il mercato dei prestiti con \$34 miliardi. Tale crescita è stata favorita dall'abilità dei gestori che sono stati capaci di offrire le medesime caratteristiche dei tipici fondi *retail*, come un mercato secondario, una valutazione quotidiana al valore di mercato ed una misurazione delle

performance in relazione ad un indice. La liquidità del mercato dei prestiti bancari USA è assicurata dal volume, dalla quantità di partecipanti e dalla trasparenza. Una ricerca condotta dal “*Loan Syndication and Trading Association*” stima per il mercato istituzionale dei prestiti Usa un volume di scambi annuo superiore a \$400 miliardi, equivalente a circa il 75% del totale *outstanding*. La liquidità sui mercati americani è favorita da un elevato grado di trasparenza fornito da *standard settlement process* e quotazioni *mark-to-market*.

(iii) I fondi che investono in prestiti bancari possono veicolare un’ingente quantità di risorse verso le PMI. La recente crisi economica ha acuito le difficoltà per le imprese di avere accesso al finanziamento bancario. Le banche, impegnate nel processo di ricapitalizzazione, hanno diminuito in maniera notevole la disponibilità al credito, in particolare nei riguardi delle piccole e medie imprese. La questione del finanziamento delle piccole e medie imprese è, pertanto, oggetto di analisi approfondita da parte del mondo accademico ed economico, considerato il contributo essenziale che tali operatori offrono alla produzione nazionale. Lo strumento dei *bank loan fund* può favorire certamente la predisposizione al finanziamento delle piccole e medie imprese, attraverso lo sviluppo da parte del mercato del risparmio gestito di specifiche abilità in questo specifico comparto del mercato finanziario. Le banche, dal canto loro, sarebbero in misura maggiore incentivate a concedere credito, in previsione degli afflussi di risorse che deriveranno dai fondi comuni.

5.2.2 Strumenti finanziari non quotati. Si propone di ampliare le possibilità d’investimento in strumenti finanziari non quotati al fine di promuovere l’investimento in titoli emessi dalle piccole e medie imprese (cd. PMI). Ciò si ritiene fondamentale per lo sviluppo del mercato dei capitali di tali imprese e per il sostenimento dei relativi programmi di crescita.

5.2.3 Strumenti finanziari connessi a merci. Si propone di ampliare le modalità attraverso le quali è possibile investire in strumenti finanziari connessi alle merci al fine di poter diversificare ulteriormente il profilo di rischio-rendimento dell’AIF.

5.3 Eliminare le esistenti limitazioni all’investimento degli OICR riconducibili alla tipologia degli OICR alternativi “riservati”. Tenuto conto che la direttiva AIFM agevola l’ingresso in Italia di OICR alternativi riservati esteri, si chiede di rivedere la disciplina nazionale nell’ottica di eliminare tutte quelle limitazioni all’investimento (ad esempio, in tema di conflitti d’interessi, di utilizzo della leva finanziaria) che potrebbero rendere meno competitivi i prodotti nazionali rispetto a quelli esteri. In tale contesto si chiede di considerare almeno le seguenti specifiche istanze.

(i) Non applicare ai fondi c.d. di *side pockets* il divieto di compiere operazioni in conflitto di interessi previsto in via generale per i fondi chiusi dall’articolo 12, comma 3, del d.m. 228/99. E’ noto che i fondi di *side pockets* di cui all’articolo

14, comma 6, lettera *b*), del decreto legge 29 novembre 2008, n. 185 (c.d. decreto anti crisi) sono stati introdotti nel nostro ordinamento per superare situazioni di mercato eccezionali, caratterizzate da scarsa liquidità ed elevata volatilità. Tale obiettivo viene perseguito riconoscendo alle SGR - nei casi eccezionali in cui la cessione di attività illiquide di un fondo, necessaria per far fronte alle richieste di rimborso, sia tale da pregiudicare l'interesse dei partecipanti e la possibilità di proseguire in modo ordinato la gestione del fondo - la facoltà di deliberare la scissione parziale del patrimonio autonomo, trasferendo le attività illiquide in un fondo di tipo chiuso appositamente istituito (*side pocket*). La finalità del fondo di *side pocket* non è dunque, come per i fondi chiusi ordinari, la gestione del patrimonio attraverso la realizzazione di attività di investimento e disinvestimento volte alla sua valorizzazione, in una prospettiva "dinamica", bensì la amministrazione delle attività illiquide ricevute a seguito della scissione del fondo di origine, allo scopo della loro liquidazione e ripartizione del risultato netto tra i partecipanti, in una prospettiva allora "statica". E' per questa peculiare ragione, del resto, che il fondo chiuso di *side pocket* non può emettere nuove quote e deve rimborsare le quote del fondo man mano che le attività dello stesso sono liquidate. Se la *ratio* sottesa alla costituzione dei fondi di *side pockets* è dunque quella di assicurare uno smobilizzo ordinato ed efficiente delle attività illiquide del fondo così da rimborsare le quote dei partecipanti a condizioni per gli stessi non svantaggiose, pare ragionevole ritenere legittime anche le operazioni di cessione in potenziale conflitto d'interessi, ove realizzate a condizioni che non pregiudichino gli interessi dei partecipanti. In altri termini, attesa l'esistenza di un preciso interesse dei partecipanti al fondo a non rimanere "prigionieri" di un investimento illiquido, sembra plausibile che le situazioni di conflitto eventualmente indotte da operazioni poste in essere dal fondo chiuso con società del gruppo della SGR che lo amministra siano neutralizzate mediante le ordinarie regole di diligenza e correttezza sottostanti alla prestazione del servizio di gestione e non invece attraverso l'applicazione del rigido divieto di cui all'articolo 12 del d.m. 228/99. E infatti, per un verso, attraverso la cessione ad altra società del gruppo i partecipanti vedrebbero rimborsate le proprie quote in tempi senz'altro più rapidi rispetto a quelli contemplati nell'originario piano di smobilizzo deliberato dall'organo amministrativo della SGR. Essi inoltre beneficerebbero della riduzione dei costi amministrativi, a carico dei fondi, relativi agli anni successivi alla liquidazione anticipata.

(ii) Eliminare il vincolo di cui all'articolo 12, comma 3, del d.m. 228/99, relativo al divieto di investire più del 3% del valore del fondo in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti ceduti da soci della SGR o da soggetti appartenenti al loro gruppo. L'intervento appena descritto consentirebbe la strutturazione di operazioni di cartolarizzazione infragruppo, nonché la creazione di nuove ed interessanti opportunità di investimento dedicate ad investitori qualificati, in grado, per definizione, di comprendere la natura e la rischiosità associata alle operazioni di investimento loro proposte.

5.4 Eliminare l'ammontare minimo di sottoscrizione previsto dall'articolo 16 del decreto del Ministro del tesoro 24 maggio 1999, n. 228. Si richiede di eliminare la previsione dell'ammontare minimo di sottoscrizione attualmente stabilito per la partecipazione ad un fondo speculativo. E ciò sia ove i fondi speculativi siano riservati ad investitori professionali sia ove gli stessi siano diretti ad investitori *retail*.

In quest'ultimo caso, l'eliminazione della soglia di ingresso potrebbe giustificarsi ove il fondo speculativo sia un fondo di fondi, tenuto conto che questi ultimi presentano profili di rischio inferiori rispetto a quelli dei fondi "puri" in quanto: da un lato, i fondi *target* in cui il fondo di fondi investe sono selezionati e monitorati, attraverso procedure di *due diligence* e di *risk management*, da gestori professionali; dall'altro, la molteplicità dei fondi presenti in portafoglio limita l'impatto negativo sul patrimonio del fondo di fondi dovuto alle eventuali perdite subite dai singoli fondi detenuti (cfr. Rapporto del Gruppo di lavoro sui fondi comuni italiani, FONDI COMUNI ITALIANI: SITUAZIONE ATTUALE E POSSIBILI LINEE DI INTERVENTO, Luglio 2008).

5.5 Strutture *master-feeder* alternative. Consentire che, nel caso di strutture *master feeder* europee, il GEFIA UE di soli *feeder* possa limitarsi – con riferimento alla disciplina in tema di gestione del rischio e della liquidità e di valutazione degli investimenti a: (i) verificare che il fondo *master* sia dotato di adeguati processi e procedure per rispettare i requisiti relativi al rischio, alla gestione della liquidità, alla valutazione degli investimenti nonché a (ii) monitorare nel continuo la coerenza del fondo *master* con la politica d'investimento del fondo *feeder* ed i rischi correlati.

5.6 Eliminare/rivedere la disciplina dell'assemblea nei fondi chiusi di *side pockets*. Al fine di ridurre i costi amministrativi per i partecipanti, riconoscere la possibilità di effettuare fusioni di fondi di *side pockets* con caratteristiche simili, senza dover ricorrere all'assemblea dei partecipanti ovvero ricorrendo alle soluzioni alternative individuate nel paragrafo 5.7.4 delle presenti proposte.

5.7 Rivedere la disciplina dei fondi immobiliari. I lavori di recepimento della direttiva AIFM costituiscono l'occasione per rivedere taluni aspetti della disciplina sui fondi comuni di investimento immobiliare, nonché per rilanciare il mercato dei prodotti destinati al pubblico *retail*. L'iniziativa prende avvio da un confronto avuto con le SGR operanti nel settore immobiliare: da tale confronto è emerso che, in assenza di un intervento normativo che supporti e favorisca questo segmento del mercato, l'industria italiana del risparmio gestito difficilmente sarà incentivata ad avviare nuove iniziative di istituzione e promozione di fondi immobiliari *retail*. Se a ciò si aggiunge, poi, la circostanza che tutti i prodotti che rientrano in tale tipologia giungeranno a scadenza entro i prossimi anni, si rileva un concreto rischio che, già dal 2021, non saranno più presenti sul mercato fondi immobiliari italiani rivolti agli investitori privati¹². Diverse sono state le cause che hanno impedito

¹² Fonte: Rapporto semestrale Assogestioni – IPD sui fondi immobiliari italiani, 1° semestre 2012.

un'adeguata diffusione di questi strumenti: non solo congiunturali, di mercato, ma anche, e soprattutto, legate alla struttura della regolamentazione. A frenare lo sviluppo di tale segmento del mercato, non sembrano aver contribuito neppure le modifiche apportate (gennaio 2003) al d.m. 228/99, là dove, al fine di consentire una maggiore flessibilità nell'uscita, era stata ammessa la possibilità di istituire fondi che riconoscessero la possibilità di effettuare rimborsi anticipati di quote con la stessa frequenza e in coincidenza delle nuove emissioni (cosiddetti fondi semi-chiusi). Il tentativo di rilanciare con forza il mercato dei fondi immobiliari *retail* risponde sia alle esigenze dei risparmiatori, che in questa tipologia di prodotti trovano un efficace strumento di diversificazione degli investimenti - in quanto tipicamente anticiclici, non correlati all'andamento congiunturale dei mercati nazionali ed esteri - sia, più in generale, alle esigenze del mercato immobiliare, che trova nei fondi di investimento un efficace strumento di veicolazione delle risorse e attrazione dei capitali.

5.7.1 L'eliminazione dell'obbligo di quotazione. Alla luce di quanto sopra evidenziato, partendo da un confronto tra la regolamentazione nazionale attualmente in vigore e quella già in uso presso altri ordinamenti europei, si ritiene che un primo intervento necessario riguardi l'eliminazione dell'obbligo di quotazione, ad oggi genericamente previsto per tutti i fondi chiusi per i quali l'ammontare minimo della sottoscrizione sia fissato al di sotto dei 25.000 euro (articolo 5 del d.m. 228/99). Sebbene lo strumento della quotazione obbligatoria sia stato introdotto con la precipua finalità di facilitare lo smobilizzo delle quote da parte degli investitori, si evidenzia come l'assenza di un mercato secondario efficiente abbia, non solo impedito il raggiungimento di tale scopo ma, di fatto, penalizzato il comparto dei fondi immobiliari. Considerato l'attuale funzionamento dei fondi immobiliari semi-chiusi, infatti, attraverso la quotazione gli investitori dispongono di due diversi meccanismi di *way out*: il rimborso delle quote al NAV (*Net Asset Value*, Valore Attuale Netto), nelle finestre individuate dal regolamento di gestione del fondo, ovvero la vendita sul mercato secondario, al valore di mercato. Non si può, peraltro, prescindere dal considerare che l'obbligo di quotazione espone i fondi immobiliari ad un rischio ciclico di mercato, rispetto al quale sarebbero, altrimenti, per la natura stessa degli investimenti, neutrali o scarsamente correlati. Gli investimenti di natura immobiliare, infatti, sono tipicamente meno correlati all'andamento del ciclo economico, e quindi del mercato, rispetto ad investimenti alternativi (azionari o obbligazionari); la quotazione obbligatoria fa sì che una componente del valore del fondo dipenda dall'andamento del mercato sul quale lo stesso è quotato, esponendolo, in fasi negative, a variazioni al ribasso del valore di quotazione, non necessariamente legate ad una svalutazione del NAV. Se a ciò si aggiunge la sostanziale inefficienza del mercato secondario (con la conseguente quotazione "a sconto" sul NAV), non v'è dubbio che gli investitori siano maggiormente incentivati a ricorrere ad una dismissione delle quote tramite il rimborso, piuttosto che attraverso la cessione sul mercato. All'eliminazione dell'obbligo di quotazione, dovrebbe, comunque, affiancarsi l'introduzione di un apposito regime

transitorio applicabile ai fondi immobiliari già quotati, in forza del quale sia riconosciuta alle SGR, *ex lege*, la facoltà di deliberare il *delisting*, qualora questa scelta sia individuata come la strategia che consenta di tutelare al meglio gli interessi dei quotisti. Soluzioni diverse potrebbero, poi, essere individuate e adottate in funzione della durata residua dei fondi.

5.7.2 Lo “Starting Period”. Per i fondi comuni di investimento immobiliare, si richiede di prevedere - per un periodo di tempo pari a 48 mesi a partire dall'avvio dell'operatività - l'esenzione dal rispetto di talune disposizioni quali, ad esempio, quelle relative alla diversificazione del rischio e alla composizione del portafoglio. Qualora tale richiesta non possa essere accolta, si richiede l'applicabilità dell'esenzione almeno ai fondi *retail*, ai fondi a sviluppo e a quelli che avviano l'operatività attraverso la sola raccolta di *equity*.

5.7.3 Il “Buy Back”. Per i fondi comuni di investimento immobiliare, sia *retail* sia riservati, si richiede di riconoscere la possibilità di utilizzare una parte del patrimonio (ad esempio in misura non superiore al 20% dello stesso), per effettuare operazioni di riacquisto delle proprie quote al verificarsi di determinate situazioni (ad esempio nelle ipotesi in cui il differenziale fra NAV e prezzo di borsa superi una soglia predeterminata). Tale operazione contribuirebbe a favorire il buon funzionamento del mercato secondario e, per tale via, ad evitare eccessive oscillazioni del valore di quotazione non connesse ad una variazione del NAV.

5.7.4 La revisione dell'istituto dell'assemblea dei partecipanti. In considerazione delle innumerevoli difficoltà, riscontrate dai fondi comuni di investimento immobiliare destinati al pubblico *retail*, nel coinvolgere attivamente i quotisti alle decisioni di *governance* dei fondi, al fine di agevolare la formazione della volontà e il processo decisionale, si ritiene opportuno operare una revisione e semplificazione della disciplina dell'assemblea dei partecipanti. Ferme restando, per i fondi immobiliari riservati, le attuali previsioni contenute nel decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (di seguito, anche, il TUF), per la categoria di fondi qui considerata, si ritiene, invece, necessario procedere ad una rivisitazione dell'istituto dell'assemblea prevedendo, in sostituzione, altre e diverse forme di coinvolgimento e interessamento dei quotisti alla vita del fondo, che potrebbero sostanziarsi nell'introduzione del:

- a) meccanismo della consultazione, al fine di favorire l'espressione della volontà dei partecipanti;
- b) meccanismo del silenzio assenso;
- c) ricorso a tecniche di espressione del voto a distanza.

5.7.5 L'Advisory Committee. I compiti e le funzioni dell'*Advisory Committee* nei fondi comuni di investimento immobiliare, nonché la previsione della sua costitu-

zione, sono attualmente rimessi all'autonomia regolamentare delle singole SGR. Al fine di legittimare e dare certezza giuridica al predetto organismo - ferma restando l'autonomia delle singole SGR di prevederne la costituzione all'interno del regolamento di gestione del fondo - si ritiene necessario introdurre una specifica disciplina per i compiti e le attribuzioni dell'*Advisory Committee*, da definirsi a livello regolamentare (regolamento del Mef/ Banca d'Italia). All'*Advisory Committee*, in particolare, andrebbe attribuito il potere di esprimere pareri vincolanti, per il compimento di operazioni in conflitto di interessi (operazioni di investimento o disinvestimento e altri atti), nonché in merito al *Business Plan* e alle sue successive modifiche di tipo sostanziale. Ulteriori attribuzioni dell'*Advisory Committee*, ed in particolare l'individuazione delle ipotesi in cui lo stesso sia chiamato ad esprimere pareri di natura consultiva, dovrebbero, poi, essere definite all'interno del regolamento di gestione del fondo.

5.7.6 Introdurre la possibilità di istituire fondi immobiliari *retail* in forma aperta. Il rilancio del mercato dei fondi comuni di investimento immobiliare, destinati al pubblico *retail*, non può prescindere dal considerare che la struttura chiusa, prevista dal nostro ordinamento, mal si adatti alle esigenze degli investitori *retail* ai quali, tipicamente, deve essere assicurata la possibilità di smobilizzare prontamente gli investimenti, senza incorrere in perdite consistenti. Per tale ragione, al fine di garantire una maggiore flessibilità nella gestione delle richieste di uscita, dovrebbe essere riconosciuta la possibilità di istituire fondi immobiliari in forma aperta, sebbene accompagnata, questa, dall'introduzione di appositi presidi che ne attenuino gli eventuali rischi in termini di stabilità patrimoniale e liquidità.

Sulla base di quanto appena evidenziato, si ritiene che il nuovo fondo immobiliare aperto debba caratterizzarsi almeno per i seguenti profili:

- **investimenti:** di natura prevalentemente immobiliare costituiti, in misura almeno pari al 51% del patrimonio, da beni immobili, diritti reali immobiliari (ivi inclusi quelli derivanti da contratti di *leasing* immobiliare con natura traslativa e da rapporti concessori), partecipazioni in società immobiliari e parti di altri OICR immobiliari, anche esteri. Dovrebbe, inoltre, essere riconosciuta la possibilità di effettuare investimenti sia direttamente sia indirettamente, per il tramite di SPVs;
- **liquidità minima:** attraverso la previsione di vincoli di *asset allocation*, che prevedano il mantenimento di un livello minimo di liquidità, pari, ad esempio, al 15%, da garantirsi almeno in corrispondenza delle finestre di rimborso;
- **leva finanziaria:** limitata al 35% del valore dei beni immobili;
- **modalità e tempi di rimborso:** stabiliti dal regolamento di gestione del fondo. In particolare, andrebbe innanzitutto previsto che il diritto al rim-

borso possa essere esercitato con frequenza almeno annuale e, in secondo luogo, dovrebbero essere individuate soluzioni operative al fine di far fronte, adeguatamente, a richieste di rimborso che eccedano il livello di liquidità esistente. Qualora si verifichi la predetta circostanza, è possibile ipotizzare che: a) il fondo sospenda i rimborsi e adotti la forma chiusa per un congruo periodo di tempo (ad esempio 2 anni), al fine di acquisire la liquidità necessaria. Nell'ipotesi in cui tale periodo di tempo non fosse sufficiente, occorrerebbe attuare un piano di liquidazione (ad esempio a 3 o 5 anni) e, contestualmente, presentare una richiesta di ammissione alle negoziazioni; b) le richieste di rimborso vengano soddisfatte *pro quota*, fino ad esaurimento delle disponibilità liquide.

- **valutazione dell'attivo:** effettuato, nel caso di beni non negoziati in mercati regolamentati, da parte degli esperti indipendenti;
- **classi di quote:** distinte in base all'entità della partecipazione del singolo quotista. Al fine di garantire la stabilità e la liquidità del fondo, le classi di quote dovrebbero differenziarsi a seconda che la partecipazione superi, o meno, una determinata percentuale del patrimonio del fondo, da definire all'interno del regolamento di gestione dello stesso. L'individuazione delle classi di quote, qui ipotizzata, permetterebbe di assoggettare la dismissione delle partecipazioni più consistenti al rispetto di determinati vincoli, quali, ad esempio: *lock-up periods*; obbligo di un preavviso minimo prima della dismissione, che consenta al fondo di dotarsi della liquidità necessaria per farvi fronte; divieto di dismettere, nella medesima finestra di rimborso, una partecipazione superiore alla percentuale di patrimonio individuata come discriminante delle classi di quote; *etc.*
- **conflitti di interessi:** da individuare e gestire all'interno di una specifica politica;
- **starting period:** pari a 48 mesi dall'avvio dell'operatività del fondo;
- **protezione dell'investitore:** attraverso la redazione e la messa a disposizione di un prospetto e di un KID (*Key Information Document*), al fine di rendere gli investitori edotti circa le specificità dell'investimento immobiliare e la possibilità che il diritto al rimborso possa essere sospeso al verificarsi di determinate situazioni.

5.8 Introdurre una disciplina degli OICR alternativi diversi dai fondi comuni di investimento: la SICAF. Al fine di consentire al mercato di rispondere alle molteplici esigenze di investimento, anche di lungo termine, dei potenziali investitori, si prevede di ampliare e completare la gamma delle tipologie di OICR riconosciute dal nostro ordinamento affiancando l'esistente veicolo di natura con-

trattuale con una struttura societaria a capitale fisso, per l'appunto la SICAF. Tale strumento permette di:

- (i) risolvere le difficoltà di applicazione delle normative di derivazione comunitaria, concepite esclusivamente per prodotti che rivestono la forma societaria, piuttosto che quella contrattuale di patrimonio autonomo e separato;
- (ii) superare i problemi legati alla *governance* dei fondi chiusi, grazie alla coincidenza tra investitori e azionisti.

La disciplina, da inserirsi all'interno del TUF, dovrebbe almeno prevedere che la SICAF:

- (i) si rivolga ad investitori sia istituzionali sia *retail*;
- (ii) faccia ricorso ad una SGR per la gestione del portafoglio;
- (iii) rimetta all'autonomia decisionale dei Consigli di amministrazione, l'eventuale decisione di richiedere l'ammissione delle azioni alla negoziazione;
- (iv) possa effettuare operazioni di *buy back*;
- (v) abbia un capitale minimo iniziale.

5.9 Coordinare le disposizioni di attuazione della direttiva AIFM con la disciplina fiscale vigente in materia di OICR. L'attuazione della direttiva AIFM richiede, sotto l'aspetto fiscale, una serie di interventi normativi. In particolare, si pone l'esigenza di introdurre:

- norme volte ad armonizzare il regime di tassazione degli OICR esteri il cui gestore sia soggetto a forme di vigilanza ai sensi della direttiva AIFM a quello degli omologhi prodotti di diritto italiano. Di conseguenza, dovrebbero essere apportate modifiche all'articolo 10-*ter* della legge 23 marzo 1983, n. 77, al fine di disciplinare il regime di tassazione dei proventi derivanti dalla partecipazione agli OICR esteri, diversi dai fondi immobiliari, il cui gestore sia soggetto alla direttiva AIFM, nonché all'articolo 7 del decreto legge 25 settembre 2001, n. 351, e all'articolo 8 del decreto legge 30 settembre 1983, n. 512, estendendo il regime di tassazione dei proventi derivanti dalla partecipazione a fondi immobiliari italiani agli omologhi prodotti di diritto estero;
- nuove disposizioni in materia di sostituto d'imposta al fine di consentire l'operatività transfrontaliera, in regime di libera prestazione dei servizi, dei GEFIA. Ciò richiede, nello specifico, una modifica all'articolo 10-*ter* della legge n. 77/83 (per individuare il sostituto d'imposta tenuto ad applicare la

ritenuta sui proventi derivanti dalla partecipazione ad un *OICR estero istituito o gestito da un GEFIA italiano*) e all'articolo 26-*quinquies* del d.P.R. 29 settembre 1973, n. 600 (al fine di individuare il sostituto d'imposta tenuto ad applicare la ritenuta sui proventi derivanti dalla partecipazione ad un OICR italiano istituito o gestito da un GEFIA estero);

- altre disposizioni di coordinamento. Più nel dettaglio, dovrebbe essere prevista la possibilità per le SGR italiane di compensare il risparmio d'imposta accumulato dagli OICVM italiani con le ritenute applicate sui proventi derivanti dalla partecipazione a tutti gli OICR esteri, diversi dai fondi immobiliari, il cui gestore sia soggetto alla direttiva AIFM. Inoltre, dovrebbe essere previsto il concorso alla formazione del risultato maturato della gestione ai sensi dell'articolo 7 del d.lgs. 21 novembre 1997, n. 461, dei redditi di capitale derivanti dalla partecipazione a fondi immobiliari italiani ed esteri.

6. IL DEPOSITARIO

La direttiva AIFM detta, all'articolo 21, un'articolata disciplina in tema di depositario che, in parte, coincide con quanto già previsto dalla direttiva UCITS e, in parte, si distanzia dalla stessa, introducendo disposizioni di carattere innovativo.

Anche la direttiva AIFM, in analogia con quanto disposto dalla direttiva UCITS, prevede che per ciascun FIA debba essere nominato un unico depositario e che l'incarico debba essere conferito mediante un contratto scritto teso a disciplinare, tra l'altro, i flussi informativi necessari a consentire al depositario stesso di adempiere le proprie funzioni.

1. Il contenuto minimo dell'accordo

L'articolo 83 del Regolamento definisce il contenuto minimo dell'accordo tra il depositario, da un lato, e il GEFIA o il FIA dall'altro. Rispetto ai requisiti definiti agli articoli da 30 a 37 della direttiva UCITS di livello 2, l'articolo 83, da un lato, contiene alcuni elementi aggiuntivi e, dall'altro, tenendo conto della diversità di attività in cui un FIA può investire rispetto ad uno UCITS, individua taluni elementi di specificità.

Tra gli elementi aggiuntivi rispetto al contenuto minimo di cui alla richiamata disciplina UCITS si segnalano: (i) l'indicazione che il contratto possa essere firmato dal FIA o dal GEFIA che agisce per conto del FIA o in alcune circostanze da entrambi (qualora si verifichi la fattispecie di una eterogestione); (ii) l'indicazione relativa alla facoltà, del depositario o del terzo cui sono delegate funzioni di custodia a norma dell'articolo 21, paragrafo 11, della direttiva AIFM, di riutilizzare le attività affidategli e delle eventuali condizioni cui tale riutilizzo è subordinato; (iii) le informazioni su tutti i conti in contanti aperti a nome del FIA o a nome del GEFIA che agisce per conto del FIA, nonché indicazioni in merito alle procedure volte ad assicurare che il depositario venga informato di ogni nuovo conto aperto a nome del FIA o del GEFIA che agisce per conto del FIA; (iv) particolari delle procedure di attivazione di livelli successivi di intervento predisposte dal depositario compresa l'indicazione delle persone, nel

FIA o nel GEFIA che il depositario è tenuto a contattare allorché avvii tale procedura; (v) l'impegno del depositario di informare il GEFIA quando constatata che, in una data giurisdizione, la separazione delle attività non è, o non è più, sufficiente a tutelare dall'insolvenza di un terzo cui sono state delegate le funzioni di custodia ai sensi dell'articolo 21, paragrafo 11, della direttiva AIFM.

Tra gli elementi di specificità, occorre segnalare: (i) per quanto concerne la cessazione dell'accordo, in aggiunta alla disciplina UCITS, si chiede di indicare anche le situazioni che potrebbero determinare la risoluzione del contratto e i dettagli concernenti la procedura di risoluzione. Tale previsione risulta diretta a prevenire il rischio che il GEFIA adotti decisioni di investimento indipendentemente dai rischi di custodia, in considerazione del fatto che il depositario è, in molti casi, responsabile (cfr. il *technical advice* dell'ESMA); (ii) la descrizione dei mezzi e delle procedure mediante i quali il GEFIA o il FIA trasmette tutte le informazioni pertinenti di cui necessita per l'esercizio delle sue funzioni ovvero provvedono a che il depositario vi abbia accesso, comprese le procedure che assicurino al depositario di ricevere informazioni da terze parti (ad esempio, *prime broker*) nominate dal FIA o dal GEFIA; (iii) la dichiarazione secondo cui ogni eventuale delega di funzioni di custodia lascia impregiudicata la responsabilità del depositario, a meno che questo non se ne sia esonerato in conformità dell'articolo 21, paragrafo 13 o 14 della direttiva AIFM.

La disciplina di dettaglio dispone altresì che, qualora non vi sia una specifica previsione nella normativa nazionale, non sussiste alcun obbligo di stipulare un contratto scritto per ogni FIA: tra GEFIA e depositario può, pertanto, essere stipulato un contratto quadro nel quale sono elencati i FIA gestiti dal GEFIA ai quali si applica.

A differenza della normativa UCITS, che prevede l'applicazione al contratto della normativa dello Stato membro d'origine dell'OICVM, il Regolamento attribuisce alle parti l'indicazione nel contratto della legge nazionale applicabile al contratto stesso, nonché ad ogni altro accordo successivo.

2. I soggetti ammissibili alla funzione di depositario

Sotto il profilo soggettivo, la direttiva AIFM elenca dettagliatamente le entità che possono ricoprire il ruolo di depositario. Nello specifico, salvo alcune eccezioni, la direttiva AIFM stabilisce, all'articolo 21, paragrafo 3, che il depositario può essere, alternativamente, un ente creditizio, un'impresa di investimento che abbia i requisiti definiti dalla stessa direttiva AIFM o altre categorie di enti soggetti a regolamentazione prudenziale e

a vigilanza continuativa che, alla data di entrata in vigore della direttiva AIFM, rientrino nelle tipologie di soggetti che possono svolgere il ruolo di depositario ai sensi della direttiva UCITS.

Per i FIA non UE, il depositario può anche essere un ente creditizio o qualsiasi altro soggetto che abbia la medesima natura di un ente creditizio o di un'impresa d'investimento con i requisiti richiesti dalla direttiva AIFM per svolgere il ruolo di depositario e che sia soggetto a regolamentazione prudenziale e a una vigilanza efficaci, che abbiano il medesimo effetto del diritto dell'Unione europea e che siano effettivamente applicate.

A tale ultimo riguardo l'articolo 84 del Regolamento detta i criteri in base ai quali debba valutarsi l'efficacia della regolamentazione e della vigilanza prudenziali applicabili al depositario di un paese terzo. In particolare si richiede che: (i) il depositario sia soggetto a un'autorizzazione e a una vigilanza costante da parte di un'autorità pubblica competente e disponga di adeguate risorse per lo svolgimento dei propri compiti; (ii) il diritto nazionale del paese terzo fissi criteri per ottenere l'autorizzazione come depositario che abbiano il medesimo effetto di quelli previsti per l'accesso all'attività da parte di un ente creditizio o di un'impresa di investimento all'interno dell'Unione europea; (iii) i requisiti patrimoniali imposti al depositario nel paese terzo abbiano il medesimo effetto di quelli applicabili nell'Unione, in funzione del fatto che il depositario abbia la stessa natura di un ente creditizio o di un'impresa d'investimento dell'Unione; (iv) le condizioni di esercizio applicabili al depositario nel paese terzo abbiano il medesimo effetto di quelli cui sono soggetti gli enti creditizi o le imprese di investimento all'interno dell'Unione, in funzione della natura del depositario; (v) gli obblighi che il diritto del paese terzo impone circa l'esercizio delle funzioni specifiche di depositario del FIA abbiano il medesimo effetto di quelli previsti nell'articolo 21, paragrafi da 7 a 15, della direttiva AIFM, nelle sue misure di attuazione e nella pertinente normativa nazionale; (vi) la normativa del paese terzo preveda l'applicazione di misure sufficientemente dissuasive in caso di violazione da parte del depositario di predetti obblighi e condizioni.

Particolare attenzione merita la disposizione di cui all'articolo 21, paragrafo 3, secondo la quale gli Stati membri possono consentire che le funzioni di depositario siano affidate a determinati soggetti, diversi da quelli sopra elencati. Nello specifico, detta possibilità è riferita esclusivamente ad alcune tipologie di FIA, vale a dire ai FIA che non prevedono la possibilità di esercitare i diritti di rimborso nel quinquennio successivo alla data degli investimenti iniziali e che, in base alla propria politica di investimento, non investono generalmente in attività che devono essere tenute in custodia in senso stretto, ovvero investono generalmente in emittenti o società non quotate allo scopo di acquisire potenzialmente il

controllo su tali società (ad esempio, fondi di *private equity* o *venture capital* e fondi immobiliari). Il soggetto che svolga le funzioni di depositario per i FIA che presentino le caratteristiche descritte può identificarsi con un soggetto che eserciti dette funzioni nel quadro di attività professionali o commerciali per le quali è soggetto all'obbligo di registrazione professionale riconosciuta per legge, a disposizioni legislative o regolamentari ovvero a norme deontologiche, e offra sufficienti garanzie finanziarie e professionali da consentirgli di svolgere dette funzioni in modo efficace, nonché di adempiere agli obblighi inerenti alle funzioni in questione (ad esempio, un notaio o un avvocato).

La direttiva AIFM, inoltre, definisce, all'articolo 21, paragrafo 5, lo Stato in cui deve essere stabilito il depositario, dettando una regolamentazione diversa in funzione del fatto che il FIA sia UE o non UE. In particolare, nel primo caso (FIA UE), il depositario deve essere stabilito nel medesimo Stato membro di origine del FIA; nel secondo caso (FIA non UE), il depositario può, alternativamente, essere stabilito nel paese terzo in cui è stabilito il FIA, ove ricorrano le condizioni definite nella medesima direttiva, nello Stato membro di origine del GEFIA del FIA o, se del caso, nello Stato membro di riferimento del GEFIA del FIA stesso.

3. Le funzioni di depositario

La direttiva AIFM individua lo specifico contenuto e le modalità di svolgimento delle principali funzioni del depositario.

3.1 Il monitoraggio del contante e dei flussi di cassa

La direttiva AIFM individua anzitutto, all'articolo 21, paragrafo 7, i compiti del depositario con riferimento ai flussi di cassa di pertinenza del FIA. Nello specifico, il depositario deve assicurare che detti flussi siano adeguatamente monitorati e, in particolare, che tutti i pagamenti effettuati dagli investitori, o per conto di questi, all'atto della sottoscrizione delle azioni o quote di un FIA, siano stati ricevuti e che tutti i contanti del FIA siano stati registrati in conti in contanti aperti a nome del FIA o a nome del GEFIA che opera per conto del FIA o in nome del depositario che opera per conto del FIA; detti conti devono essere aperti presso una banca centrale, un ente creditizio, una banca autorizzata in un paese terzo o presso altro soggetto, avente la stessa natura delle predette entità, nel pertinente mercato dove sono richiesti conti di denaro, purché ricorrano le specifiche condizioni indicate nella stessa direttiva 2006/73/CE all'articolo 16. Rispetto alla disciplina nazionale vigente, la direttiva AIFM consente dunque l'apertura di più conti correnti presso molteplici intermediari, anche diversi dal depositario.

L'articolo 21, paragrafo 7 prevede inoltre che, qualora i conti in contanti siano aperti a nome del depositario che opera per conto del FIA, i contanti del soggetto di cui al primo comma (ovvero banca centrale, ente creditizio e banca autorizzata in un paese terzo o altro soggetto avente la medesima natura) e i contanti propri del depositario non sono registrati in suddetti conti.

Al fine di assicurare che nessun conto di liquidità associato alle operazioni del fondo venga aperto senza che il depositario ne sia a conoscenza, il Regolamento individua le informazioni che devono essere fornite al depositario, al momento dell'assunzione delle funzioni e successivamente su base continuativa, perché possa essere in grado di svolgere i suoi obblighi. La norma di cui all'articolo 85 del Regolamento infatti dispone che il GEFIA debba informare il depositario: (a) all'atto della nomina, di tutti i preesistenti conti in contante aperti a nome del FIA o del GEFIA che opera per conto del FIA; (b) di qualsiasi nuovo conto in contante aperto a nome del FIA o del GEFIA che agisce per conto del FIA; (c) esaurientemente riguardo ai conti in contante aperti presso un soggetto terzo, direttamente da tali soggetti terzi.

Al fine di un corretto espletamento dell'attività di monitoraggio, il depositario, ai sensi dell'articolo 86 del Regolamento, deve almeno: (a) garantire che il contante del FIA sia registrato integralmente in conti aperti presso i soggetti di cui all'articolo 18, paragrafo 1, lettere a), b) e c), della direttiva 2006/73/CE, nei pertinenti mercati in cui sono richiesti conti in contante ai fini delle operazioni del FIA e che sono sottoposti ad una regolamentazione e ad una vigilanza prudenziali che hanno lo stesso effetto della normativa dell'Unione e che sono effettivamente applicate e conformi ai principi stabiliti all'articolo 16 della direttiva 2006/73/CE; (b) applicare procedure efficaci e adeguate al fine di riconciliare tutti i movimenti di cassa ed effettuare tali riconciliazioni su base giornaliera ovvero, in caso di movimentazioni poco frequenti, ogni qual volta le movimentazioni vengano effettuate; (c) applicare procedure appropriate atte ad individuare alla chiusura del giorno di mercato, i flussi di cassa significativi ed in particolare quelli potenzialmente non in linea con le operazioni del FIA; (d) riesaminare periodicamente l'adeguatezza di dette procedure, anche riesaminando, almeno una volta l'anno, l'intero processo di riconciliazione e provvedendo a che esso includa i conti in contante aperti a nome del FIA, del GEFIA che agisce per conto del FIA o in nome del depositario che opera per conto del FIA; (e) monitorare, in via continua, i risultati delle riconciliazioni e degli interventi attuati in risposta ad ogni discrepanza rilevata nella procedura di riconciliazione e informare il GEFIA qualora un'irregolarità non sia stata sanata senza indebito ritardo nonché le autorità competenti se la situazione non può essere chiarita e, se del caso, sanata; (f) verificare la coerenza delle proprie registrazioni delle posizioni

per cassa con quelle del GEFIA. A tal fine il GEFIA deve provvedere a che tutte le istruzioni e le informazioni relative a un conto in contante presso un terzo siano inviate al depositario, cosicché il depositario possa eseguire la propria procedura di riconciliazione.

Con riguardo alle operazioni di sottoscrizione, il Regolamento dispone, all'articolo 87, che il GEFIA è tenuto ad assicurare che il depositario ottenga le informazioni riguardanti i pagamenti effettuati dagli investitori, o per loro conto, all'atto della sottoscrizione di quote o azioni del FIA, alla chiusura di ciascun giorno d'attività, quando il GEFIA, il FIA o un soggetto che agisce per conto di esso, come un *agente di trasferimento*, riceve tali pagamenti o un ordine dall'investitore. Il GEFIA assicura che il depositario riceva tutte le informazioni rilevanti di cui ha bisogno al fine di assicurarsi che i pagamenti siano poi registrati in conti in contante aperti in nome del FIA o in nome del GEFIA che agisce per conto del FIA o in nome del depositario, ai sensi dell'articolo 21, paragrafo 7, della direttiva AIFM.

3.2 Le funzioni di custodia

La direttiva AIFM disciplina dettagliatamente, altresì, le funzioni di custodia del depositario con riferimento alle attività di pertinenza del FIA o, se del caso, del GEFIA che agisce per conto del FIA; dette funzioni sono le uniche che il depositario può delegare a terzi, alle condizioni stabilite dalla medesima direttiva.

Innanzitutto la direttiva AIFM individua il contenuto delle funzioni di custodia distinguendo tra attività che possono essere tenute in custodia dal depositario (ad esempio, gli strumenti finanziari che possono essere registrati in appositi conti titoli) e altre attività (ad esempio, i beni immobili) per le quali non è possibile la custodia in senso stretto (bensì una verifica della proprietà). Questa distinzione è fondamentale, tenuto conto che solo sulle attività tenute in custodia insiste il regime di responsabilità.

Le attività appartenenti ad entrambe le tipologie descritte non possono essere riutilizzate dal depositario senza il preventivo consenso del FIA o, se del caso, del GEFIA che agisce per conto del FIA.

3.2.1 Le attività in custodia

Appartengono alla prima categoria tutti gli strumenti finanziari che possono essere registrati in appositi conti di strumenti finanziari aperti nei registri del depositario, nonché tutti gli strumenti finanziari che possono essere fisicamente consegnati al depositario stesso.

Il Regolamento, all'articolo 88, definisce, più nel dettaglio, gli strumenti finanziari che ricadono nell'attività di custodia: al di là di quelli di proprietà del FIA o del GEFIA che agisce per conto del FIA, che possono essere

fisicamente consegnati al depositario, l'oggetto della custodia comprende altresì strumenti finanziari che, pur non potendo essere consegnati fisicamente al depositario, soddisfino i seguenti requisiti: (a) siano valori mobiliari, compresi quelli che incorporano derivati richiamati all'articolo 51, paragrafo 3, ultimo comma, della direttiva UCITS e all'articolo 10 della direttiva 2007/16/EC, strumenti del mercato monetario o quote di organismi di investimento collettivo; (b) siano idonei ad essere registrati o tenuti in un conto, direttamente o indirettamente, a nome del depositario.

In altri termini rientrano nell'oggetto di custodia tutti gli strumenti finanziari per i quali il FIA è inabilitato ad esercitare i diritti connessi senza l'assistenza del depositario (es. effettuare un trasferimento di un titolo ad una controparte, se il trasferimento è effettuato attraverso un sistema di regolamento o altrimenti su base bilaterale) (cfr. *Impact Assessment* della Commissione europea che accompagna il Regolamento di attuazione della direttiva AIFM).

A contrario, così come si evince, tra l'altro, dal secondo paragrafo dell'articolo 88 del Regolamento, nonché dall'*Impact Assessment*, non possono essere oggetto di custodia gli strumenti finanziari che, conformemente alla legislazione nazionale applicabile, sono direttamente registrati soltanto a nome del FIA presso l'emittente o un suo agente, quale il conservatore o l'agente di trasferimento.

Gli strumenti finanziari che possono essere registrati in conti titoli aperti presso i registri del depositario, devono essere registrati in conti titoli separati, aperti nei registri del depositario a nome del FIA o del GEFIA che agisce per conto del FIA, in modo tale che le attività in questione possano essere in ogni momento identificate come appartenenti al FIA stesso.

Il Regolamento detta poi, all'articolo 89, un elenco minimo di obblighi di condotta del depositario con riguardo alle attività tenute in custodia. In particolare il depositario deve: (a) assicurare che gli strumenti finanziari siano debitamente registrati ai sensi dell'articolo 21, paragrafo 8, lettera a), punto ii) della direttiva AIFM; (b) conservare le registrazioni e mantenere i conti separati, secondo modalità che ne garantiscano l'esattezza e in particolare la corrispondenza con gli strumenti finanziari e il contante detenuti per conto dei FIA; (c) condurre le riconciliazioni su base regolare tra i conti e i registri interni del depositario e quelli del terzo cui la custodia è stata delegata ai sensi dell'articolo 21, paragrafo 11, della direttiva AIFM; (d) esercitare la "dovuta cura" per gli strumenti finanziari tenuti in custodia al fine di assicurare un elevato livello di protezione per gli investitori; (e) valutare e monitorare tutti i rischi rilevanti lungo tutta la catena di custodia e informare il GEFIA di ogni eventuale rischio significativo identificato; (f) introdurre idonee modalità organizzative al

fine di minimizzare il rischio di perdita o di diminuzione degli strumenti finanziari o dei diritti connessi, in seguito a frode, cattiva gestione, errori di registrazione o negligenza; (g) verificare il diritto di proprietà, sulle attività in questione, del FIA o del GEFIA che agisce per conto del FIA. Con riferimento all'obbligazione di cui alla lettera d) il *technical advice* dell'ESMA chiarisce il significato da attribuire all'espressione "dovuta cura". In particolare l'ESMA ritiene che tale obbligazione richieda al depositario, tra l'altro, di (i) conoscere quali soggetti intervengono lungo la catena di custodia; (ii) comprendere tutti i rischi pertinenti ad ogni livello della catena; (iii) assicurare che le obbligazioni di diligenza e di segregazione siano imposte lungo tutta la catena, da un delegato all'altro, a livello contrattuale; (iv) assicurare che questi abbia un appropriato diritto di accesso ai libri e alle registrazioni del subdelegato e di qualsiasi suo delegato e faccia relazioni e renda tali documenti disponibili al GEFIA.

Laddove il depositario abbia delegato le sue funzioni di custodia ad un terzo, secondo quanto disciplinato all'articolo 21, paragrafo 11, della direttiva AIFM, dovrà assicurarsi che il terzo si conformi ai medesimi obblighi sopra elencati per il depositario e agli obblighi di separazione di cui all'articolo 99 del Regolamento; il depositario adempie le funzioni di custodia di cui ai paragrafi 1 e 2 dell'articolo 89 considerando le attività sottostanti detenute da strutture finanziarie e/o giuridiche controllate direttamente o indirettamente dal FIA o dal GEFIA che agisce per conto del FIA. Sono esentati dal conformarsi agli obblighi di cui al primo comma dell'articolo 89, i fondi di fondi e le strutture *master-feeder*, laddove i fondi sottostanti abbiano un depositario cui è affidata la custodia delle attività.

3.2.2 Le attività non in custodia

Con riferimento alla seconda tipologia di attività, vale a dire quelle che non possono essere custodite in senso stretto, gli obblighi di custodia del depositario si traducono nella verifica della titolarità del diritto di proprietà avente ad oggetto le attività del FIA o del GEFIA che agisce per conto del FIA e nella conservazione di un registro relativo a tali attività. La predetta verifica deve essere eseguita sulla base delle informazioni o dei documenti forniti dal FIA o dal GEFIA e, ove disponibili, sulla base di accertamenti esterni; le registrazioni devono essere tenute aggiornate.

Al fine di conformarsi a tali doveri, il Regolamento, prevede, all'articolo 90, innanzitutto, che il depositario: (a) abbia accesso, senza indebito ritardo, a tutte le informazioni pertinenti di cui necessita al fine di rispettare i propri obblighi di verifica della proprietà e di registrazione, incluse le informazioni pertinenti che devono essere fornite al depositario da terzi; (b) disponga di informazioni sufficienti e affidabili, in base alle quali possa avere certezza del diritto di proprietà del FIA o del GEFIA che agisce per conto del FIA; (c) mantenga un registro delle attività per le quali abbia già verificato la proprie-

tà del FIA o del GEFIA che agisce per conto del FIA. A tale ultimo proposito, il Regolamento prevede in particolare che il depositario: (i) registri a nome del FIA, le attività, inclusi il rispettivo importo nozionale, per i quali è appurata la proprietà del FIA o del GEFIA, che opera per conto del FIA; (ii) sia in grado di fornire, in ogni momento, un inventario delle attività completo e aggiornato, che includa il rispettivo importo nozionale. Al fine di assolvere adeguatamente tale ultimo dovere, spetta al depositario assicurare che vengano predisposte delle procedure tali che le attività registrate non possono essere assegnate, cedute, scambiate o consegnate senza che il depositario o un suo delegato sia stato informato di queste operazioni; il depositario ha inoltre accesso, senza indebito ritardo, alle prove documentali fornite dal pertinente terzo di ciascuna operazione. Il GEFIA deve assicurare che il pertinente terzo fornisca al depositario, senza indebito ritardo, i certificati o altre evidenze documentali, ogniquale volta vi sia una vendita o un'acquisizione di attività, ovvero in occasione di operazioni sul capitale che determinino l'emissione di strumenti finanziari detenuti e, comunque, almeno una volta l'anno.

In ogni caso, il depositario deve assicurare che il GEFIA predisponga e applichi procedure adeguate a verificare che le attività acquisite dal FIA che gestisce siano registrate in modo appropriato a nome del FIA o del GEFIA che agisce per conto del FIA e deve controllare che ci sia corrispondenza tra le posizioni riportate nei registri del GEFIA e le attività per le quali il depositario abbia accertato la proprietà del FIA o del GEFIA che agisce per conto del FIA. Dal suo canto il GEFIA provvede a che il depositario riceva tutte le istruzioni e le pertinenti informazioni relative alle attività del FIA, cosicché lo stesso sia in grado di eseguire la propria procedura di verifica o riconciliazione.

Qualora venga rilevata un'anomalia, spetta al depositario individuare e mettere a punto una procedura di attivazione di livelli successivi di intervento inclusa la notifica al GEFIA e, qualora la situazione non può essere chiarita e/o, se del caso, sanata, alle autorità competenti. Il depositario adempie le funzioni di custodia descritte considerando le attività sottostanti detenute da strutture finanziarie e/o giuridiche costituite dal FIA o dal GEFIA che agisce per conto del FIA, al fine di investire nelle attività sottostanti, che sono controllate direttamente o indirettamente dal FIA o dal GEFIA che agisce per conto del FIA. Analogamente alla funzione di custodia di strumenti finanziari, sono esentati dal conformarsi agli obblighi elencati nella norma, i fondi di fondi e le strutture *master-feeder*, laddove i fondi sottostanti abbiano un depositario che svolga funzioni di verifica della proprietà delle attività e di registrazione.

3.3 Gli obblighi di informativa dell'intermediario principale

Qualora sia stato nominato un intermediario principale, il GEFIA, ai sensi dell'articolo 91 del Regolamento, deve assicurare che, a decorrere dalla data della nomina, sia in vigore un accordo in virtù del quale l'interme-

diario principale è tenuto a mettere a disposizione del depositario una dichiarazione, su supporto durevole, che contenga le seguenti informazioni: (a) ad ogni chiusura di giornata lavorativa (i) il valore totale delle attività detenute dall'intermediario principale per conto del FIA, qualora all'intermediario principale siano state delegate le funzioni di custodia ai sensi dell'articolo 21, paragrafo 11, della direttiva AIFM; (ii) il valore delle altre attività di cui all'articolo 21, paragrafo 8, della direttiva AIFM detenute quale garanzia reale dall'intermediario principale per le operazioni garantite realizzate in virtù di un accordo di intermediazione principale; (iii) il valore delle attività per le quali l'intermediario principale ha esercitato un diritto di utilizzo; (iv) un elenco di tutti gli enti presso i quali l'intermediario principale detiene o può detenere liquidità del FIA in un conto aperto a nome del FIA o del GEFIA che agisce per conto del FIA, a norma dell'articolo 21, paragrafo 7, della direttiva AIFM; (b) altri particolari necessari affinché il depositario del FIA possa disporre di informazioni attendibili e aggiornate circa il valore delle attività la cui custodia è stata delegata ai sensi dell'articolo 21, paragrafo 11 della direttiva AIFM.

3.4 Le ulteriori funzioni

In aggiunta ai compiti descritti con riguardo ai flussi di denaro e alla custodia, il depositario deve poi assolvere le medesime funzioni previste dalla direttiva UCITS e già presenti nell'ordinamento nazionale.

Nel porre una disciplina di dettaglio per i doveri comuni a quelli già disciplinati dalla normativa UCITS e presenti anche a livello nazionale, il Regolamento prevede, all'articolo 92, che il depositario, al momento della nomina, debba valutare i rischi insiti nella natura, scala e complessità della strategia del FIA e dell'organizzazione del GEFIA, al fine di definire le procedure di sorveglianza adeguate al FIA e alle attività in cui investe, che sono poi attuate e applicate. Tali procedure sono aggiornate a cadenza periodica.

3.4.1 Le funzioni di sorveglianza

Il depositario deve eseguire controlli *ex-post* e verifiche sui processi e sulle procedure che sono di competenza del GEFIA, del FIA o del terzo nominato. Il depositario è tenuto, in tutte le circostanze, ad assicurare che sia in vigore un'adeguata procedura di verifica e riconciliazione e che venga attuata, applicata e riesaminata frequentemente. Il GEFIA deve assicurare che tutte le istruzioni relative alle attività e alle operazioni del FIA siano inviate al depositario, così che il depositario sia in grado di eseguire la propria procedura di verifica o riconciliazione.

Il depositario è tenuto poi a stabilire una chiara e comprensibile procedura di attivazione dei livelli successivi di intervento per affrontare le situazioni in cui, nell'esercizio delle funzioni di sorveglianza, vengano ri-

scontrate delle irregolarità, le cui modalità particolareggiate siano messe a disposizione delle autorità competenti del GEFIA dietro richiesta.

Il GEFIA trasmette al depositario, al momento dell'assunzione delle funzioni e successivamente su base continuativa, tutte le informazioni pertinenti di cui quest'ultimo necessita per assolvere gli obblighi a norma dell'articolo 21, paragrafo 9, della direttiva AIFM, comprese le informazioni che deve ricevere da terzi. Il GEFIA assicura in particolare che il depositario, per accertarsi dell'adeguatezza e della pertinenza delle procedure predisposte, abbia la possibilità di avere accesso ai libri contabili e di effettuare visite sul posto, nei locali del GEFIA e in quelli dei prestatori di servizi nominati dal FIA o dal GEFIA, quali amministratori o valutatori esterni, e/o possa controllare, le relazioni e i documenti inerenti a certificazioni esterne riconosciute, effettuate da revisori indipendenti qualificati o da altri esperti.

3.4.2 Le funzioni relative alle operazioni di sottoscrizione e rimborso

Al fine di conformarsi al dovere di accertare la legittimità delle operazioni di sottoscrizione e rimborso, il Regolamento, all'articolo 93, richiede che il depositario assicuri che il FIA, il GEFIA o altra entità designata, abbiano predisposto, attuato, applicato una procedura adeguata e uniforme al fine di: (a) effettuare la riconciliazione tra gli ordini di sottoscrizione e i proventi da sottoscrizione e tra il numero di quote o azioni emesse e i proventi da sottoscrizione ricevuti dal FIA; (b) effettuare la riconciliazione tra gli ordini di rimborso e i rimborsi pagati e tra il numero di quote o azioni annullate e i rimborsi pagati dal FIA; (c) verificare periodicamente l'adeguatezza della procedura di riconciliazione. Al fine di conformarsi ai punti (a), (b) e (c) il depositario deve verificare, in particolare, periodicamente la coerenza tra il numero totale delle quote o azioni nei conti del FIA e il numero totale di quote o azioni che appaiono nei registri del FIA.

Il depositario deve assicurare e verificare periodicamente che le procedure riguardanti la vendita, l'emissione, il riacquisto, il rimborso e l'annullamento di quote o azioni del FIA siano conformi alla normativa nazionale applicabile, nonché al regolamento e ai documenti costitutivi del FIA, e appurare che tali procedure siano effettivamente implementate. La frequenza delle verifiche effettuate dal depositario deve essere in linea con la frequenza delle sottoscrizioni e dei rimborsi.

3.4.3 Le funzioni relative alla valutazione delle quote/azioni

Per quanto concerne il dovere di controllare la correttezza del calcolo del valore delle quote o delle azioni del FIA, il Regolamento, all'articolo 94, prevede che il depositario verifichi, in modo continuo, in primo luogo se siano state predisposte e applicate delle procedure adeguate e uniformi per la valutazione delle attività del FIA, in conformità all'articolo 19 della

direttiva AIFM e alle sue misure di attuazione, nonché al regolamento e ai documenti costitutivi del FIA; in secondo luogo, che le politiche e le procedure di valutazione siano effettivamente attuate e periodicamente riesaminate.

Le procedure del depositario devono essere condotte con la medesima frequenza delle politiche di valutazione del FIA ai sensi dell'articolo 19 della direttiva AIFM e delle misure di attuazione. Qualora il depositario rilevi che il calcolo del valore delle azioni o quote del FIA non sia stato calcolato a norma del diritto applicabile o del regolamento del FIA, ovvero dell'articolo 19 della direttiva AIFM, dovrà informare il GEFIA e/o il FIA e accertarsi che siano adottate tempestivamente misure correttive nel miglior interesse degli investitori del FIA. Se è stato nominato un valutatore esterno il depositario deve verificare che la nomina sia stata fatta in conformità all'articolo 19 della direttiva AIFM e alle sue misure di attuazione.

3.4.4 Le funzioni relative all'esecuzione delle istruzioni del GEFIA

Per quanto attiene ai doveri concernenti l'esecuzione delle istruzioni del GEFIA, si prevede, all'articolo 95 del Regolamento, che il depositario deve, in particolare: i) predisporre e attuare procedure adeguate per verificare che il FIA ed il GEFIA si conformino alla legislazione e regolamentazione applicabile nonché al regolamento e ai documenti costitutivi del FIA; ii) controllare che il FIA si conformi alle restrizioni all'investimento e ai limiti della leva finanziari fissati nella documentazione promozionale. Tali procedure devono essere appropriate alla natura, scala e complessità del FIA; iii) predisporre e attuare una procedura di attivazione dei livelli successivi di intervento, nel caso in cui il FIA abbia violato uno dei limiti e delle restrizioni dei punti i) e ii).

3.4.5 Le funzioni relative al regolamento tempestivo delle operazioni

Al fine di conformarsi alla funzione di cui alla lettera d), articolo 21, paragrafo 9, della direttiva AIFM relativa all'onere del depositario di accertare che nelle operazioni che coinvolgono le attività del FIA il controvalore gli sia rimesso nei termini d'uso, il Regolamento, all'articolo 96, prevede che il depositario debba anzitutto (i) predisporre una procedura diretta ad individuare quelle situazioni in cui il controvalore collegato ad operazioni che coinvolgono le attività del FIA, o del GEFIA che agisce per conto del FIA, non è rimesso al FIA nei termini d'uso, (ii) informare il GEFIA e, laddove la situazione non è sanata, ove possibile, (iii) richiedere la restituzione degli strumenti finanziari alla controparte. Inoltre, laddove le operazioni non si siano svolte su un mercato regolamentato, i termini d'uso devono essere valutati tenuto conto delle condizioni che corredano le operazioni (es. contratti di derivati OTC o investimenti in patrimoni immobiliari o in società non quotate).

3.4.6 Le funzioni relative alla distribuzione dei redditi del FIA

Quanto invece alla distribuzione dei redditi del FIA, il Regolamento, all'articolo 97, precisa che il depositario deve, anzitutto, accertare che, una volta dichiarato dal GEFIA, il reddito netto riceva una destinazione conforme al regolamento e ai documenti costitutivi del FIA e alla legislazione nazionale applicabile; in secondo luogo deve assicurare che vengano adottate appropriate misure allorché i revisori del FIA abbiano espresso delle riserve sul bilancio d'esercizio. A tal proposito si prevede che il FIA, o il GEFIA che agisce per conto del FIA, devono fornire al depositario ogni informazione sulle riserve espresse. Ancora, si prevede che il depositario debba controllare la completezza e l'accuratezza dei pagamenti di dividendi, una volta dichiarati dal GEFIA ed eventualmente della commissione di gestione. Laddove un depositario ritiene che il calcolo del reddito non sia stato fatto in conformità al diritto applicabile o ai documenti costitutivi del FIA, deve avvertire il GEFIA e/o il FIA e assicurare che vengano adottate, in maniera tempestiva, misure correttive, nel miglior interesse degli investitori del FIA.

4. Il subdeposito dei beni del FIA

Per quanto concerne le condizioni per la subdelega, rispetto alla disciplina definita dalla UCITS, la direttiva AIFM, all'articolo 21, paragrafo 11, introduce nuove prescrizioni: (i) l'esistenza di un motivo oggettivo per la subdelega; (ii) un'adeguata cura, diligenza e competenza nella selezione e nella nomina del subdepositario, un costante monitoraggio e una verifica continua dell'attività del subdepositario da parte del depositario; (iii) la necessità di strutture e competenze del subdepositario adeguate e proporzionate alla natura e alla complessità del patrimonio del FIA o del GEFIA che agisce per conto del FIA che esso custodisce.

4.1 La diligenza dovuta

In ordine a tali profili, il Regolamento, all'articolo 98, delinea una disciplina maggiormente dettagliata, in particolare, laddove si opera il riferimento ad un'adeguata e appropriata attività di diligenza dovuta, che il depositario deve effettuare nella selezione e nel costante monitoraggio del delegato. Tale procedura deve essere riesaminata periodicamente, almeno una volta l'anno e resa disponibile, dietro richiesta, alle autorità competenti.

In particolare, nella selezione e nella nomina del delegato, il depositario esercita tutta la competenza, la cura, la diligenza dovute al fine di assicurare che l'affidamento al terzo offra un livello adeguato di tutela degli strumenti finanziari. Il depositario provvede almeno a: (i) valutare

il quadro regolamentare e giuridico, incluso il rischio paese, il rischio di custodia e l'esecutività dei contratti del terzo, al fine di permettere al depositario di determinare le potenziali ripercussioni dell'insolvenza del terzo sulle attività e sui diritti del FIA. In particolare, se il depositario accerta che la separazione delle attività non è sufficiente a tutelare dall'insolvenza in base alla legge del paese in cui il terzo è localizzato, deve informare immediatamente il GEFIA; (ii) valutare che le procedure, le pratiche e i controlli interni del terzo siano adeguati ad assicurare che gli strumenti finanziari del FIA o del GEFIA che agisce per conto del FIA siano soggetti ad un elevato livello di cura e protezione; (iii) valutare se la solidità finanziaria e la reputazione del terzo siano consone alle funzioni delegate, sulla base delle informazioni fornite dal potenziale terzo ovvero sulla base di altri dati e informazioni, laddove disponibili; (iv) accertare che il terzo abbia le capacità operative e tecnologiche per esercitare le funzioni di custodia a lui delegate con un soddisfacente livello di protezione e sicurezza.

Al depositario spetta altresì riesaminare periodicamente e monitorare costantemente il delegato, così da garantire che il terzo subdepositario continui a soddisfare i criteri stabiliti nel paragrafo 1 dell'articolo 98 del Regolamento e le condizioni previste nell'articolo 21, paragrafo 11, lettera d), della direttiva 2011/61/UE. A tal fine il depositario provvede almeno a: i) monitorare le prestazioni del terzo e la relativa conformità ai criteri stabiliti dal depositario stesso; ii) assicurare un elevato *livello* di attenzione, prudenza e diligenza nell'esercizio dei compiti di custodia ed in particolare che lo stesso mantenga separati efficacemente gli strumenti finanziari, in conformità a quanto previsto dal Regolamento all'articolo 99; (iii) riesaminare i rischi di custodia insiti nella decisione di affidare le attività al terzo e comunicare senza indebito ritardo qualsiasi loro variazione al FIA o al GEFIA. Tale valutazione deve basarsi sulle informazioni ricevute dal soggetto terzo o su altri dati ed altre informazioni, ove disponibili. In situazioni di turbolenze sui mercati, ovvero nel caso in cui vengano identificati dei rischi, la frequenza e l'ampiezza del riesame aumentano. Inoltre il depositario è tenuto ad informare immediatamente il GEFIA nel caso in cui abbia notizia che la separazione delle attività non è più sufficiente ad assicurare la protezione degli investitori dall'insolvenza, tenuto conto della legislazione del paese dove è ubicato il subdepositario.

Gli obblighi del subdepositario si applicano *mutatis mutandis* nel caso in cui lo stesso abbia, a sua volta, delegato le proprie funzioni a un altro soggetto.

Il depositario deve inoltre monitorare sul rispetto dell'articolo 21, paragrafo 4 della direttiva AIFM (in materia di conflitti di interesse).

Il depositario deve predisporre anche dei piani di emergenza per ciascun

mercato in cui affida ad un subdepositario l'esercizio delle funzioni di custodia, in virtù dell'articolo 21, paragrafo 11 della direttiva AIFM. Il piano include l'indicazione dell'eventuale prestatore alternativo. Il depositario è tenuto, inoltre, ad adottare misure, inclusa la risoluzione del contratto, che si pongano nel miglior interesse del FIA e degli investitori, qualora il terzo delegato non si mostri più conforme ai requisiti richiesti.

4.2 La separazione patrimoniale

Ulteriore profilo disciplinato dalla direttiva AIFM concerne l'obbligo di separazione patrimoniale che incombe sul subdepositario.

Trattasi di obbligo che concerne sia gli strumenti finanziari oggetto di custodia sia le attività non in custodia.

In particolare, in base a quanto previsto dall'articolo 21, paragrafo 11, lettera *d*) della direttiva AIFM, il terzo deve tenere separate le attività dei clienti del depositario dalle proprie e da quelle del depositario, in modo che possano in qualsiasi momento essere chiaramente identificate come appartenenti ai clienti di un dato depositario. A tal riguardo, nel Regolamento, all'articolo 99, si esplicita che incombe sul depositario l'onere di accertare che il subdepositario agisca nel rispetto del principio della separazione, verificando che lo stesso: (a) tenga i registri e i conti che sono necessari per distinguere immediatamente e in ogni momento le attività dei clienti FIA del depositario dalle proprie, dalle attività degli altri clienti, dalle attività detenute dal depositario per proprio conto nonché dalle attività detenute per i clienti del depositario che non sono FIA; (b) tenga i registri e i conti che ne garantiscono l'esattezza, in particolare, la corrispondenza con le attività custodite per conto dei clienti del depositario; (c) effettui, su base regolare, riconciliazioni tra i suoi conti e registri interni e quelli del terzo subdepositario; (d) introduca adeguate modalità organizzative al fine di minimizzare il rischio di perdita o di diminuzione di strumenti finanziari o dei diritti ad essi legati, come risultato di un abuso degli stessi, di frode e cattiva gestione, errori contabili o negligenza; (e) qualora il terzo sia un ente di cui alle lettere a), b), e c) dell'articolo 18, paragrafo 1, della direttiva 2006/73/CE, ovvero una banca centrale, un ente creditizio autorizzato conformemente alla direttiva 2010/12/UE, o una banca autorizzata in un paese terzo che sia soggetta a regolamentazione e vigilanza prudenziali efficaci e aventi pari effetto della legislazione europea e che siano effettivamente applicate, adotti le misure necessarie al fine di assicurare che il contante del FIA sia tenuto su uno o più conti in conformità all'articolo 21, paragrafo 7, della direttiva AIFM.

Il depositario, nell'attività di monitoraggio dell'adempimento degli obblighi di separazione da parte del terzo, deve assicurare altresì che gli strumenti finanziari appartenenti ai clienti siano protetti dal rischio di insolvenza del terzo. Se, in forza della normativa applicabile, fra cui, in particolare, la nor-

mativa in materia di fallimento o di proprietà, gli obblighi elencati al paragrafo 1 dell'articolo 99, non sono sufficienti a conseguire detto obiettivo, il depositario deve valutare quali disposizioni supplementari adottare al fine di minimizzare il rischio di perdita e mantenere un livello di tutela adeguato.

Quanto previsto si applica, *mutatis mutandis*, anche qualora il subdepositario abbia delegato totalmente o in parte le funzioni di custodia a un altro subdepositario.

5. La responsabilità del depositario

Ulteriore profilo disciplinato dalla direttiva AIFM è quello della responsabilità del depositario. Al riguardo, la direttiva fissa, all'articolo 21, paragrafo 10, anzitutto il principio generale secondo cui il depositario e il GEFIA devono, ciascuno nell'ambito del rispettivo ruolo, agire in modo onesto, equo, professionale, indipendente e nell'interesse del FIA e dei relativi investitori; tale principio corrisponde sostanzialmente a quanto previsto dall'articolo 36, comma 4, del TUF.

La direttiva distingue poi la responsabilità del depositario derivante da perdita delle attività custodite in senso stretto dalla responsabilità del medesimo per inadempimento dei propri obblighi.

5.1 La perdita di strumenti finanziari

La responsabilità derivante da perdita delle attività costituisce una novità rispetto alla direttiva UCITS e alla legislazione nazionale vigente.

Nello specifico, ai sensi dell'articolo 21, paragrafo 12 della direttiva AIFM, il depositario è responsabile nei confronti del FIA o dei relativi investitori, della perdita, da parte del depositario stesso o da parte di un terzo delegato, degli strumenti finanziari custoditi in senso stretto ed è tenuto a restituire senza indebito indugio uno strumento finanziario di tipo identico o di importo corrispondente al FIA o al GEFIA che agisce per conto del FIA, salvo che dimostri che la perdita è imputabile a un evento esterno al di fuori del suo ragionevole controllo, le cui conseguenze sarebbero state inevitabili nonostante ogni ragionevole sforzo per evitarle.

Il Regolamento, agli articoli da 100 a 102, fornisce un'uniforme interpretazione dell'articolo 21, paragrafo 12.

Innanzitutto chiarisce che può dirsi che si sia verificata una "perdita" qualora: (i) sia dimostrato che un diritto di proprietà non è valido poiché ha cessato di esistere ovvero non è mai esistito; (ii) il FIA sia stato *definitivamente*

privato del suo diritto di proprietà sullo strumento finanziario; (iii) il FIA sia inabilitato “in via definitiva” a disporre direttamente o indirettamente degli strumenti finanziari.

Il primo caso è diretto a ricomprendere tutte quelle ipotesi in cui la perdita di uno strumento finanziario sia dipesa da condotte fraudolenti, ad esempio qualora il FIA abbia registrato la proprietà di uno strumento finanziario nei propri conti sulla base di una falsa documentazione.

Per quanto concerne le altre due ipotesi, deve essere presa in considerazione la durata temporale della situazione. Ed infatti non può parlarsi di perdita di uno strumento finanziario allorché il FIA sia stato privato del diritto di proprietà solo temporaneamente. Ancora, qualsiasi intenzionale cessione del diritto di proprietà dal FIA o dal GEFIA che agisce per il FIA a un terzo (es. *prime broker*) non deve essere considerata come perdita.

All'accertamento, da parte del GEFIA, della perdita di strumenti finanziari, deve seguire una procedura documentata messa prontamente a disposizione delle autorità competenti. Una volta che la perdita sia stata appurata, deve essere notificata immediatamente agli investitori su supporto durevole. Non si può parlare di perdita di strumenti finanziari qualora un FIA sia stato definitivamente privato del suo diritto di proprietà con riguardo a un particolare strumento finanziario, ma questo strumento è stato sostituito o convertito in un altro o in altri strumenti finanziari.

Il Regolamento affronta inoltre lo specifico caso della perdita dovuta all'insolvenza di un subdepositario. In tal caso il GEFIA appura la perdita dello strumento finanziario custodito non appena si verifica in modo incontrovertibile una delle circostanze previste al paragrafo 1 dell'articolo 100.

Il depositario e il GEFIA devono monitorare i procedimenti di insolvenza per determinare se tutti o alcuni degli strumenti finanziari affidati al terzo delegato siano effettivamente perduti. Si può parlare, ancora, di perdita di uno strumento finanziario qualora essa sia dipesa da frode, negligenza o altra condotta intenzionale o volontaria.

Il Regolamento, all'articolo 101, definisce i casi in cui il depositario non possa ritenersi responsabile della perdita degli strumenti finanziari detenuti in custodia. In particolare occorre che: (a) l'evento che ha determinato la perdita non sia stato il risultato di un'azione o di un'omissione del depositario o del terzo delegato; (b) nonostante l'adozione di ogni tipo di precauzione del depositario diligente, risultanti dalla pratica comune nel settore, non sarebbe stato ragionevolmente in grado di impedire il verificarsi dell'evento che ha determinato la perdita; (c) pur esercitando una rigorosa e completa diligenza dovuta, il depositario non sarebbe stato in grado di impedire la perdita. Le

fattispecie di cui alle lettere a) e b) possono dirsi soddisfatte qualora (a) si verifichi un evento naturale sottratto al controllo o all'influenza dell'uomo; (b) vengano adottati leggi, decreti, regolamenti, decisioni o ordinanze da parte di un'amministrazione statale o di un ente pubblico, compresi gli organi giudiziari che si ripercuotano sugli strumenti finanziari detenuti in custodia; (c) si verifichino guerre sommosse o altri disordini di rilievo. Si chiarisce che un errore contabile, una disfunzione operativa, una frode, un inadempimento negli obblighi di separazione a livello del depositario o del terzo delegato non possano ritenersi eventi tali da escludere la responsabilità.

Perché possa dirsi perfezionata la diligenza dovuta di cui alla lett. c) e quindi il depositario possa ritenersi esonerato da responsabilità occorre che il depositario o il terzo delegato abbiano posto in essere tutte le seguenti azioni: (i) predisposto, attuato, applicato e mantenuto strutture e procedure e attivato competenze che siano adeguate e proporzionate alla natura e alla complessità delle attività del FIA al fine di individuare, tempestivamente e monitorare costantemente eventi esterni che possono tradursi in una perdita degli strumenti finanziari detenuti in custodia; (ii) valutato in modo continuativo se qualcuno degli eventi esterni comportino un significativo rischio di perdita di strumenti finanziari detenuti in custodia; (iii) informato il GEFIA dei rischi significativi individuati e adottato appropriati interventi, atti a impedire o contenere la perdita degli strumenti finanziari detenuti in custodia, laddove attuali o potenziali eventi esterni, comportino un significativo rischio di perdita di strumenti finanziari detenuti in custodia.

Per quanto concerne il rapporto tra la responsabilità del depositario e la possibilità per lo stesso di delegare a terzi le proprie funzioni di custodia, la direttiva AIFM all'articolo 21, paragrafo 13 al primo comma, in conformità alla normativa UCITS nonché alla disciplina nazionale, espressamente dispone che la delega ad un terzo subdepositario lascia impregiudicata la responsabilità del depositario a prescindere dalla circostanza che le funzioni di custodia delegate abbiano ad oggetto strumenti finanziari che possono essere custoditi in senso stretto ovvero altre attività.

Tuttavia non si tratta di una regola inderogabile, considerato che nel secondo comma, si ammette sia la possibilità di contrarre un trasferimento di responsabilità dal depositario al terzo, sia di contrarre un esonero per il depositario dalla responsabilità, stabilendone nell'accordo la ragione oggettiva che legittima tale esonero. A tal riguardo il Regolamento detta, all'articolo 102, un elenco di ragioni oggettive per contrarre un trasferimento di responsabilità da parte del depositario. Tali ragioni devono essere limitate a precise e concrete circostanze caratterizzanti una data attività; devono essere coerenti con le politiche e le decisioni del depositario. Le ragioni oggettive devono essere stabilite ogni volta che il depositario intenda esonerarsi da responsabilità. Si ritiene sussista una "oggettiva ragione di trasferimento

di responsabilità” qualora il depositario possa dimostrare che non ha altra opzione se non quella di delegare le funzioni di custodia ad un terzo. In particolare ciò accade qualora: (i) la legge del paese terzo richiede che certi strumenti finanziari devono essere tenuti in custodia da parte di un ente locale e sussistono enti locali che soddisfano i requisiti di delega elencati all’articolo 21, paragrafo 11 della direttiva AIFM; (ii) il GEFIA insiste nel mantenere un investimento in una particolare giurisdizione nonostante il depositario lo abbia avvertito del rischio maggiorato che esso comporta.

Infine, la direttiva AIFM riconosce agli investitori la possibilità di agire, in caso di responsabilità del depositario nei loro confronti, sia direttamente sia indirettamente tramite il GEFIA, a seconda della natura giuridica del rapporto tra lo stesso depositario, il GEFIA e gli investitori.

5.2 L’inadempimento degli obblighi di depositario

Il depositario è responsabile nei confronti del FIA o dei relativi investitori per tutte le perdite sofferte dagli stessi a causa del negligente o dell’intenzionale inadempimento dei propri obblighi ai sensi della direttiva AIFM. La responsabilità per inadempimento degli obblighi del depositario è già affermata nell’articolo 38, comma 2, del TUF.

Proposta VI - Il depositario

6.1 Prevedere, in quanto compatibile, un’unica disciplina sulle “funzioni” del soggetto depositario a prescindere cioè dalla tipologia di OICR (armonizzati o alternativi) sulla quale insiste la relativa disciplina.

6.2 Circoscrivere il novero dei soggetti ammissibili alla funzione di depositario a quelli individuati dall’articolo 21, paragrafo 3 (un ente creditizio, un’impresa di investimento che abbia i requisiti definiti dalla stessa direttiva AIFM o altre categorie di enti soggetti a regolamentazione prudenziale e a vigilanza continuativa che, alla data di entrata in vigore della direttiva AIFM, rientrano nelle tipologie di soggetti che possono svolgere il ruolo di depositario ai sensi della direttiva UCITS) non esercitando, dunque, l’opzione prevista dall’articolo 21, paragrafo 3, seconda parte della direttiva AIFM.

7. I REQUISITI GENERALI DI ORGANIZZAZIONE

L'articolo 18 della direttiva AIFM detta le norme generali in materia di organizzazione del GEFIA, rimettendo al Regolamento l'individuazione della normativa di dettaglio.

Ai sensi dell'articolo 18 della direttiva AIFM, il GEFIA deve dotarsi di risorse umane e tecniche adeguate e adatte per la buona gestione dei FIA. In particolare il GEFIA, tenuto conto anche della natura del FIA gestito, deve possedere una buona organizzazione amministrativa e contabile, modalità di controllo e di salvaguardia in materia di elaborazione elettronica dei dati e procedure di controllo interne adeguate che comprendano, per lo più, regole per le operazioni personali dei dipendenti o per la detenzione o la gestione di investimenti a scopo di investimento in conto proprio e che assicurino, quanto meno, che qualunque operazione in cui intervenga il FIA possa essere ricostruita per quanto riguarda l'origine, le parti, la natura nonché il luogo e il momento in cui è stata effettuata e che le attività del FIA gestito dal GEFIA siano investite in conformità al regolamento e ai documenti costitutivi del FIA e alle disposizioni normative in vigore.

Gli articoli da 57 a 66 del Regolamento contengono misure di dettaglio in tema di (i) requisiti generali (articolo 57); (ii) elaborazione elettronica di dati (articolo 58); (iii) procedure contabili (articolo 59); (iv) controllo esercitato dall'organo di gestione, dall'alta dirigenza e dalla funzione di sorveglianza (articolo 60); (v) funzione permanente di controllo della conformità (articolo 61); (vi) funzione permanente di *audit* interno (articolo 62); (vii) operazioni personali (articolo 63); (viii) registrazione delle operazioni di portafoglio (articolo 64); (ix) registrazione degli ordini di sottoscrizione e di rimborso (articolo 65); (x) obblighi in materia di conservazione delle registrazioni (articolo 66). Dette misure si pongono in linea con la disciplina UCITS e MiFID, pur tenendo conto della diversità dei FIA e dei differenti tipi di attività in cui i FIA sono investiti. Le principali differenze sono qui di seguito evidenziate.

1. I requisiti generali

Rispetto alla disciplina UCITS (e, in particolare, all'articolo 4 della direttiva

2010/43/UE), l'articolo 57, paragrafo 5 del Regolamento impone al GEFIA di attuare politiche e procedure appropriate per garantire che le "politiche di rimborso del FIA" siano comunicate agli investitori, in modo sufficientemente dettagliato, sia prima che essi investano nel FIA che in caso di modifiche significative.

2. Il controllo esercitato dall'organo di gestione, dall'alta dirigenza e dalla funzione di sorveglianza

Rispetto alla disciplina UCITS, l'articolo 1 del Regolamento introduce anzitutto una definizione di organo di gestione, intendendosi per tale "l'organo con il potere decisionale finale del GEFIA, che comprende le funzioni di vigilanza e di gestione, o soltanto la funzione di gestione se le due funzioni sono separate".

All'organo di gestione il Regolamento attribuisce specifiche competenze, già sostanzialmente in linea con quelle previste dal Regolamento congiunto della Banca d'Italia e della CONSOB ai sensi dell'articolo 6, comma 2-*bis* del TUF.

In particolare, in materia di meccanismi di controllo interno, il GEFIA deve assicurare che l'organo di gestione, oltre che l'alta dirigenza¹³ e, se esistente, la funzione di sorveglianza siano responsabili della conformità con i propri obblighi derivanti dalla direttiva AIFM. Ancora, il GEFIA, laddove appropriato, deve attribuire anche all'organo di gestione o alla funzione di sorveglianza il compito di: valutare e riesaminare periodicamente l'efficacia delle politiche, delle disposizioni e delle procedure messe in atto per rispettare gli obblighi imposti dalla direttiva AIFM; adottare opportune misure per rimediare alle carenze, nonché ricevere, con frequenza almeno annuale, relazioni scritte su questioni riguardanti l'osservanza della normativa, l'*audit* interno e la gestione dei rischi, in cui sia in particolare indicato se siano state adottate misure appropriate per rimediare alle eventuali carenze.

Per quanto attiene alla responsabilità posta in capo all'alta dirigenza, essa concerne altresì (rispetto alla disciplina UCITS) l'onere di assicurare che siano state stabilite e attuate politiche e procedure di valutazione delle attività del FIA, nonché che sia stata stabilita e applicata una politica di retribuzione in linea con l'Allegato II della direttiva AIFM.

¹³ L'articolo 1 del Regolamento identifica l'alta dirigenza con la persona o le persone che conducono di fatto l'attività del GEFIA di cui all'articolo 8, paragrafo 1 lettera c), della direttiva AIFM e, a seconda del caso, il membro esecutivo o i membri esecutivi dell'organo di gestione.

3. La funzione permanente di controllo della conformità

Con riguardo alla funzione permanente di controllo della conformità, sebbene la disposizione del Regolamento, all'articolo 61 si mostri in linea con la disciplina UCITS, vanno segnalati, rispetto a questa, i seguenti aspetti di novità all'interno delle misure che il GEFIA deve predisporre perché sia garantita l'indipendenza della funzione di controllo della conformità: mentre la disciplina UCITS opera il riferimento esclusivo ai "soggetti rilevanti", il Regolamento si riferisce invece a (tutti) i soggetti che partecipano alla funzione di controllo della conformità allorché vieta la partecipazione alla prestazione dei servizi e all'esercizio delle attività che essi sono chiamati a controllare; l'ampliamento del novero dei soggetti interessati dalle relative misure, rispetto a quanto disposto nella disciplina UCITS si ritrova anche con riguardo al metodo per la determinazione della remunerazione, laddove si opera il riferimento alle "altre persone" che partecipano alla funzione di controllo della conformità.

4. Le operazioni personali

Relativamente alle operazioni personali, rispetto alla disciplina UCITS, la norma del Regolamento, di cui all'articolo 63, opera anzitutto il riferimento non solo ad operazioni in strumenti finanziari, ma anche ad operazioni in altre attività.

Con riguardo alla nozione di operazione personale la direttiva AIFM richiama la definizione MIFID, differenziandosene tuttavia per l'eliminazione di una delle condizioni in presenza delle quali possa parlarsi di operazione personale e cioè quella secondo la quale il soggetto rilevante deve agire al di fuori dell'ambito delle attività che compie in qualità di soggetto rilevante.

5. La registrazione delle operazioni di portafoglio

Con riferimento alla disciplina sulla registrazione delle operazioni di portafoglio meritano di essere evidenziate le seguenti differenze.

Innanzitutto il GEFIA è tenuto ad effettuare senza indugio, per ogni operazione di portafoglio relativa a FIA da esso gestiti, la registrazione di informazioni sufficienti per ricostruire i dettagli dell'ordine e dell'operazione eseguita o, in aggiunta a quanto previsto dalla disciplina UCITS IV, dell'accordo.

A differenza della disciplina UCITS, si opera poi una distinzione tra operazioni di portafoglio realizzate in una sede di esecuzione e operazioni di portafoglio

glio realizzate dal FIA al di fuori di una sede di esecuzione, prevedendo che, per le operazioni compiute fuori da una sede di esecuzione, il GEFIA debba indicare solamente il nome o altro elemento di designazione del FIA, la documentazione giuridica e di altro tipo che costituisca la base dell'operazione di portafoglio, in particolare l'accordo cui è stata data esecuzione e il prezzo.

Per quanto concerne le informazioni riguardanti le operazioni di portafoglio realizzate in una sede di esecuzione, le uniche differenze con la disciplina UCITS attengono all'informazione riguardante il quantitativo (informazione che dovrà essere fornita solo ove rilevante) e a quella relativa al nome della persona che ha trasmesso l'ordine o eseguito l'operazione (la quale dovrà essere data solo ove applicabile).

6. La registrazione degli ordini di sottoscrizione e rimborso

Per quanto attiene alle registrazioni degli ordini di sottoscrizione e rimborso, pur se, anche in tale ipotesi, evidente risulta la conformità alla disciplina UCITS e a quella nazionale, tuttavia occorre evidenziare, rispetto a queste le seguenti differenze: (a) innanzitutto si dispone che gli ordini di rimborso ricevuti siano registrati non *tout court*, bensì solo ove rilevante; (b) gli ordini di sottoscrizione e quelli di rimborso (ove rilevanti) devono essere solo registrati e non anche "centralizzati"; (c) tra gli elementi oggetto di registrazione, gli aspetti di novità concernono la possibilità di inserire, indifferentemente, il numero delle quote o azioni o l'equivalente ammontare sottoscritto o rimborsato; (d) in alternativa all'informazione relativa al prezzo di sottoscrizione o di rimborso (da inserire solo ove rilevante) può farsi riferimento, ove rilevante, all'ammontare del capitale impegnato e pagato.

L'articolo 65 del Regolamento precisa poi che le informazioni riguardanti il prezzo di sottoscrizione o di rimborso delle quote, il valore di sottoscrizione o di rimborso complessivo delle quote e il valore lordo dell'ordine vadano registrate non appena disponibili.

7. Gli obblighi in materia di conservazione delle registrazioni

Con riguardo agli obblighi in materia di conservazione delle registrazioni, gli aspetti innovativi possono così riassumersi: i) la possibilità per le autorità competenti di imporre al GEFIA di conservare la totalità o talune delle registrazioni per un periodo più lungo di cinque anni non viene più vincolata alla sussistenza di circostanze eccezionali; ii) in caso di scadenza dell'autorizzazione di un GEFIA, in aggiunta a quanto previsto dalla normativa UCITS

e da quella nazionale, viene introdotto un potere per le autorità competenti di richiedere la conservazione delle registrazioni per un periodo più lungo rispetto ai cinque anni.

Proposta VII – I requisiti generali di organizzazione

7.1 Precisare, con riferimento all'articolo 57 del Regolamento, che la norma non intende affermare in positivo l'obbligo dei GEFIA di adottare apposite "politiche in tema di rimborso ai sottoscrittori", ma solo di richiedere l'adozione di politiche e procedure interne che assicurano la *disclosure* agli investitori delle modalità e tempistiche (già specificate in gran parte nel regolamento/statuto del FIA) alle quali la società intende adeguarsi per l'esecuzione dei rimborsi. In particolare, l'articolo 57 dovrebbe poter essere inteso nel senso che i GEFIA devono assicurare la trasparenza di sufficienti dettagli delle modalità e tempistiche che saranno seguite qualora l'investitore chiedesse il rimborso. Tale interpretazione avrebbe il pregio di evitare alle SGR la predisposizione di ulteriore documentazione da rendere agli investitori.

7.2 Chiarire, con riferimento all'articolo 61, paragrafo 3, lett. c) e d) del Regolamento, la portata dell'utilizzo dei termini "soggetti" e "persone" ("... che partecipano alla funzione di controllo della conformità") rispetto a quello, più circoscritto, di "soggetti rilevanti" utilizzato nella direttiva UCITS. L'utilizzo di tali espressioni porterebbe a dedurre un coinvolgimento, da un punto di vista pratico, anche di soggetti che, solo occasionalmente, prestano la propria attività per la funzione di controllo della conformità e che, in quanto tali, non possono assolutamente qualificarsi quali "soggetti rilevanti" [(cfr. sul punto articolo 1, n. 2.b) del Regolamento)].

7.3 Allineare le regole organizzative per i GEFIA (funzioni di controllo, operazioni personali, ecc. ...) e per i gestori di fondi UCITS, salvaguardando il principio di proporzionalità.

7.4 Precisare se l'"organo di gestione", di cui all'articolo 1, paragrafo 4 del Regolamento si identifica con l'organo con funzione di supervisione strategica di cui all'articolo 2, comma 1, lettera k) del Regolamento congiunto Banca d'Italia - CONSOB.

8. LA VALUTAZIONE DELLE ATTIVITA' DEL FIA

La direttiva AIFM stabilisce, all'articolo 19, una dettagliata disciplina in tema di valutazione del patrimonio del FIA e calcolo del valore delle relative parti, rimettendo alla legislazione nazionale e alle regole del fondo la disciplina specifica delle metodologie di valutazione e di calcolo. Tale disciplina, la quale rappresenta una novità rispetto alla regolamentazione UCITS, contiene previsioni incentrate sulla necessità che la funzione di valutazione del FIA sia svolta in modo indipendente, imparziale e con la dovuta competenza, diligenza e attenzione. In particolare, il GEFIA deve assicurare che le attività di ciascun FIA dallo stesso gestito siano oggetto di una valutazione corretta e indipendente, effettuata sulla base di procedure adeguate e uniformi.

La valutazione delle attività del FIA, al pari del calcolo del NAV, deve essere compiuta in conformità della legislazione del paese in cui il FIA è stabilito e/o del regolamento di gestione o dei documenti costitutivi del FIA.

1. I soggetti abilitati alla funzione di valutazione

In linea con la preminente esigenza di assicurare l'indipendenza della funzione di valutazione, la direttiva AIFM stabilisce che il soggetto abilitato a svolgere detta attività possa essere, alternativamente, un valutatore esterno o il medesimo GEFIA.

1.1. Il valutatore esterno

Il valutatore esterno può identificarsi con una persona fisica o giuridica che sia indipendente dal FIA, dal GEFIA del FIA e da qualsiasi altra persona che abbia stretti legami con il FIA o con il GEFIA.

Anche il depositario può assumere tale ruolo, purché abbia funzionalmente e gerarchicamente separato l'attività di depositario dai compiti che il medesimo debba svolgere in qualità di valutatore esterno. Inoltre, per assumere il suddetto ruolo, i potenziali conflitti di interesse collegati alla coesistenza dei due incarichi devono essere adeguatamente identificati, gestiti, monitorati e comunicati agli investitori del FIA (articolo 19 della direttiva AIFM).

Il GEFIA è tenuto inoltre a dimostrare che: (a) il valutatore esterno sia soggetto a registrazione professionale obbligatoria riconosciuta per legge o a disposizioni legislative o regolamentari o a norme deontologiche; (b) il valutatore esterno possa offrire sufficienti garanzie professionali per poter esercitare in modo efficace la pertinente funzione di valutazione conformemente ai paragrafi 1, 2, e 3, dell'articolo 19 della direttiva AIFM; (c) la nomina del valutatore esterno ottemperi ai requisiti di cui all'articolo 20, paragrafi 1 e 2 della direttiva AIFM (in tema di deleghe di funzioni) e agli atti delegati adottati conformemente all'articolo 20, paragrafo 7.

Il valutatore esterno nominato non può, in alcun caso, delegare la funzione di valutazione ad un ulteriore soggetto; deve effettuare la valutazione in modo imparziale, con tutta la competenza, la cura e la diligenza dovute; deve fornire su richiesta e per iscritto garanzie professionali al fine di dimostrare la propria capacità di esercitare la funzione di valutazione. Ai sensi dell'articolo 73, paragrafo 2 del Regolamento, tali garanzie devono attestare che il valutatore esterno è qualificato e in grado di esercitare una valutazione corretta e indipendente e devono dimostrare quanto meno che: (i) dispone di personale e risorse tecniche sufficienti; (ii) è dotato di procedure adeguate a salvaguardia di una valutazione corretta e indipendente; (iii) conosce e comprende adeguatamente la strategia di investimento del FIA e le attività che è chiamato a valutare; (iv) possiede onorabilità ed esperienze sufficienti in materia di valutazione. Se ad esempio è stato nominato un valutatore esterno avente il compito di valutare alcune parti del portafoglio del FIA, per esempio attività immobiliari, questi sarà tenuto a fornire evidenza dell'adozione di procedure, risorse, competenze necessarie in relazione a tale tipologia di attività. Qualora invece debba valutare l'intero portafoglio del FIA, evidentemente dovrà dimostrare una propria qualifica e competenza in considerazione di tutte le attività di cui si compone il portafoglio del FIA.

Nel caso in cui un valutatore esterno sia soggetto a un obbligo di registrazione professionale presso l'autorità competente o un altro ente dello Stato in cui è stabilito, la garanzia professionale deve includere il nome di quest'autorità o ente, compresi i relativi dati di contatto. La garanzia professionale deve indicare chiaramente le disposizioni legali o regolamentari o le regole di condotta professionale alle quali è soggetto il valutatore esterno.

Per quanto riguarda le politiche e le procedure di valutazione delle attività del FIA, l'articolo 67, paragrafo 3 del Regolamento precisa che, nel caso di nomina di un valutatore esterno, dette politiche e procedure di valutazione devono stabilire un processo per lo scambio di informazioni tra il GEFIA e il valutatore esterno per garantire che siano fornite tutte le informazioni necessarie a svolgere la funzione di valutazione. Le politiche e le

procedure di valutazione garantiscono che il GEFIA eserciti inizialmente e periodicamente la diligenza dovuta verso terzi nominati per svolgere servizi di valutazione.

Il GEFIA deve notificare il conferimento dell'incarico alle autorità competenti del proprio Stato membro di origine, alle quali la direttiva AIFM riconosce il potere di richiedere al GEFIA la nomina di un diverso valutatore esterno, ove non siano rispettate le condizioni previste dalla stessa direttiva.

1.2 La valutazione da parte dello stesso GEFIA

Nell'ipotesi in cui, invece, il GEFIA decida di svolgere direttamente la funzione di valutazione, sarà tenuto ad assicurare che questa sia funzionalmente indipendente dalla gestione del portafoglio e dalla politica retributiva e che sussistano misure tali da assicurare che i conflitti di interesse siano mitigati e che non sia esercitata un'indebita influenza sui dipendenti. A tal riguardo, infatti, l'articolo 67, paragrafo 4 del Regolamento dispone che le politiche di valutazione devono includere una descrizione delle misure che garantiscono l'esecuzione funzionalmente indipendente della valutazione, conformemente all'articolo 19, paragrafo 4, lett. *b*) della direttiva AIFM. Tali garanzie devono includere misure miranti a impedire o a limitare l'esercizio da parte di qualsiasi persona di un'influenza indebita sul modo in cui un soggetto svolge le attività di valutazione.

Le autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA possono disporre che il GEFIA sottoponga le proprie procedure di valutazione e/o le valutazioni stesse alla verifica da parte di un valutatore esterno o, ove appropriato, di un revisore (articolo 19, paragrafo 9 della direttiva AIFM).

2. Le politiche e procedure di valutazione delle attività: i criteri di definizione

I GEFIA sono tenuti a istituire, mantenere, attuare e rivedere, per ogni FIA gestito, "politiche e procedure" scritte che garantiscono un processo di valutazione solido, trasparente, completo e adeguatamente documentato. La politica e le procedure di valutazione devono coprire tutti gli aspetti rilevanti del processo di valutazione nonché le procedure di valutazione e i controlli relativi al FIA interessato.

Senza inficiare i requisiti prescritti dal diritto nazionale, nonché nel regolamento di gestione/atto costitutivo del FIA, il GEFIA deve assicurare che siano applicate, per ogni FIA che gestisce, "metodologie di valutazione" eque, appropriate e trasparenti. Le politiche di valutazione devono stabili-

re, e le procedure devono attuare, le metodologie di valutazione utilizzate *per ciascun tipo di attività* in cui il FIA investe, in conformità al diritto nazionale applicabile, nonché al regolamento di gestione/atto costitutivo del FIA. Il GEFIA non deve investire in un particolare tipo di attività per la prima volta se non sia stabilita, per quel tipo specifico di attività, una metodologia o metodologie appropriate di valutazione.

Le politiche e le procedure che stabiliscono le metodologie di valutazione, devono includere gli *input*, i modelli e i criteri di selezione per le fonti dei prezzi e dei dati di mercato. Esse devono prevedere che i prezzi siano ottenuti da fonti indipendenti, qualora possibile e appropriato. Il processo di selezione di una particolare metodologia deve includere una valutazione delle metodologie rilevanti disponibili, tenuto conto della loro sensibilità ai cambiamenti delle variabili e del modo in cui strategie specifiche determinano il valore relativo delle attività del portafoglio.

Le politiche di valutazione devono definire gli obblighi, i ruoli e le responsabilità delle parti coinvolte nel processo di valutazione, inclusa l'alta dirigenza del GEFIA. Le procedure devono riflettere la struttura organizzativa, quale indicata nelle politiche di valutazione.

Le politiche e le procedure di valutazione hanno per oggetto almeno: a) la competenza e l'indipendenza del personale che esegue effettivamente la valutazione delle attività; b) le specifiche strategie di investimento del FIA e le attività in cui il FIA potrebbe investire; c) i controlli sulla selezione degli *input*, delle fonti e delle metodologie di valutazione; d) i canali di attivazione di livelli successivi di intervento per risolvere le differenze tra i valori delle attività; e) la valutazione di eventuali adeguamenti relativi alla dimensione e alla liquidità delle posizioni o ai cambiamenti nelle condizioni di mercato, a seconda del caso; f) il momento appropriato per la chiusura dei libri contabili a fini di valutazione; g) la frequenza appropriata per la valutazione delle attività.

2.1 L'uso dei modelli per la valutazione delle attività

Al fine di garantire che la funzione di valutazione sia funzionalmente indipendente, la disciplina di dettaglio contenuta nel Regolamento, all'articolo 68, prevede altresì che, per la valutazione delle attività del FIA, il modello e le sue caratteristiche principali devono essere spiegati e giustificati nelle politiche e procedure di valutazione. In relazione al modello utilizzato si richiede che venga fornita appropriata documentazione circa la ragione per la scelta del modello, i dati sottostanti, le ipotesi utilizzate nel modello e la motivazione del loro utilizzo nonché le limitazioni della valutazione basata sul modello.

Le politiche e le procedure di valutazione devono garantire che, prima dell'uso, il modello sia convalidato da una persona dotata di conoscenze sufficienti.

ti che non abbia partecipato al processo di costruzione di quel modello. Il procedimento di convalida deve essere documentato adeguatamente.

Il modello deve essere sottoposto a una previa approvazione da parte dell'alta dirigenza del GEFIA. Qualora il modello venga utilizzato dal GEFIA, che esegue direttamente la funzione di valutazione, l'approvazione da parte dell'alta dirigenza non deve pregiudicare il diritto dell'autorità competente di richiedere, ai sensi dell'articolo 19, paragrafo 9 della direttiva AIFM, che il modello sia sottoposto a verifica da parte di un valutatore esterno o di un revisore.

2.2 L'applicazione uniforme delle politiche e procedure di valutazione

Il GEFIA deve assicurare che le politiche, le procedure e le metodologie di valutazione stabilite siano applicate in modo uniforme.

Le politiche e le procedure di valutazione e le metodologie stabilite devono essere applicate a tutte le attività presenti all'interno del FIA e in modo uniforme per tutti i FIA gestiti dal medesimo GEFIA, tenendo conto della strategia di investimento, del tipo di attività e, se applicabile, dell'esistenza di differenti valutatori esterni.

Qualora non sia richiesto alcun aggiornamento, le politiche e le procedure devono essere applicate in modo uniforme nel tempo e le fonti e le regole di aggiornamento devono rimanere coerenti nel tempo.

2.3 Il riesame periodico delle politiche e procedure di valutazione e riesame dei valori individuali delle attività

Le politiche e le procedure, comprese le metodologie di valutazione devono essere riesaminate periodicamente, almeno annualmente e comunque prima che il FIA adotti una nuova strategia di investimento o investa in un nuovo tipo di attività che non risulta coperto dalla politica di valutazione in vigore. La competenza a riesaminare le politiche e le procedure, e, se necessario, a fornire un appropriato supporto in merito spetta alla funzione di gestione del rischio.

Si prevede altresì che le politiche e le procedure di valutazione debbano evidenziare come apportare una modifica alla politica di valutazione, incluse le metodologie, e in quali circostanze la modifica sia appropriata. Le modifiche delle politiche e delle procedure raccomandate devono essere sottoposte all'alta dirigenza, che le esamina e le approva.

Il Regolamento dispone altresì che il GEFIA è tenuto: (i) ad assicurare che tutte le attività detenute dal FIA siano valutate correttamente e adeguatamente e (ii) a documentare il modo in cui, per ogni tipo di attività, è valutata l'adeguatezza e la correttezza dei singoli valori. Il GEFIA, infatti, deve essere in grado di dimostrare costantemente che i portafogli dei FIA gestiti siano valutati in modo appropriato.

In tal senso si prevede che le politiche e le procedure di valutazione debbano prevedere un procedimento di riesame dei singoli valori delle attività, laddove esiste un rischio significativo di una valutazione inappropriata, come nei seguenti casi: (a) la valutazione è basata su prezzi provenienti da un'unica controparte o un unico intermediario; (b) la valutazione è basata su prezzi di borsa illiquidi; (c) la valutazione è influenzata da parti collegate al GEFIA; (d) la valutazione è influenzata da altri soggetti che possono avere un interesse finanziario nei risultati del FIA; (e) la valutazione è basata su prezzi forniti dalla controparte che è all'origine dello strumento, in particolare laddove tale controparte finanzia altresì la posizione del FIA nello strumento; (f) la valutazione è influenzata da uno o più individui all'interno del GEFIA. In particolare per alcune attività, specialmente per gli strumenti finanziari complessi e di natura illiquida, vi è un elevato rischio di valutazione inappropriata. In queste circostanze diventa difficile o addirittura impossibile trovare un valutatore con un'esperienza tale da indicare il prezzo per tali strumenti finanziari. Per esempio la controparte di un contratto derivato è spesso utilizzata come il primo o l'unico fornitore del prezzo per tale strumento. In tali casi il valore di un'attività che si basi esclusivamente sul prezzo da questi fornito potrebbe essere inappropriato, considerato il possibile conflitto di interesse in cui potrebbe incorrere.

Le politiche e le procedure di valutazione devono prevedere il processo di riesame che deve includere sufficienti e appropriati controlli sulla ragionevolezza dei singoli valori: ragionevolezza che deve essere valutata in termini di esistenza di un appropriato livello di oggettività. Il Regolamento, all'articolo 71, individua un elenco minimo di controlli, nel quale rientrano, tra l'altro: (a) la verifica dei valori tramite il raffronto dei prezzi forniti dalle controparti e nel tempo; (b) la convalida dei valori tramite il raffronto tra i prezzi di realizzo e i valori contabili recenti; (c) la considerazione della reputazione, la costanza nel tempo e la qualità della fonte di valutazione; (d) il raffronto con i valori generati da un terzo; (e) un esame e una documentazione delle esenzioni; (f) l'illustrazione e la ricerca di eventuali differenze che sembrano insolite o variano in funzione del parametro di valutazione stabilito per il tipo di attività; (g) l'effettuazione di un test alla ricerca di prezzi fermi e parametri impliciti; (h) una comparazione con i prezzi delle eventuali attività collegate o delle loro coperture; (i) un riesame degli *input* utilizzati per la determinazione dei prezzi in base ad un modello, in particolare quelli rispetto ai quali il prezzo del modello presenta una sensibilità significativa.

Le politiche e le procedure di valutazione devono includere appropriate misure di attivazione di livelli successivi di intervento per far fronte alle differenze o ad altri problemi nella valutazione delle attività.

2.4 Il calcolo del valore patrimoniale netto per quota o azione

Il GEFIA deve assicurare che, per ogni FIA che gestisce, il valore patrimoniale netto per quota o azione sia calcolato in occasione di ogni emissione,

sottoscrizione, rimborso o annullamento di quote o azioni, ma almeno una volta l'anno.

Il GEFIA deve assicurare che le procedure e la metodologia per il calcolo del valore netto patrimoniale per quota o azione siano pienamente documentate. Le procedure e le metodologie di calcolo e la loro applicazione devono essere soggette a una verifica periodica da parte del GEFIA e la documentazione deve essere modificata di conseguenza.

Il GEFIA è tenuto altresì a garantire delle procedure di tipo correttivo nel caso di calcolo errato del valore patrimoniale netto delle attività. Il GEFIA deve assicurare inoltre che il numero delle quote o azioni emesse sia soggetto periodicamente a verifica, almeno tutte le volte in cui il prezzo della quota o azione viene calcolato.

3. La frequenza di valutazione delle attività detenute dai FIA

La valutazione delle attività del FIA e il calcolo del relativo NAV devono essere effettuati almeno una volta l'anno.

Se il FIA è di tipo aperto, detta valutazione e tale calcolo devono comunque essere compiuti con una frequenza che sia appropriata alla tipologia di attività detenute dal FIA e alla periodicità con la quale vengono emesse e rimborsate le relative quote. La disciplina di dettaglio contenuta nel Regolamento, all'articolo 74, opera una distinzione tra valutazione degli strumenti finanziari e valutazione delle altre attività. Nel primo caso la valutazione deve essere fatta ogni volta in cui è calcolato il valore netto patrimoniale per quota o azione. Nel secondo caso, invece, la valutazione deve farsi almeno con cadenza annuale e ogni volta in cui è evidente che l'ultimo valore determinato non sia più corretto o appropriato, sulla base del fatto che, se la valutazione degli strumenti finanziari può essere eseguita su base giornaliera, d'altro lato vi sono valutazioni che non possono essere eseguite con la medesima cadenza.

Se il FIA è di tipo chiuso, la valutazione e il calcolo devono essere effettuati anche in caso di aumento o riduzione del capitale del FIA.

Gli investitori devono essere informati delle valutazioni delle attività e del calcolo del NAV secondo le modalità indicate nel regolamento di gestione/atto costitutivo del FIA.

4. La responsabilità

Sotto il profilo della responsabilità, l'articolo 19 della direttiva AIFM prevede che il GEFIA risponde comunque della corretta valutazione delle attività del FIA, del calcolo del NAV e della relativa pubblicazione; detta responsabilità permane, nei confronti del FIA e dei suoi investitori, anche quando venga nominato un valutatore esterno. Tuttavia, ferma restando la responsabilità del GEFIA e indipendentemente da qualsiasi clausola contrattuale che stabilisca diversamente, il valutatore esterno è responsabile nei confronti del medesimo GEFIA per qualunque perdita da questi subita in conseguenza della negligenza del medesimo valutatore nell'adempimento dei propri compiti o dell'intenzionale violazione degli stessi.

Un'entità terza che svolge la funzione di calcolo del NAV per un FIA non è considerata un valutatore esterno ai sensi dell'articolo 19 della direttiva, laddove la stessa non fornisca valutazioni sui singoli beni, compresi quelli che necessitano di una valutazione soggettiva, ma basi il processo di calcolo esclusivamente su valori ottenuti dal GEFIA, dalle fonti di prezzo o dai valutatori esterni (cfr. il *technical advice* dell'ESMA).

Il principio sancito dall'articolo 19 della direttiva AIFM richiede di verificare se sia possibile preservare il modello nazionale vigente che consente alla SGR di "incaricare" la banca depositaria a svolgere il calcolo del NAV e quindi di integrare, con l'attività di calcolo del valore della quota, le funzioni tipicamente proprie della banca depositaria: ciò, nel quadro di un rapporto che non è più di "delega" ma di "incarico" svolto dalla banca depositaria come titolare di un potere proprio.

Proposta VIII - La valutazione delle attività del FIA

8.1 Mantenere, per gli OICR armonizzati (ove non possibile anche per gli OICR alternativi), il modello nazionale che consente di "affidare" alla banca depositaria il calcolo del NAV, tenuto conto che né la direttiva UCITS IV, né la direttiva UCITS V (allo stato in fase di definizione) contengono alcuna disciplina sul soggetto valutatore "nominato" per il calcolo del NAV.

Nel caso in cui non fosse possibile mantenere il modello nazionale dell'affidamento, riconoscere un adeguato periodo di adeguamento per il passaggio al regime di delega. Tale passaggio richiede infatti di tener conto almeno dei seguenti profili: (i) l'adeguamento dei processi e dell'organizzazione interna; (ii) la conseguente ridefinizione dei contratti e dei documenti di valorizzazione; (iii) l'implementazione delle necessarie "chinese walls" ove l'attività di calcolo venga affidata in *outsourcing* alle singole banche depositarie.

8.2 Riconoscere la possibilità di imputare al fondo il costo relativo al calcolo del NAV, anche quando il compito di effettuare tale calcolo sia stato attribuito dalla SGR a un terzo soggetto nel quadro di un rapporto di delega; la possibilità di imputare tale costo sul fondo sarebbe giustificata dal fatto che il calcolo del NAV costituisce una funzione obbligatoriamente prevista a livello normativo. Tale imputazione è peraltro già effettuata nel caso di taluni fondi speculativi.

8.3 Modificare l'articolo 3, comma 2 del d.m. 228/99 al fine di allineare la relativa disciplina a quanto previsto nel Regolamento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva e nel Regolamento Emittenti della CONSOB (pubblicazione del valore del NAV sulle fonti indicate nel regolamento di gestione del fondo e non necessariamente su un quotidiano).

8.4 Riconoscere ai GEFIA di FIA alternativi la facoltà di adottare politiche di valutazione del NAV volte ad evitare una diluizione del patrimonio del fondo, mediante la tecnica c.d. dello *swing pricing*.

8.5 Con riguardo alla periodicità di calcolo del valore delle quote dei fondi non armonizzati aperti allineare l'articolo 10, comma 2 del d.m. 228/99 a quanto previsto all'articolo 19, paragrafo 3 della direttiva AIFM prevedendo che la stessa sia almeno annuale.

8.6 Consentire, in linea con quanto previsto dalla direttiva AIFM, alle SGR che gestiscono fondi comuni di investimento immobiliare, di svolgere al proprio interno la funzione di valutazione dell'attivo immobiliare, introducendo alcuni presidi a tutela dell'affidabilità della valutazione effettuata. In entrambe le ipotesi - svolgimento da parte del gestore al proprio interno e affidamento a terzi - coerentemente con le previsioni di cui alla direttiva AIFM, la valutazione dovrebbe essere effettuata con frequenza almeno annuale.

8.7 Riconoscere alle SGR la possibilità di imputare, a carico del fondo, i costi delle valutazioni, essendo questi direttamente conseguenti e connessi all'attività di gestione del portafoglio.

8.8 Consentire, in relazione al calcolo del NAV, che questo possa essere effettuato dal gestore, senza che sia necessario un coinvolgimento del valutatore esterno. Inoltre, la frequenza del calcolo del NAV, definita a livello di regolamento di gestione del fondo, dovrebbe poter essere maggiore (ad esempio trimestrale/quadrimestrale), rispetto a quella di valorizzazione degli *asset*.

9. LA DELEGA DI FUNZIONI

Diversamente dalla disciplina UCITS che rimette agli Stati membri la possibilità di decidere se consentire alle società di gestione di delegare una o più delle proprie funzioni a terzi, la direttiva AIFM elimina tale facoltà e detta una disciplina articolata applicabile a tutti i GEFIA, individuando le condizioni cui è subordinata la possibilità per il GEFIA di ricorrere alla delega, per il delegato di ricorrere alla sub-delega e per il sub-delegato di delegare ulteriormente le funzioni ad esso sub-delegate.

1. La notifica alle autorità competenti e le condizioni per il conferimento di una delega

L'articolo 20, paragrafo 1 della direttiva AIFM prevede che il GEFIA, che intende delegare a terzi il compito di eseguire funzioni per loro conto, ne deve informare le autorità competenti del proprio Stato membro di origine prima che decorrano gli effetti degli accordi di delega.

La direttiva detta poi le condizioni da soddisfare per il conferimento di una delega, alcune innovative altre, invece, già previste nella disciplina UCITS. Innanzitutto, diversamente dalla UCITS, si richiede che: (a) il GEFIA debba essere in grado di *giustificare l'intera struttura della delega sulla base di ragioni obiettive*; (b) il delegato debba disporre di risorse sufficienti per eseguire i rispettivi compiti *e le persone che svolgono di fatto le attività del delegato debbano possedere il requisito dell'onorabilità e sufficiente esperienza*; (c) quando riguarda la gestione del portafoglio o la gestione del rischio, la delega debba essere conferita solo a imprese che sono autorizzate o registrate ai fini della gestione dell'attività e sono soggette a vigilanza *ovvero, quando tale condizione non può essere soddisfatta, solo previa approvazione da parte delle autorità competenti dello Stato membro di origine del GEFIA*. Inoltre, conformemente alla disciplina UCITS, occorre che (d) qualora la delega riguardi la gestione del portafoglio o la gestione del rischio e sia conferita a un'impresa di un paese terzo, oltre ai criteri di cui alla lettera c) venga garantita la cooperazione tra le autorità competenti dello Stato membro di origine del GEFIA e l'autorità di vigilanza dell'impresa; (e) la delega non ostacoli l'effettiva vigilanza del

GEFIA, in particolare non impedisca al GEFIA di agire nel miglior interesse degli investitori né impedisca che il FIA sia gestito secondo tale criterio; (f) il GEFIA sia in grado di dimostrare che il delegato è qualificato ed è capace di esercitare le funzioni in questione, che è stato scelto con tutta la dovuta cura e che il GEFIA sia in grado di controllare in modo effettivo in qualsiasi momento il compito delegato, di dare in ogni momento istruzioni al delegato e di revocare la delega con effetto immediato per proteggere gli interessi dei clienti. Il GEFIA è tenuto, altresì, a riesaminare costantemente i servizi forniti da ogni delegato.

1.1 Le ragioni della delega

Nel dare attuazione a quanto disciplinato dall'articolo 20, paragrafo 1, lett. a) della direttiva AIFM, l'articolo 76 del Regolamento individua alcuni criteri da tenere in considerazione nel valutare se l'intera struttura della delega risulti fondata su "ragioni oggettive". Tali criteri attengono: (i) all'ottimizzazione delle funzioni e dei processi di impresa; (ii) al risparmio dei costi; (iii) alle conoscenze del soggetto delegato nell'amministrazione o in specifici investimenti o mercati, (iv) alla possibilità per il delegato di avere accesso a capacità di *trading* mondiali. Tuttavia, su richiesta delle autorità competenti, il GEFIA sarà tenuto a fornire maggiori informazioni e a produrre documenti che provino che la delega risulti fondata su oggettive ragioni.

1.2 Le caratteristiche del soggetto delegato

Il Regolamento attribuisce al gestore il compito di svolgere un'attività di diligenza dovuta volta ad accertare se il soggetto delegato disponga di risorse adeguate e di personale sufficiente, provvisto delle qualifiche, delle conoscenze e delle competenze necessarie per il corretto esercizio dei compiti assegnati e possieda una struttura organizzativa appropriata per sostenere l'esecuzione dei compiti delegati.

Le persone che eseguono di fatto le attività delegate dal GEFIA devono avere conoscenze teoriche ed esperienze pratiche appropriate nelle funzioni rilevanti. La loro formazione professionale e la natura delle funzioni da loro esercitate in passato devono essere adeguate all'esecuzione dell'attività.

Esse devono godere, inoltre, di una buona reputazione: a tal fine il GEFIA tiene conto, anche se non esclusivamente, dei precedenti penali o delle sanzioni amministrative rilevanti, ossia quelle subite nello svolgimento delle funzioni delegate. Una particolare attenzione deve essere riservata agli illeciti finanziari, compresi gli obblighi relativi alla prevenzione del riciclaggio dei proventi di attività illecite, disonestà, frodi o reati finanziari, bancarotta e insolvenza. Ciò non impedisce che siano prese in considerazione anche altre informazioni pertinenti che indicano che la persona non è affidabile o onesta. Tuttavia, tali fattori possono considerarsi soddisfatti, salvo evidenza del contrario, qualora il soggetto delegato, sottoposto a regolamentazione

per lo svolgimento di servizi professionali all'interno dell'Unione europea, sia stato ritenuto in possesso del criterio dell'onorabilità nell'ambito della procedura di autorizzazione.

1.3 La delega della gestione del portafoglio o della gestione del rischio

La gestione del portafoglio o del rischio possono essere delegate a soggetti che sono autorizzati o registrati ai fini della gestione dell'attività e cioè a: (i) società di gestione autorizzate ai sensi della UCITS; (ii) imprese di investimento autorizzate ai sensi della MiFID alla prestazione del servizio di gestione di portafogli; (iii) enti creditizi autorizzati ai sensi della direttiva 2006/48/EC aventi l'autorizzazione alla prestazione del servizio di gestione del portafoglio ai sensi della MiFID; (iv) GEFIA esterni autorizzati ai sensi della direttiva AIFM; (v) soggetti stabiliti in Paesi terzi, autorizzati o registrati per la gestione delle attività ed effettivamente soggetti alla vigilanza di un'autorità competente in tali paesi.

1.3.1 La delega della gestione del portafoglio o della gestione del rischio ad un'impresa situata in un paese terzo

L'articolo 20, paragrafo 1, lettera d) della direttiva AIFM prevede che, qualora la delega riguardi la gestione del portafoglio o la gestione del rischio ed è conferita ad un'impresa di un paese terzo, deve essere, tra l'altro, garantita la cooperazione tra le autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA e l'autorità di vigilanza dell'impresa cui è conferita la delega. A tal fine l'articolo 78 del Regolamento prevede anzitutto la stipula di un accordo scritto tra le due autorità sopra richiamate e, sulla base dell'accordo intercorso tra le parti, la legittimazione riconosciuta alle autorità competenti di: (i) ottenere, su richiesta, le informazioni pertinenti per esercitare i compiti di vigilanza; (ii) poter accedere ai documenti detenuti nel paese terzo che siano pertinenti per l'assolvimento delle loro funzioni di vigilanza; (iii) poter effettuare ispezioni sul posto nei locali dell'impresa alla quale sono state delegate funzioni (a tal riguardo vanno specificate nell'accordo le procedure pratiche da seguire per le ispezioni); (iv) ricevere, appena possibile, informazioni dall'autorità di vigilanza del paese terzo ai fini dell'indagine su presunte violazioni dei requisiti dettati dalla direttiva AIFM e dalle misure di esecuzione; (v) cooperare conformemente al diritto nazionale ed internazionale applicabile all'autorità di vigilanza del paese terzo e alle autorità competenti europee nell'attività di contrasto alle violazioni degli obblighi della direttiva AIFM, e delle sue misure di attuazione nonché della legge nazionale pertinente.

L'articolo 79 del Regolamento individua poi alcune fattispecie in presenza delle quali la vigilanza non può dirsi garantita e cioè quando: (i) il GEFIA, i suoi revisori e le autorità competenti non hanno accesso effettivo ai dati connessi alle funzioni delegate e ai locali commerciali del delegato, o quando le autorità competenti non siano in grado di esercitare tale diritto di accesso; (ii) il delegato non collabora con le autorità competenti del GEFIA in relazione

alle funzioni delegate; (iii) il GEFIA non metta a disposizione delle autorità competenti, su richiesta, tutte le informazioni necessarie per consentire loro di controllare che le funzioni delegate siano esercitate nel rispetto degli obblighi previsti dalla direttiva AIFM e dalle sue misure di esecuzione.

2. I soggetti ai quali non può essere conferita la delega della gestione del portafoglio o della gestione del rischio

L'articolo 20, paragrafo 2 della direttiva individua, inoltre, i soggetti cui non può essere conferita la delega della gestione del portafoglio o della gestione del rischio. Tali sono: (a) il depositario o un delegato del depositario; o (b) qualsiasi altro soggetto i cui interessi potrebbero confliggere con quelli del GEFIA o dei suoi investitori, a meno che tale soggetto non abbia separato, sotto il profilo funzionale e gerarchico, lo svolgimento delle funzioni di gestione del portafoglio o di gestione del rischio dagli altri compiti potenzialmente confliggenti e, i potenziali conflitti d'interesse siano stati opportunamente individuati, gestiti, monitorati e comunicati agli investitori.

2.1 I conflitti di interesse nella delega di funzioni

L'articolo 80, paragrafo 1 del Regolamento, nel dare concretezza al principio generale di cui all'articolo 20, paragrafo 2, lettera b) della direttiva AIFM, prevede che per valutare se una delega sia in conflitto con gli interessi del GEFIA o degli investitori del FIA deve essere considerato quanto segue: (a) quando il GEFIA e il delegato sono membri dello stesso gruppo o hanno qualsiasi altra relazione contrattuale, la misura in cui il delegato controlli il GEFIA o abbia comunque la capacità di influenzarne le azioni; (b) quando il delegato e un investitore del FIA di riferimento sono membri dello stesso gruppo o intrattengono qualsiasi altra relazione contrattuale, la misura in cui tale investitore controlli il delegato o abbia la capacità di influenzarne le azioni; (c) la probabilità che il delegato realizzi un guadagno finanziario o eviti una perdita finanziaria a spese del FIA o dei suoi investitori; (d) la probabilità che il delegato abbia un interesse nel risultato di un servizio prestato o di un'attività eseguita a favore del GEFIA o del FIA; (e) la probabilità che il delegato abbia un incentivo finanziario o di altra natura a favorire gli interessi di un altro cliente rispetto agli interessi del FIA o degli investitori del FIA; (f) la probabilità che il delegato riceva o riceverà da un soggetto diverso dal GEFIA un incentivo in relazione all'attività di gestione collettiva di portafogli fornite al GEFIA ed al FIA che gestisce, sotto forma di denaro, beni o servizi, diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente fatturate per tale servizio.

2.2 Le condizioni per assicurare la separatezza della funzione di gestione del portafoglio e del rischio

Il Regolamento detta poi, all'articolo 80, paragrafo 2, le condizioni che devono essere osservate per assicurare la separatezza della funzione di ge-

stione del portafoglio e di gestione del rischio dagli altri compiti potenzialmente confliggenti. A tal riguardo, occorre che: (a) le persone partecipanti alle attività di gestione del portafoglio non partecipano all'esecuzione di attività potenzialmente in conflitto, come le attività di controllo; (b) le persone partecipanti alle attività di gestione del rischio non partecipano all'esecuzione di attività potenzialmente in conflitto, come le attività operative; (c) le persone partecipanti alle funzioni di gestione del rischio non sono controllate dalle persone responsabili dell'esecuzione di attività operative; (d) la separazione è garantita rispetto a tutta la struttura gerarchica del delegato, compreso l'organo di gestione ed è soggetta al controllo dell'organo di gestione e, se esistente, della funzione di sorveglianza del delegato.

2.3 L'individuazione, gestione, monitoraggio e trasparenza dei conflitti d'interesse nella delega di funzioni

L'articolo 80, paragrafo 3 del Regolamento prescrive, altresì, che i potenziali conflitti di interesse si considerano identificati, gestiti, monitorati e comunicati in modo adeguato agli investitori del FIA solo se: (a) il GEFIA garantisce che il delegato adotti tutte le misure ragionevoli per identificare, gestire e monitorare i potenziali conflitti di interesse che potrebbero sorgere tra lui stesso e il GEFIA, il FIA o gli investitori del FIA. Il GEFIA deve garantire che il delegato disponga di procedure corrispondenti a quelle previste dagli articoli 31 a 34 del Regolamento; (b) il GEFIA garantisce che il delegato comunichi i conflitti di interesse potenziali così come le procedure e le misure che deve adottare al fine di gestire tali conflitti di interesse, al GEFIA, il quale li comunica al FIA e agli investitori del FIA in conformità all'articolo 36 del Regolamento.

3. La subdelega

La subdelega delle funzioni è consentita solo ove: (a) il GEFIA abbia fornito il suo previo consenso alla stessa per iscritto; (b) il GEFIA abbia opportunamente informato le autorità competenti del suo Stato membro d'origine prima che decorrano gli effetti degli accordi di subdelega; (c) siano soddisfatte le medesime condizioni previste per il delegato. Qualora il subdelegato deleghi a sua volta una qualsiasi delle funzioni delegategli, si applicano le medesime condizioni previste per la subdelega *mutatis mutandis*.

L'articolo 81 del Regolamento dispone che la subdelega può avere efficacia solo se il GEFIA dimostra di aver dato il suo consenso per iscritto. Non si considera consenso ai sensi del punto a) dell'articolo 20, paragrafo 4, della direttiva AIFM un consenso generico fornito in anticipo. In forza di quanto prescritto nell'articolo 20, paragrafo 4), lettera b), la notifica alle autorità competenti deve contenere i dati del delegato, il nome della competente

autorità presso cui il subdelegato è autorizzato o registrato, le funzioni delegate, i FIA interessati dalla subdelega, una copia del consenso scritto del GEFIA e la data di efficacia prevista per la subdelega.

4. La responsabilità e la *letter-box entity*

La circostanza per cui il GEFIA abbia delegato delle funzioni a un terzo o qualsiasi ulteriore subdelega non pregiudica la responsabilità del GEFIA nei confronti del FIA e dei suoi investitori, né il GEFIA può delegare le sue funzioni in misura tale da non poter più essere considerato, in sostanza, il gestore del FIA o in misura tale da diventare una società fantasma (*letter-box entity*).

A tal riguardo, l'articolo 82 del Regolamento detta le condizioni in presenza delle quali il GEFIA non può più essere considerato quale gestore del FIA, bensì si presenta quale società fantasma. Ciò si verifica quando: (a) il GEFIA non dispone più delle risorse e competenze necessarie per controllare efficacemente i compiti delegati e gestire i rischi connessi con la delega; (b) il GEFIA non ha più il potere di prendere decisioni in settori chiave soggetti alla responsabilità dell'alta dirigenza o di esercitare le funzioni dell'alta dirigenza, in particolare in relazione all'attuazione della politica generale di investimento e delle strategie di investimento; (c) il GEFIA perde i propri diritti contrattuali di indagare, ispezionare, avere accesso o dare istruzioni ai suoi delegati o l'esercizio di tali diritti diventa impossibile in pratica; (d) le funzioni di gestione degli investimenti delegate dal GEFIA superano in misura sostanziale le funzioni di gestione degli investimenti esercitate dal GEFIA stesso. In sede di valutazione della portata della delega, le autorità competenti devono valutare la "struttura della delega nel suo complesso", tenendo conto non solo delle attività gestite nel quadro della delega ma anche dei seguenti criteri qualitativi: (i) dei tipi di attività in cui ha investito il FIA o il GEFIA per conto del FIA e dell'importanza delle attività gestite nel quadro della delega per il profilo di rischio e di rendimento del FIA; (ii) dell'importanza delle attività oggetto della delega per il raggiungimento degli obiettivi di investimento del FIA; (iii) della diversificazione geografica e settoriale degli investimenti del FIA; (iv) del profilo di rischio del FIA; (v) del tipo di strategia di investimento perseguito dal FIA o dal GEFIA per conto del FIA; (vi) dei tipi di compiti delegati rispetto a quelli mantenuti, e (vii) dell'assetto dei delegati e dei loro subdelegati, dell'area geografica in cui operano e della loro struttura societaria, compreso se la delega sia conferita ad un soggetto appartenente allo stesso gruppo societario del GEFIA.

La Commissione è tenuta a sorvegliare la concreta applicazione del principio della *letter-box entity* alla luce degli sviluppi di mercato. Essa deve

altresì riesaminare la situazione dopo due anni e, se necessario, adottare misure appropriate per precisare ulteriormente le condizioni in presenza delle quali possa parlarsi di società fantasma. L'ESMA potrà emanare orientamenti per garantire un'applicazione uniforme delle strutture delle deleghe in tutta l'Unione.

Proposta IX – La delega di funzioni

9.1 Chiarire la portata dell'articolo 20, paragrafo 1, lett. c) della direttiva AIFM nella parte in cui ammette la delega delle funzioni di gestione e del rischio in capo a soggetti diversi "quando tale condizione [ossia il regime di autorizzazione o registrazione del delegato] non può essere soddisfatta" e comunque "previa approvazione da parte delle autorità competenti ...".

9.2 Chiarire la portata dell'articolo 82, paragrafo 1, lettera d), punto (vii) del Regolamento laddove individua, tra i requisiti da considerare per valutare l'estensione della delega, il conferimento della stessa a "soggetti appartenenti al medesimo gruppo del GEFIA". In particolare si chiede di confermare che la delega a "soggetti appartenenti al medesimo gruppo del GEFIA" costituisca un elemento "positivo" ai fini della valutazione dell'ampiezza della delega conferita. In questa prospettiva, pertanto, anche la delega "totalitaria" di cui all'articolo 33 del Regolamento Congiunto Banca d'Italia - CONSOB, conferita a soggetti appartenenti al medesimo gruppo della SGR, dovrebbe considerarsi conforme ai requisiti indicati nell'articolo 82 del Regolamento.

10. LE REGOLE GENERALI DI CONDOTTA

1. I principi generali

La disciplina sulle regole di condotta può dirsi, in generale, corrispondere alla normativa della direttiva UCITS pur discostandosi dalla stessa al fine di tenere conto della specificità dei fondi alternativi con riguardo alle categorie delle attività oggetto d'investimento e alla natura "professionale" degli investitori dei FIA. Con riferimento a quest'ultimo profilo la disciplina in esame può dirsi anche "modellata" sulle corrispondenti previsioni contenute nella direttiva MiFID di 2 livello.

L'articolo 12 della direttiva AIFM individua i principi generali ai quali i GEFIA devono conformarsi nell'esercizio delle proprie attività, stabilendo che i GEFIA: (i) agiscano onestamente, con la diligenza, la cura, la competenza e la correttezza dovute nell'esercizio delle loro attività; (ii) agiscano nel migliore interesse dei FIA o degli investitori dei FIA che gestiscono e dell'integrità del mercato; (iii) dispongano delle risorse e delle procedure necessarie per il corretto svolgimento delle proprie attività e le utilizzino in modo efficace; (iv) adottino tutte le misure ragionevoli per evitare i conflitti di interesse e, quando questi non possono essere evitati, per individuare, gestire e controllare e, se del caso, comunicare tali conflitti di interesse, al fine di evitare che essi incidano negativamente sugli interessi dei FIA e dei loro investitori e di garantire che i FIA che gestiscono siano trattati in modo equo; (v) rispettino tutti gli obblighi regolamentari applicabili all'esercizio delle loro attività in modo da promuovere gli interessi dei FIA o degli investitori dei FIA che gestiscono e l'integrità del mercato; (vi) trattino in modo equo tutti gli investitori dei FIA. A tal riguardo la direttiva dispone che nessun investitore di un FIA abbia un trattamento di favore, a meno che tale trattamento di favore sia previsto nel regolamento o nei documenti costitutivi del FIA pertinente.

Tali principi coincidono, nella sostanza, con quelli contenuti nella direttiva UCITS. A differenza della direttiva UCITS, si rileva che la direttiva AIFM, con riferimento al principio di cui sub vi), prevede la possibilità di accordare un trattamento di favore ai detentori di quote, purché ciò sia previsto nel regolamento o nei documenti costitutivi del FIA pertinente.

2. Il dovere di agire nel migliore interesse del FIA, degli investitori del FIA e di preservare l'integrità del mercato

L'articolo 17 del Regolamento prevede che i GEFIA sono tenuti (i) ad applicare politiche e procedure per prevenire ogni tipo di abuso (come ad esempio, fenomeni di *market timing* e *late trading*) che, secondo ragionevoli previsioni, potrebbero mettere in pericolo la stabilità e l'integrità del mercato e (ii) ad assicurare che ai FIA da esso gestiti e ai rispettivi investitori non vengano imputati costi indebiti (ad esempio, eccessivi costi di negoziazione). Trattasi di disposizione che si pone sostanzialmente in linea con l'articolo 22 della direttiva UCITS di livello 2.

3. La diligenza dovuta

Come specificazione dell'obbligo di agire nel miglior interesse del FIA o degli investitori del FIA, il Regolamento individua taluni doveri di diligenza, modulati in funzione della tipologia di investimento, e dotati, dunque, di maggiore incisività per i casi in cui i GEFIA investano in beni a liquidità limitata e per i casi in cui il gestore debba designare una controparte o un intermediario principale.

L'articolo 18 del Regolamento dispone che i GEFIA devono: (i) applicare un elevato grado di diligenza nella selezione e nel monitoraggio continuo degli investimenti e (ii) assicurare di possedere una conoscenza e una comprensione adeguate alle attività in cui i FIA sono investiti; (iii) istituire, implementare e applicare politiche e procedure scritte in merito alla diligenza dovuta e mettere in atto disposizioni efficaci che assicurino che le decisioni di investimento prese per conto dei FIA siano attuate conformemente agli obiettivi, alla strategia di investimento e, ove applicabile, ai limiti di rischio dei FIA. Tali politiche e procedure di diligenza dovuta devono essere periodicamente riesaminate ed aggiornate. Trattasi di previsioni in linea con quelle della direttiva UCITS di livello 2 (cfr. articolo 23): è da evidenziare, tuttavia, che il par. 4 dell'articolo 23 della direttiva UCITS di livello 2, nella normativa dettata per gli AIFM, è ripreso e sviluppato nella disciplina sulla gestione dei rischi.

3.1 La diligenza dovuta in caso di investimento in attività di liquidità limitata

L'articolo 19 del Regolamento individua alcuni requisiti aggiuntivi per l'ipotesi in cui l'investimento abbia ad oggetto attività di liquidità limitata. In particolare dispone che in tal caso i GEFIA sono tenuti, in aggiunta agli obblighi di cui all'articolo 18 del Regolamento, a: (a) elaborare ed aggiornare periodicamente un piano di attività, coerente con la durata del

FIA e con le condizioni di mercato; (b) ricercare e selezionare le possibili operazioni coerentemente con il piano di cui alla lettera a); (c) valutare le operazioni selezionate tenendo conto delle eventuali opportunità e dei rischi globali connessi, di tutti i fattori giuridici, fiscali, finanziari o di altro tipo che influiscono sul valore, delle risorse umane e materiali e delle strategie, comprese quelle di uscita; (d) effettuare le attività di diligenza dovuta eventualmente connesse alle operazioni prima di provvedere alla loro esecuzione; (e) monitorare il rendimento del FIA rispetto al piano di attività di cui alla lettera a). I GEFIA sono tenuti a conservare le registrazioni riguardanti le attività richiamate nelle lettere da a) ad e), per un periodo di almeno cinque anni.

Tale disciplina risulta assente nella UCITS, ma presente nell'articolo 67 del Regolamento Intermediari, il quale, tuttavia, detta disposizioni riguardanti i fondi di tipo chiuso. Rispetto alla disposizione nazionale, la disciplina contenuta nel Regolamento prevede che: 1) nel valutare le operazioni, i GEFIA sono tenuti a considerare non solo le opportunità e i rischi correlati, ma altresì i fattori legali, fiscali, finanziari, le risorse umane e materiali e le strategie, incluse quelle di uscita; 2) i GEFIA sono tenuti a conservare le registrazioni per almeno cinque anni riguardo alle attività legate a tali investimenti.

3.2 La diligenza dovuta nella selezione e designazione delle controparti e degli intermediari principali

Una dovuta diligenza è richiesta dall'articolo 20 del Regolamento anche per la selezione e designazione delle controparti e degli intermediari principali, sia prima di concludere il contratto, sia successivamente alla stipula, tenuto conto della gamma e della qualità dei loro servizi.

In sede di selezione e designazione di un intermediario principale o delle controparti di un GEFIA o di un FIA in operazioni su strumenti derivati OTC, in operazioni di prestito titoli o in operazioni di vendita con patto di riacquisto, i GEFIA devono assicurare che gli intermediari principali e le controparti rispettino determinate condizioni: (a) siano soggetti ad un'attività di vigilanza costante da parte di un'autorità pubblica; (b) godano di una solida situazione finanziaria (considerando, in tal senso, se l'intermediario principale o la controparte siano soggetti a regolazione prudenziale, inclusi sufficienti requisiti di capitale e una vigilanza efficace); (c) abbiano una struttura organizzativa e risorse necessarie per l'esecuzione dei servizi che devono essere forniti da loro al GEFIA o al FIA.

L'elenco degli intermediari principali selezionati deve essere preventivamente approvato dall'alta dirigenza del GEFIA. In casi eccezionali possono essere designati anche intermediari principali non inclusi nell'elenco, purché in possesso dei citati requisiti e previa approvazione da parte

dell'alta dirigenza. In tali casi il GEFIA deve essere in grado di giustificare le ragioni della scelta e di dimostrare la diligenza dovuta effettuata nella selezione e nel monitoraggio degli intermediari principali che non sono iscritti nell'elenco.

4. L'obbligo di agire in maniera onesta, equa e con le competenze necessarie

Il Regolamento, all'articolo 21, individua le condizioni che devono essere valutate dalle autorità competenti per stabilire se il GEFIA svolge le proprie attività in maniera onesta, equa e con le competenze necessarie. Innanzitutto si richiede, a tal fine, che (i) l'organo di gestione del GEFIA possieda le conoscenze, competenze ed esperienze necessarie per la comprensione delle attività del GEFIA, ed in particolare dei principali rischi legati alle attività e ai beni nei quali il FIA è investito; (ii) i membri dell'organo di gestione impieghino il tempo necessario per svolgere adeguatamente le proprie funzioni nell'ambito del GEFIA; (iii) ogni membro dell'organo di gestione agisca con onestà, integrità ed indipendenza; (iv) il GEFIA impieghi le risorse necessarie nella formazione dei membri dell'organo di gestione.

5. Le risorse

Il Regolamento dispone inoltre, all'articolo 22, che i GEFIA devono impiegare personale provvisto delle qualifiche, delle conoscenze e delle competenze necessarie per assolvere le responsabilità loro attribuite. A tal fine i GEFIA devono tener conto della natura, scala e complessità della loro attività, nonché della natura e della gamma dei servizi prestati e delle attività esercitate nel quadro della loro attività. Tale disposizione si presenta sostanzialmente in linea con l'articolo 5 della direttiva UCITS di livello 2.

6. Il principio di equità di trattamento degli investitori del FIA

L'articolo 23 del Regolamento declina la disposizione generale contenuta nella direttiva AIFM concernente l'equità di trattamento degli investitori del FIA. In particolare la disposizione del Regolamento prevede che il GEFIA è tenuto ad assicurare che le procedure decisionali e la sua struttura organizzativa di cui all'articolo 57 del Regolamento, garantiscano un equo

trattamento degli investitori. Il trattamento preferenziale eventualmente accordato dal GEFIA a uno o più investitori, non deve provocare un danno significativo ad altri investitori. Tuttavia, occorre sottolineare a tal riguardo che, né la direttiva AIFM né il Regolamento, definiscono il contenuto del possibile trattamento di favore, né i criteri per la sua individuazione, ma si limitano a delineare uno specifico regime di trasparenza, il quale risulta fondato oltre che sul regolamento di gestione/atto costitutivo del FIA, altresì su un'apposita informativa che il GEFIA deve, ai sensi dell'articolo 23 della direttiva AIFM, mettere a disposizione degli investitori, prima della sottoscrizione nonché in occasione di ogni modifica rilevante della stessa. La normativa non definisce neanche il concetto stesso di equo trattamento, lasciando alle autorità competenti dei singoli Stati membri la possibilità di riempire di contenuto il principio. La scelta trova la sua motivazione nel fatto che l'applicazione pratica del principio di equo trattamento comporta inevitabilmente l'utilizzo di valutazioni soggettive che tengano in considerazione i fatti e le circostanze concrete dei singoli casi, e che l'introduzione di una definizione comune avrebbe, dunque, indebolito e non rafforzato la protezione degli investitori limitando di fatto l'azione delle autorità di vigilanza (cfr. il *technical advice* dell'ESMA).

7. Gli incentivi

Come ulteriore declinazione delle regole di comportamento viene poi dettata, all'articolo 24 del Regolamento, la disciplina in materia di incentivi. La scelta operata in tal senso dal Regolamento è di applicare le norme in maniera di incentivi a tutte le attività elencate nell'Allegato I della direttiva AIFM – compresa la commercializzazione – anziché soltanto in relazione alle attività di gestione degli investimenti e di amministrazione degli OCVM, come invece è previsto nella direttiva UCITS. Al di là di tale estensione applicativa, la disciplina del Regolamento risulta in linea con la normativa UCITS.

In virtù di tale estensione applicativa delle norme in materia di incentivi, anche la commissione di sottoscrizione pagata dall'investitore al GEFIA e trasferita dal GEFIA all'intermediario per la commercializzazione del FIA, rientra nella disciplina di cui all'articolo 24 del Regolamento. In particolare, la retrocessione della commissione di sottoscrizione all'intermediario dovrà essere resa nota agli investitori in maniera completa, chiara e comprensibile prima della prestazione del servizio, e dovrà essere tale da migliorare la qualità del servizio prestato e da non confliggere con il dovere dell'intermediario di agire in maniera onesta, equa e nel migliore interesse del FIA gestito o degli investitori del FIA (cfr. il *technical advice* dell'ESMA).

8. La gestione degli ordini

Per quanto concerne la gestione degli ordini dei clienti, l'articolo 25 del Regolamento prevede che i GEFIA devono istituire, attuare e applicare procedure e disposizioni che consentono un'esecuzione immediata, equa e rapida degli ordini per conto dei FIA. Come chiarito nel *technical advice* dell'ESMA, ai fini dell'articolo 25 del Regolamento, per "ordini" si intendono quelli di acquisto o vendita di azioni, obbligazioni o derivati in relazione al portafoglio del FIA; devono considerarsi esclusi, invece, gli investimenti effettuati dopo un'estesa negoziazione sui termini dell'accordo (come investimenti in beni immobiliari, in *partnership interest* o in imprese non quotate), in quanto in questi casi non vi sono "ordini" da eseguire.

Le procedure e le disposizioni attuate dai GEFIA devono soddisfare le seguenti condizioni: a) assicurare che gli ordini eseguiti per conto dei FIA siano prontamente ed accuratamente registrati e allocati; b) assicurare l'esecuzione degli ordini dei FIA per il resto comparabili in successione e con prontezza, a meno che le caratteristiche dell'ordine o le condizioni di mercato prevalenti lo rendano impossibile o gli interessi del FIA o degli investitori richiedano di procedere diversamente.

Gli strumenti finanziari, le somme di denaro o altre attività ricevuti per il regolamento degli ordini eseguiti devono essere rapidamente e correttamente trasferiti e registrati sul conto del FIA interessato. I GEFIA non devono fare un uso scorretto delle informazioni relative a ordini pendenti dei FIA e devono adottare tutte le misure ragionevoli per impedire l'uso scorretto di tali informazioni da parte di uno qualsiasi dei suoi soggetti rilevanti. Trattasi di disciplina sostanzialmente in linea con l'articolo 27 della direttiva UCITS di livello 2.

In linea con la normativa UCITS, il Regolamento non prevede l'obbligo, dettato dalla direttiva MiFID, di informare il cliente al dettaglio circa eventuali difficoltà rilevanti che potrebbero influire sulla corretta esecuzione degli ordini; come spiegato dall'ESMA nel *technical advice*, in tale contesto l'equivalente del cliente al dettaglio sarebbe il FIA.

9. Gli obblighi di informativa sull'esecuzione degli ordini di sottoscrizione e di rimborso

L'articolo 26 del Regolamento dispone che qualora i GEFIA eseguano un ordine di sottoscrizione o, se rilevante, un ordine di rimborso, impartito da un investitore, essi devono tempestivamente trasmettere a quest'ultimo un avviso su supporto durevole contenente le informazioni essen-

ziali sull'esecuzione dell'ordine o l'accettazione della sottoscrizione, a seconda dei casi. Ciò non si applica nei casi in cui un altro soggetto sia tenuto a trasmettere all'investitore un avviso di conferma dell'esecuzione dell'ordine e detto avviso contenga le informazioni essenziali. Il GEFIA deve garantire che il terzo rispetti tale obbligo.

Le informazioni essenziali devono includere le seguenti informazioni: a) l'identificativo del GEFIA; b) l'identificativo dell'investitore; c) la data e l'ora del ricevimento dell'ordine; d) la data di esecuzione; e) l'identificativo del FIA; f) Il valore lordo dell'ordine, ivi comprese le commissioni di sottoscrizione o l'importo al netto delle spese di rimborso.

Il GEFIA deve fornire all'investitore, dietro sua richiesta, le informazioni sullo stato dell'ordine o sull'accettazione dell'offerta di sottoscrizione o entrambe, a seconda del caso.

Nel voler rimarcare le differenze rispetto alla disciplina UCITS (cfr. articolo 24 della direttiva UCITS di livello 2), va sottolineato che mentre quest'ultima richiede che l'avviso sia fornito non appena possibile e al più tardi il primo giorno lavorativo successivo all'esecuzione dell'ordine, ai sensi del Regolamento l'avviso deve, seguendo l'impostazione della disciplina MiFID di livello 2, essere fornito "tempestivamente". Analogamente alla disciplina UCITS, il Regolamento dispone invece che l'avviso di rendicontazione non deve essere fornito all'investitore qualora le informazioni sulle operazioni eseguite siano contenute in una conferma che deve essere inviata all'investitore da un altro soggetto. Tuttavia, in aggiunta alla disciplina UCITS, si pone in capo ai GEFIA l'onere di assicurare che il terzo adempia i propri doveri. Meno dettagliato si presenta, altresì, nella disciplina AIFM rispetto a quella UCITS, il contenuto della rendicontazione: il Regolamento non richiede infatti di fornire informazioni circa la natura dell'ordine, il numero delle quote interessate, il valore unitario al quale le quote sono state sottoscritte o rimborsate, la data di valuta di riferimento e la somma totale delle spese e delle commissioni applicate e la responsabilità dell'investitore in relazione al regolamento dell'operazione, compreso il termine per il pagamento o la consegna. In tal modo il Regolamento, pur richiedendo informazioni di maggiore dettaglio rispetto a quanto suggerito nel *technical advice* dell'ESMA seguendo il modello delineato nella disciplina MiFID di livello 2, tiene comunque conto della natura professionale dei detentori di quote di FIA.

10. L'esecuzione delle decisioni di negoziazione per conto del FIA gestito

L'articolo 27 del Regolamento prevede che i GEFIA devono agire nel miglior interesse dei FIA o degli investitori nei FIA che gestiscono quando eseguono

decisioni di negoziazione per conto dei FIA gestiti nel quadro della gestione dei loro portafogli.

Quando i GEFIA acquistano o vendono strumenti finanziari o altre attività per i quali è pertinente l'esecuzione alle condizioni migliori, ai fini di quanto sopra, devono adottare tutte le misure ragionevoli per ottenere il miglior risultato possibile per i FIA che gestiscono o per gli investitori dei FIA tenendo conto del prezzo, delle spese, della rapidità, della probabilità di esecuzione e del regolamento, della dimensione e della natura dell'ordine o di qualsiasi altra considerazione pertinente per l'esecuzione dell'ordine.

L'importanza relativa dei predetti fattori è determinata facendo riferimento ai criteri seguenti: a) gli obiettivi, la politica d'investimento e i rischi specifici del FIA, come indicati nel regolamento o nei documenti costitutivi del FIA, nel prospetto o nella documentazione promozionale del FIA; b) le caratteristiche dell'ordine; c) le caratteristiche degli strumenti finanziari o delle altre attività oggetto dell'ordine; d) le caratteristiche delle sedi di esecuzione alle quali l'ordine può essere diretto.

I GEFIA devono stabilire e attuare disposizioni efficaci per conformarsi agli obblighi di *best execution*. In particolare, i GEFIA devono stabilire per iscritto e attuare una politica di esecuzione che consenta ai FIA e ai loro investitori di ottenere, per gli ordini dei FIA, il miglior risultato possibile, in conformità a quanto previsto nel capoverso precedente.

I GEFIA devono controllare periodicamente l'efficacia delle loro disposizioni e della loro politica in materia di esecuzione degli ordini per individuare le carenze e rimediarevi, laddove appropriato.

I GEFIA devono riesaminare ogni anno la loro politica di esecuzione. Un riesame deve essere anche eseguito ogni volta vi sia una modifica significativa che abbia un'incidenza sulla capacità del GEFIA di continuare a ottenere il miglior risultato possibile per i FIA gestiti.

I GEFIA devono essere in grado di dimostrare di aver eseguito gli ordini per conto del FIA conformemente alla loro politica di esecuzione.

Le regole relative alla politica di esecuzione degli ordini (paragrafi da 2 a 5 dell'articolo 27 del Regolamento) non si applicano nel caso in cui il GEFIA non abbia la possibilità di scegliere tra differenti sedi di esecuzione. In tale ipotesi il GEFIA è tenuto a dimostrare di non avere una possibilità di scelta tra differenti sedi di esecuzione.

Rispetto alla UCITS, il Regolamento prevede dunque testualmente la non applicazione di alcune disposizioni in materia di politica di esecuzione, in

relazione ai beni nei quali gli stessi investono. Ad esempio, nel caso in cui il FIA sia investito in beni immobili, in seguito ad un'estesa contrattazione sui termini dell'accordo, il GEFIA non avrà l'obbligo di applicare tutte le disposizioni dell'articolo 27 del Regolamento, non avendo, in tale ipotesi, la possibilità di scegliere tra differenti sedi di esecuzione.

Il Regolamento non prevede che i GEFIA: (i) ottengano la previa approvazione della società di investimento (per l'ipotesi di eterogestione) per quanto riguarda la politica di esecuzione; (ii) mettano a disposizione dei detentori di quote informazioni adeguate sulla politica di esecuzione messa in atto e su ogni sua modifica rilevante.

11. Il conferimento ad altri soggetti del compito di esecuzione dell'ordine di negoziazione per conto del FIA

L'articolo 28 del Regolamento individua i doveri del gestore nel caso di conferimento ad altri soggetti del compito di esecuzione dell'ordine di negoziazione per conto del FIA. In particolare ogni volta che i GEFIA acquistano o vendono strumenti finanziari o altre attività per i quali è pertinente l'esecuzione alle condizioni migliori, devono agire nel miglior interesse dei FIA che gestiscono o degli investitori del FIA quando trasmettono il compito di esecuzione di ordini per conto dei FIA gestiti ad altri soggetti, nell'ambito della gestione del loro portafoglio.

I GEFIA sono tenuti ad adottare tutte le misure ragionevoli per ottenere il miglior risultato possibile per i FIA o per gli investitori dei FIA, tenuto conto del prezzo, delle spese, della rapidità, della probabilità di esecuzione e del regolamento, della dimensione, della natura dell'ordine o di qualsiasi altra considerazione pertinente per la sua esecuzione. L'importanza relativa di questi fattori è determinata facendo riferimento ai criteri previsti per l'esecuzione di ordini, di cui all'articolo 27, paragrafo 2 del Regolamento.

I GEFIA sono tenuti a istituire, attuare e applicare una politica che consenta loro di rispettare l'obbligo di agire nel miglior interesse dei FIA che gestiscono o dei loro investitori. La politica identifica, per ciascuna categoria di strumenti, i soggetti presso i quali gli ordini possono essere collocati. Il GEFIA può concludere accordi di esecuzione solo se questi sono conformi agli obblighi posti all'articolo 28 del Regolamento. I GEFIA devono mettere a disposizione degli investitori dei FIA gestiti informazioni adeguate sulla politica stabilita e su ogni sua modifica rilevante.

I GEFIA devono monitorare periodicamente l'efficacia della politica stabilita e, in particolare, la qualità dell'esecuzione dei soggetti individuati in detta

politica e, laddove appropriato, pongono rimedio ad eventuali carenze.

I GEFIA devono riesaminare la politica ogni anno. Il riesame deve anche essere effettuato ogni volta si verifichi una modifica rilevante, che influisce sulla capacità del GEFIA di continuare ad ottenere il migliore risultato possibile per i FIA gestiti.

I GEFIA devono essere in grado di dimostrare di aver collocato gli ordini per conto dei FIA conformemente alla politica stabilita ai sensi della presente disciplina.

Le regole relative alla politica di trasmissione degli ordini (paragrafi da 2 a 5 dell'articolo 28 del Regolamento) non si applicano nel caso in cui il GEFIA non abbia la possibilità di scegliere tra differenti sedi di esecuzione. In tale ipotesi il GEFIA è tenuto a dimostrare di non avere possibilità di scelta tra differenti sedi di esecuzione.

Rispetto alla disciplina UCITS (cfr. articolo 26 della direttiva UCITS di livello 2), il Regolamento prevede dunque testualmente la non applicazione di alcune disposizioni sulla politica di trasmissione degli ordini ove il GEFIA non abbia scelta tra differenti sedi di esecuzione.

12. L'aggregazione e allocazione degli ordini di negoziazione

La disciplina sull'aggregazione e allocazione degli ordini di negoziazione, di cui all'articolo 29 del Regolamento, prevede che i GEFIA non possano eseguire gli ordini di un FIA aggregandoli a ordini di un altro FIA, di uno UCITS, di un cliente o a ordini relativi all'investimento dei propri fondi, a meno che siano rispettate le seguenti condizioni: a) deve essere ragionevole attendersi che l'aggregazione degli ordini non vada nel complesso a discapito di uno dei FIA, degli UCITS o dei clienti i cui ordini vengono aggregati; b) deve essere stabilita e applicata una strategia di allocazione degli ordini che preveda, in termini sufficientemente precisi, un'allocazione equa degli ordini aggregati, compreso il modo in cui il volume e il prezzo degli ordini determina le allocazioni e il trattamento delle esecuzioni parziali.

Quando un GEFIA aggrega l'ordine di un FIA con uno o più ordini di altri FIA, UCITS o clienti e l'ordine aggregato viene eseguito parzialmente, il GEFIA deve effettuare l'allocazione delle operazioni connesse conformemente alla sua strategia di allocazione degli ordini.

Quando un GEFIA aggrega operazioni per conto proprio con uno o più ordini di un FIA, UCITS o di altri clienti, non deve effettuare allocazioni delle ope-

razioni connesse secondo modalità pregiudizievoli per il FIA, lo UCITS o per un altro cliente. Quando il GEFIA aggrega un ordine di un FIA, UCITS o di un altro cliente con un'operazione per conto proprio e l'ordine aggregato viene eseguito parzialmente, il GEFIA deve eseguire l'allocazione delle operazioni corrispondenti al FIA, allo UCITS o ad altro cliente in via prioritaria rispetto all'allocazione delle operazioni in conto proprio. Tuttavia, se il GEFIA è in grado di dimostrare al FIA o al cliente, con argomentazioni ragionevoli, che senza l'aggregazione non sarebbe stato in grado di eseguire l'ordine a condizioni altrettanto vantaggiose o non sarebbe stato in grado di eseguirlo affatto, il GEFIA può eseguire l'allocazione dell'operazione per conto proprio proporzionalmente, conformemente alla strategia di cui alla precedente lettera b). Tali previsioni si presentano sostanzialmente in linea con la relativa disciplina UCITS (cfr. articolo 28 della direttiva UCITS di livello 2).

Proposta X – Le regole generali di condotta

10.1 Eliminare il riferimento agli intermediari di elevato “*standing*” previsto nel Regolamento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva al Titolo V, Capitolo III, Sezione II, Paragrafo 1, lettera e) e al Paragrafo 6.6, per la scelta delle controparti per operazioni in strumenti finanziari derivati cd. OTC e per le operazioni di gestione efficiente del portafoglio, inserendo un rinvio ai criteri (per la scelta delle controparti e degli intermediari principali) individuati nell'articolo 20 del Regolamento.

10.2 Prevedere con riferimento all'articolo 19 del Regolamento, che il principio di coerenza (*consistent*) ivi affermato, non venga interpretato in senso restrittivo, tale da esplicitarsi nella definizione di un piano di attività il cui orizzonte temporale sia pari alla durata del fondo, bensì in senso più ampio, richiedendo la coerenza con le strategie di investimento/sviluppo degli *asset*.

11. I CONFLITTI D'INTERESSE

1. I principi generali

La disciplina in tema di conflitti di interesse contenuta nella direttiva AIFM e nel Regolamento presenta punti di contatto con la disciplina UCITS e MiFID, sebbene includa altresì alcuni elementi di novità.

In particolare, in base all'articolo 12 della direttiva AIFM, i GEFIA devono adottare tutte le misure ragionevoli per evitare conflitti di interesse e, qualora questi non possano essere evitati, per identificare, prevenire, gestire e monitorare, e se del caso, comunicare tali conflitti di interesse, al fine di evitare che questi possano incidere negativamente sugli interessi dei FIA e dei relativi investitori e di garantire che i GEFIA trattino i FIA gestiti in modo equo.

La disposizione di cui all'articolo 14 della direttiva AIFM considera i conflitti di interesse intercorrenti tra i seguenti soggetti: a) il GEFIA, compresi la sua alta dirigenza, i dipendenti o qualsiasi persona direttamente o indirettamente legata al GEFIA da una relazione di controllo e il FIA da esso gestito o gli investitori di tale FIA; b) il FIA o gli investitori di detto FIA e un secondo FIA o gli investitori di questo secondo FIA; c) il FIA o gli investitori di detto FIA e un altro cliente del GEFIA; d) il FIA o gli investitori di detto FIA e uno UCITS gestito dal GEFIA o gli investitori di detto UCITS; e) due clienti del GEFIA.

Il GEFIA, inoltre, deve segregare, nell'ambito della propria struttura operativa, i compiti e le responsabilità che possono essere considerati incompatibili tra loro o che possono potenzialmente creare sistematici conflitti di interessi. Il GEFIA deve inoltre valutare se le proprie condizioni di funzionamento possano comportare altri eventuali conflitti di interesse significativi e comunicare detti conflitti agli investitori dei FIA.

Il riferimento all'obbligo di segregazione rappresenta un'esplicitazione rispetto alla disciplina MiFID e UCITS ove manca una specifica disposizione in tal senso; l'informativa agli investitori dei conflitti non sistematici rappresenta, invece, un elemento di novità rispetto alle normative comunitarie richiamate.

Con specifico riguardo ai conflitti di interesse non gestibili, la direttiva AIFM dispone che quando le modalità organizzative adottate dal GEFIA per identificare, prevenire, gestire e monitorare i conflitti di interesse non bastino a garantire, con ragionevole fiducia, che il rischio di ledere gli interessi degli investitori sia evitato, il GEFIA deve - analogamente a quanto previsto dalla MiFID e diversamente da quanto stabilito dalla direttiva UCITS - informare chiaramente gli investitori, prima di agire per loro conto, in ordine alla natura generale o alla fonte dei conflitti di interesse ed elaborare politiche e procedure adeguate.

Nel caso in cui ricorra, per conto di un FIA, ai servizi di un intermediario principale, il GEFIA è tenuto: a stabilire le condizioni in un contratto scritto; ad esplicitare in detto contratto, nel rispetto del regolamento o dei documenti costitutivi del FIA, ogni possibilità di trasferimento e di riutilizzo delle attività del FIA, ed il fatto che il depositario sia informato del contratto stesso; ad agire con la competenza, la cura e la diligenza dovute nella selezione e designazione degli intermediari principali con cui concludere il contratto.

2. I tipi di conflitti d'interesse

La normativa di secondo livello contenuta nel Regolamento, in particolare all'articolo 30, individua, in primo luogo, le tipologie di conflitti di interesse sulle quali insistono gli obblighi di identificazione e gestione.

In particolare, per individuare le tipologie di conflitti di interesse che possono insorgere nel corso della gestione del FIA, il GEFIA deve considerare se il GEFIA stesso, un soggetto rilevante o una persona legata, direttamente o indirettamente al GEFIA da un rapporto di controllo, si trovi in una delle seguenti situazioni: (a) è probabile che realizzi un guadagno finanziario o eviti una perdita finanziaria a spese del FIA o dei suoi investitori; (b) abbia un interesse distinto da quello del FIA nel risultato del servizio prestato o dell'attività eseguita a favore del FIA o dei suoi investitori o di un cliente o dell'operazione effettuata per conto del FIA o di un cliente; (c) abbia un incentivo finanziario o di altra natura a privilegiare: gli interessi di uno UCITS, di un cliente o di un gruppo di clienti o di un altro FIA rispetto agli interessi del FIA oppure gli interessi di un investitore rispetto agli interessi di un altro investitore o di un gruppo di investitori del medesimo FIA; (d) esegua le medesime attività per il FIA e per un altro FIA, uno UCITS o un cliente; (e) riceve o riceverà da una persona diversa dal FIA o dai suoi investitori un incentivo in relazione all'attività di gestione collettiva di portafogli fornite al FIA, sotto forma di denaro, beni o servizi diversi dalle commissioni o dalle competenze normalmente fatturate per tale servizio.

3. La politica di gestione dei conflitti d'interesse

In linea con quanto previsto dalla disciplina UCITS (cfr. articolo 18 della direttiva UCITS di livello 2) e da quella MiFID (cfr. articolo 22(1)-(2) della direttiva MiFID di livello 2), i GEFIA devono istituire, attuare e applicare un'efficace politica di gestione dei conflitti di interesse. La politica deve essere formulata per iscritto e deve essere adeguata alle dimensioni e all'organizzazione del GEFIA e alla natura, alla scala e alla complessità della sua attività. Qualora il GEFIA appartenga a un gruppo, tale politica deve tenere conto anche delle circostanze, di cui il GEFIA è o dovrebbe essere a conoscenza, che potrebbero causare un conflitto di interesse risultante dalla struttura e dalle attività degli altri membri del gruppo.

La politica di gestione dei conflitti di interesse messa in atto deve includere: a) l'individuazione, con riferimento alle attività svolte dal GEFIA o nel suo interesse, ivi incluse le attività svolte da un soggetto delegato, sub-delegato, un valutatore esterno o una controparte, delle circostanze che configurano o potrebbero generare un conflitto di interesse che comporti il rischio significativo di danno agli interessi del FIA o dei suoi investitori; b) le procedure da seguire e le misure da adottare per prevenire, gestire e monitorare tali conflitti.

Rispetto alla corrispondente disciplina UCITS (cfr. articolo 18 della direttiva UCITS di livello 2), l'articolo 31 del Regolamento, con riguardo all'identificazione delle circostanze di conflitto di interesse: (i) fa riferimento, in generale, alle attività svolte dal GEFIA o nel suo interesse, e non esclusivamente all'attività di gestione collettiva; (ii) considera anche le attività svolte da un soggetto delegato, sub-delegato, un valutatore esterno o una controparte. Il Regolamento chiede altresì di includere nella politica di gestione dei conflitti d'interesse le procedure da seguire e le misure da adottare non solo per gestire ma anche per "prevenire e monitorare" i conflitti d'interesse.

4. I conflitti di interesse riguardanti il rimborso degli investimenti

Un elemento di novità, rispetto alla disciplina nazionale e alla normativa UCITS, è la previsione, di cui all'articolo 32 del Regolamento, per cui oggetto della politica di gestione dei conflitti d'interesse dei FIA di tipo aperto sono anche i conflitti che insorgono tra gli investitori che desiderano ottenere il rimborso dei loro investimenti e gli investitori che desiderano mantenere i loro investimenti nel FIA, nonché i conflitti tra l'incentivo del GEFIA ad investire in attività illiquide e la politica di rimborso del FIA conformemente agli obblighi previsti dall'articolo 14, paragrafo 1, della direttiva AIFM.

5. Le procedure e le misure per la prevenzione o la gestione dei conflitti d'interesse

In linea con quanto in tal senso previsto dall'articolo 19 della direttiva UCITS di livello 2 e dall'articolo 22(3) della direttiva MiFID di livello 2, le procedure e le misure, di cui all'articolo 33 del Regolamento, previste per prevenire o gestire i conflitti d'interesse devono essere volte a garantire che i soggetti rilevanti impegnati in varie attività professionali che comportano un rischio di conflitto di interesse svolgano dette attività con un grado di indipendenza appropriato alle dimensioni e alle attività del GEFIA e del gruppo cui esso appartiene e alla significatività del rischio di danno agli interessi del FIA o dei suoi investitori.

Ove necessario e appropriato affinché il GEFIA possa assicurare il grado di indipendenza richiesto, tra le procedure da seguire e le misure da adottare al fine di prevenire o gestire i conflitti d'interesse, rientrano le seguenti: (a) procedure efficaci per impedire o per controllare lo scambio di informazioni tra i soggetti rilevanti impegnati in attività di gestione collettiva di portafogli o altre attività di cui all'articolo 6, paragrafi 2 e 4 della direttiva AIFM che comportino un rischio di conflitto di interesse, quando lo scambio delle informazioni possa ledere gli interessi di uno o più FIA o dei loro investitori; (b) la vigilanza separata dei soggetti rilevanti, le cui principali funzioni implicino l'esercizio di attività di gestione collettiva di portafogli per conto di clienti o investitori o la prestazione di servizi a clienti o investitori, i cui interessi possano entrare in conflitto, o che rappresentino in altro modo interessi diversi che possono entrare in conflitto, ivi compresi quelli del GEFIA; (c) l'eliminazione di ogni legame diretto tra la retribuzione dei soggetti rilevanti impegnati prevalentemente in un'attività e la retribuzione di, o i redditi generati da, altri soggetti rilevanti che esercitano prevalentemente un'altra attività, nel caso in cui possa sorgere un conflitto di interesse in relazione a dette attività; (d) misure miranti a impedire o a limitare l'esercizio da parte di qualsiasi persona di un'influenza indebita sul modo in cui un soggetto rilevante svolge le attività di gestione collettiva di portafogli; (e) misure miranti a impedire o a controllare la partecipazione simultanea o consecutiva di un soggetto rilevante ad attività distinte di gestione collettiva di portafogli o ad altre attività di cui all'articolo 6, paragrafi 2 e 4 della direttiva AIFM, quando tale partecipazione possa nuocere alla gestione corretta dei conflitti di interesse.

Se l'adozione o l'applicazione di una o più tra le suddette misure e procedure non assicura il grado richiesto di indipendenza, i GEFIA devono adottare tutte le misure e procedure alternative o aggiuntive che siano necessarie e appropriate a tali fini.

6. La gestione dei conflitti d'interesse

L'articolo 34 del Regolamento, conformemente a quanto previsto dall'articolo 20 della direttiva UCITS di livello 2, dispone che qualora le disposizioni organizzative o amministrative adottate dal GEFIA non siano sufficienti a prevenire, con ragionevole certezza, i rischi di danni agli interessi del FIA o dei relativi investitori, l'alta dirigenza o un altro organo interno competente del GEFIA deve essere prontamente informato affinché possa adottare ogni decisione o azione necessaria per assicurare che i GEFIA agiscano nel miglior interesse del FIA e dei relativi investitori.

7. Il monitoraggio dei conflitti d'interesse

In linea con quanto disposto nell'articolo 20 della direttiva UCITS di livello 2 e nell'articolo 23 della MiFID di livello 2, ai sensi dell'articolo 35 del Regolamento, il GEFIA è tenuto a mantenere ed aggiornare periodicamente un registro ove riporta i tipi di attività svolti dal GEFIA o per suo conto, per i quali sia sorto o, nel caso di attività in corso, possa sorgere un conflitto di interesse, che comporti il rischio significativo di danno agli interessi di uno o più FIA o dei suoi investitori.

L'alta dirigenza deve ricevere frequentemente, ed almeno annualmente, delle relazioni scritte sulle attività intraprese. Rispetto alla disciplina UCITS (cfr. articolo 20, paragrafo 1 della direttiva UCITS di livello 2), il registro deve riguardare tutti i tipi di attività eseguite da e per conto del GEFIA (e non solo quelle di gestione collettiva) per i quali sia sorto, o nel caso di attività in corso, possa sorgere un conflitto di interesse che rischia di ledere gravemente gli interessi di uno o più FIA o dei suoi investitori. Si prevede, inoltre, che di queste attività venga informata l'alta dirigenza con cadenza almeno annuale.

8. La comunicazione dei conflitti d'interesse

In base all'articolo 36 del Regolamento, le informazioni che devono essere comunicate agli investitori ai sensi dell'articolo 14, paragrafi 1 e 2 della direttiva AIFM devono essere fornite su supporto durevole o tramite sito internet. Qualora le informazioni siano fornite tramite sito internet e non siano indirizzate personalmente all'investitore, è necessario che: (i) l'investitore sia stato informato dell'indirizzo del sito internet e della pagina del sito nella quale reperire le informazioni, ed abbia consentito a ricevere le informazioni tramite sito internet; (ii) le informazioni siano aggiornate; (iii) le informazio-

ni siano accessibili continuamente sul sito internet per il periodo di tempo ragionevolmente necessario all'investitore per consultarle.

9. Le strategie per l'esercizio dei diritti di voto

In linea con l'approccio UCITS (cfr. articolo 21 della direttiva UCITS di livello 2) il Regolamento, all'articolo 37, prevede che il GEFIA deve elaborare strategie adeguate ed efficaci per determinare quando e come vadano esercitati i diritti di voto connessi agli strumenti detenuti nei portafogli dei FIA gestiti ad esclusivo beneficio del FIA e dei suoi investitori.

La strategia definisce misure e procedure per: (a) monitorare le pertinenti operazioni sul capitale; (b) assicurare che i diritti di voto siano esercitati conformemente agli obiettivi e alla politica di investimento del FIA interessato; (c) prevenire o gestire ogni conflitto di interesse risultante dall'esercizio dei diritti di voto.

Una sintesi delle strategie e i dettagli delle misure adottate sulla base di dette strategie sono messe a disposizione degli investitori su loro richiesta.

A differenza della disciplina UCITS (cfr. articolo 21, paragrafo 3 della direttiva UCITS di livello 2) la messa a disposizione della sintesi della strategia è prevista solo a seguito di una specifica richiesta dell'investitore; inoltre la disciplina AIFM non prevede la messa a disposizione "gratuita" dei dettagli delle misure adottate sulla base delle strategie per l'esercizio dei diritti di voto.

Proposta XI - I conflitti d'interesse

11.1 Prevedere un'unica disciplina relativa all'informativa dei conflitti d'interesse "non gestibili" per i gestori di UCITS e i GEFIA, valorizzando le previsioni sul tema contenute nel Regolamento.

11.2 Eliminare dal d.m. 228/99 le previsioni in tema di conflitti d'interesse, essendo la relativa disciplina di competenza della Banca d'Italia e della CONSOB ai sensi dell'articolo 6, comma 2-*bis* del TUF.

12. LA GESTIONE DEL RISCHIO

1. La separazione funzionale e gerarchica della funzione di gestione del rischio

In linea con l'articolo 12 della direttiva UCITS di livello 2, l'articolo 15, paragrafo 1 della direttiva AIFM prevede che i GEFIA debbano dotarsi di una funzione di gestione del rischio che sia funzionalmente e gerarchicamente separata dalle unità operative. Rispetto alla disciplina UCITS si precisa che deve considerarsi compresa nelle unità operative la funzione di gestione del portafoglio.

La separazione funzionale e gerarchica della funzione di gestione del rischio deve essere riesaminata dalle autorità competenti dello Stato membro di origine del GEFIA, alla luce del principio di proporzionalità.

Il GEFIA deve comunque essere sempre in grado di dimostrare che le garanzie (specifiche) adottate contro i conflitti di interesse consentono lo svolgimento indipendente delle attività di gestione del rischio e che il processo di gestione del rischio è coerentemente efficace e soddisfa i requisiti previsti dal suddetto articolo 15.

La normativa di secondo livello, contenuta all'articolo 42 del Regolamento, individua (rispetto alla disciplina UCITS) le circostanze in base alle quali possa ritenersi che la funzione di gestione del rischio sia funzionalmente e gerarchicamente separata dalle unità operative, compresa la funzione di gestione del portafoglio. A tal fine occorre che: (a) le persone partecipanti all'esercizio della funzione di gestione del rischio non siano soggette alla sorveglianza delle persone responsabili delle unità operative, compresa la funzione di gestione del portafoglio del GEFIA; (b) le persone partecipanti all'esercizio della funzione di gestione del rischio non partecipino all'esecuzione di attività all'interno delle unità operative, compresa la funzione di gestione del portafoglio; (c) le persone partecipanti all'esercizio della funzione di gestione del rischio siano retribuite in funzione del raggiungimento degli obiettivi connessi a tale funzione, indipendentemente dai risultati delle unità operative, compresa la funzione di gestione del portafoglio; (d) la retribuzione dei responsabili di alto livello della funzione di gestione del rischio sia direttamente controllata dal comitato per le retribuzioni, se tale comitato è stato istituito.

Tale separazione funzionale e gerarchica della funzione di gestione del rischio deve essere assicurata rispetto a tutta la struttura gerarchica del GEFIA, compreso l'organo di gestione. Essa deve essere controllata dall'organo di gestione e, se esistente, dalla funzione di sorveglianza del GEFIA.

La modalità di applicazione di tali criteri deve essere verificata dalle autorità competenti dello Stato membro di origine del GEFIA, sulla base dei principi dettati nel secondo sub-paragrafo dell'articolo 15, paragrafo 1, secondo comma, della direttiva AIFM.

2. Le garanzie contro i conflitti d'interesse

Ai sensi dell'articolo 43 del Regolamento, le garanzie specifiche contro i conflitti d'interesse (di cui all'articolo 15, paragrafo 1 della direttiva AIFM) devono assicurare che: (a) le decisioni adottate dalla funzione di gestione del rischio siano basate su dati affidabili, soggetti ad un grado appropriato di controllo da parte di tale funzione; (b) la retribuzione di coloro che partecipano all'esercizio della funzione di gestione del rischio rifletta il raggiungimento degli obiettivi connessi a tale funzione, indipendentemente dai risultati conseguiti dai settori dell'impresa in cui operano; (c) la funzione di gestione del rischio sia soggetta ad un controllo appropriato e indipendente, volto a garantire che le decisioni siano prese in modo indipendente; (d) la funzione di gestione del rischio sia rappresentata nell'organo di gestione o nella funzione di sorveglianza, se istituita, almeno con la stessa autorità della funzione di gestione del portafoglio; (e) le funzioni in conflitto siano adeguatamente separate.

Inoltre, ove ciò sia proporzionato in relazione alla natura, scala e complessità del GEFIA, le citate garanzie devono assicurare che: (a) l'esercizio della funzione di gestione del rischio sia controllato periodicamente dalla funzione di *audit* interno o, se quest'ultima non è stata istituita, da una parte esterna nominata dall'organo di gestione; (b) il comitato per il rischio, se istituito, sia dotato di risorse adeguate e i suoi membri non indipendenti non abbiano un'influenza indebita sull'esercizio della funzione di gestione del rischio.

Spetta all'organo di gestione o alla funzione di vigilanza, ove istituita, stabilire le garanzie contro i conflitti d'interesse, controllare periodicamente l'efficacia e adottare tempestivamente misure correttive per rimediare ad eventuali carenze.

3. L'adozione di sistemi di gestione del rischio adeguati

Ai sensi dell'articolo 15, paragrafo 2 della direttiva AIFM i GEFIA devono

organizzare sistemi appropriati di gestione del rischio per individuare, misurare, gestire e monitorare in modo adeguato tutti i rischi inerenti ad ogni strategia di investimento del FIA e ai quali ogni FIA è esposto o può essere esposto. I GEFIA devono riesaminare i sistemi di gestione del rischio con una periodicità appropriata non inferiore a una volta l'anno e li adeguano ove necessario.

Per sistemi di gestione del rischio devono intendersi i sistemi comprendenti elementi rilevanti della struttura organizzativa del GEFIA aventi un ruolo centrale per la funzione permanente di gestione del rischio, politiche e procedure legate alla gestione del rischio rilevante per la strategia di investimento del FIA, e disposizioni, procedure e tecniche riguardanti la misurazione e gestione del rischio impiegati dal GEFIA in relazione a ciascun FIA gestito (articolo 38 del Regolamento).

3.1 I compiti della funzione permanente di gestione del rischio

L'articolo 39 del Regolamento specifica i compiti da attribuirsi alla funzione permanente di gestione del rischio. Ai sensi del Regolamento la funzione di gestione del rischio è tenuta a: (a) attuare politiche e procedure efficaci per individuare, misurare, gestire e monitorare su base continuativa tutti i rischi inerenti alla strategia di investimento di ogni FIA e ai quali ogni FIA è esposto o può essere esposto; (b) assicurare che il profilo di rischio del FIA comunicato agli investitori conformemente all'articolo 23, paragrafo 4, lettera c), della direttiva AIFM, sia conforme ai limiti di rischio fissati conformemente all'articolo 44 del Regolamento; (c) monitorare l'osservanza dei limiti di rischio fissati conformemente all'articolo 44 e ad informare tempestivamente l'organo di gestione e, se esistente, la funzione di sorveglianza del GEFIA quando ritiene che il profilo di rischio del FIA superi tali limiti o vi sia un rischio significativo che li superi in futuro; (d) aggiornare periodicamente l'organo di gestione e, se esistente, la funzione di sorveglianza del GEFIA, con una frequenza adeguata alla natura, alla scala e alla complessità delle attività del FIA o del GEFIA, in merito a quanto segue: (i) la coerenza e la conformità dei limiti di rischio fissati conformemente all'articolo 44 con il profilo di rischio del FIA comunicato agli investitori a norma dell'articolo 23, paragrafo 4, lettera c), della direttiva AIFM; (ii) l'adeguatezza e l'efficacia del processo di gestione del rischio, indicando in particolare se sono state o saranno adottate adeguate misure correttive in caso di carenze riscontrate o previste; (e) aggiornare periodicamente l'alta dirigenza in merito al livello attuale di rischio sostenuto da ogni FIA gestito e ogni violazione effettiva o prevedibile dei limiti di rischio fissati conformemente all'articolo 44, in modo da consentire la pronta adozione di azioni opportune.

Ai fini dello svolgimento dei suoi compiti, la funzione di gestione del rischio deve essere dotata della necessaria autorità e della possibilità di avere accesso a tutte le informazioni necessarie.

3.2 La politica di gestione del rischio

L'articolo 40 del Regolamento individua il contenuto della politica di gestione del rischio, prevedendo che la stessa debba contenere almeno i seguenti elementi: (a) le tecniche, gli strumenti e le disposizioni utilizzati ai fini del rispetto di quanto disposto dall'articolo 45 del Regolamento; (b) le tecniche, gli strumenti e i meccanismi che consentano la valutazione ed il controllo del rischio di liquidità in condizioni di liquidità normali e in condizioni eccezionali, anche attraverso l'uso regolare di prove di stress, in virtù di quanto disposto dall'articolo 48 del Regolamento; (c) l'allocazione delle responsabilità all'interno del GEFIA con riguardo alla gestione del rischio; (d) i limiti all'assunzione di rischi determinati in linea con l'articolo 44 del Regolamento ed una descrizione di come tali limiti siano allineati con il profilo di rischio del FIA per come descritto agli investitori a norma dell'articolo 23, paragrafo 4, lettera c) della direttiva AIFM; (e) i termini, il contenuto, la frequenza e i destinatari degli aggiornamenti periodici da parte della funzione permanente di gestione del rischio di cui all'articolo 39 del Regolamento.

Inoltre la politica di gestione del rischio deve contenere una descrizione delle garanzie specifiche adottate contro i conflitti d'interesse di cui all'articolo 43 del Regolamento. In particolare la politica dovrà contenere: (i) la natura dei potenziali conflitti d'interesse; (ii) le misure correttive poste in atto; (iii) le ragioni per le quali si può ragionevolmente prevedere che tali misure garantiscano l'indipendenza nell'esercizio della funzione di gestione del rischio; (iv) le modalità attraverso le quali il GEFIA prevede di assicurare che le garanzie siano costantemente efficaci.

La politica di gestione del rischio deve essere appropriata alla natura, scala e complessità delle attività del GEFIA e del FIA gestito.

3.3 La valutazione, la sorveglianza e il riesame dei sistemi di gestione del rischio

In virtù dell'articolo 41 del Regolamento, il GEFIA è tenuto a valutare, sorvegliare e riesaminare periodicamente, almeno una volta l'anno: (a) l'adeguatezza e l'efficacia della politica di gestione del rischio e delle disposizioni, delle procedure e delle tecniche di cui all'articolo 45; (b) in che misura il GEFIA rispetta la politica di gestione del rischio e le disposizioni, le procedure e le tecniche di cui all'articolo 45; (c) l'adeguatezza e l'efficacia delle misure adottate per rimediare a eventuali carenze del funzionamento della procedura di gestione del rischio; (d) le prestazioni della funzione di gestione del rischio; (e) l'adeguatezza e l'efficacia delle misure volte a garantire la separazione funzionale e gerarchica della funzione di gestione del rischio conformemente all'articolo 42.

In generale, la frequenza del riesame periodico viene definita dall'alta dirigenza in applicazione del principio di proporzionalità, considerata la natura,

la scala e la complessità dell'attività del GEFIA e del FIA gestito. Il Regolamento individua casi, aggiuntivi rispetto al riesame periodico, in cui i sistemi di gestione del rischio devono essere rivisti. In particolare tali sistemi devono essere riesaminati ogni volta che: (a) siano apportate modifiche significative alle politiche e procedure di gestione del rischio e alle disposizioni, alle procedure e alle tecniche di cui all'articolo 45; (b) eventi interni o esterni indichino che è necessario un riesame aggiuntivo; (c) siano apportate modifiche significative alla strategia e agli obiettivi di investimento del FIA che il GEFIA gestisce.

Il GEFIA deve aggiornare il sistema di gestione del rischio sulla base dei risultati derivanti dal processo di riesame.

Il GEFIA è tenuto a notificare alle autorità competenti del suo Stato membro di origine qualsiasi modifica significativa della politica di gestione del rischio e delle disposizioni, delle procedure e delle tecniche adottate ai sensi di quanto disciplinato dall'articolo 45 del Regolamento.

4. Le regole di condotta nella gestione del rischio

Ai sensi dell'articolo 15, paragrafo 3, lettera a) della direttiva AIFM i GEFIA devono almeno: a) attuare un processo di dovuta diligenza che sia adeguato, documentato e regolarmente aggiornato quando investono per conto del FIA, conformemente alla strategia di investimento, agli obiettivi e al profilo di rischio del FIA; b) assicurare che i rischi associati a ogni posizione di investimento del FIA e il loro effetto complessivo sul portafoglio del FIA possano essere correttamente individuati, misurati, gestiti e monitorati su base continuativa, anche mediante l'uso di opportune procedure di prove di *stress*; c) assicurare che il profilo di rischio del FIA corrisponda alle dimensioni, alla struttura di portafoglio e alle strategie e agli obiettivi di investimento del FIA definiti nel regolamento o nei documenti costitutivi, nel prospetto e nella documentazione promozionale del FIA.

4.1 I criteri per la definizione dei limiti all'assunzione del rischio

L'articolo 44 del Regolamento fissa i limiti all'assunzione del rischio. In particolare prevede che il GEFIA è tenuto a stabilire ed attuare, per ogni FIA gestito, limiti all'assunzione di rischi di natura quantitativa o qualitativa, o entrambi, tenendo conto di tutti i rischi pertinenti, giustificando all'autorità competente il caso in cui siano stati posti solo limiti di natura qualitativa. I limiti di rischio qualitativi e quantitativi per ciascun FIA devono riguardare almeno i seguenti rischi: il rischio di mercato, di credito, di liquidità, di controparte e operativo. Nella definizione dei limiti di rischio, il GEFIA deve tenere in considerazione le strategie e le attività impiegate per ciascun FIA gestito e

le regole nazionali applicabili a ciascuno di questi FIA, e deve assicurare che tali limiti siano allineati al profilo di rischio del FIA per come comunicato agli investitori (ai sensi del punto c) dell'articolo 23, paragrafo 4 della direttiva AIFM) e approvati dall'organo di gestione.

4.2 La misurazione e la gestione del rischio

L'articolo 45 del Regolamento dispone che il GEFIA deve adottare adeguati e efficaci disposizioni, procedure e tecniche al fine di: (a) individuare, misurare, gestire in ogni momento i rischi ai quali i FIA gestiti sono o potrebbero essere esposti; (b) assicurare il rispetto dei limiti stabiliti conformemente all'articolo 44 del Regolamento.

Le disposizioni, le procedure e le tecniche devono essere proporzionate alla natura, alla scala e alla complessità delle attività del GEFIA e di ogni FIA gestito e devono essere conformi con il profilo di rischio del FIA come comunicato agli investitori in virtù del punto c) dell'articolo 23, paragrafo 4 della direttiva AIFM.

Per assolvere tale compito, il GEFIA è tenuto, per ogni FIA gestito a: (a) mettere in atto le disposizioni, le procedure e le tecniche di misurazione del rischio necessarie per garantire che i rischi delle posizioni assunte e il loro contributo al profilo di rischio complessivo siano misurati accuratamente sulla base di dati solidi e affidabili e che le disposizioni, procedure e tecniche di misurazione del rischio siano adeguatamente documentate; (b) effettuare periodicamente verifiche a posteriori al fine di valutare la validità delle disposizioni in materia di misurazione dei rischi che comprendono previsioni e stime basate su modelli; (c) effettuare periodicamente prove di *stress* e analisi di scenari appropriati per tenere conto dei rischi derivanti da possibili variazioni delle condizioni di mercato che potrebbero avere conseguenze negative per il FIA; (d) assicurare che il livello attuale di rischio sia conforme ai limiti di rischio fissati conformemente all'articolo 44; (e) istituire, attuare e mantenere procedure adeguate che, in caso di violazione effettiva o prevista dei limiti di rischio del FIA, consentano l'adozione tempestiva di misure correttive nel miglior interesse degli investitori; (f) garantire che vi siano sistemi e procedure appropriati per la gestione della liquidità nel caso di ciascun FIA, conformemente agli obblighi di cui all'articolo 46.

5. L'individuazione del livello massimo di leva finanziaria

Ai sensi dell'articolo 15, paragrafo 4 della direttiva AIFM, i GEFIA devono fissare il livello massimo di leva finanziaria che possono utilizzare per conto di ogni FIA che gestiscono, nonché la portata del diritto di riutilizzo di garanzie finanziarie o garanzie che potrebbero essere accordate nel qua-

dro di accordi di leva finanziaria, tenendo conto, tra l'altro: a) del tipo di FIA; b) della strategia di investimento del FIA; c) delle fonti della leva finanziaria del FIA; d) di qualsiasi altra interconnessione o relazione pertinente con altri prestatori di servizi finanziari suscettibili di rappresentare un rischio sistemico; e) della necessità di limitare l'esposizione a una singola controparte; f) del grado di "collateralizzazione" della leva finanziaria; g) del rapporto attività/passività; h) del volume, della natura e della portata dell'attività del GEFIA nei mercati interessati.

Proposta XII – La gestione del rischio

12.1 Precisare la portata della disposizione contenuta nell'articolo 43 del Regolamento, in tema di garanzie specifiche contro i conflitti di interesse, laddove prevede che la funzione di gestione del rischio sia "rappresentata" nell'organo di gestione o nella funzione di supervisione, se istituita, "almeno con la stessa autorità della funzione di gestione del portafoglio".

12.2 Esplicitare quale tipologia di modellistica il GEFIA sia chiamato a testare ai sensi dell'articolo 45, paragrafo 3, lettera b) della direttiva AIFM.

12.3 Chiarire, come sembrerebbe, se l'identificazione del livello massimo di leva finanziaria di cui all'articolo 15 della direttiva AIFM comporta l'identificazione di due misure di leva ossia leva derivante dall'esposizione calcolata con il *gross method* e leva derivante dall'esposizione calcolata con il *commitment method*.

13. LA GESTIONE DELLA LIQUIDITÀ

1. I sistemi e le procedure di gestione della liquidità

Carattere di novità presentano, rispetto alla direttiva UCITS, le specifiche disposizioni dettate dalla direttiva AIFM in tema di gestione della liquidità. La finalità principale della disciplina è quella di evitare che il profilo di liquidità degli investimenti non sia conforme alle obbligazioni nei confronti degli investitori, delle controparti, dei creditori e di altre terze parti.

L'articolo 16 della direttiva AIFM stabilisce, pertanto, che, per ciascun FIA gestito diverso da un FIA chiuso che non ricorre alla leva finanziaria, il GEFIA deve impiegare un adeguato sistema di *liquidity management* e adottare procedure che gli consentano di monitorare il rischio di liquidità del FIA e di assicurare che il profilo di liquidità degli investimenti di quest'ultimo sia conforme alle obbligazioni sottostanti.

Ai sensi dell'articolo 47 del Regolamento i sistemi e le procedure per la gestione della liquidità devono garantire almeno che: (a) il GEFIA mantenga nel FIA un livello di liquidità adeguato alle obbligazioni sottostanti, basandosi sulla valutazione della liquidità relativa delle attività del FIA nel mercato, tenuto conto del tempo necessario per la liquidazione e del prezzo o del valore al quale tali attività possono essere liquidate, e della loro sensibilità ad altri rischi o fattori di mercato; (b) il GEFIA monitori il profilo di liquidità del portafoglio di attività del FIA, tenendo conto del contributo marginale di singole attività che potrebbero avere un impatto significativo sulla liquidità e di passività e impegni significativi, potenziali o non, che il FIA potrebbe avere in relazione alle obbligazioni sottostanti. Per queste finalità il GEFIA deve tenere conto del profilo della base di investitori del FIA, in particolare della tipologia di investitori, della dimensione relativa degli investimenti e delle condizioni di rimborso cui tali investimenti sono soggetti; (c) qualora il FIA investa in altri organismi di investimento collettivo in valori mobiliari, il GEFIA monitori l'impostazione adottata dai gestori di tali organismi in materia di gestione della liquidità, anche tramite verifiche periodiche per controllare eventuali modifiche delle disposizioni di rimborso degli organismi di investimento collettivo in cui il FIA investe. Fatto salvo l'articolo 16, paragrafo 1, della direttiva AIFM, l'obbligo non si applica se gli altri organismi di investimento collettivo in cui il FIA investe sono negoziati attivamente in un mercato regolamentato ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 14, della direttiva Mi-

FID o in un mercato equivalente di un paese terzo; (d) il GEFIA attui e mantenga disposizioni e procedure appropriate per la misurazione della liquidità al fine di valutare i rischi quantitativi e qualitativi delle posizioni e degli investimenti previsti aventi un impatto significativo sul profilo di liquidità del portafoglio delle attività del FIA, in modo da poter misurare adeguatamente i loro effetti sul profilo di liquidità globale. Le procedure impiegate devono assicurare che il GEFIA abbia conoscenze appropriate e un'adeguata comprensione della liquidità delle attività in cui il FIA ha investito o intende investire, incluso, se applicabile, del volume delle negoziazioni e della sensibilità dei prezzi e/o dei differenziali lettera-denaro delle singole attività in condizioni di liquidità normali e in condizioni eccezionali; (e) il GEFIA consideri e metta in atto gli strumenti e i meccanismi, compresi i meccanismi speciali, necessari per gestire il rischio di liquidità di ciascun FIA gestito. Il GEFIA deve individuare i tipi di circostanze, sia normali che eccezionali, in cui tali strumenti e meccanismi possono essere utilizzati, tenendo conto dell'equità di trattamento di tutti gli investitori del FIA con riferimento a ciascun FIA gestito. Il GEFIA può utilizzare detti strumenti e meccanismi solo in tali circostanze e se sono state fatte comunicazioni appropriate a norma dell'articolo 108. Quanto contenuto in tale lettera (e) non si applica quando il GEFIA gestisce un FIA di tipo chiuso che ricorre alla leva finanziaria.

Le politiche e le procedure di gestione della liquidità devono essere documentate, riesaminate con periodicità almeno annuale e devono essere aggiornate in caso di modifiche o nuove disposizioni. I GEFIA devono includere nei loro sistemi e nelle loro procedure di gestione della liquidità delle misure appropriate di attivazione di livelli successivi di intervento, per rimediare a carenze di liquidità previste o reali o ad altre situazioni di *stress* del FIA.

L'articolo 48 del Regolamento impone ai GEFIA, ove appropriato, tenendo conto della natura, scala e complessità di ciascun FIA gestito, di attuare e mantenere adeguati limiti alla liquidità o alla illiquidità del FIA che siano conformi alle sue obbligazioni sottostanti, alla sua politica di rimborso e agli obblighi in materia di limiti di rischio quantitativi e qualitativi di cui all'articolo 44 del Regolamento. I GEFIA devono, inoltre, controllare il rispetto di tali limiti ed ove i limiti siano superati o sia possibile che vengano superati, essi devono determinare la linea di condotta richiesta (o necessaria) da intraprendere. Nel determinare tale linea i GEFIA devono tenere in considerazione l'adeguatezza delle politiche e delle procedure di gestione della liquidità, l'appropriatezza del profilo di liquidità delle attività del FIA e l'effetto di livelli atipici di richieste di rimborso.

2. Le prove di *stress*

Ai sensi dell'articolo 16 della direttiva AIFM, Il GEFIA deve inoltre condurre prove di *stress* regolari, in condizioni di liquidità normali ed eccezionali, che

gli permettano di valutare e monitorare coerentemente il rischio di liquidità del FIA, nonché assicurare, per ciascun FIA gestito, che la strategia di investimento, il profilo di liquidità e la politica di rimborso siano tra loro coerenti.

Il Regolamento, all'articolo 48, individua le caratteristiche essenziali di tali prove di *stress* e precisa che le stesse debbano: (a) essere svolte sulla base di informazioni affidabili e aggiornate in termini quantitativi o, laddove ciò non sia appropriato, in termini qualitativi; (b) simulare una carenza di liquidità delle attività del FIA e richieste di rimborso atipiche, laddove appropriato; (c) coprire il rischio di mercato e gli effetti che ne derivano, in particolare sui richiami di margine, i requisiti in materia di garanzie reali o le linee di credito; (d) tenere conto delle sensibilità della valutazione in condizioni di *stress*; (e) essere svolte con una frequenza adeguata alla natura del FIA, tenuto conto della strategia di investimento, del profilo di liquidità, del tipo di investitori e della politica di rimborso del FIA, e almeno una volta all'anno.

Con riferimento al risultato delle prove di *stress* il GEFIA deve agire nel miglior interesse degli investitori.

3. L'allineamento della strategia di investimento, del profilo di liquidità e della politica di rimborso

L'articolo 16 della direttiva AIFM richiede ai GEFIA di assicurarsi che per ogni FIA gestito, la strategia di investimento, il profilo di liquidità e la politica di rimborso siano tra loro allineati. Ai sensi dell'articolo 49 del Regolamento, l'allineamento si considera assicurato se gli investitori hanno la possibilità di ottenere il rimborso dei propri investimenti con modalità che rispettino l'equità di trattamento di tutti gli investitori del FIA e conformemente alla politica di rimborso del FIA e alle sue obbligazioni. Nel valutare l'allineamento della strategia di investimento, del profilo di liquidità e della politica di rimborso il GEFIA deve inoltre avere riguardo all'impatto che i rimborsi possono avere sui prezzi sottostanti o sui differenziali lettera-denaro delle singole attività del FIA.

Proposta XIII – La gestione della liquidità

13.1 Chiarire, come sembrerebbe, che le previsioni in tema di gestione della liquidità, di cui all'articolo 16 della direttiva AIFM, sono richieste per ogni FIA gestito, salvo che questo sia un fondo chiuso che non ricorre alla leva finanziaria.

13.2 Precisare che il termine "ricorrere alla leva finanziaria" significhi utilizzo "effettivo" della leva finanziaria. Pertanto la mera previsione all'interno del regolamento di gestione del FIA della possibilità di ricorrere alla leva finanziaria, senza che vi sia un effettivo uso della stessa, non comporta l'assoggettamento del GEFIA alle previsioni in tema di gestione della liquidità.

14. LE POLITICHE DI REMUNERAZIONE

L'articolo 13 della direttiva AIFM introduce un'apposita disciplina in tema di remunerazione che trae origine dalla Raccomandazione 2009/384/CE della Commissione europea del 30 aprile 2009 sulle politiche retributive nel settore dei servizi finanziari. Tale Raccomandazione costituisce il fondamento sulla base del quale sono state adottate specifiche iniziative di natura normativa a livello comunitario, finalizzate a disciplinare le politiche remunerative anche con riferimento a banche, imprese di investimento e al settore assicurativo.

La disciplina in tema di remunerazione, contenuta nella direttiva AIFM, è articolata in alcuni principi di carattere generale, contenuti nell'articolo 13 e, da indicazioni di dettaglio, riportate nell'Allegato II alla medesima direttiva.

Nello specifico, il citato articolo 13 stabilisce che il GEFIA deve applicare politiche e prassi remunerative che riflettano e promuovano una gestione sana ed efficace del rischio e che non incoraggino un'assunzione di rischi non coerente con i profili di rischio, il regolamento di gestione o l'atto costitutivo dei FIA gestiti. Dette politiche e prassi remunerative riguardano quelle categorie di personale, compresi gli alti dirigenti, i soggetti che assumono il rischio ("*risk takers*"), il personale che svolge funzioni di controllo e qualsiasi dipendente la cui retribuzione complessiva li collochi nella medesima fascia retributiva dell'alta direzione e dei "*risk takers*" e le cui attività professionali abbiano un impatto rilevante sui profili di rischio dei GEFIA o dei FIA gestiti.

Il contenuto delle politiche e delle prassi remunerative in questione deve essere conforme ai principi di cui all'Allegato II della direttiva AIFM; l'applicazione di tali principi è peraltro modulabile in funzione del principio di proporzionalità, sulla base delle concrete caratteristiche del GEFIA e delle relative attività. I principi in discorso devono, infatti, essere implementati secondo modalità e nella misura in cui ciò sia appropriato alle dimensioni e all'organizzazione interna del GEFIA, nonché alla natura, all'ampiezza e alla complessità delle sue attività.

Nello specifico, ai sensi del menzionato Allegato II, i principi in tema di remunerazione attengono ai criteri cui devono essere uniformate le politiche e le prassi remunerative del GEFIA, i soggetti deputati ad adottare ed im-

plementare dette politiche e prassi, la struttura, le componenti e i tempi di erogazione della remunerazione, i principi da seguire in caso di risoluzione anticipata del contratto e con riferimento alla politica pensionistica.

Nell'ambito dei suddetti principi, assume particolare rilievo quello in base al quale, quando la retribuzione è legata ai risultati, l'importo totale della remunerazione è basato su una combinazione delle valutazioni dei risultati del singolo e dell'unità aziendale interessata o del FIA interessato e dei risultati generali del GEFIA; inoltre, si prevede che nella valutazione dei risultati individuali si debba tenere conto di criteri finanziari e non finanziari.

La valutazione dei risultati è eseguita in un quadro pluriennale, appropriato al ciclo di vita del FIA gestito, in modo da assicurare che il processo di valutazione sia basato su risultati a più lungo termine e che il pagamento effettivo delle componenti della remunerazione basate sui risultati sia ripartito per un periodo che tenga conto della politica di rimborso del FIA gestito e dei rischi di investimento ad esso legati.

Le componenti fisse e variabili della remunerazione complessiva devono essere adeguatamente bilanciate e la componente fissa deve rappresentare una parte sufficientemente alta della remunerazione complessiva per consentire l'attuazione di una politica pienamente flessibile in materia di componenti variabili, tra cui la possibilità di non pagare la componente variabile della remunerazione.

Inoltre, in funzione della struttura giuridica del FIA e del regolamento di gestione/atto costitutivo dello stesso, una parte sostanziale, pari ad almeno il 50% di qualsiasi remunerazione variabile, deve consistere in quote o azioni del FIA interessato o in partecipazioni al capitale equivalenti o in strumenti collegati alle azioni o in altri strumenti equivalenti non monetari, a meno che la gestione del FIA rappresenti meno del 50% del portafoglio totale gestito dal GEFIA, nel qual caso il minimo del 50% non si applica. Tali strumenti sono soggetti a un'adeguata politica di mantenimento destinata ad allineare gli incentivi agli interessi del GEFIA, del FIA gestito e dei relativi investitori. Gli Stati membri o le autorità nazionali competenti possono imporre restrizioni sul tipo e sulla configurazione di tali strumenti o vietare, se del caso, alcuni strumenti. Tale principio si applica sia alla parte della componente variabile della retribuzione differita, sia alla parte della componente variabile della retribuzione non differita.

È poi previsto che una parte sostanziale, in ogni caso almeno il 40% della componente variabile della remunerazione, sia differita su un periodo appropriato in considerazione del ciclo di vita e della politica di rimborso del FIA interessato e sia correttamente allineata al tipo di rischi del FIA in questione. Tale periodo è di almeno tre/cinque anni, salvo che il ciclo di vita del FIA

interessato non sia più breve; la remunerazione pagabile secondo meccanismi di differimento è attribuita non più velocemente che pro rata; qualora la componente variabile della remunerazione rappresenti un importo particolarmente elevato, almeno il 60% di tale importo è differito.

In un'ottica prudenziale, si prevede, inoltre, che la remunerazione variabile, compresa la parte differita, è corrisposta o attribuita solo se è sostenibile rispetto alla situazione finanziaria del GEFIA nel suo insieme e giustificata alla luce dei risultati dell'unità aziendale, del FIA e della persona interessati.

Pertanto, la remunerazione variabile complessiva è generalmente ridotta in misura considerevole qualora i risultati del GEFIA o del FIA interessato siano inferiori alle attese o negativi, tenendo conto sia degli incentivi correnti sia delle riduzioni nei versamenti di importi precedentemente acquisiti, anche attraverso dispositivi di *malus* o di restituzione.

I GEFIA che siano significativi per le dimensioni degli stessi o dei FIA gestiti, per la loro organizzazione interna e natura, per la portata e la complessità delle attività svolte devono istituire un comitato per le remunerazioni; detto comitato deve essere istituito in modo tale da consentire allo stesso di esprimere un giudizio competente e indipendente in ordine alle politiche e prassi remunerative e in merito agli incentivi previsti per la gestione del rischio.

L'organo amministrativo, nell'esercizio delle proprie funzioni di supervisione, adotta, sulla base dell'attività preparatoria del comitato per le remunerazioni, le decisioni relative alla remunerazione, comprese quelle che hanno implicazioni per il rischio e per la gestione del rischio del GEFIA o del FIA. I componenti del comitato per le remunerazioni, ivi incluso il relativo presidente, sono esclusivamente amministratori non esecutivi. La remunerazione dei *senior officers* delle funzioni di *risk management* e di *compliance* è direttamente controllata del suddetto comitato.

Ai sensi dell'articolo 22, paragrafo 2. lettere *e*) e *f*) della direttiva AIFM, il GEFIA deve indicare nella relazione annuale almeno le seguenti informazioni sulla remunerazione: (i) gli importi retributivi totali per l'esercizio, suddivisi in retribuzione fissa e variabile, versati dal GEFIA al suo personale e il numero dei beneficiari nonché, se del caso, la commissione di gestione versata dal FIA; (ii) l'importo aggregato delle remunerazioni suddiviso per alta direzione e membri del personale del GEFIA il cui operato abbia un impatto significativo sul profilo di rischio del FIA.

Per promuovere la convergenza tra le autorità di vigilanza nella valutazione delle politiche e prassi retributive, l'articolo 13 della direttiva AIFM attribuisce all'ESMA il compito di assicurare l'esistenza di orientamenti in materia, conformi ai principi di cui all'Allegato II, che tengano altresì in considerazio-

ne la citata Raccomandazione della Commissione europea, nonché le dimensioni del GEFIA e del FIA, la loro organizzazione interna e la natura, la portata e la complessità delle loro attività. In tale contesto, l'ESMA ha pubblicato, lo scorso 11 febbraio, “*Guidelines on sound remuneration policies under the AIFMD*”, in attuazione dell'articolo 13 della direttiva 2011/61/UE. Le Linee Guida dell'ESMA:

(i) individuano le componenti fisse e variabili che costituiscono la remunerazione rilevante ai sensi delle Linee Guida ed alle quali si applicano le specifiche disposizioni;

(ii) individuano le categorie di personale che, in ragione della contribuzione all'assunzione di rischi nell'interesse del GEFIA o dei FIA gestiti, rientrano nella sfera di operatività delle Linee Guida;

(iii) dettano le modalità operative di applicazione del principio di proporzionalità, con riguardo alle differenti tipologie di GEFIA ed alle differenti categorie di personale, individuando le disposizioni specifiche che possono essere oggetto di disapplicazione da parte dei GEFIA e le condizioni per tale disapplicazione;

(iv) forniscono chiarimenti in ordine all'applicazione della disciplina nell'ambito dei GEFIA appartenenti a gruppi bancari e assicurativi, ribadendo il principio di prevalenza della disciplina specifica di settore su quella applicabile alla capogruppo;

(v) chiariscono che la remunerazione variabile deve poter essere ridotta nei casi in cui ciò sia necessario per garantire una “sana situazione finanziaria” del GEFIA;

(vi) specificano gli obblighi in materia di *governance*, volti a disciplinare il processo di sviluppo, approvazione e monitoraggio della politica remunerativa del GEFIA, dettando una disciplina incentrata sul ruolo della *funzione di supervisione* e su quello, eventuale e facoltativo, degli azionisti;

(vii) dettano raccomandazioni specifiche in materia di remunerazione dei membri del *management body*, *governing body* e personale impiegato in funzioni di controllo nonché in relazione alla costituzione, alla composizione, al ruolo ed al funzionamento del comitato remunerazioni ed al ruolo delle funzioni di controllo;

(viii) individuano una serie di obblighi di carattere generale per il personale rilevante finalizzati ad assicurare che la remunerazione sia strutturata in maniera tale da allineare gli interessi del personale con quelli degli investitori e dei FIA gestiti (ad esempio, in tema di benefici pensionistici discrezionali,

“paracadute d’oro”, strumenti di copertura personali);

(ix) precisano le modalità attraverso le quali i GEFIA sono tenuti ad applicare le disposizioni specifiche sull’allineamento al rischio della remunerazione variabile contenute nell’Allegato II della direttiva AIFM, fornendo indicazioni in merito: a) al processo ed ai criteri di misurazione del rischio e delle *performance*; b) al processo di corresponsione e di pagamento della remunerazione;

(x) definiscono le modalità applicative delle previsioni in materia di differimento, mantenimento della remunerazione variabile e corresponsione di parte della stessa in strumenti finanziari, disciplinando altresì le modalità di allineamento *ex post* della remunerazione variabile ai rischi;

(xi) chiariscono la possibilità di esentare dall’obbligo di rispettare gli obblighi in materia di allineamento al rischio della remunerazione variabile, di corresponsione e di pagamento, alcuni GEFIA che adottano particolari strutture remunerative che assicurano di per sé l’allineamento degli interessi del personale con quelli degli investitori;

(xii) specificano alcuni obblighi informativi verso l’esterno che discendono dall’articolo 22 della direttiva AIFM ed alcuni obblighi informativi all’interno del GEFIA finalizzati a rendere trasparenti le politiche remunerative a tutto il personale.

Proposta XIV – Le politiche di remunerazione

14.1 Chiarire che gli obblighi in materia di remunerazione si applicano in linea con il regime transitorio di cui all’articolo 61, paragrafo 1 della direttiva AIFM e che dunque i GEFIA dispongono di un periodo di un anno, a far data dal 22 luglio 2013, per adeguarsi agli stessi. In tal senso depono il testo delle Linee Guida in materia di remunerazioni ai sensi della AIFM, che espressamente prevede: “*These guidelines apply from 22 July 2013, subject to the transitional provision of the AIFMD*” (v. proposta 19.1).

15. GLI OBBLIGHI DI TRASPARENZA

La direttiva AIFM individua tre diverse categorie di obblighi di trasparenza, che attengono rispettivamente alla relazione annuale (articolo 22), all'informativa nei confronti degli investitori (articolo 23) ed agli obblighi di segnalazione alle autorità competenti (articolo 24).

1. La relazione annuale

Nell'ambito degli obblighi di trasparenza contenuti nella direttiva AIFM vengono in considerazione, in primo luogo, gli obblighi aventi ad oggetto la relazione annuale del FIA, disciplinata dall'articolo 22 della direttiva AIFM. A tale riguardo la direttiva stabilisce che il GEFIA debba mettere a disposizione una relazione annuale con riferimento a ciascun FIA UE dallo stesso gestito nonché per ogni FIA, UE e non UE, dallo stesso commercializzato nell'Unione europea, per ogni esercizio, al più tardi sei mesi dalla fine dell'esercizio. La relazione annuale deve essere fornita agli investitori ove questi ultimi ne facciano richiesta e deve essere altresì resa disponibile alle autorità dello Stato membro di origine del GEFIA e, se applicabile, a quelle dello Stato membro di origine del FIA.

Se il FIA è tenuto a pubblicare una relazione finanziaria annuale in conformità della direttiva 2004/109/CE, soltanto le informazioni supplementari di cui al paragrafo 2 dell'articolo 22 devono essere fornite agli investitori su richiesta, separatamente o come parte aggiuntiva della relazione finanziaria annuale. In quest'ultimo caso la relazione finanziaria annuale è pubblicata al più tardi entro quattro mesi dalla fine dell'esercizio.

La relazione annuale comprende almeno i seguenti elementi: a) il bilancio o lo stato patrimoniale; b) il conto dei redditi e delle spese dell'esercizio; c) una relazione sulle attività svolte nell'esercizio; d) eventuali modifiche significative nelle informazioni elencate all'articolo 23 durante l'esercizio su cui verte la relazione; e) gli importi retributivi totali per l'esercizio, suddivisi in retribuzione fissa e variabile, versati dal GEFIA al suo personale e il numero dei beneficiari nonché, se del caso, la commissione di gestione versata dal FIA; f) l'importo aggregato delle remunerazioni suddiviso per alta direzione e membri del personale del GEFIA il cui operato abbia un impatto significativo sul profilo di rischio del FIA.

I dati contabili contenuti nella relazione annuale sono elaborati conformemente alle norme contabili dello Stato membro d'origine del FIA o conformemente alle norme contabili del paese terzo dove il FIA è stabilito e alle norme contabili stabilite nel regolamento o nei documenti costitutivi del FIA.

I dati contabili contenuti nella relazione annuale sono controllati da una o più persone abilitate per legge alla revisione dei conti conformemente alla direttiva 2006/43/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2006, relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati. La relazione di revisione e gli eventuali rilievi sono riprodotti integralmente nella relazione annuale.

In deroga al secondo comma, del paragrafo 3 dell'articolo 22, gli Stati membri possono consentire ai GEFIA che commercializzano FIA non UE di sottoporre le relazioni annuali di tali FIA a una revisione conforme ai principi contabili internazionali vigenti nel paese in cui il FIA ha sede legale.

1.1 I principi generali di redazione

L'articolo 103 del Regolamento individua, anzitutto, i principi generali ai quali deve adeguarsi il GEFIA nella redazione della relazione annuale. In particolare tale norma prescrive che tutte le informazioni riportate nella relazione annuale devono essere presentate in modo da assicurarne la pertinenza, attendibilità, comparabilità e chiarezza; la relazione annuale deve riportare le informazioni di cui gli investitori necessitano riguardo a determinate strutture di FIA.

1.1.1 Il contenuto e il formato del bilancio o stato patrimoniale e del conto dei redditi e delle spese

L'articolo 104 si concentra poi sul contenuto del bilancio o dello stato patrimoniale e sul conto dei redditi e delle spese d'esercizio, dettando un elenco, non esaustivo, di elementi e voci che tali documenti devono contenere.

In particolare il bilancio deve contenere almeno i seguenti elementi e voci:

STATO PATRIMONIALE	CONTO ECONOMICO
<p>Attività: investimenti, liquidità e posizioni di liquidità equivalenti, crediti</p> <p>Passività: debiti, indebitamento, altre passività</p> <p>Patrimonio netto</p>	<p>Proventi: proventi da investimenti (dividendi, interessi, canoni di locazione) utili realizzati, plusvalenze, altri proventi</p> <p>Oneri: consulenza per gli investimenti o commissione di gestione, altri oneri, perdite realizzate, minusvalenze</p> <p>Utile/perdita</p>

L'articolo 104, ai paragrafi da 3 a 7, detta previsioni relative alle modalità di presentazione degli elementi e delle voci contenuti in tali documenti contabili.

In particolare la presentazione, la nomenclatura e la terminologia delle voci devono essere conformi ai principi contabili applicabili e al regolamento del FIA, e devono rispettare il diritto vigente nel luogo di stabilimento del FIA. Tali voci possono essere modificate o ampliate per assicurare il rispetto di quanto disposto dalla disposizione precedente.

Possono essere inseriti altri totali parziali, linee e rubriche quando la loro presentazione serve per illustrare la posizione finanziaria del FIA nel bilancio o stato patrimoniale oppure per illustrare il rendimento finanziario del FIA nel contenuto e nel formato del conto dei redditi e delle spese. Laddove pertinente, informazioni supplementari sono presentate nelle note al bilancio. Scopo delle note è illustrare o disaggregare le voci presentate nei principali documenti di bilancio e ragguagliare sulle voci che non soddisfano i requisiti per esservi inserite.

Ciascuna classe pertinente di voci analoghe deve essere presentata separatamente. Se pertinenti, sono pubblicate singole voci. La pertinenza deve essere valutata in base ai requisiti del quadro contabile adottato.

La presentazione e la classificazione delle voci nel bilancio o stato patrimoniale devono rimanere invariate da un periodo di segnalazione o esercizio all'altro, a meno che non emerga che sarebbe più consona una presentazione o classificazione diversa, ad esempio perché una variazione della strategia di investimento determina modelli commerciali diversi oppure perché un principio contabile impone una presentazione differente.

1.1.2 La relazione sulle attività svolte nell'esercizio

All'articolo 105 del Regolamento sono indicate le informazioni che devono essere riportate nella relazione sulle attività svolte nell'esercizio. In particolare, questa deve includere, almeno: un quadro delle attività di investimento nell'esercizio o periodo e un quadro del portafoglio del FIA a chiusura dell'esercizio o periodo; un quadro del rendimento del FIA nell'esercizio o periodo. Inoltre la sezione deve contenere le informazioni riguardanti eventuali "modifiche significative" nelle informazioni di cui all'articolo 23 della direttiva AIFM (informazioni agli investitori) se non siano già presentate nel bilancio, ed un'equa ed equilibrata analisi delle attività e del rendimento del FIA, comprensiva della descrizione dei principali rischi e investimenti ovvero delle incertezze economiche cui il FIA potrebbe essere esposto.

Per quanto necessario alla comprensione delle attività di investimento o del rendimento del FIA, l'analisi include gli indicatori fondamentali di rendimento, finanziari ed extrafinanziari, pertinenti per il FIA in questione. Le infor-

mazioni riportate nella relazione sono conformi alle disposizioni nazionali vigenti nel luogo di stabilimento del FIA.

Le informazioni riportate nella relazione delle attività svolte nel corso dell'esercizio, devono fare parte della relazione degli amministratori o dei gestori degli investimenti, se è prassi presentarla contestualmente al bilancio del FIA.

E' bene precisare che le informazioni relative alle attività e alle *performance* dell'anno finanziario non sono volte a rendere pubbliche notizie attinenti alle proprietà dei FIA. Pertanto, se si prevede che la pubblicazione di determinate informazioni proprietarie abbia un effetto lesivo, occorre aggregare le informazioni a un livello tale da scongiurare tale effetto, senza inserire, ad esempio, le prestazioni o i dati statistici di una data impresa di investimento o di un dato investimento che possano sfociare nella divulgazione di informazioni proprietarie del FIA (cfr. considerando 126 del Regolamento).

1.1.3 Le eventuali modifiche significative nelle informazioni agli investitori

Con riguardo alla sezione della relazione annuale dedicata alle "modifiche significative" relative alle informazioni agli investitori, di cui all'articolo 23 della direttiva AIFM, il Regolamento, all'articolo 106, specifica, anzitutto, che un'informazione debba considerarsi significativa, ai sensi dell'articolo 22, paragrafo 2, lettera *d*) della direttiva AIFM, ove sussista una probabilità concreta che un investitore ragionevole, venendone a conoscenza, riconsideri il suo investimento nel FIA, tra l'altro perché la modifica potrebbe incidere sulla sua capacità di esercitare i suoi diritti in relazione all'investimento ovvero altrimenti ledere gli interessi di uno o più investitori del FIA.

Per assicurare la conformità all'articolo 22, paragrafo 2, lettera *d*) della direttiva AIFM, il GEFIA deve valutare le modifiche delle informazioni di cui all'articolo 23 della medesima direttiva nel corso dell'esercizio.

Le informazioni devono essere divulgate nel rispetto dei requisiti imposti dai principi e dalle norme contabili adottati dal FIA e sono corredate di una descrizione dei loro effetti potenziali o previsti sul FIA e/o sui suoi investitori.

Informazioni supplementari devono essere divulgate nel caso in cui il rispetto dei requisiti specifici imposti dai principi e dalle norme contabili può risultare insufficiente a spiegare agli investitori gli effetti della modifica.

Laddove le informazioni da divulgare non sono contemplate dai principi o dalle norme contabili applicabili al FIA, deve essere fornita una descrizione della modifica significativa, corredata di una descrizione dei suoi effetti potenziali o previsti sul FIA e/o sui suoi investitori.

1.1.4 Le informazioni sulle retribuzioni

Il Regolamento detta poi, all'articolo 107, previsioni maggiormente puntuali per quanto attiene all'informativa in materia di retribuzioni di cui all'articolo 22, lettera e) della direttiva AIFM. Ed infatti la disciplina di dettaglio dispone che, nell'informativa sulle retribuzioni, deve essere specificato a quali delle seguenti alternative, la retribuzione complessiva si riferisce: a) alla retribuzione complessiva di tutto il personale del GEFIA, con indicazione del numero dei beneficiari; b) alla retribuzione complessiva del personale del GEFIA occupato, in tutto o in parte, nelle attività del FIA, con indicazione del numero di beneficiari; c) alla parte della retribuzione complessiva del personale del GEFIA riconducibile al FIA, con indicazione del numero di beneficiari. Se pertinente la retribuzione complessiva per l'esercizio deve indicare anche la commissione di gestione versata dal FIA.

Nei casi in cui la retribuzione è presentata a livello di GEFIA, occorre comunicare informazioni più particolareggiate sotto forma di parte o suddivisione dell'importo totale delle retribuzioni riconducibile al FIA in questione, nella misura in cui il dato è disponibile o facilmente accessibile. In tale ambito è divulgata una descrizione delle modalità con cui la parte o suddivisione è stata definita. Si può a tal fine comunicare l'importo totale delle retribuzioni scindendolo in componenti fisse e variabili, dichiarando che il dato complessivo riguarda l'intero GEFIA e non il FIA, indicando il numero di fondi FIA e OICVM gestiti dal GEFIA e le attività totali di tali FIA e OICVM gestite, illustrando nelle linee generali la politica retributiva e precisando dove gli investitori possono reperire, a richiesta, la politica retributiva integrale del GEFIA (cfr. considerando 127 del Regolamento).

L'articolo 107 del Regolamento prescrive inoltre il dovere del GEFIA di fornire informazioni generali circa i criteri, finanziari ed extrafinanziari, delle politiche e pratiche retributive applicate alle pertinenti categorie di personale, in modo che gli investitori possano valutare gli incentivi previsti. In linea con i principi stabiliti nell'Allegato II della direttiva AIFM i GEFIA devono divulgare almeno le informazioni necessarie per specificare il profilo di rischio del FIA e le misure adottate per evitare o gestire i conflitti d'interesse.

2. Le informazioni agli investitori

La direttiva AIFM prevede un livello minimo di informazioni a favore degli investitori professionali, su base precontrattuale e periodica, così da assicurare un livello adeguato di conoscenza da parte degli investitori.

2.1 Le informazioni precontrattuali

La direttiva AIFM prescrive, all'articolo 23, che per ciascuno dei FIA UE che gestiscono e per ciascuno dei FIA che commercializzano nell'Unione, i

GEFIA devono mettere a disposizione degli investitori del FIA, conformemente al regolamento o ai documenti costitutivi del FIA, le seguenti informazioni prima che questi investano nel fondo, nonché ogni relativa modifica significativa: (a) una descrizione della strategia e degli obiettivi di investimento del FIA, informazioni su dove il FIA di destinazione è stabilito e su dove sono stabiliti i fondi sottostanti se il FIA è un fondo di fondi, una descrizione dei tipi di attività in cui il fondo può investire, le tecniche che può utilizzare e tutti i rischi associati, ogni eventuale restrizione all'investimento applicabile, le circostanze in cui il FIA può utilizzare la leva finanziaria, i tipi e le fonti di leva finanziaria autorizzati e i rischi associati, ogni eventuale restrizione all'utilizzo della leva finanziaria e tutte le disposizioni relative al riutilizzo di garanzie finanziarie e di attività, nonché il livello massimo di leva finanziaria che il GEFIA è autorizzato ad utilizzare per conto del FIA; (b) una descrizione delle procedure secondo le quali il FIA può cambiare la sua strategia di investimento o la sua politica di investimento, o entrambe; (c) una descrizione delle principali implicazioni giuridiche del rapporto contrattuale stabilito ai fini dell'investimento, comprese le informazioni sulla giurisdizione, la legge applicabile e l'eventuale esistenza di strumenti giuridici che prevedano il riconoscimento e l'esecuzione delle sentenze sul territorio in cui è stabilito il FIA; (d) l'identità del GEFIA, del depositario del FIA, del revisore e di ogni altro prestatore di servizi, nonché una descrizione dei loro doveri e dei diritti degli investitori; (e) una descrizione del modo in cui il GEFIA soddisfa i requisiti di cui all'articolo 9, paragrafo 7; (f) una descrizione di qualsiasi funzione di gestione delegata di cui all'Allegato I da parte del GEFIA e di ogni funzione di custodia delegata dal depositario, l'identificazione del delegato e informazioni circa eventuali conflitti di interesse che possono derivare da tali deleghe; (g) una descrizione della procedura di valutazione del FIA e della metodologia di determinazione del prezzo per la valutazione delle attività, ivi compresi i metodi utilizzati per valutare le attività difficili da valutare conformemente all'articolo 19; (h) una descrizione della gestione del rischio di liquidità del FIA, inclusi i diritti di rimborso in circostanze normali e in circostanze eccezionali e gli accordi esistenti con gli investitori in materia di rimborso; (i) una descrizione di tutte le commissioni, i costi e le spese e dei loro importi massimi, sostenuti direttamente o indirettamente dagli investitori; (j) una descrizione del modo in cui il GEFIA garantisce l'equità di trattamento degli investitori e, quando un investitore ottiene un trattamento preferenziale o il diritto di ottenere un trattamento preferenziale, una descrizione del trattamento preferenziale, il tipo di investitori che ottengono tale trattamento preferenziale nonché, ove pertinente, i loro legami giuridici o economici con il FIA o il GEFIA; (k) l'ultima relazione annuale di cui all'articolo 22; (l) la procedura e le condizioni per l'emissione e la vendita di quote o azioni; (m) l'ultimo valore patrimoniale netto del FIA o l'ultimo prezzo di mercato della quota o azione del fondo, conformemente all'articolo 19; (n) ove disponibile, il rendimento storico del FIA; (o) l'identità dell'intermediario principale e una descrizione di tutte le disposizioni significative del FIA con

i suoi intermediari principali e il modo in cui sono gestiti i relativi conflitti di interesse e la clausola contenuta nel contratto con il depositario relativa alla possibilità di trasferire e riutilizzare le attività del FIA e informazioni su qualsiasi trasferimento di responsabilità all'eventuale intermediario principale; (p) una descrizione di come e quando saranno divulgate le informazioni richieste a norma dei paragrafi 4 e 5.

Il GEFIA deve informare gli investitori prima che investano nel FIA in merito a eventuali disposizioni adottate dal depositario per essere esonerato contrattualmente dalla responsabilità conformemente all'articolo 21, paragrafo 13. Il GEFIA deve informare inoltre senza indugio gli investitori circa eventuali modifiche in relazione alla responsabilità del depositario.

Quando il FIA è tenuto a pubblicare un prospetto in conformità della direttiva 2003/71/CE o in conformità del diritto nazionale, soltanto le informazioni di cui ai paragrafi 1 e 2 che sono supplementari rispetto a quelle contenute nel prospetto devono essere divulgate separatamente o come informazioni supplementari nel prospetto.

2.2 Le informazioni periodiche

La direttiva detta inoltre, all'articolo 23, paragrafo 4, il contenuto delle informazioni da fornire "periodicamente" agli investitori. In particolare si prevede che per ciascun FIA UE gestito e FIA UE e non UE commercializzato nell'Unione europea, il GEFIA deve periodicamente comunicare agli investitori: (i) la percentuale di attività del FIA oggetto di disposizioni speciali in relazione alla natura illiquida delle medesime attività; (ii) qualsiasi nuova misura adottata per la gestione della liquidità del FIA; (iii) l'attuale profilo di rischio del FIA e i sistemi di gestione dei rischi impiegati dal GEFIA per gestire tali rischi.

Ai sensi dell'articolo 108 del Regolamento le informazioni periodiche devono essere presentate in modo chiaro e comprensibile.

2.2.1 Le informazioni sulla percentuale di attività del FIA oggetto di meccanismi o disposizioni speciali

L'articolo 1 del Regolamento definisce anzitutto i meccanismi speciali come: "meccanismo, applicato in conseguenza diretta della natura illiquida delle attività del FIA, che influisce sui diritti di rimborso specifici degli investitori in un tipo di quote o azioni del FIA; si tratta di un meccanismo *ad hoc* o separato dai diritti di rimborso generali degli investitori".

I GEFIA quando forniscono la percentuale di attività del FIA oggetto di disposizioni o meccanismi speciali a causa della loro natura illiquida, sono tenuti a presentare un quadro dei meccanismi speciali applicati, specificando se si configurano come fondi istituiti per lo smobilizzo delle attività illiquide (*side pockets*), soglie per la dilazione del rimborso (*gates*) o altro meccanismo

analogo, e indicando la metodologia di valutazione applicata alle attività che ne sono oggetto e le modalità con cui le spese di gestione e le commissioni legate al rendimento si applicano loro (articolo 108, paragrafo 2).

La semplice “sospensione” non deve considerarsi quale meccanismo speciale di gestione della liquidità giacché la stessa si applica a tutte le attività del FIA e a tutti gli investitori. Dovranno, invece, considerarsi speciali, e dunque soggetti agli obblighi informativi, quei meccanismi di gestione della liquidità che producono risultati simili ai *side pockets* (cfr. il *technical advice* dell’ESMA).

L’articolo 108, paragrafo 2, lettera b) prevede che la comunicazione della suddetta informativa debba avvenire nell’ambito della relazione periodica del FIA agli investitori effettuate secondo quanto previsto nel regolamento o nei documenti costitutivi del FIA ovvero contestualmente al prospetto o alla documentazione promozionale e comunque, come minimo, quando è messa a disposizione la relazione annuale di cui all’articolo 22, paragrafo 1, della direttiva AIFM. Al fine di semplificare gli oneri amministrativi per il GEFIA, il Regolamento precisa che la percentuale delle attività del FIA soggette ai meccanismi speciali deve essere calcolata dividendo il valore netto per il valore patrimoniale netto del FIA. Il valore delle attività trasferite ad un *side pocket* deve essere calcolato al momento del trasferimento moltiplicando il numero di quote o azioni trasferite per il prezzo unitario delle stesse. La base della valutazione deve essere comunicata in maniera chiara in tutte le circostanze, con l’indicazione della data della valutazione (cfr. il *technical advice* dell’ESMA).

2.2.2 L’informativa in ordine a qualsiasi nuova misura adottata per la gestione della liquidità del FIA

Per qualsiasi nuova misura adottata per gestire la liquidità del FIA, il GEFIA è tenuto: (i) per ogni FIA che gestisce (che non sia un FIA chiuso che non faccia ricorso alla leva), a comunicare agli investitori le modifiche dei sistemi e procedure di gestione della liquidità cui si riferisce l’articolo 16, paragrafo 1, della direttiva AIFM considerate significative ai sensi dell’articolo 106, paragrafo 1; (ii) a comunicare immediatamente agli investitori se decide di attivare soglie per la dilazione del rimborso, fondi istituiti per lo smobilizzo delle attività illiquide o analoghi meccanismi speciali ovvero se decide la sospensione dei rimborsi; (iii) a fornire un quadro delle modifiche delle disposizioni inerenti alla liquidità siano esse meccanismi speciali o no. L’informativa deve inoltre contenere, se pertinenti, le condizioni a cui il rimborso è permesso e le circostanze nelle quali si applica la discrezionalità del gestore. Inoltre l’informativa deve includere le restrizioni di voto o di altro tipo che possono essere esercitate, la durata dei periodi di *lock-up* ovvero le disposizioni sull’ordine di precedenza nei rimborsi o sul calcolo proporzionale relativamente alle soglie per la dilazione del rimborso e alle sospensioni.

2.2.3 L'informativa sull'attuale profilo di rischio del FIA e sui sistemi di gestione dei rischi utilizzati dal GEFIA per gestire tali rischi

Con riguardo all'informativa concernente il profilo di rischio del FIA, l'articolo 108, paragrafo 4 del Regolamento precisa che la stessa deve indicare: a) le misure per appurare la sensibilità del portafoglio del FIA ai principali rischi sostanziali cui il FIA è o potrebbe essere esposto; b) se i limiti di rischio fissati dal GEFIA sono stati superati o rischiano di esserlo e, se il superamento è avvenuto, la descrizione delle circostanze e le misure correttive adottate. Tali informazioni devono essere comunicate nell'ambito della relazione periodica del FIA agli investitori, secondo quanto previsto dal regolamento o dai documenti costitutivi del FIA, ovvero contestualmente al prospetto o alla documentazione promozionale, e comunque, come minimo, quando è messa a disposizione la relazione annuale a norma dell'articolo 22, paragrafo 1, della direttiva AIFM.

Per quanto concerne poi i sistemi di gestione del rischio, l'articolo 108, paragrafo 5 del Regolamento precisa che il GEFIA è tenuto ad illustrare le caratteristiche principali dei sistemi di gestione del rischio utilizzati dal GEFIA riguardo ai rischi cui ciascun FIA gestito è o può essere esposto. In caso di modifica l'informativa deve includere le informazioni relative ad essa e al previsto effetto sul FIA e i suoi investitori. Tali informazioni devono essere comunicate nell'ambito della relazione periodica del FIA agli investitori, secondo quanto previsto nel regolamento o dai documenti costitutivi del FIA, ovvero contestualmente al prospetto o alla documentazione promozionale, e comunque, come minimo, quando è messa a disposizione o pubblicata la relazione annuale a norma dell'articolo 22, paragrafo 1, della direttiva AIFM.

In considerazione della presenza di differenti tipologie di FIA, le suddette informazioni devono essere fornite in maniera adatta alle strategie di investimento e alle classi di beni pertinenti a ciascun FIA (cfr. il *technical advice* dell'ESMA).

2.3. Le informazioni periodiche per i GEFIA di FIA che ricorrono alla leva finanziaria

La direttiva, all'articolo 23, paragrafo 5, fa riferimento alle informazioni periodiche che i GEFIA che gestiscono FIA UE ricorrendo alla leva finanziaria o che commercializzano FIA nell'Unione ricorrendo alla leva finanziaria, devono divulgare periodicamente per ciascuno di tali fondi: a) eventuali modifiche al livello massimo della leva finanziaria che il GEFIA può utilizzare per conto del FIA nonché ogni diritto di riutilizzo di garanzie finanziarie o ogni garanzia accordata nel quadro di accordi di leva finanziaria; b) l'importo totale della leva finanziaria utilizzata da tale FIA.

A tal riguardo, innanzitutto, così come previsto per le altre informazioni periodiche, l'articolo 109 del Regolamento dispone che queste devono essere fornite in modo chiaro e comprensibile.

2.3.1 L'informativa sulle modifiche al livello massimo della leva finanziaria

Le informazioni sulle modifiche al livello massimo della leva finanziaria, calcolato con il metodo lordo e con il metodo degli impegni, e l'eventuale diritto di riutilizzare le garanzie reali o di altro tipo, nel quadro di accordi di leva finanziaria, devono essere comunicate "senza indebito ritardo" e devono riportare: (i) il livello massimo di leva finanziaria originario e quello riveduto, calcolati a norma degli articoli 7 e 8 del Regolamento, laddove il livello di leva finanziaria è calcolato dividendo la pertinente esposizione per il valore patrimoniale netto del FIA; (ii) la natura dei diritti di riutilizzo della garanzia reale concessi; (iii) la natura delle garanzie concesse; (iv) informazioni sugli eventuali cambiamenti di prestatori di servizi relativi ad una delle precedenti voci.

2.3.2 L'informativa sull'importo totale della leva finanziaria utilizzata

L'informativa sull'importo totale della leva finanziaria utilizzata da tale FIA, calcolato con il metodo lordo e con il metodo degli impegni, sono comunicate nell'ambito della relazione periodica del FIA agli investitori, secondo quanto previsto nel regolamento o nei documenti costitutivi del FIA, ovvero contestualmente al prospetto o alla documentazione promozionale, e comunque, come minimo, quando è messa a disposizione la relazione annuale a norma dell'articolo 22, paragrafo 1, della direttiva AIFM.

3. Gli obblighi di segnalazione alle autorità competenti¹⁴

Per garantire l'efficienza della vigilanza sulle attività dei GEFIA, questi sono tenuti a comunicare alle autorità competenti del suo Stato membro di origine le informazioni contenute nell'articolo 24 della direttiva AIFM.

3.1 Le informazioni sui principali mercati e strumenti

In base al combinato disposto dell'articolo 3, paragrafo 3 e dell'articolo 24, paragrafo 1, della direttiva AIFM, i GEFIA esentati dall'applicazione della direttiva AIFM devono fornire periodicamente alle autorità competenti del loro

¹⁴ Nel *Consultation Paper* avente ad oggetto "*Guidelines on reporting obligations under Article 3 and Article 24 of the AIFMD*", l'ESMA ha elaborato le Linee Guida che forniscono ulteriori chiarimenti, tra l'altro, sui seguenti profili: (i) la frequenza e la periodicità della segnalazione; (ii) la procedura da adottare in caso di variazione della frequenza di segnalazione; (iii) le modalità di segnalazione in caso di fondi *master-feeder* e fondi multicomparto; (iv) i codici da utilizzare per l'identificazione di un GEFIA e di un FIA; (v) le modalità di identificazione dei principali strumenti e mercati in cui il GEFIA negozia per conto dei FIA gestiti; (vi) l'identificazione delle strategie di investimento; (vii) l'identificazione delle esposizioni principali e delle concentrazioni più importanti; (viii) l'identificazione degli strumenti trattati e delle singole esposizioni; (ix) il profilo di rischio del FIA. Inoltre, nel *Consultation Paper* concernente "*AIFM reporting XSD schema and samples*", l'ESMA ha ritenuto utile definire un formato standardizzato attraverso il quale trasmettere le suddette informazioni alle Autorità nazionali competenti, così da facilitare lo scambio di informazioni tra le Autorità competenti, ai sensi degli articoli 25 e 53 della direttiva AIFM.

Stato membro d'origine informazioni sui principali "strumenti" in cui negoziano e sulle principali esposizioni e più importanti concentrazioni dei FIA che gestiscono al fine di consentire alle autorità competenti di monitorare efficacemente il rischio sistemico.

I GEFIA, che rientrano nell'ambito di applicazione della direttiva AIFM, devono comunicare regolarmente alle autorità competenti del proprio Stato membro d'origine informazioni sui principali "mercati e strumenti" in cui lo stesso negozia per conto dei FIA che gestisce. Essi devono fornire informazioni sui principali strumenti in cui negozia, sui mercati di cui sono membri o in cui negoziano attivamente e sulle principali esposizioni e sulle concentrazioni più importanti di ogni FIA che gestiscono.

Al fine di conformarsi a tali obblighi, l'articolo 110 del Regolamento prescrive che il GEFIA è tenuto ad indicare: (a) i principali strumenti in cui negozia, compresa la suddivisione fra strumenti finanziari ed altre attività, e strategie di investimento del FIA con la relativa concentrazione geografica e settoriale; (b) i mercati di cui è membro o in cui negozia attivamente; (c) la diversificazione del portafoglio del FIA, comprese, ma non esclusivamente, le esposizioni principali e le concentrazioni più importanti. Le informazioni devono essere comunicate al più presto, e comunque trascorso non oltre un mese dalla fine del periodo di cui al paragrafo 3 dell'articolo 110 del Regolamento. Laddove il FIA è un fondo di fondi, il GEFIA può prorogare detto periodo di quindici giorni.

3.2 Le ulteriori informazioni

Ai sensi dell'articolo 24, paragrafo 2, il GEFIA, per ogni FIA UE che gestisce e per ogni FIA che commercializza nell'Unione, deve anche fornire alle autorità competenti del suo Stato membro d'origine quanto segue: (i) la percentuale delle attività del FIA soggette alle disposizioni o ai meccanismi speciali a causa della loro natura illiquida; (ii) qualsiasi nuova misura adottata per gestire la liquidità del FIA; (iii) il profilo di rischio attuale del FIA e i sistemi di gestione dei rischi utilizzati dal GEFIA per gestire il rischio di mercato, il rischio di liquidità, il rischio di controparte e altri rischi incluso il rischio operativo; (iv) informazioni sulle principali categorie di attività in cui il FIA ha investito, compresi il corrispondente valore di mercato delle posizioni corte e lunghe, il volume degli scambi e il rendimento nel periodo di segnalazione; e (v) i risultati delle prove di *stress* eseguite in conformità dell'articolo sulla gestione dei rischi e della liquidità.

Per quanto concerne l'informativa avente ad oggetto il "profilo di rischio attuale del FIA", il Regolamento prescrive, all'articolo 110, paragrafo 2, che il GEFIA deve indicare: (a) il profilo di rischio di mercato degli investimenti del FIA, compresi gli utili previsti e la volatilità del FIA in condizioni normali di mercato; (b) il profilo di liquidità degli investimenti del FIA, compreso quello delle sue attività, il profilo delle condizioni di rimborso e le condizioni del finanziamento fornito al FIA dalle controparti.

3.3 La frequenza delle comunicazioni

Il Regolamento detta, inoltre, all'articolo 110, paragrafo 3, previsioni sulla frequenza con la quale devono essere effettuate le comunicazioni delle informazioni indicate ai paragrafi 3.1 e 3.2.

Le informazioni indicate nel suddetto paragrafo 3.1 devono essere comunicate trascorso non oltre un mese dalla fine del periodo di cui al paragrafo 3, dell'articolo 110 del Regolamento. Laddove il FIA è un fondo di fondi il GEFIA può prorogare detto periodo di 15 giorni.

Nel dettaglio, l'articolo 110, paragrafo 3 del Regolamento, prevede che le informazioni di cui ai paragrafi 3.1 e 3.2 devono essere segnalate: a) a cadenza semestrale, dai GEFIA che gestiscono portafogli di FIA per un totale di attività gestite, calcolato a norma dell'articolo 2 del Regolamento, superiore alle soglie di 100 milioni di euro o di 500 milioni di euro nel caso di fondi che non ricorrono alla leva finanziaria e non prevedono il diritto di rimborso esercitabile per un periodo di cinque anni a decorrere dalla data di investimento iniziale in ciascun FIA, ma non superiore a 1 miliardo di euro per ciascun FIA UE gestito e per ciascun FIA UE commercializzato nell'Unione; b) a cadenza trimestrale, dai GEFIA che gestiscono portafogli di FIA per un totale di attività gestite, calcolato a norma dell'articolo 2 del Regolamento, superiore a 1 miliardo di euro per ciascun FIA UE gestito e per ciascun FIA UE commercializzato nell'Unione, oppure che gestiscano FIA il cui totale delle attività gestite, comprese quelle acquisite mediante la leva finanziaria, è superiore a 500 milioni di euro, per detto FIA; c) a cadenza annuale, infine, dai GEFIA per ciascun FIA gestito che non ricorre alla leva finanziaria e che, in base alla propria politica d'investimento fondamentale, investe in società ed emittenti non quotati per acquisirne il controllo.

In deroga a quanto sopra riportato, il paragrafo 4 dell'articolo 110 consente all'autorità competente dello Stato membro di origine del GEFIA di considerare opportuno e necessario, ai fini dell'esercizio della sua funzione, prevedere che tutte o parte delle informazioni siano segnalate a cadenza più ravvicinata.

3.4 Le informazioni su richiesta

La direttiva AIFM all'articolo 24, paragrafo 3, dispone che il GEFIA fornisce su richiesta la relazione annuale per ogni FIA UE gestito dal GEFIA e per ogni FIA da esso commercializzato nell'Unione, per ogni esercizio finanziario, in conformità dell'articolo 22, paragrafo 1; alla fine di ogni trimestre, un elenco dettagliato di tutti i FIA gestiti dal GEFIA.

3.5 Le informazioni sull'utilizzo della leva finanziaria "su base sostanziale"

L'articolo 24, paragrafo 4, della direttiva AIFM disciplina gli obblighi di segnalazione alle autorità competenti per i FIA che utilizzano la leva finanziaria

in modo considerevole. In particolare il GEFIA che gestisce FIA, che utilizzano in modo considerevole la leva finanziaria, deve mettere a disposizione delle autorità competenti del suo Stato membro d'origine le informazioni sul livello generale di leva finanziaria utilizzato da ogni FIA gestito, i dati disaggregati della leva finanziaria derivante dal prestito di contante o di titoli e della leva finanziaria incorporata in derivati nonché i dati sulla misura di riutilizzo delle attività del FIA nel quadro di accordi di leva finanziaria. Le informazioni includono l'identità delle cinque maggiori fonti di contante o di titoli in prestito per ogni FIA gestito dal GEFIA e gli importi della leva finanziaria ricevuti da ognuna di tali fonti per ognuno di tali fondi. Per i GEFIA non UE, gli obblighi di segnalazione previsti dal presente paragrafo sono limitati ai FIA UE che gestiscono e ai FIA non UE che commercializzano nell'Unione.

Il Regolamento, a tal riguardo all'articolo 110, paragrafo 5, dispone che i GEFIA, che gestiscono uno o più FIA che utilizzano la leva finanziaria su base sostanziale ai sensi dell'articolo 111 del Regolamento, devono fornire le informazioni previste dall'articolo 24, paragrafo 4, della direttiva AIFM "contemporaneamente alle informazioni di cui al paragrafo 2 dell'articolo 110".

Ai sensi dell'articolo 111 del Regolamento la leva finanziaria si considera utilizzata in modo considerevole ossia su base sostanziale quando l'esposizione del FIA, calcolata con il metodo degli impegni è superiore al triplo del valore patrimoniale netto.

In presenza di tali condizioni, il GEFIA deve comunicare alle autorità competenti del suo Stato membro di origine le informazioni previste dall'articolo 24, paragrafo 4, della direttiva AIFM, in conformità ai principi stabiliti all'articolo 110, paragrafo 3 del Regolamento.

3.6 Le informazioni "supplementari" su richiesta

L'articolo 24, paragrafo 5, della direttiva AIFM prevede che le autorità competenti dello Stato membro d'origine possono richiedere "informazioni supplementari" rispetto a quelle sopra descritte, su base periodica e *ad hoc*. Le autorità competenti devono informare l'ESMA in merito ai requisiti aggiuntivi in materia di informazioni.

In circostanze eccezionali e quando ciò sia necessario per assicurare la stabilità e l'integrità del sistema finanziario o per promuovere una crescita sostenibile a lungo termine, l'ESMA può richiedere alle autorità competenti dello Stato membro d'origine di imporre ulteriori obblighi di informazione.

3.7 La forma delle informazioni

Per quanto attiene, infine, alla forma delle informazioni, l'articolo 110, paragrafo 6 del Regolamento prescrive che le informazioni di cui ai paragrafi

1, 2 e 5 dell'articolo 110 devono essere fornite utilizzando il modulo per la segnalazione di cui all'Allegato IV del Regolamento.

Il modello indicato dal Regolamento è sviluppato sulla base di quello che lo IOSCO ha pubblicato con riferimento agli obblighi di segnalazione dei fondi speculativi. L'ESMA specifica che le informazioni numeriche devono essere fornite in migliaia di euro e che le eventuali conversioni in euro devono essere effettuate al tasso di cambio relativo alla chiusura del giorno lavorativo precedente alla data indicata nella segnalazione (cfr. il *technical advice* dell'ESMA).

In linea con la lettera a) dell'articolo 42, paragrafo 1, della direttiva AIFM, per i GEFIA non UE le autorità competenti dello Stato membro di origine sono da considerarsi le autorità competenti dello Stato membro di riferimento.

Proposta XV – Gli obblighi di trasparenza

15.1 Allineare, con riferimento ai documenti contabili degli OICR alternativi, la disciplina nazionale contenuta nell'articolo 2 del d.m. 228/99 a quella comunitaria: (i) prevedendo un termine più ampio di redazione del rendiconto di gestione del fondo ovvero la mera messa a disposizione dello stesso nonché (ii) eliminando l'obbligo di redazione della relazione semestrale.

15.2 Chiarire quale documento contabile debba essere messo a disposizione nel caso di distribuzione dei proventi.

15.3 Chiarire, con riguardo all'informativa di cui all'articolo 23 della direttiva AIFM: (i) come possa considerarsi assolto l'obbligo dei GEFIA di "messa a disposizione" delle informazioni "prima dell'investimento" da parte dei partecipanti; (ii) se la comunicazione periodica in ordine al superamento dei limiti di rischio riguarda esclusivamente i limiti di rischio indicati nel regolamento/statuto del FIA.

15.4 Modificare il contenuto dell'Allegato IV.6.1, Nota integrativa, Parte B del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, relativamente all'informativa in caso di fondi di fondi speculativi, considerando sufficiente l'informativa sui soli fondi *target* acquistati senza applicazione del principio del *look through*, come previsto anche dall'articolo 23, paragrafo 1, lettera a) della direttiva AIFM.

15.5 Prevedere per le SGR che gestiscono fondi alternativi prima del 22 luglio 2013 un periodo di tempo adeguato per adempiere agli obblighi di segnalazione verso le autorità competenti, di cui all'articolo 24 della direttiva AIFM (v. proposta 19.1).

16. I GEFIA CHE GESTISCONO TIPI SPECIFICI DI FIA E GLI INVESTIMENTI IN POSIZIONI DI CARTOLARIZZAZIONE

1. I GEFIA che gestiscono FIA utilizzando la leva finanziaria – L'utilizzo di informazioni da parte delle autorità competenti e la cooperazione in materia di vigilanza

L'articolo 24, paragrafo 4, della direttiva AIFM richiede ai GEFIA che gestiscono FIA che utilizzano in modo considerevole la leva finanziaria di mettere a disposizione delle autorità competenti dello Stato membro di origine le informazioni sul livello generale di leva finanziaria ivi indicate. Ai sensi dell'articolo 25, paragrafo 1 della direttiva AIFM, le autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA devono utilizzare le informazioni ricevute per determinare in che misura l'utilizzo della leva finanziaria contribuisca ad accrescere i rischi sistemici nel sistema finanziario, i rischi di disordini sui mercati o i rischi per la crescita a lungo termine dell'economia.

Tutte le informazioni raccolte ai sensi dell'articolo 24 della direttiva AIFM, relative a tutti i GEFIA di cui assicurano la vigilanza e, le informazioni raccolte ai sensi dell'articolo 7 della direttiva AIFM, devono essere messe a disposizione delle autorità competenti di altri Stati membri interessati, dell'ESMA e dell'ESRB tramite le procedure stabilite all'articolo 50 della direttiva AIFM sulla cooperazione in materia di vigilanza. Le autorità competenti degli Stati membri d'origine dei GEFIA devono fornire altresì tempestivamente le informazioni attraverso tali procedure e bilateralmente alle autorità competenti degli altri Stati membri direttamente interessati, qualora un GEFIA sotto la loro responsabilità, o il FIA gestito da tale GEFIA, possa potenzialmente costituire una fonte importante di rischio di controparte per un ente creditizio o per altri istituti di importanza sistemica in altri Stati membri.

1.1 Limiti della leva finanziaria

Il GEFIA deve dimostrare che i limiti della leva finanziaria da esso fissati per ogni FIA che gestisce sono ragionevoli e di rispettare tali limiti in ogni momento. Le autorità competenti devono valutare i rischi che può comportare l'uso della leva finanziaria da parte di un GEFIA riguardo al FIA che gestisce e, ove ritenuto necessario per assicurare la stabilità e l'integrità del sistema finanzia-

rio, le autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA, previa notifica all'ESMA, all'ESRB e alle autorità competenti del FIA in questione, impone limiti al livello della leva finanziaria che un GEFIA è autorizzato a utilizzare, o altre restrizioni alla gestione del FIA riguardo ai FIA sotto la sua gestione, per limitare la misura in cui l'utilizzo della leva finanziaria contribuisce ad accrescere i rischi sistemici nel sistema finanziario o i rischi di disordini sui mercati. Le autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA informano debitamente l'ESMA, l'ESRB e le autorità competenti del FIA delle misure adottate al riguardo, tramite le procedure stabilite all'articolo 50.

La notifica delle autorità competenti deve essere effettuata non meno di dieci giorni lavorativi prima che la misura proposta sia destinata a produrre effetti o ad essere rinnovata. La notifica include dettagli concernenti la misura proposta, le ragioni ad essa sottese e per quando ne è prevista la decorrenza degli effetti.

Dopo aver ricevuto la notifica, l'ESMA formula un parere destinato alle autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA circa la misura proposta o adottata. Il parere può esaminare, in particolare, se le condizioni per agire sembrano soddisfatte nonché l'adeguatezza e la durata delle misure.

In base alle informazioni ricevute e tenuto conto dell'eventuale parere dell'ESRB, l'ESMA può determinare se la leva utilizzata da un GEFIA, o da un gruppo di GEFIA, rappresenti un rischio sostanziale per la stabilità e l'integrità del sistema finanziario e può formulare un parere per le autorità competenti per specificare le misure correttive da adottare, compresi i limiti al livello di leva finanziaria che tale GEFIA o gruppo di GEFIA è autorizzato a utilizzare. L'ESMA informa immediatamente le autorità competenti interessate, l'ESRB e la Commissione in merito a tali determinazioni.

Se un'autorità competente propone di adottare misure contrastanti con il parere dell'ESMA, ne deve informare l'ESMA, esponendone le ragioni. L'ESMA può rendere pubblico il fatto che un'autorità competente non si conforma o non intende conformarsi al suo parere. L'ESMA può anche decidere, caso per caso, di pubblicare le ragioni fornite dall'autorità competente riguardo al mancato adeguamento al suo parere. L'autorità competente interessata riceve preliminarmente comunicazione della pubblicazione.

1.2 Le circostanze nelle quali le autorità competenti applicano limitazioni alla leva

L'articolo 112, paragrafo 2 del Regolamento dispone che, nel valutare le informazioni ricevute ai sensi degli articoli 7, paragrafo 3, 15, paragrafo 4, 24, paragrafo 4 e 24, paragrafo 5 della direttiva AIFM, le autorità competenti devono tenere in considerazione la misura in cui l'utilizzo della leva

da parte di un GEFIA, o la sua interazione con un gruppo di GEFIA o altre istituzioni finanziarie possa contribuire ad accrescere i rischi sistemici nel sistema finanziario o i rischi di disordini nei mercati. Nel mettere a punto tale valutazione le autorità competenti devono tenere in considerazione almeno i seguenti elementi: a) le situazioni in cui l'esposizione di uno o più FIA, comprese le esposizioni determinate da posizioni finanziarie o di investimento stipulate dal GEFIA per conto proprio o per conto dei FIA potrebbero costituire per un ente finanziario una fonte importante di rischio di mercato, di rischio di liquidità o di rischio di controparte; b) le situazioni in cui le attività di un GEFIA o le sue interazioni con, ad esempio, un gruppo di GEFIA o altre istituzioni finanziarie, in particolare con riguardo alle tipologie di attività nelle quali il FIA investe e alle tecniche utilizzate dal GEFIA con l'uso della leva, contribuiscano o possano contribuire ad una spirale al ribasso nei prezzi degli strumenti finanziari o delle altre attività minacciandone la sostenibilità economica; c) i criteri come la tipologia di FIA, la strategia di investimento del GEFIA con riguardo al FIA di riferimento, le condizioni di mercato nelle quali il GEFIA ed il FIA operano e qualsiasi probabile effetto pro-ciclico che possa derivare dalla imposizione, da parte delle autorità competenti, di limiti o restrizioni nell'utilizzo della leva da parte del GEFIA; d) criteri come la dimensione di un FIA o di più FIA e qualsiasi conseguente impatto in un particolare comparto di mercato, le concentrazioni di rischi negli specifici mercati nei quali il FIA o più FIA investono, qualsiasi rischio di contagio ad altri mercati da parte di un mercato nel quale sono stati identificati dei rischi, problemi di liquidità in mercati specifici in un dato momento, il disallineamento tra attività e passività in una particolare strategia di investimento del GEFIA o fluttuazioni irregolari dei prezzi delle attività nei quali il FIA può investire.

2. I GEFIA che gestiscono FIA che acquisiscono il controllo di società non quotate e di emittenti

La direttiva AIFM prevede, per i GEFIA che gestiscono FIA che acquisiscono il controllo di società non quotate e di emittenti, obblighi di comunicazione di informazioni alle autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA, alle società sulle quali i FIA esercitano un controllo e al personale di tali società, affinché tali società possano valutare il modo in cui il controllo inciderà sulla loro situazione (cfr. considerando 52 della direttiva AIFM).

In particolare, ai sensi dell'articolo 26 della direttiva AIFM i suddetti obblighi di comunicazione si applicano: a) ai GEFIA che gestiscono uno o più FIA che, individualmente o congiuntamente in base a un accordo volto all'acquisizione del controllo, acquisiscono il controllo di una società non quotata a norma del paragrafo 5; b) ai GEFIA che cooperano con uno o più altri GEFIA

in base a un accordo in virtù del quale i FIA gestiti congiuntamente da detti GEFIA acquisiscono il controllo di una società non quotata a norma del paragrafo 5. Per ragioni di proporzionalità, tale normativa non si applica invece a: a) piccole e medie imprese ai sensi dell'articolo 2, paragrafo 1, dell'Allegato della Raccomandazione 2003/361/CE della Commissione, del 6 maggio 2003, relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese (ovvero imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di euro); o b) società veicolo finalizzate all'acquisto, alla detenzione o all'amministrazione di beni immobili.

L'articolo 28, paragrafi 1, 2 e 3, (informazioni da comunicare in caso di acquisizione del controllo) e l'articolo 30 (disaggregazione delle attività) si applicano anche ai GEFIA che gestiscono FIA che acquisiscono una partecipazione di controllo sugli emittenti.

Per controllo di società non quotate, la direttiva AIFM intende la detenzione di oltre il 50 % dei diritti di voto nella società. Nel calcolo della percentuale dei diritti di voto detenuti dal FIA in questione, oltre ai diritti di voto detenuti direttamente dal pertinente FIA, sono presi in considerazione, a condizione che sia stabilito il controllo di cui al primo comma, i diritti di voto di: a) un'impresa controllata dal FIA; e b) una persona fisica o giuridica che agisca in nome proprio ma per conto del FIA o per conto di un'impresa controllata dal FIA. La percentuale dei diritti di voto è calcolata in base a tutte le azioni che conferiscono diritti di voto, anche se ne è sospeso l'esercizio.

Per quanto concerne la nozione di "controllo di società emittenti", la direttiva AIFM opera un rinvio all'articolo 5, paragrafo 3, della direttiva 2004/25/CE, il quale a sua volta dispone che: "la percentuale di diritti di voto sufficiente a conferire il controllo (...) e le modalità del calcolo sono determinate dalle norme dello Stato membro in cui la società ha la propria sede legale".

L'articolo 26, paragrafo 6, prescrive, inoltre, che la normativa specifica si applica: (i) nel rispetto delle condizioni e restrizioni enunciate all'articolo 6 della direttiva 2002/14/CE; (ii) fatte salve eventuali norme più rigorose adottate dagli Stati membri in relazione all'acquisizione di partecipazioni in emittenti e società non quotate nei loro territori.

Infatti, come esplicitato nel considerando 58, gli obblighi informativi previsti dalle disposizioni successive "non sono intesi a rendere pubbliche le informazioni proprietarie che svantaggerebbero il gestore rispetto a potenziali concorrenti, quali ad esempio fondi sovrani o concorrenti che potrebbero voler mettere fuori gioco la società bersaglio utilizzando le suddette informazioni a loro vantaggio".

2.1 Le comunicazione dell'acquisizione di partecipazioni importanti e del controllo di società non quotate

L'articolo 27, paragrafo 1, della direttiva AIFM prevede che qualora un FIA acquisisca, detenga o ceda azioni di una società non quotata, il GEFIA che gestisce tale FIA deve comunicare alle autorità competenti del suo Stato membro d'origine la proporzione dei diritti di voto della società non quotata in possesso del FIA ogni volta che tale percentuale raggiunga, superi o scenda al di sotto delle soglie del 10%, 20%, 30%, 50% e 75% (a prescindere dall'ottenimento del controllo della società).

Qualora un FIA acquisisca, individualmente o congiuntamente, il controllo di una società non quotata, i GEFIA che gestiscono tale FIA devono comunicare l'acquisizione del controllo da parte del FIA: a) alla società non quotata; b) agli azionisti le cui identità e i cui indirizzi sono a disposizione del GEFIA o possono essere messi a disposizione mediante la società non quotata o tramite un registro a cui il GEFIA ha o può avere accesso; e c) alle autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA di FIA (articolo 27, paragrafo 2). La comunicazione deve contenere le seguenti informazioni supplementari: a) la situazione risultante in termini di diritti di voto; b) le condizioni in base alle quali è stato acquisito il controllo, ivi comprese le informazioni sull'identità dei diversi azionisti partecipanti, l'eventuale persona fisica o giuridica autorizzata a esercitare il diritto di voto per conto loro e, se del caso, la catena di imprese attraverso cui sono detenuti di fatto i diritti di voto; c) la data in cui è stato acquisito il controllo.

Nella sua comunicazione alla società non quotata, il GEFIA deve richiedere al consiglio di amministrazione della società di comunicare, senza indebito ritardo, ai rappresentanti dei lavoratori o, in mancanza di questi, ai lavoratori stessi, l'acquisizione del controllo da parte del FIA gestito dal GEFIA e le informazioni di cui al paragrafo 3, dell'articolo 27. Il GEFIA deve adoperarsi al meglio per garantire che i rappresentanti dei lavoratori o, in mancanza di questi, i lavoratori stessi siano debitamente informati dal consiglio di amministrazione.

Le comunicazioni di cui ai paragrafi 1, 2 e 3 dell'articolo 27 devono essere effettuate il prima possibile, ma entro e non oltre dieci giorni lavorativi dopo la data in cui il FIA ha raggiunto o superato o è sceso al di sotto della soglia pertinente o ha acquisito il controllo della società non quotata.

2.2 Le informazioni da comunicare in caso di acquisizione del controllo

Qualora un FIA acquisisca, individualmente o congiuntamente, il controllo di una società non quotata o di un emittente, il GEFIA che gestisce tale FIA deve fornire le informazioni di cui al paragrafo 2 dell'articolo 28 della direttiva AIFM: a) alla società interessata; b) agli azionisti della società le cui identità e i cui indirizzi sono a disposizione del GEFIA o possono essere messi

a disposizione mediante la società o tramite un registro a cui il GEFIA ha o può avere accesso; e c) alle autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA. Gli Stati membri possono prescrivere che le informazioni di cui al paragrafo 2 dell'articolo 28 siano inoltre messe a disposizione delle autorità nazionali competenti della società non quotata che gli Stati membri possono designare a tal fine. Il GEFIA deve comunicare inoltre: a) l'identità dei GEFIA che, individualmente o in accordo con altri GEFIA, gestiscono i FIA che hanno acquisito il controllo; b) la politica di prevenzione e gestione dei conflitti d'interesse, in particolare tra il GEFIA, il FIA e la società, ivi incluse le informazioni sulle specifiche salvaguardie stabilite per garantire che eventuali accordi tra il GEFIA e/o il FIA e la società siano conclusi alle normali condizioni di mercato; e c) la politica in materia di comunicazione esterna e interna relativa alla società, in particolare per quanto riguarda i lavoratori.

Nella sua notifica alla società, il GEFIA deve richiedere al consiglio di amministrazione della società di comunicare senza indebito ritardo ai rappresentanti dei lavoratori o, in mancanza di questi, ai lavoratori stessi, le informazioni di cui al paragrafo 1, dell'articolo 28. Il GEFIA deve adoperarsi al meglio per garantire che i rappresentanti dei lavoratori o, in mancanza di questi, i lavoratori stessi, siano debitamente informati dal consiglio di amministrazione conformemente al presente articolo.

Qualora un FIA acquisisca, individualmente o congiuntamente, il controllo di una società non quotata, il GEFIA che gestisce tale FIA deve garantire che il FIA, ovvero il GEFIA che agisce per conto del FIA, comunichi le intenzioni di quest'ultimo in relazione all'attività futura della società non quotata e alle ripercussioni probabili sull'occupazione, compresa qualsiasi modifica significativa delle condizioni di lavoro: i) alla società non quotata e ii) agli azionisti della società non quotata le cui identità e i cui indirizzi sono a disposizione del GEFIA o possono essere messi a disposizione mediante la società non quotata o tramite un registro a cui il GEFIA ha o può avere accesso.

Inoltre, il GEFIA che gestisce il FIA in questione deve richiedere e si adopera al meglio per garantire che il consiglio di amministrazione della società non quotata comunichi le informazioni di cui al primo comma ai rappresentanti dei lavoratori o, in mancanza di questi, ai lavoratori stessi della società non quotata.

Qualora un FIA acquisisca il controllo di una società non quotata il GEFIA che gestisce tale FIA deve fornire alle autorità competenti del suo Stato membro d'origine e agli investitori del FIA le informazioni sul finanziamento dell'acquisizione.

2.3 Le disposizioni specifiche sulla relazione annuale dei FIA che esercitano il controllo di società non quotate

L'articolo 29 della direttiva AIFM dispone, in particolare, che qualora un FIA

acquisisca, individualmente o congiuntamente, il controllo di una società non quotata il GEFIA che gestisce tale fondo deve: a) richiedere e si deve adoperare al meglio per garantire che la relazione annuale della società non quotata, elaborata conformemente al paragrafo 2, dell'articolo 29 sia messa a disposizione dal consiglio di amministrazione della società ai rappresentanti dei lavoratori o, in mancanza di questi, ai lavoratori stessi entro il periodo in cui detta relazione annuale deve essere redatta in conformità del diritto nazionale applicabile; ovvero b) per ciascuno di tali FIA, includa nella relazione annuale di cui all'articolo 22, le informazioni di cui al paragrafo 2, dell'articolo 29 relative alla pertinente società non quotata.

Le ulteriori informazioni da inserire nella relazione annuale della società o del FIA devono contenere almeno un fedele resoconto dell'andamento dell'attività della società che rappresenti la situazione alla fine del periodo oggetto della relazione annuale. Tale relazione contiene altresì indicazioni concernenti: gli eventuali eventi di rilievo sopravvenuti dopo la chiusura dell'esercizio; l'evoluzione prevedibile della società; e le informazioni concernenti le acquisizioni di azioni proprie prescritte dall'articolo 22, paragrafo 2, della direttiva 77/91/CEE del Consiglio.

Il GEFIA che gestisce il FIA in questione deve: a) richiedere e si deve adoperare al meglio per garantire che il consiglio di amministrazione della società non quotata metta le informazioni di cui al paragrafo 1, lettera b), relative alla società in questione a disposizione dei rappresentanti dei lavoratori della società in questione o, in mancanza di questi, ai lavoratori stessi entro il termine di cui all'articolo 22, paragrafo 1; ovvero b) mettere le informazioni di cui al precedente paragrafo 1, lettera a), a disposizione degli investitori del FIA, nella misura in cui siano disponibili, entro il termine di cui all'articolo 22, paragrafo 1, e, in ogni caso, non oltre la data in cui la relazione annuale della società non quotata è redatta secondo il diritto nazionale applicabile.

2.4 La disaggregazione delle attività

Qualora un FIA acquisisca, individualmente o congiuntamente, il controllo di una società non quotata o di un emittente, il GEFIA che gestisce tale FIA, per un periodo di ventiquattro mesi dall'acquisizione del controllo della società da parte del FIA: a) non può essere autorizzato a facilitare, sostenere o istruire nessuna distribuzione, riduzione di capitale, rimborso di azioni e/o acquisizione di azioni proprie da parte della società secondo quanto descritto nel paragrafo 2; b) nella misura in cui il GEFIA è autorizzato a votare per conto del FIA in seno agli organi direttivi della società, non deve votare a favore della distribuzione, della riduzione di capitale, del rimborso di azioni e/o dell'acquisizione di azioni proprie da parte della società secondo quanto descritto nel paragrafo 2; e c) in ogni caso deve adoperarsi al meglio per impedire le distribuzioni, le riduzioni di capitale, i rimborsi di azioni e/o le acquisizioni di azioni proprie da parte della società secondo quanto descritto nel paragrafo 2.

Gli obblighi imposti ai GEFIA a norma del paragrafo 1 si riferiscono a: i) qualsiasi distribuzione agli azionisti effettuata quando, alla data di chiusura dell'ultimo esercizio, l'attivo netto risultante dai conti annuali della società è, o in seguito a tale distribuzione diventerebbe, inferiore all'importo del capitale sottoscritto aumentato delle riserve che possono essere non distribuite in virtù della legge o dello statuto, restando inteso che, qualora la parte non richiesta del capitale sottoscritto non sia contabilizzata all'attivo del bilancio, tale importo sarà detratto dall'importo del capitale sottoscritto; ii) qualsiasi distribuzione a favore degli azionisti il cui importo supererebbe l'ammontare dei profitti alla fine dell'ultimo esercizio, aumentato degli utili riportati e dei prelievi effettuati su riserve disponibili a questo scopo e diminuito delle eventuali perdite degli esercizi precedenti e delle somme iscritte in riserva conformemente alla legge o allo statuto; iii) nella misura in cui gli acquisti di azioni proprie sono ammessi, le acquisizioni da parte della società, comprese le azioni acquisite in precedenza dalla società e da essa detenute e le azioni acquisite da una persona che agisce in nome proprio ma per conto della società che avrebbero l'effetto di ridurre l'attivo netto al di sotto dell'importo di cui alla lettera a).

A tal riguardo la direttiva precisa che: a) il termine «distribuzione» di cui ai punti i) e ii)), comprende in particolare il pagamento dei dividendi e degli interessi relativi alle azioni; b) le disposizioni in materia di riduzione del capitale non si applicano su una riduzione del capitale sottoscritto il cui scopo è quello di compensare le perdite sostenute o di incorporare somme di denaro in una riserva non distribuibile purché, a seguito di tale operazione, l'importo di detta riserva non sia superiore al 10 % del capitale sottoscritto ridotto; e c) la restrizione di cui al paragrafo 2, punto iii), è assoggettata all'articolo 20, paragrafo 1, lettere da b) a h), della direttiva 77/91/CEE.

3. Gli investimenti in posizioni di cartolarizzazione

L'articolo 17 della direttiva AIFM delega alla Commissione il compito di dettare misure che stabiliscano: a) le prescrizioni che il cedente, il promotore o il finanziatore originale devono rispettare affinché un GEFIA possa investire in titoli o altri strumenti finanziari del predetto tipo emessi dopo il 1° gennaio 2011 per conto di FIA, ivi comprese le prescrizioni che garantiscono che il cedente, il promotore o il finanziatore originale conservino un interesse economico netto non inferiore al 5%; b) le prescrizioni qualitative che deve rispettare il GEFIA che investe in tali titoli o altri strumenti finanziari per conto di uno o più FIA.

L'articolo 63 della direttiva AIFM modifica anche la direttiva UCITS in tema di investimenti in posizioni di cartolarizzazione. Esso, in particolare: i) intro-

duce, l'articolo 50-*bis* che replica, nella sostanza, l'articolo 17 della direttiva AIFM; ii) aggiorna l'articolo 112, paragrafo 2 e prevede, tra l'altro, che il potere di adottare atti delegati di cui all'articolo 50-*bis* è conferito alla Commissione per un periodo di quattro anni a decorrere dal 21 luglio 2011.

In attuazione di quanto previsto dall'articolo 17 della direttiva AIFM, il Regolamento detta anzitutto, all'art 50, una serie di definizioni, al fine di meglio chiarire, tra l'altro, cosa debba intendersi per cartolarizzazione e per posizione inerente a cartolarizzazione. In secondo luogo specifica, all'articolo 51, che il GEFIA debba assumere l'esposizione al rischio di credito di una cartolarizzazione per conto di uno o più FIA gestiti solo se il cedente, il promotore o il prestatore originario abbia esplicitamente informato il GEFIA che manterrà continuativamente un interesse economico netto rilevante che in ogni caso non è inferiore al 5% e, a tal riguardo, la disciplina di dettaglio, individua le condizioni in presenza delle quali possa considerarsi rispettato tale vincolo.

L'articolo 52 del Regolamento prescrive, inoltre, che il GEFIA, prima di assumere un'esposizione ad un rischio di credito di una cartolarizzazione per conto di uno o più FIA, debba assicurarsi che il promotore e il cedente possiedano determinati requisiti qualitativi ivi indicati; nonché, al successivo articolo 53, invertendone la prospettiva, individua le prescrizioni qualitative che il GEFIA debba rispettare prima di esporsi al rischio di credito di una cartolarizzazione per conto di uno o più FIA, le quali prevedono, tra l'altro, l'obbligo di dimostrare, alle autorità competenti di possedere una conoscenza ampia e approfondita per ciascuna delle singole posizioni inerenti a cartolarizzazione e di aver attuato politiche e procedure formali adeguate al profilo di rischio degli investimenti del FIA interessato in posizioni inerenti a cartolarizzazione. Qualora invece un GEFIA abbia assunto un'esposizione ad un importo rilevante del rischio di credito di una cartolarizzazione per conto di uno o più FIA, deve eseguire periodicamente prove di *stress* adeguate a tali posizioni inerenti a cartolarizzazione commisurate alla natura, scala e complessità del rischio relativo alle posizioni inerenti alla cartolarizzazione.

Ai sensi dell'articolo 54 del Regolamento il GEFIA deve adottare le misure correttive che sono nel miglior interesse degli investitori del FIA interessato quando scopre, dopo l'assunzione di un'esposizione inerente a cartolarizzazione che la determinazione e comunicazione dell'interesse mantenuto non soddisfaceva i requisiti previsti dal Regolamento.

Il GEFIA deve adottare le misure correttive che sono nel miglior interesse degli investitori del FIA interessato quando l'interesse mantenuto scende al di sotto del 5% in un determinato momento successivo all'assunzione dell'esposizione e ciò non è dovuto al meccanismo naturale di pagamento dell'operazione.

Proposta XVI – I GEFIA che gestiscono tipi specifici di FIA e gli investimenti in posizioni di cartolarizzazione

16.1 Eliminare dalla disciplina nazionale le previsioni che individuano limiti di leva massima per gli OICR alternativi “riservati”, tenuto conto che le circostanze “eccezionali” nelle quali le autorità competenti possono applicare limitazioni alla leva sono delimitate dall’articolo 112 del Regolamento.

17. IL DIRITTO DEL GEFIA DI COMMERCIALIZZARE E GESTIRE FIA UE NELL'UNIONE EUROPEA

La direttiva AIFM disciplina le condizioni e le procedure funzionali alla commercializzazione da parte di un GEFIA UE di FIA UE nel proprio Stato membro di origine ovvero in altri Stati membri, nonché alla gestione da parte di un GEFIA UE di FIA UE stabiliti in altri Stati membri. Gli Stati membri devono adottare le disposizioni attuative della disciplina di seguito descritta entro il 22 luglio 2013.

1. La commercializzazione di quote o azioni di FIA UE nello Stato membro di origine del GEFIA UE

L'articolo 31 della direttiva AIFM prevede che gli Stati membri devono assicurare che un GEFIA UE autorizzato possa commercializzare quote o azioni di qualsiasi FIA UE che gestisce presso gli investitori professionali nello Stato membro d'origine del GEFIA quando sono soddisfatte le condizioni di cui al richiamato articolo della direttiva AIFM.

Al fine di evitare la commercializzazione indiretta di FIA non UE nell'Unione europea, qualora il FIA UE sia un FIA di alimentazione, il diritto di commercializzazione è soggetto alla condizione che anche il FIA di destinazione (*master*) sia un FIA UE gestito da un GEFIA UE autorizzato.

L'articolo 31 della direttiva AIFM prevede che un GEFIA UE debba effettuare un'apposita procedura di notificazione alle autorità competenti del suo Stato membro d'origine in merito a ciascun FIA UE che intende commercializzare, anche quando commercializza nel proprio Stato membro di origine un FIA istituito in tale Stato.

La notifica comprende la documentazione e le informazioni di cui all'Allegato III della direttiva AIFM: a) una lettera di notifica, comprendente il programma delle operazioni che identificano il FIA che il GEFIA intende commercializzare e le informazioni sul luogo in cui il FIA è stabilito; b) l'identità del depositario del FIA; c) il regolamento o i documenti costitutivi del FIA; d) una descrizione

del FIA o ogni altra informazione messa a disposizione degli investitori; e) informazioni sul luogo in cui il FIA di destinazione è stabilito se il FIA è un FIA di alimentazione; f) eventuali informazioni supplementari di cui all'articolo 23, paragrafo 1, per ciascun FIA che il GEFIA intende commercializzare; g) se del caso, informazioni sulle modalità stabilite per impedire che quote o azioni del FIA siano commercializzate presso investitori al dettaglio, anche qualora il GEFIA faccia ricorso a soggetti indipendenti per fornire i servizi di investimento in relazione al FIA.

Nei 20 giorni lavorativi dal ricevimento di un fascicolo completo di notifica, le autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA comunicano al GEFIA stesso se può iniziare a commercializzare il FIA indicato nella notifica.

Le autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA impediscono la commercializzazione del FIA soltanto se la "gestione del FIA" da parte del GEFIA non è o non sarà conforme alla presente direttiva o se il GEFIA non rispetta o non rispetterà in altro modo la presente direttiva. In caso di decisione positiva, il GEFIA può iniziare a commercializzare il FIA nel suo Stato membro d'origine a partire dalla data della notifica delle autorità competenti in tal senso.

Ai sensi dell'articolo 31, paragrafo 3, quando le autorità competenti dello Stato membro di origine del GEFIA sono diverse, le prime devono comunicare alle autorità competenti del FIA che il GEFIA può iniziare la commercializzazione.

In caso di modificazioni significative alle informazioni trasmesse in sede di notificazione, il GEFIA deve fornire una comunicazione scritta di tali modifiche alle autorità competenti del proprio Stato membro di origine almeno: (i) un mese prima di attuare la modifica per ogni modifica pianificata dal GEFIA o (ii) immediatamente dopo che si sia verificata una modifica non pianificata. Se, come conseguenza di una modifica pianificata, la gestione del FIA da parte del GEFIA non dovesse più essere conforme alla presente direttiva o se il GEFIA non dovesse più rispettare in altro modo quest'ultima, le pertinenti autorità competenti informano senza indebito ritardo il GEFIA del fatto che non può attuare la modifica.

Se una modifica pianificata è attuata nonostante quanto disposto dall'articolo 31 paragrafi 1 e 2 o se si è verificata una modifica non pianificata in conseguenza della quale la gestione del FIA da parte del GEFIA non è più conforme alla presente direttiva o il GEFIA non rispetta più in altro modo quest'ultima, le autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA adottano tutte le opportune misure in conformità dell'articolo 46, compreso, se necessario, il divieto espresso di commercializzazione del FIA.

Gli Stati membri devono espressamente richiedere al GEFIA che la commercializzazione avvenga esclusivamente nei confronti degli investitori profes-

sionali, ferma restando la possibilità, riconosciuta agli stessi Stati membri dall'articolo 43, paragrafo 1, della direttiva AIFM, di consentire la commercializzazione anche agli investitori al dettaglio soltanto sul proprio territorio.

Al fine di assicurare condizioni uniformi di applicazione dell'articolo 31, l'E-SMA può predisporre progetti di norme tecniche di attuazione per determinare la forma e il contenuto della lettera di notificazione nonché la forma della comunicazione scritta funzionale alla trasmissione di modificazioni significative alla documentazione inviata in sede di notificazione.

A titolo esemplificativo, le ipotesi comprese nella fattispecie di cui all'articolo 31 della direttiva AIFM possono essere rappresentate schematicamente come indicato nella seguente tabella.

Stato membro di origine del GEFIA	Stato membro del FIA	Stato membro di commercializzazione del FIA
Italia	Italia	Italia
Italia	Lussemburgo	Italia

2. La commercializzazione di FIA UE in uno Stato membro diverso da quello di origine del GEFIA UE

L'articolo 32 della direttiva AIFM prevede che gli Stati membri devono assicurare che un GEFIA UE autorizzato possa commercializzare ad investitori professionali quote o azioni di FIA UE dallo stesso gestiti in uno Stato membro diverso dal proprio Stato membro di origine.

Al fine di evitare la commercializzazione indiretta di FIA non UE nell'Unione europea, il citato articolo 32 stabilisce poi che, se il FIA UE è un *feeder*, il diritto di commercializzare tale FIA nell'Unione europea è subordinato alla condizione che anche il FIA *master* sia un FIA UE gestito da un GEFIA UE.

Gli Stati membri devono espressamente richiedere al GEFIA che la commercializzazione avvenga esclusivamente nei confronti degli investitori professionali, ferma restando la possibilità, riconosciuta agli stessi Stati membri dall'articolo 43, paragrafo 1, della direttiva AIFM, di consentire la commercializzazione anche agli investitori al dettaglio soltanto sul proprio territorio.

La commercializzazione è subordinata al rispetto delle condizioni e della procedura disciplinate nel medesimo articolo 32. Sotto il profilo procedur-

le, il GEFIA deve trasmettere apposita notificazione alle autorità competenti del proprio Stato membro di origine con riferimento a ciascun FIA UE che intende commercializzare; tale notificazione comprende i documenti e le informazioni elencati nell'Allegato IV alla direttiva AIFM e cioè: a) una lettera di notifica, comprendente il programma delle operazioni che identificano il FIA che il GEFIA intende commercializzare e le informazioni sul luogo in cui il FIA è stabilito; b) il regolamento o i documenti costitutivi del FIA; c) l'identità del depositario del FIA; d) una descrizione del FIA o ogni altra informazione messa a disposizione degli investitori; e) informazioni sul luogo in cui il FIA di destinazione è stabilito se il FIA è un FIA di alimentazione; f) eventuali informazioni supplementari di cui all'articolo 23, paragrafo 1, per ciascun FIA che il GEFIA intende commercializzare; g) l'indicazione dello Stato membro o degli Stati membri in cui intende commercializzare presso investitori professionali le quote o le azioni del FIA; h) informazioni sulle modalità adottate per la commercializzazione dei FIA e, laddove pertinente, le informazioni sulle modalità adottate per impedire la commercializzazione delle quote o delle azioni del FIA presso gli investitori al dettaglio, anche qualora il GEFIA faccia ricorso a soggetti indipendenti per fornire i servizi di investimento in relazione al FIA.

Le modalità di cui all'Allegato IV, lettera h) (e cioè quelle adottate per la commercializzazione dei FIA) sono soggette alla legislazione e alla vigilanza dello Stato membro ospitante del GEFIA. Gli Stati membri assicurano che la lettera di notifica del GEFIA e l'attestazione di cui al paragrafo 3 siano fornite in una lingua comunemente utilizzata negli ambienti finanziari internazionali.

Nei venti giorni lavorativi dal ricevimento del fascicolo completo di notifica le autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA lo trasmettono alle autorità competenti degli Stati membri in cui si intende commercializzare il FIA. Tale trasmissione ha luogo unicamente se la gestione del FIA da parte del GEFIA è, e continuerà ad essere, conforme alla direttiva AIFM e se in ogni modo il GEFIA rispetta la stessa.

Le autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA allegano un'attestazione da cui risulti che il GEFIA interessato è autorizzato a gestire i FIA con una particolare strategia di investimento.

All'atto della trasmissione del fascicolo di notifica, le autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA informano senza indugio della trasmissione il GEFIA. Quest'ultimo può iniziare a commercializzare il FIA nello Stato membro ospitante del GEFIA a partire dalla data della notifica.

Gli Stati membri devono assicurare che la trasmissione e l'archiviazione elettroniche dei suddetti documenti siano accettate dalle loro autorità competenti.

Nel caso in cui siano diverse, le autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA informano altresì le autorità competenti del FIA del fatto che il GEFIA può iniziare a commercializzare quote o azioni del FIA nello Stato membro ospitante del GEFIA.

In caso di modifica significativa di una qualunque delle informazioni comunicate, il GEFIA ne avverte per iscritto le autorità competenti del suo Stato membro d'origine almeno un mese prima che la modifica pianificata sia attuata o immediatamente dopo che una modifica non pianificata si sia verificata.

Se, come conseguenza di una modifica pianificata, la gestione del FIA da parte del GEFIA non dovesse più essere conforme alla presente direttiva o se il GEFIA non dovesse più rispettare in altro modo quest'ultima, le pertinenti autorità competenti informano senza indebito ritardo il GEFIA del fatto che non può attuare la modifica.

Se una modifica pianificata è attuata nonostante quanto disposto dall'articolo 32, paragrafi 1 e 2 o se si è verificata una modifica non pianificata in conseguenza della quale la gestione del FIA da parte del GEFIA non sarebbe più conforme alla presente direttiva o il GEFIA non rispetterebbe più in altro modo quest'ultima, le autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA adottano tutte le opportune misure in conformità dell'articolo 46, compreso, se necessario, il divieto espresso di commercializzazione del FIA.

Se le modifiche sono accettabili, dal momento che non influiscono sulla conformità alla presente direttiva della gestione del FIA da parte del GEFIA o in altro modo sul rispetto di quest'ultima da parte del GEFIA, le autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA informano senza indugio le autorità competenti dello Stato membro ospitante del GEFIA di dette modifiche.

L'ESMA può predisporre progetti di norme tecniche di attuazione, che la Commissione europea può adottare, per assicurare l'uniforme applicazione della disciplina descritta.

Fatto salvo l'articolo 43, paragrafo 1 (in tema di commercializzazione di FIA da parte dei GEFIA presso investitori al dettaglio) gli Stati membri dispongono che i FIA gestiti e commercializzati dal GEFIA siano commercializzati "solo" presso investitori professionali.

Alla luce della disciplina esposta, si sottolinea la diversità di approccio tra la direttiva AIFM e la disciplina UCTIS IV e, quindi, la regolamentazione nazionale in vigore, per quanto concerne sia i presupposti al ricorrere dei quali è necessario seguire la procedura per la commercializzazione transfrontaliera sia le autorità alle quali occorre rivolgersi. Infatti, per la disciplina

UCITS, la notificazione per la commercializzazione transfrontaliera deve essere effettuata quando si intende commercializzare un OICVM in uno Stato membro diverso da quello di origine dello stesso OICVM, rivolgendosi alle autorità dello Stato membro di origine dell'OICVM, a prescindere dal fatto che il gestore sia stabilito nel medesimo Stato membro dell'OICVM. Diversamente, con riferimento alla fattispecie disciplinata dall'articolo 32 della direttiva AIFM, la procedura di notificazione deve essere seguita quando si intende commercializzare un FIA UE in uno Stato membro diverso da quello di origine del GEFIA, rivolgendosi alle autorità dello Stato membro di origine del GEFIA stesso, a prescindere dalla localizzazione del FIA. Resta inteso che nell'ipotesi in cui la procedura dell'articolo 32 della direttiva AIFM venga utilizzata per commercializzare un FIA UE che si trovi in uno Stato membro diverso da quello di origine del GEFIA, si presuppone che quest'ultimo abbia concluso la procedura per la gestione transfrontaliera, ai sensi dell'articolo 33 della direttiva AIFM.

A titolo esemplificativo, le ipotesi comprese nella fattispecie descritta possono essere rappresentate come di seguito illustrato.

Stato membro di origine del GEFIA	Stato membro del FIA	Stato membro di commercializzazione del FIA
Italia	Italia	Lussemburgo
Italia	Lussemburgo	Lussemburgo
Italia	Francia	Lussemburgo

3. La gestione da parte di un GEFIA UE di FIA UE stabiliti in altri Stati membri

L'articolo 33 della direttiva AIFM stabilisce che gli Stati membri devono assicurare che il GEFIA UE può gestire FIA UE stabiliti in un altro Stato membro, direttamente o mediante succursale, purché il GEFIA stesso sia autorizzato a gestire il tipo di FIA che viene in considerazione.

Il GEFIA UE che intenda avvalersi per la prima volta della suddetta possibilità deve comunicare alle autorità competenti del suo Stato membro d'origine le seguenti informazioni: a) lo Stato membro in cui intende gestire FIA direttamente o stabilendovi una succursale; b) un programma di attività in cui sono precisati in particolare i servizi che intende prestare ed è indicato il FIA che intende gestire.

Se intende stabilire una succursale, il GEFIA deve fornire, oltre alle informazioni precedenti, altresì: a) la struttura organizzativa della succursale; b) l'indirizzo nello Stato membro d'origine del FIA da cui si possono ottenere i documenti; c) il nome e i recapiti delle persone responsabili della gestione della succursale.

Entro un mese dalla data di ricevimento della documentazione completa di cui all'articolo 33, paragrafo 2, le autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA trasmettono detta documentazione completa alle autorità competenti dello Stato membro ospitante del GEFIA. Tale trasmissione ha luogo unicamente se la gestione del FIA da parte del GEFIA è, e continuerà ad essere, conforme alla presente direttiva e se in ogni modo il GEFIA rispetta la stessa.

Entro due mesi dalla data di ricevimento della documentazione completa di cui all'articolo 33, paragrafo 3, le autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA trasmettono detta documentazione completa alle autorità competenti dello Stato membro ospitante del GEFIA. Tale trasmissione ha luogo unicamente se la gestione del FIA da parte del GEFIA è, e continuerà ad essere, conforme alla presente direttiva e se in ogni modo il GEFIA rispetta la stessa.

Le autorità competenti dello Stato membro di origine del GEFIA devono immediatamente notificare al GEFIA l'avvenuta trasmissione. Dopo la ricezione di tale notificazione, il GEFIA può iniziare a prestare i propri servizi nello Stato membro ospitante.

Lo Stato membro ospitante del GEFIA non può imporre al medesimo obblighi aggiuntivi nelle materie disciplinate dalla direttiva AIFM.

In caso di modificazioni alle informazioni inizialmente trasmesse, il GEFIA deve darne comunicazione scritta alle autorità competenti del proprio Stato membro di origine almeno un mese prima di attuare le modifiche pianificate o immediatamente dopo che una modifica non pianificata si sia verificata.

Se, come conseguenza di una modifica pianificata, la gestione del FIA da parte del GEFIA non dovesse più essere conforme alla presente direttiva o se il GEFIA non dovesse più rispettare in altro modo quest'ultima, le autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA lo informano senza indebito ritardo del fatto che non può attuare la modifica.

Se una modifica pianificata è attuata nonostante quanto disposto dall'articolo 33, paragrafi 1 e 2 o se si è verificata una modifica non pianificata in conseguenza della quale la gestione del FIA da parte del GEFIA non sarebbe più conforme alla presente direttiva o il GEFIA non rispetterebbe più in altro

modo quest'ultima, le autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA adottano tutte le opportune misure in conformità dell'articolo 46.

Se le modifiche sono accettabili, dal momento che non influiscono sulla gestione del FIA da parte del GEFIA, conformemente alla presente direttiva o in altro modo sul rispetto da parte del GEFIA di quest'ultima, le autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA informano senza indugio le autorità competenti dello Stato membro ospitante di dette modifiche.

L'ESMA può predisporre progetti di norme tecniche di regolamentazione, che la Commissione europea può adottare, per specificare le informazioni da trasmettere alle autorità dello Stato membro di origine del GEFIA. Inoltre, l'ESMA può elaborare progetti di norme tecniche di attuazione per stabilire i formulari, i modelli e le procedure standard per la suddetta trasmissione.

Gli Stati membri devono adottare le disposizioni attuative entro il 22 luglio 2013.

La fattispecie considerata dall'articolo 33 della direttiva AIFM può essere rappresentata schematicamente, a titolo esemplificativo, come di seguito illustrato.

Stato membro di origine del GEFIA	Stato membro del FIA
Italia	Lussemburgo
Lussemburgo	Italia

Proposta XVII – Il diritto del GEFIA di commercializzare e gestire FIA UE nell'Unione Europea

17.1 Chiarire se nel concetto di "gestione" transfrontaliera di un FIA rientri, come sembrerebbe, anche l'istituzione del FIA.

17.2 Chiarire, con riferimento alle informazioni contenute negli allegati III e IV della direttiva AIFM, quali siano le misure adeguate ad impedire che i FIA siano commercializzati ad investitori *retail*.

17.3 Chiarire se sia possibile gestire con il passaporto un fondo alternativo *retail*. In altri termini si chiede di chiarire se uno Stato membro possa riconoscere la gestione (con il passaporto) di un fondo alternativo *retail* da parte di un GEFIA situato in un altro Stato membro.

17.4 Chiarire, con riferimento agli articoli 31, paragrafo 4 e 32, paragrafo 7 della direttiva AIFM, cosa debba intendersi per “modifica significativa” di una qualunque delle informazioni notificate.

18. LE NORME SPECIFICHE RELATIVE AI PAESI TERZI

La direttiva AIFM contiene disposizioni volte a disciplinare la gestione da parte di un GEFIA UE di FIA non UE e la commercializzazione nell'Unione da parte di un GEFIA UE, con o senza passaporto, di FIA non UE, nonché la gestione e la commercializzazione da parte di un GEFIA non UE di FIA UE e non UE nell'Unione europea.

1. La gestione da parte di un GEFIA UE di FIA non UE non commercializzati negli Stati membri

L'articolo 34 della direttiva AIFM riconosce al GEFIA UE la possibilità di gestire FIA non UE che non sono commercializzati nell'Unione europea a condizione che: a) il GEFIA soddisfi tutti i requisiti stabiliti nella presente direttiva, ad eccezione degli articoli 21 (depositario) e 22 (relazione annuale) in relazione a tali fondi; b) esistano appropriati meccanismi di cooperazione tra le autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA e le autorità di vigilanza del paese terzo in cui il FIA non UE è stabilito, al fine di assicurare quantomeno un efficace scambio di informazioni che consenta alle autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA di esercitare le loro funzioni in conformità della presente direttiva.

Gli accordi di cooperazione, ai sensi dell'articolo 113 del Regolamento, innanzitutto devono coprire tutte le possibili situazioni contemplate dal Capo VII della direttiva, tenendo conto della localizzazione del GEFIA, del FIA e dell'attività del GEFIA.

Tali accordi devono essere formulati per iscritto e devono specificare le modalità attraverso le quali debbano svolgersi la consultazione, la cooperazione e lo scambio di informazioni necessari per la vigilanza e per l'*enforcement* da parte delle autorità UE e non UE.

Inoltre, gli accordi di cooperazione, per finalità di vigilanza integrata a livello UE, devono contenere una clausola specifica volta a consentire che le informazioni che l'autorità europea abbia ricevuto da un'autorità di un paese non UE siano trasmesse alle altre autorità competenti dell'Unione, all'ESMA o all'ESRB, come richiesto dalla direttiva AIFM.

Gli accordi di cooperazione devono definire, oltre alle modalità attraverso le quali le autorità di vigilanza UE possano avere accesso a tutte le informazioni necessarie per lo svolgimento dei compiti loro assegnati dalla direttiva, anche le modalità di esercizio delle ispezioni sul posto direttamente da parte delle autorità europee o dalle autorità non UE con l'assistenza delle autorità UE. Un'ulteriore parte degli accordi deve essere dedicata a definire le modalità attraverso le quali, in linea con le norme nazionali ed internazionali applicabili a quella determinata autorità, le autorità dei paesi terzi possano assistere le autorità UE quando si tratti di vigilare sul mancato rispetto di norme europee o nazionali da parte di soggetti stabiliti in paesi terzi.

Il trasferimento alle autorità dei paesi terzi delle analisi e dei dati deve comunque avvenire nel rispetto delle norme contenute nell'articolo 52 della direttiva AIFM.

Ai fini di un'efficace vigilanza prudenziale, l'articolo 53 della direttiva AIFM richiede alle autorità competenti degli Stati membri di scambiarsi le informazioni in loro possesso che possano avere un impatto sul rischio sistemico, rimettendo al Regolamento l'esatta individuazione delle informazioni in oggetto. Sono informati anche l'ESMA e l'ESRB, i quali inoltrano tali informazioni alle autorità competenti degli altri Stati membri.

Il Regolamento, in attuazione della delega ricevuta, dispone che oggetto di scambio siano: i) tutte le informazioni ricevute a norma dell'articolo 110, ove le stesse siano rilevanti ai fini del monitoraggio e determinino potenziali implicazioni sulle attività dei singoli GEFIA o di più GEFIA collettivamente per la stabilità di istituzioni finanziarie rilevanti sistematicamente e per l'ordinario funzionamento dei mercati nei quali i GEFIA sono attivi; ii) le informazioni ricevute dalle autorità dei paesi terzi, ove ciò sia necessario per il monitoraggio del rischio sistemico; iii) l'analisi delle informazioni di cui sopra e la valutazione di qualsiasi situazione per la quale si ritenga che le attività di uno o più GEFIA vigilati o di uno o più FIA in gestione possano contribuire alla determinazione di un rischio sistemico nel sistema finanziario, di un rischio di disordine nei mercati, di rischi per la crescita dell'economia nel lungo periodo; iv) le misure intraprese nel caso in cui le attività di uno o più GEFIA sottoposto a vigilanza o di uno o più FIA in gestione presentino un rischio sistemico o compromettano l'ordinato funzionamento dei mercati in cui sono attivi.

Ai sensi dell'articolo 66 della direttiva AIFM, gli Stati membri devono recepire la disciplina descritta entro il 22 luglio 2013.

La fattispecie di cui all'articolo 34 della direttiva AIFM ricorre, ad esempio, nell'ipotesi di seguito schematizzata.

Stato di origine del GEFIA	Stato del FIA	Stato di commercializzazione del FIA
Italia	Stati Uniti	Stati Uniti

2. La commercializzazione nell'Unione europea con passaporto di un FIA non UE gestito da un GEFIA UE

L'articolo 35 della direttiva AIFM dispone che gli Stati membri assicurano che un GEFIA UE autorizzato possa commercializzare presso gli investitori professionali nell'Unione quote o azioni dei FIA non UE che gestisce e dei FIA di alimentazione UE che non soddisfano i requisiti di cui all'articolo 31, paragrafo 1, secondo comma (e cioè quando il FIA di destinazione è un FIA non UE gestito da un GEFIA non UE), quando sono soddisfatte le condizioni di cui all'articolo 35 della direttiva AIFM.

Il GEFIA deve rispettare tutte le prescrizioni stabilite nella direttiva AIFM, ad eccezione del capo VI (diritti dei GEFIA UE di commercializzare e gestire FIA UE nell'Unione).

Inoltre, devono essere soddisfatte le seguenti condizioni: a) esistono appropriati meccanismi di cooperazione tra le autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA e le autorità di vigilanza del paese terzo in cui il FIA non UE è stabilito, al fine di assicurare quantomeno un efficace scambio di informazioni, tenendo conto dell'articolo 50, paragrafo 4, che consenta alle autorità competenti di esercitare le loro funzioni in conformità alla direttiva AIFM; b) il paese terzo in cui il FIA non UE è stabilito non è catalogato come paese o territorio non cooperativo dal FATF; c) il paese terzo in cui il FIA non UE è stabilito ha firmato con lo Stato membro d'origine del GEFIA autorizzato e con ogni altro Stato membro in cui si intendono commercializzare le quote o azioni del FIA non UE un accordo che rispetta pienamente le norme di cui all'articolo 26 del modello di convenzione fiscale dell'OCSE in materia di imposte sul reddito e sul patrimonio e assicura un efficace scambio di informazioni in materia fiscale, compresi eventuali accordi fiscali multilaterali.

La procedura da seguire in caso di commercializzazione da parte del GEFIA UE del FIA non UE nello Stato membro di origine dello stesso GEFIA, di cui all'articolo 35, paragrafi 3 e 4 della direttiva AIFM, non si discosta sostanzialmente dalla procedura prevista per la commercializzazione di quote o azioni di FIA UE nello Stato membro di origine del GEFIA di cui all'articolo 31 della medesima direttiva. La procedura funzionale alla commercializzazione da parte del GEFIA UE del FIA non UE in uno Stato membro diverso dallo Stato

membro di origine del medesimo GEFIA, regolata nell'articolo 35, paragrafi 5, 6, 7 e 10, della direttiva AIFM, non si discosta sostanzialmente dalla procedura prevista per la commercializzazione di quote o azioni di FIA UE in uno Stato membro diverso da quello di origine del GEFIA, di cui all'articolo 32 della direttiva AIFM. Entrambe le procedure si differenziano rispetto a quelle contenute nei richiamati articoli 31 e 32 della direttiva in relazione all'informativa che le autorità competenti devono rendere all'ESMA circa l'inizio della commercializzazione del FIA non UE nell'Unione europea.

Gli Stati membri devono recepire le disposizioni descritte, conformemente all'atto delegato adottato dalla Commissione europea, entro i tre mesi successivi alla ricezione da parte di quest'ultima di una consulenza e di un parere positivi dell'ESMA; l'ESMA deve trasmettere al Parlamento europeo, al Consiglio e alla medesima Commissione detti consulenza e parere entro il 22 luglio 2015. Il termine di recepimento di tali previsioni è quindi differito a un momento successivo rispetto a quello generale del 22 luglio 2013 in ragione della necessità di specifici approfondimenti sul passaporto relativo a GEFIA che intendano commercializzare FIA non UE nell'Unione europea.

Le fattispecie descritte possono essere schematicamente rappresentate, a titolo esemplificativo, come di seguito indicato.

Stato membro di origine del GEFIA	Stato del FIA non UE	Stato membro di commercializzazione del FIA non UE
Italia	Stati Uniti	Italia
Italia	Stati Uniti	Francia

3. La commercializzazione nell'Unione europea senza passaporto di FIA non UE gestiti da GEFIA UE

L'articolo 36 della direttiva AIFM prevede la possibilità per gli Stati membri di consentire al GEFIA UE autorizzato di commercializzare, presso gli investitori professionali, solo nel loro territorio, quote o azioni dei FIA non UE che gestisce e dei FIA di alimentazione UE che non soddisfano i requisiti di cui all'articolo 31, paragrafo 1, secondo comma (e cioè quando il FIA di destinazione è un FIA non UE gestito da un GEFIA non UE).

Occorre tuttavia che siano rispettate le seguenti condizioni: (i) il GEFIA rispetti tutte le prescrizioni della direttiva AIFM ad eccezione di quelle in tema di depositario. Tuttavia, il GEFIA deve assicurare che siano nominati uno o

più soggetti che assolvano alle funzioni di monitoraggio dei flussi di denaro relativi al FIA, di *safe-keeping* delle attività del FIA e alle altre funzioni tipicamente proprie del depositario ai sensi della direttiva AIFM, fornendo altresì alle autorità di vigilanza informazioni sull'identità dei soggetti responsabili dell'esercizio di tali funzioni. Il GEFIA non può svolgere esso stesso dette funzioni; (ii) sussistano adeguati meccanismi di cooperazione tra le autorità competenti dello Stato membro di origine del GEFIA e le autorità di vigilanza del paese terzo in cui il FIA non UE è stabilito, ai fini del controllo del rischio sistemico e in linea con le norme internazionali, che sia funzionale ad un efficace scambio di informazioni per consentire alle autorità competenti dello Stato membro di origine del GEFIA di esercitare le proprie funzioni ai sensi della direttiva; (iii) il paese terzo in cui il FIA non UE è stabilito non sia incluso nella lista dei Paesi e Territori non cooperativi del GAFI.

I singoli Stati membri possono peraltro decidere di imporre al GEFIA UE regole più stringenti in relazione alla commercializzazione di FIA non UE agli investitori (professionali e non) sul proprio territorio.

Le disposizioni di recepimento della disciplina illustrata potranno essere adottate dagli Stati membri entro il 22 luglio 2013. È rimessa quindi alla discrezionalità di ciascuno Stato membro la possibilità di consentire la commercializzazione (senza passaporto) nel proprio territorio di FIA non UE gestiti da un GEFIA UE.

Alla luce di quanto rilevato, le fattispecie che ricadono nell'ambito di applicazione del citato articolo 36 possono essere schematicamente rappresentate, in via esemplificativa, come di seguito illustrato.

Stato membro di origine del GEFIA UE	Stato del FIA non UE	Stato membro di commercializzazione del FIA non UE
Italia	Stati Uniti	Italia
Italia	Stati Uniti	Francia

4. L'autorizzazione di un GEFIA non UE che intenda gestire FIA UE e/o commercializzare nell'Unione europea FIA (UE e non UE) che gestisce nell'Unione in conformità dell'articolo 39 o 40

L'articolo 37 della direttiva AIFM stabilisce che un GEFIA non UE che intenda gestire un FIA UE e/o commercializzare nell'Unione europea FIA UE e non UE

dallo stesso gestiti deve acquisire una preventiva autorizzazione dalle autorità competenti del proprio Stato membro di riferimento.

Lo Stato di riferimento può essere identificato secondo criteri diversi, specificamente individuati nel citato articolo 37, paragrafo 4, della direttiva AIFM distinti a seconda dell'attività svolta (gestione e/o commercializzazione), del numero di FIA interessati e del fatto che il FIA o i FIA siano UE o non UE.

Il GEFIA non UE deve poi individuare, in tale Stato membro di riferimento, un legale rappresentante che costituisce il punto di contatto del GEFIA nell'Unione europea, sia nei confronti delle autorità di vigilanza, sia nei confronti degli investitori comunitari. Tale legale rappresentante deve inoltre assolvere, insieme al GEFIA, alla funzione di *compliance* in ordine alle attività di gestione e commercializzazione prestate dal GEFIA stesso ai sensi della direttiva AIFM, ai sensi di quanto prescritto dall'articolo 37, paragrafo 3 della direttiva AIFM.

Il GEFIA non UE deve presentare la propria richiesta di autorizzazione allo svolgimento delle attività di gestione di FIA UE e/o di commercializzazione nell'Unione europea di FIA UE e non UE dallo stesso gestiti alle autorità competenti del proprio Stato membro di riferimento. La procedura di autorizzazione del GEFIA non UE corrisponde a quella prevista nel Capo II della Direttiva per i GEFIA UE, salvi alcuni adattamenti e modificazioni, espressamente specificati nella medesima direttiva.

La suddetta autorizzazione, disciplinata dall'articolo 37 della direttiva AIFM, è necessaria e sufficiente nel caso in cui il GEFIA non UE intenda avvalersene per svolgere unicamente l'attività di gestione di FIA UE. Nell'ipotesi in cui il GEFIA non UE intenda, invece, anche o solo commercializzare nell'Unione europea FIA UE o FIA non UE, l'autorizzazione in discorso deve essere comunque richiesta ma il GEFIA non UE deve, in aggiunta, seguire le procedure di notificazione rispettivamente previste dall'articolo 39, per la commercializzazione nell'Unione con passaporto di FIA UE gestiti da un GEFIA non UE e dall'articolo 40, per la commercializzazione nell'Unione con passaporto di FIA non UE gestiti da un GEFIA non UE.

Gli Stati membri devono recepire le disposizioni descritte, conformemente all'atto delegato adottato dalla Commissione europea, entro i tre mesi successivi alla ricezione da parte di quest'ultima di una consulenza e un parere positivi dell'ESMA; l'ESMA deve trasmettere al Parlamento europeo, al Consiglio e alla medesima Commissione detti consulenza e parere entro il 22 luglio 2015. Il termine di recepimento di tali previsioni è quindi differito ad un momento successivo rispetto a quello generale del 22 luglio 2013 in ragione della necessità di specifici approfondimenti sull'applicazione della disciplina appena illustrata.

In particolare l'articolo 39 della direttiva AIFM disciplina le procedure di notificazione per la commercializzazione nell'Unione con passaporto, nei confronti di investitori professionali, di FIA UE gestiti da un GEFIA non UE nel proprio Stato membro di riferimento ovvero in altri Stati membri. Gli Stati membri devono assicurare che un GEFIA non UE debitamente autorizzato possa commercializzare con un passaporto presso gli investitori professionali dell'Unione quote o azioni di un FIA UE che gestisce, purché siano soddisfatte le condizioni di cui all'articolo 39 della direttiva AIFM. Dette procedure di notificazione ricalcano, nella sostanza, quelle previste dall'articolo 31 e dall'articolo 32 della direttiva AIFM per la commercializzazione di FIA UE da parte di un GEFIA UE, rispettivamente, nel proprio Stato membro di origine ovvero in altri Stati membri, con la principale differenza di un coinvolgimento dell'ESMA.

L'articolo 40 della direttiva AIFM disciplina le procedure di notificazione per la commercializzazione con passaporto, nei confronti di investitori professionali, di FIA non UE da parte di un GEFIA non UE nel proprio Stato membro di riferimento ovvero in altri Stati membri. Gli Stati membri devono assicurare che un GEFIA non UE debitamente autorizzato possa commercializzare con un passaporto presso gli investitori professionali dell'Unione quote o azioni di un FIA non UE che gestisce, purché siano soddisfatte le condizioni di cui all'articolo 40 della direttiva AIFM. Dette procedure di notificazione ricalcano, nella sostanza, quelle previste dall'articolo 35 per la commercializzazione di FIA non UE da parte di un GEFIA UE nel proprio Stato membro di origine ovvero in altri Stati membri; anche con riferimento alla fattispecie in esame è previsto un coinvolgimento dell'ESMA.

I casi nei quali il GEFIA non UE deve richiedere la predetta autorizzazione possono essere schematicamente riassunti, a titolo esemplificativo, come di seguito descritto, distinguendo le ipotesi in cui il GEFIA non UE richiede l'autorizzazione per l'attività di gestione di un FIA UE, per l'attività di commercializzazione di un FIA UE ovvero di un FIA non UE e per la prestazione congiunta delle attività di gestione di un FIA UE e per la successiva commercializzazione del FIA stesso.

Attività di gestione

Stato del GEFIA non UE	Stato membro del FIA UE
Stati Uniti	Italia

Attività di commercializzazione

Stato del GEFIA non UE	Stato del FIA UE o non UE	Stato membro di commercializzazione del FIA UE o non UE
Stati Uniti	Italia	Italia
Stati Uniti	Italia	Lussemburgo
Stati Uniti	Lussemburgo	Italia
Stati Uniti	Stati Uniti	Italia

Attività di gestione e commercializzazione

Stato del GEFIA non UE	Stato del FIA UE	Stato membro di commercializzazione del FIA UE
Stati Uniti	Italia	Italia
Stati Uniti	Italia	Francia
Stati Uniti	Francia	Italia

5. La gestione da parte di un GEFIA non UE di FIA UE stabiliti in Stati membri diversi dallo Stato membro di riferimento dello stesso GEFIA non UE

L'articolo 41 dispone che gli Stati membri devono assicurare che un GEFIA non UE debitamente autorizzato possa gestire FIA UE stabiliti in uno Stato membro diverso dal suo Stato membro di riferimento, direttamente o stabilendovi una succursale, purché il GEFIA sia autorizzato a gestire il FIA di riferimento.

La procedura in oggetto corrisponde, nella sostanza, a quella prevista per la gestione da parte di GEFIA UE di FIA UE in Stati membri diversi dallo Stato membro di origine del medesimo GEFIA disciplinata nell'articolo 33 della direttiva AIFM. Il termine di recepimento delle disposizioni descritte è identico a quello delle previsioni illustrate nel precedente paragrafo del presente documento.

Gli Stati membri devono recepire le disposizioni descritte, conformemente all'atto delegato dalla Commissione europea, entro i tre mesi successivi alla ricezione da parte di quest'ultima di una consulenza e un parere positivi dell'ESMA; l'ESMA deve trasmettere al Parlamento europeo, al Consiglio e alla medesima Commissione detti consulenza e parere entro il 22 luglio 2015.

Tanto rilevato, le fattispecie comprese nell'ambito di applicazione del menzionato articolo 41 possono essere schematicamente riassunte come indicato nella seguente tabella.

Stato del GEFIA non UE	Stato membro di riferimento del GEFIA non UE	Stato membro del FIA UE
Stati Uniti	Italia	Lussemburgo
Stati Uniti	Lussemburgo	Italia

6. La commercializzazione negli Stati membri senza passaporto di FIA UE e di FIA non UE da parte di un GEFIA non UE

L'articolo 42 della direttiva AIFM disciplina le condizioni al ricorrere delle quali gli Stati membri possono consentire ad un GEFIA non UE di commercializzare, solo sul territorio e presso investitori professionali, quote o azioni di FIA UE e FIA non UE gestiti, subordinatamente alle condizioni indicate nell'articolo 42.

In particolare: a) deve essere assicurato il rispetto delle disposizioni della direttiva AIFM in tema di relazione annuale, informativa agli investitori e informativa nei confronti delle autorità di vigilanza da parte di ciascun FIA oggetto di commercializzazione, nonché il rispetto delle disposizioni della direttiva AIFM in tema di FIA che acquisiscono il controllo di società quotate e non quotate ove il FIA oggetto di commercializzazione ricada nel relativo ambito di applicazione; b) devono sussistere adeguati meccanismi di cooperazione tra le autorità competenti dello Stato membro di commercializzazione del FIA, se del caso, le autorità competenti del FIA UE e le autorità di vigilanza del paese terzo in cui il GEFIA non UE è stabilito e, eventualmente, le autorità di vigilanza del paese terzo in cui il FIA non UE è stabilito, per il controllo del rischio sistemico, che siano in linea con gli standard internazionali, al fine di assicurare un efficace scambio di informazioni che consenta alle autorità competenti degli Stati membri interessati di adempiere alle

proprie funzioni in conformità alla direttiva AIFM; c) il paese terzo in cui il GEFIA non UE o il FIA non UE sono stabiliti non è incluso nella lista dei paesi e territori non cooperativi elaborata dal GAFI.

Gli Stati membri possono imporre regole più stringenti sul GEFIA non UE in relazione alla commercializzazione nel proprio territorio di FIA UE e non UE nei confronti di investitori professionali e al dettaglio.

La disciplina di attuazione della regolamentazione appena descritta può essere adottata entro il 22 luglio 2013. È rimessa quindi alla discrezionalità di ciascuno Stato membro la possibilità di consentire la commercializzazione nel proprio territorio di FIA UE e non UE gestiti da un GEFIA non UE.

Le fattispecie comprese nella disciplina in questione possono essere schematicamente sintetizzate, a titolo esemplificativo, come di seguito indicato.

Stato del GEFIA non UE	Stato del FIA UE o del FIA non UE	Stato membro di commercializzazione del FIA UE o del FIA non UE
Stati Uniti	Italia	Italia
Stati Uniti	Lussemburgo	Italia
Stati Uniti	Italia	Lussemburgo
Stati Uniti	Stati Uniti	Italia

19. LA COMMERCIALIZZAZIONE DI FIA DA PARTE DEI GEFIA NEI CONFRONTI DI INVESTITORI AL DETTAGLIO

L'articolo 43 della direttiva AIFM rimette ai singoli Stati membri la scelta di consentire ai GEFIA di commercializzare nei confronti di investitori al dettaglio, esclusivamente sul proprio territorio, FIA dagli stessi gestiti ai sensi della direttiva AIFM, a prescindere dalla circostanza che i FIA siano commercializzati a livello domestico oppure su base transfrontaliera e dal fatto che i FIA siano UE o non UE.

In tali casi, ciascuno Stato membro può imporre comunque a carico del GEFIA o del FIA regole più stringenti rispetto a quelle applicabili, ai sensi della direttiva AIFM, ai FIA commercializzati nei confronti di investitori professionali nel proprio territorio. Tuttavia, gli Stati membri non possono imporre ai FIA UE stabiliti in un altro Stato membro e commercializzati su base transfrontaliera prescrizioni aggiuntive o più stringenti rispetto a quelle applicabili ai FIA commercializzati a livello domestico.

La disciplina di attuazione della regolamentazione appena descritta può essere adottata entro il 22 luglio 2013. E' rimessa quindi alla discrezionalità di ciascuno Stato membro la possibilità di consentire ai GEFIA la commercializzazione, nei confronti di investitori al dettaglio, nel proprio territorio di FIA UE e non UE.

Proposta XVIII – La commercializzazione di FIA da parte dei GEFIA nei confronti di investitori al dettaglio

18.1 Chiarire se la commercializzazione su base transfrontaliera di FIA presso investitori al dettaglio, ove riconosciuta da parte dello Stato membro ospitante, presupponga in ogni caso una specifica "autorizzazione" da parte dello Stato membro ospitante (similmente a quanto oggi previsto dall'articolo 42, comma 5 del TUF) ovvero possa realizzarsi mediante la procedura di notificazione di cui agli articoli 31 e 32 della direttiva AIFM.

20. LE DISPOSIZIONI TRANSITORIE

L'articolo 61, paragrafo 1 della direttiva AIFM prevede che i GEFIA che svolgono attività ai sensi della direttiva, prima del 22 luglio 2013, devono adottare tutte le misure necessarie per rispettare la legislazione nazionale derivante dalla presente direttiva e presentare domanda di autorizzazione entro un anno da tale data.

La disciplina in tema di commercializzazione da parte di un GEFIA UE di FIA UE nel proprio Stato membro di origine o in altri Stati membri, nonché quella in materia di gestione da parte di un GEFIA UE di FIA UE in altri Stati membri, di cui agli articoli 31, 32 e 33 della direttiva AIFM, non trova applicazione con riguardo ai FIA per i quali sia in corso un'offerta al pubblico in base ad un prospetto redatto e pubblicato in conformità alla direttiva 2003/71/CE, c.d. Direttiva Prospetto, prima del 22 luglio 2013 per il periodo di validità del prospetto stesso.

I GEFIA che gestiscono FIA chiusi prima del 22 luglio 2013 che non effettuano ulteriori investimenti dopo tale data possono comunque continuare a gestire tali FIA senza dover essere autorizzati ai sensi della direttiva AIFM.

I GEFIA che gestiscono FIA chiusi il cui periodo di sottoscrizione si è concluso prima dell'entrata in vigore della direttiva AIFM e che sono costituiti per un periodo di tempo che termina al più tardi tre anni dopo il 22 luglio 2013 possono, comunque, continuare a gestire detti FIA senza dover ottemperare alla direttiva AIFM, ad eccezione della previsioni in tema di relazione annuale e, se pertinente, di quelle relative ai FIA che acquisiscono il controllo di società non quotate e di emittenti, e senza dover richiedere un'autorizzazione ai sensi della direttiva AIFM.

Le autorità competenti dello Stato membro di origine del FIA o, là dove il FIA non sia regolamentato, le autorità competenti dello Stato membro di origine del GEFIA possono consentire agli enti creditizi con sede legale nell'Unione europea e autorizzati conformemente alla direttiva 2006/48/CE di assumere l'incarico di depositario fino al 22 luglio 2017 pur essendo stabiliti in un altro Stato membro. Resta ferma l'applicazione di tutte le previsioni in tema di depositario di cui all'articolo 21 della direttiva AIFM, ad eccezione di quella in base alla quale il depositario di un FIA UE deve essere stabilito nello Stato

membro di origine del FIA. In altri termini, gli incarichi di depositario conferiti a enti creditizi stabiliti in Stati membri diversi da quello del FIA devono concludersi alla data del 22 luglio 2017.

Proposta XIX – Le disposizioni transitorie

19.1 Chiarire se ai sensi dell'articolo 61, paragrafo 1 della direttiva AIFM, le SGR che gestiscono fondi alternativi prima del 22 luglio 2013 abbiano un anno di tempo per adeguarsi "in pieno" alla disciplina AIFM. A tal riguardo si ritiene che le SGR che gestiscono fondi alternativi prima del 22 luglio 2013 dovrebbero essere considerate già autorizzate alla istituzione e gestione di fondi alternativi (tenuto conto che i principi del quadro normativo introdotto dalla direttiva AIFM sono coerenti con i cardini della disciplina italiana), fermo restando l'obbligo di comunicare alla Banca d'Italia l'adeguamento "pieno" alle disposizioni di recepimento della direttiva AIFM entro il 22 luglio 2014 (ad esempio, con riferimento alle disposizioni sugli obblighi informativi o sulla politica di remunerazione).

19.2 Chiarire come considerare, ai fini dell'applicazione della direttiva AIFM, le ipotesi di SGR che prima del 22 luglio 2013 gestiscano fondi chiusi di *side pockets*. In particolare, tenuto conto di quanto previsto dall'articolo 61, paragrafo 3 della direttiva AIFM si chiede se i fondi chiusi di *side pocket* debbano essere considerati ai fini del raggiungimento delle "soglie" o "importi" rilevanti ai sensi della direttiva AIFM.

19.3 Prestare particolare attenzione per le SGR che intendessero "trasformare" i fondi aperti non armonizzati (*retail*) in fondi aperti armonizzati (ad esempio, valutando la possibilità di prevedere termini di efficacia ridotti delle modifiche regolamentari) tenuto conto che la tipologia dei fondi aperti non armonizzati disciplinata dal Provvedimento della Banca d'Italia dell'8 maggio 2012 si differenzia da quella dei fondi UCITS, esclusivamente per un ampliamento delle possibilità di investimento ivi previste.

21. I TERMINI DEL RECEPIMENTO

Ferme restando le eccezioni previste dalla direttiva AIFM, in generale, gli Stati membri devono adottare la relativa normativa di recepimento entro il 22 luglio 2013.

La direttiva AIFM differenzia i termini per il recepimento delle disposizioni contenute nel Capo VI, concernente i diritti dei GEFIA UE di commercializzare e gestire FIA UE nell'Unione europea, e nel Capo VII, recante norme specifiche relative ai Paesi terzi, secondo una complessa articolazione, di seguito schematizzata, specificando la natura obbligatoria o volontaria del suddetto recepimento:

a) Disposizioni che devono essere recepite dagli Stati membri entro il 22 luglio 2013:

- (i) art. 31 – commercializzazione di FIA UE nello Stato membro di origine del GEFIA UE;
- (ii) art. 32 – commercializzazione di FIA UE in uno Stato membro diverso dallo Stato membro di origine del GEFIA UE;
- (iii) art. 33 – gestione di FIA UE stabiliti in altri Stati membri da parte del GEFIA UE;
- (iv) art. 34 – gestione di FIA non UE, non commercializzati nell'Unione europea, da parte di GEFIA UE.

b) Disposizioni che devono essere recepite dagli Stati membri dopo almeno tre mesi dal parere e dalla consulenza dell'ESMA da rendere entro il 22 luglio 2015:

- (i) art. 35 – commercializzazione nell'Unione europea, con passaporto, di FIA non UE gestiti da un GEFIA UE;
- (ii) art. 37 – autorizzazione a GEFIA non UE per la gestione di FIA UE e/o per la commercializzazione nell'Unione europea di FIA UE e non UE dagli stessi gestiti;

- (iii) art. 38 – verifica *inter pares* dell'autorizzazione e della vigilanza sui GEFIA non UE;
- (iv) art. 39 – commercializzazione nell'Unione europea con passaporto di FIA UE gestiti da un GEFIA non UE;
- (v) art. 40 – commercializzazione nell'Unione europea, con passaporto, di FIA non UE gestiti da un GEFIA non UE;
- (vi) art. 41 – gestione di FIA UE, stabiliti in uno Stato membro diverso dallo Stato membro di riferimento, da parte di GEFIA non UE.

c) Disposizioni che possono essere recepite dai singoli Stati membri:

- (i) art. 36 – commercializzazione negli Stati membri, senza passaporto, di FIA non UE gestiti da un GEFIA UE;
- (ii) art. 42 – commercializzazione negli Stati membri, senza passaporto, di FIA UE e non UE gestiti da un GEFIA non UE;
- (iii) art. 43 – commercializzazione nei confronti di investitori al dettaglio di FIA UE e non UE da parte di GEFIA UE e non UE.

In forza delle suddette opzioni della direttiva AIFM, ciascuno Stato membro può decidere liberamente di recepire le disposizioni nelle materie indicate al presente punto c), consentendo che le attività sopra elencate vengano esercitate esclusivamente nel proprio territorio. Ad esempio, un GEFIA non UE potrebbe commercializzare in Italia un FIA non UE ove venga data attuazione nel nostro ordinamento all'articolo 42 della direttiva AIFM.

Alla luce del quadro descritto, ferma restando la tempistica sopra esposta, il legislatore comunitario ha introdotto un regime transitorio in base al quale è possibile che – per un determinato periodo di tempo e fino al termine del periodo di cui all'articolo 68 della direttiva AIFM, successivamente descritto – coesistano norme di recepimento tanto delle disposizioni di cui al punto b) quanto delle disposizioni di cui al punto c), (i) e (ii), c.d. *dual system period*.

In base al citato articolo 68 della direttiva AIFM, tre anni dopo l'entrata in vigore dell'atto delegato della Commissione europea, in conformità del quale le disposizioni di cui alla lettera b) sono diventate applicabili in tutti gli Stati membri, l'ESMA deve trasmettere al Parlamento Europeo, al Consiglio e alla medesima Commissione un parere in ordine al funzionamento delle norme di recepimento delle disposizioni di cui al punto b) e di quelle delle disposizioni di cui ai punti (i) e (ii) del punto c), nonché una consulenza in ordine alla cessazione dell'applicazione dei regimi nazionali adottati in attuazione dei punti da ultimo richiamati.

Se l'ESMA ritiene che non sussistano ostacoli significativi che impediscano la cessazione dei regimi nazionali, emette un parere positivo a tale riguardo e la Commissione europea, tre mesi dopo aver ricevuto tale parere positivo, adotta un atto delegato specificando la data a partire dalla quale i regimi nazionali adottati ai sensi dei punti (i) e (ii) del punto c) devono cessare e il regime del passaporto europeo contenuto nella direttiva AIFM con riferimento ai Paesi terzi diventa l'unico regime obbligatorio applicabile in tutti gli Stati membri. Alla luce di quanto precede, di seguito si riassumono le varie fasi in cui si articolano l'entrata in vigore e il recepimento della disciplina AIFM.

Date rilevanti	Evento
Fase 1 21 luglio 2011	» Entrata in vigore della AIFMD
Fase 2 22 luglio 2013	» Recepimento della AIFMD, ad eccezione dell'articolo 35 e degli articoli da 37 a 41. » Possibilità (ma non obbligo) per gli Stati membri di dare attuazione agli articoli 36 e 42. » Possibilità (ma non obbligo) per gli Stati membri di dare attuazione all'articolo 43.
Fase 3 Entro il 22 luglio 2015	» Parere dell'ESMA circa il funzionamento del passaporto di cui agli articoli 32 e 33 e circa il funzionamento delle disposizioni che gli Stati membri abbiano eventualmente adottato ai sensi degli articoli 36 e 42. » Consulenza dell'ESMA circa l'applicazione del passaporto di cui all'articolo 35 e agli articoli da 37 a 41.
Fase 4 Tre mesi dopo la Fase 3	» Adozione da parte della Commissione di un atto delegato che specifichi la data in cui le norme di cui all'articolo 35 e agli articoli da 37 a 41 diventano applicabili in tutti gli Stati membri.
Fase 5 Tre anni dopo l'entrata in vigore dell'atto delegato di cui alla Fase 4	» Parere dell'ESMA circa il funzionamento del passaporto di cui all'articolo 35 e agli articoli da 37 a 41 nonché sul funzionamento delle disposizioni che gli Stati membri abbiano eventualmente adottato ai sensi degli articoli 36 e 42. » Consulenza dell'ESMA circa la cessazione dell'applicazione delle disposizioni che gli Stati membri abbiano eventualmente adottato ai sensi degli articoli 36 e 42 in parallelo alle disposizioni di attuazione dell'articolo 35 e degli articoli da 37 a 41.
Fase 6 Tre mesi dopo la Fase 5	» Adozione da parte della Commissione di un atto delegato che specifichi la data in cui le disposizioni che gli Stati membri abbiano eventualmente adottato ai sensi degli articoli 36 e 42 devono cessare e le disposizioni di attuazione dell'articolo 35 e degli articoli da 37 a 41 diventano l'unico regime obbligatorio applicabile in tutti gli Stati membri.