

Agosto 2021

La distribuzione *cross-border* di OICR nel nuovo *framework* europeo

Alberto Manfroi e Federico Bonardi, Atrigna & Partners

Premesse

In data 12 luglio 2019 è stato pubblicato nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea il pacchetto di riforme in materia di distribuzione transfrontaliera di OICVM e FIA composto dalla direttiva 2019/1160/UE (di seguito “**Direttiva**”), relativa alla commercializzazione transfrontaliera degli organismi di investimento collettivo, e dal Regolamento (UE) 2019/1156 per facilitare la distribuzione transfrontaliera degli organismi di investimento collettivo (di seguito “**Regolamento**”) ⁽¹⁾.

Il *framework* così composto mira ad armonizzare ulteriormente le condizioni applicabili agli *asset manager* che operano nel mercato interno e a facilitare la distribuzione transfrontaliera dei fondi che gestiscono ⁽²⁾. In particolare, esso rappresenta una rivisitazione delle attuali regole sulla distribuzione transfrontaliera sia di OICVM che di FIA ed è volto a rimuovere le barriere che impediscono ai gestori di sfruttare appieno il passaporto europeo previsto dalla direttiva UCITS e dalla direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (di seguito “**AIFMD**”) ⁽³⁾ ⁽⁴⁾.

⁽¹⁾ La disciplina dedicata alla distribuzione transfrontaliera dei fondi si completa con il Regolamento di esecuzione (UE) 2021/955 recante gli ITS sui formulari, modelli, procedure e disposizioni tecniche per le pubblicazioni e le notifiche delle norme di commercializzazione, delle spese e degli oneri e che specifica le informazioni da comunicare per la creazione e la gestione della banca dati centrale relativa alla commercializzazione transfrontaliera di FIA e OICVM, nonché i formulari, i modelli e le procedure per la comunicazione di tali informazioni, pubblicato in Gazzetta ufficiale dell'Unione europea il 27 maggio 2021. A questo si aggiungono gli Orientamenti di cui al *Final Report* ESMA34-45-1244 del 27 maggio 2021, che si applicheranno sei mesi dopo la data di pubblicazione sul sito *web* dell'ESMA delle traduzioni in tutte le lingue ufficiali dell'Unione.

⁽²⁾ Cfr. Considerando n. 2 della Direttiva.

⁽³⁾ Rispettivamente, direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 luglio 2009 concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) e della direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010.

⁽⁴⁾ Cfr. A. COX, *Break for the Border: Reform of Cross-Border Distribution of Investment Funds*, 2020 consultabile all'indirizzo <https://www.arthurcox.com/knowledge/break-for-the-border-reform-of-cross-border-distribution-of-investment-funds/>.

Le nuove regole – che dovranno essere recepite dagli Stati membri e applicate a partire dal 2 agosto 2021 – si rivolgono ai gestori di FIA e di OICVM stabilendo, *inter alia*, una definizione e delle condizioni armonizzate di pre-commercializzazione o “*pre-marketing*”.⁽⁵⁾

Il pacchetto normativo in commento impone una riflessione circa le diverse attività riconducibili alla distribuzione *latu sensu* di OICR; in particolare, si aggiunge un importante tassello ad integrazione e completamento dei diversi momenti (e ai rispettivi confini) che caratterizzano il collocamento di fondi nell’Unione: la pre-commercializzazione, le comunicazioni di *marketing* e la commercializzazione. Ciò sollevando altresì degli interrogativi sul perimetro applicativo residuo della c.d. *reverse solicitation*.

Commercializzazione e pre-commercializzazione di OICR

La commercializzazione è definita nell’ordinamento italiano come ogni “offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, rivolti agli investitori e in qualsiasi forma effettuati, realizzati su iniziativa del gestore o per conto del gestore, sia in forma diretta che indiretta, finalizzati alla sottoscrizione o all’acquisto di quote o azioni OICR” (cfr. Titolo II, Capitolo III, par. 3 del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio di cui al Provvedimento del 19 gennaio 2015 e successive modifiche).

Si tratta di una definizione molto ampia ma che non comprende tutte le attività normalmente svolte dai gestori per distribuire i propri prodotti⁽⁶⁾. Già nelle prime fasi di valutazione del lancio di un nuovo fondo, infatti, gli operatori normalmente intrattengono colloqui, partecipano a incontri e raccolgono manifestazioni di interesse prodromici alla decisione stessa di costruire o meno un prodotto. Tale attività di *scouting* non è stata espressamente disciplinata dal legislatore al punto che, da un lato, l’individuazione del confine con la commercializzazione in senso stretto spesso può risultare non agevole e, dall’altro, in un’ottica *cross-border*, la determinazione del suo perimetro applicativo è soggetta all’interpretazione degli operatori e delle Autorità nazionali competenti dei diversi Stati membri.

La Direttiva ha quindi introdotto nell’AIFMD un nuovo regime armonizzato di pre-commercializzazione, per tale intendendosi la fornitura di informazioni o comunicazioni, dirette o indirette, su strategie o idee di investimento da parte di un GEFIA UE o per suo

⁽⁵⁾ La Direttiva dispone, inoltre, l’introduzione di un regime di commercializzazione dedicato agli investitori al dettaglio; in particolare, quando un GEFIA intende commercializzare quote o azioni di un FIA agli investitori al dettaglio, sarà tenuto a mettere a disposizione nello Stato membro strutture per lo svolgimento dei compiti individuati nel nuovo art. 43-*bis* dell’AIFMD. Inoltre, nel caso in cui un GEFIA intenda commercializzare agli investitori al dettaglio di un particolare Stato membro dell’Unione, l’Autorità nazionale competente potrà richiedere la notifica preventiva delle comunicazioni di *marketing* che il gestore intende utilizzare e, se del caso, di modificare le comunicazioni stesse entro 10 giorni dalla notifica (cfr. art. 7, par. 3, del Regolamento).

⁽⁶⁾ Ciò senza entrare nel merito di altre attività esercitabili quali le attività connesse e strumentali.

conto, a potenziali investitori professionali domiciliati o aventi sede legale nell'Unione, al fine di testare il loro interesse in un FIA o in un comparto non ancora costituito, o costituito, ma non ancora notificato per la commercializzazione nello Stato membro in cui i potenziali investitori sono domiciliati o hanno la loro sede legale, e che in ogni caso non costituisce un'offerta o un collocamento (nei confronti del potenziale investitore) a investire nelle quote o azioni di quel FIA o comparto.

A livello di disciplina, la AIFMD viene inoltre integrata da un nuovo art. 30-*bis*, il quale fornisce una linea di demarcazione di segno negativo tra il momento della pre-commercializzazione e quello di commercializzazione vera e propria, stabilendo le condizioni al ricorrere delle quali le informazioni presentate ai potenziali investitori professionali integrano già la fattispecie distributiva, ossia quando le stesse: (i) siano sufficienti a consentire agli investitori di impegnarsi ad acquisire quote o azioni di un particolare FIA; (ii) equivalgano a moduli di sottoscrizione o a documenti analoghi, sia in forma di bozza che in versione finale; o (iii) equivalgano agli atti costitutivi, al prospetto o a documenti di offerta di un FIA non ancora istituito in versione finale.

La norma prosegue specificando che, a livello di documentazione negoziale, se sono consegnati al potenziale cliente una bozza di prospetto o i documenti di offerta, essi non devono contenere informazioni sufficienti per consentire agli investitori di prendere una decisione di investimento e devono indicare chiaramente che: (i) non costituiscono un'offerta o un invito a sottoscrivere quote o azioni di un FIA; e (ii) non si dovrebbe fare affidamento sulle informazioni ivi presentate, dal momento che non sono complete e potrebbero essere soggette a modifiche (cfr. art. 30-*bis*, par. 1, co. 2 AIFMD). Questo perché, in caso contrario, la documentazione ricevuta dal potenziale investitore potrebbe risultare idonea alla sottoscrizione del prodotto e, conseguentemente, sfociare in una commercializzazione effettuata in assenza della relativa notifica all'Autorità nazionale competente.

Ove siano rispettati i limiti descritti, l'attività di *scouting* svolta dal gestore potrà dunque qualificarsi come pre-commercializzazione e conseguentemente non essere soggetta a notifica né a condizioni o requisiti ulteriori rispetto a quelli prescritti dalla Direttiva, espressamente vietati dall'art. 30-*bis*, par. 1, co. 3 AIFMD. In tale ottica, la Direttiva affronta importanti questioni operative relative alla possibilità e, in caso affermativo, alle condizioni per poter sondare l'interesse di potenziali investitori per il lancio di un nuovo prodotto, senza che lo stesso debba poi essere effettivamente avviato e, come già anticipato, senza far scattare l'applicazione della disciplina sulla commercializzazione e i relativi costi ⁽⁷⁾. Ciò contribuendo indirettamente a meglio individuare il confine negativo della commercializzazione, dal quale dovranno essere escluse tutte quelle attività rientranti nella nuova nozione di *pre-marketing*.

⁽⁷⁾ Cfr. sul punto anche B. BOUHARATI e A. FERREY, *Cross-border distribution: Ready for the next step*, 2021 consultabile su <https://www.dlapiper.com/it/italy/insights/publications/2021/04/cross-border-distribution-ready-for-the-next-step/>.

In termini procedurali, la Direttiva richiede di trasmettere all'Autorità nazionale competente dello Stato di origine una lettera informale che specifichi gli Stati membri in cui, e i periodi durante i quali, avrà luogo o ha avuto luogo la pre-commercializzazione; essa dovrà contenere anche una breve descrizione dell'attività in parola, le informazioni sulle strategie di investimento presentate e, se del caso, un elenco dei FIA e dei comparti di FIA che sono o sono stati oggetto di pre-commercializzazione; la lettera deve essere inviata entro due settimane dall'inizio dell'attività.

La notifica ivi descritta è distinta dalla procedura per la commercializzazione e si aggiunge alla stessa: i gestori non potranno infatti accettare sottoscrizioni da parte di investitori raggiunti attraverso l'attività di *pre-marketing* se non dopo aver completato l'*iter* disciplinato agli artt. 31 e 32 dell'AIFMD. Segnatamente, qualsiasi sottoscrizione effettuata nei 18 mesi successivi all'avvio della pre-commercializzazione sarà considerata il risultato di una commercializzazione e, pertanto, richiederà l'esperienza della relativa procedura ⁽⁸⁾.

Le comunicazioni di *marketing*

Un ulteriore elemento dell'attività di commercializzazione di OICR, e indirettamente anche a quella di pre-commercializzazione, è dato dalla disciplina dedicata alle comunicazioni di *marketing*. Dal punto di vista regolamentare, infatti, l'ordinamento nazionale non distingue tra promozione in senso stretto e attività distributiva, ma anzi la commercializzazione ricomprende in sé entrambi i momenti tipici dell'attività di vendita, anche disgiuntamente. In particolare, i gestori devono assicurare che le comunicazioni di *marketing* destinate agli investitori siano chiaramente identificabili come tali attraverso un *disclaimer* che riporti, per lo meno, la dicitura “*comunicazione di marketing*”.

Le comunicazioni in parola hanno uno scopo meramente commerciale e non devono contenere informazioni sufficienti per assumere una decisione di investimento, tanto che il gestore del fondo è chiamato a specificarne la natura, escludendo che si tratti di documenti contrattualmente vincolanti o di documenti informativi richiesti da una qualsivoglia disposizione legislativa ⁽⁹⁾.

Le comunicazioni di *marketing* devono descrivere chiaramente i rischi e i rendimenti dell'acquisto di quote o azioni del fondo, oltre a specificare dove, come e in quale lingua gli investitori (anche solo potenziali) possano ottenere una sintesi dei propri diritti che includa, se del caso, anche le informazioni relative all'accesso ai meccanismi di ricorso

⁽⁸⁾ Pur non essendo oggetto di specifica trattazione, si segnala che nella AIFMD viene altresì inserito il nuovo art. 32-*bis* dedicato ad un procedimento per il ritiro della notifica per la commercializzazione di quote o azioni di un FIA UE. Per un periodo di 36 mesi dalla data in cui è stata ritirata la notifica, il GEFIA non può svolgere attività di pre-commercializzazione di quote o azioni cui si fa riferimento nella notifica, o strategie di investimento o idee di investimento simili, nello Stato membro interessato.

⁽⁹⁾ Cfr. sul punto il *Final Report* ESMA34-45-1244, *op. cit.*, pp. 36 ss.

collettivo che operano a livello comunitario e nazionale (art. 4, par. 1 e 3 del Regolamento).

Le informazioni contenute in tali comunicazioni devono essere corrette, chiare e non fuorvianti e non devono contraddire o sminuire l'importanza di quelle contenute in altre comunicazioni agli investitori, quali il prospetto, le informazioni chiave per gli investitori o il documento d'offerta.

Per meglio comprendere quali attività rientrino nella definizione di comunicazione di *marketing* l'ESMA, il 27 maggio 2021, ha pubblicato degli Orientamenti (attualmente nello stadio del *final report*) recanti, *inter alia*, un elenco non tassativo di fattispecie rientranti o non rientranti nella nozione di comunicazione di *marketing*.

In positivo, costituiscono comunicazione di *marketing* i seguenti documenti: (i) tutti i messaggi che pubblicizzano un OICVM o un FIA, indipendentemente dal mezzo utilizzato, inclusi documenti su carta stampata o informazioni rese disponibili in formato elettronico, articoli di giornale, interviste, pubblicità, documenti resi disponibili su *internet*, pagine *web*, presentazioni video, presentazioni dal vivo, messaggi radio o schede tecniche; (ii) i messaggi trasmessi su qualsiasi *social media* ⁽¹⁰⁾ se tali messaggi fanno riferimento ad una qualsiasi caratteristica di un OICVM o di un FIA, compreso il relativo nome; (iii) il materiale di *marketing* indirizzato individualmente a investitori o potenziali investitori, così come i documenti o le presentazioni messi a disposizione dal gestore sul proprio sito *web* o in qualsiasi altro luogo (sede legale del gestore, ufficio del distributore, etc.); (iv) le comunicazioni che pubblicizzano un OICVM o un FIA rivolte a investitori o potenziali investitori situati sia nello Stato d'origine del gestore del fondo che in uno Stato membro ospitante; o (v) le comunicazioni effettuate da terzi utilizzate dal gestore per finalità di *marketing*.

Al contrario, in negativo, l'ESMA non considera comunicazioni di *marketing*: (i) documenti o informazioni legali e regolamentari del fondo quali il prospetto o il documento d'offerta, il KIID e/o il KID, le relazioni annuali e semestrali, il regolamento, l'atto costitutivo, lo statuto dell'OICR o l'avviso di convocazione dell'assemblea dei soci o dei quotisti; (ii) comunicazioni aziendali diffuse dal gestore del fondo che descrivano le sue attività o alcuni recenti sviluppi del mercato (come la pubblicazione degli utili trimestrali o semestrali, gli annunci di distribuzione dei dividendi, di cambiamenti organizzativi o nell'alta dirigenza) che non si riferiscono a uno specifico OICVM o FIA o a gruppo di OICVM o FIA, a meno che le attività dei gestori del fondo siano limitate a un fondo o a un piccolo numero di fondi che siano implicitamente identificati in tale comunicazione aziendale; (iii) brevi messaggi trasmessi *online*, in particolare su

⁽¹⁰⁾ Il termine "*social media*" comprende tutte le tecnologie che consentono l'interazione sociale e la creazione di contenuti collaborativi *online*, come i *blog* e i *social network* (*Twitter*, *LinkedIn*, *Facebook*, *Instagram*, *TikTok* etc.) o i *forum* di discussione, accessibili con qualsiasi mezzo (in particolare con mezzi elettronici, ad esempio tramite computer o applicazione mobile).

piattaforme di *social media* ⁽¹¹⁾ che includono solo un *link* ad una pagina *web* dove è disponibile una comunicazione di *marketing*, ma che non contengono alcuna informazione su uno specifico FIA, OICVM o gruppo di FIA o OICVM; (iv) informazioni o comunicazioni emesse nel contesto dell'attività di pre-commercializzazione.

La reverse solicitation

Il nuovo regime delineato dalla Direttiva e dal Regolamento solleva alcuni interrogativi circa il rapporto tra la pre-commercializzazione e la c.d. “commercializzazione passiva” o *reverse solicitation*. Secondo alcuni autori, infatti, l'interpretazione letterale dell'art. 30-*bis*, par. 1, co. 2 dell'AIFMD imporrebbe di considerare che l'inizio di qualsiasi attività di pre-commercializzazione precluda la configurabilità della *reverse solicitation* per un periodo di 18 mesi: questo perché la norma pone una “presunzione di commercializzazione” per qualsiasi sottoscrizione, da parte di investitori professionali, intervenuta nei 18 mesi successivi all'inizio della pre-commercializzazione, senza distinguere se la stessa sia avvenuta su iniziativa del gestore o del cliente ⁽¹²⁾. Secondo la CSSF, ad esempio, qualunque sottoscrizione di quote o azioni cui si è fatto riferimento nell'ambito della pre-commercializzazione, ancorché avvenuta su iniziativa dell'investitore, deve essere considerata come avvenuta nel contesto di una commercializzazione ⁽¹³⁾.

Secondo i termini letterali del nuovo art. 30-*bis* della AIFMD, dunque, qualsiasi sottoscrizione da parte degli investitori entro 18 mesi dall'inizio della pre-commercializzazione dovrebbe sempre essere considerata come il risultato della commercializzazione; ciò anche: (i) nel caso in cui l'investitore non sia stato, di fatto, destinatario della pre-commercializzazione ⁽¹⁴⁾; (ii) a prescindere da qualsiasi fatto che potrebbe integrare un'ipotesi di *reverse solicitation*; e, sembrerebbe, (iii) nel caso in cui

⁽¹¹⁾ V. nota precedente.

⁽¹²⁾ Cfr. sul punto B. BOUHARATI e A. FERREY, *op. cit.*, 2021 e M. KEOGH, S. BERNARD, A. VOGT, B. JENNEN e E. DESSY, *Cross-border distribution of investment funds in Europe*, 2019 consultabile su <https://www.linklaters.com/it-it/insights/publications/2019/july/cross-border-distribution-of-investment-funds-in-europe>; ancorché in chiave dubitativa, cfr. anche P.J. MORGAN, H. VON LIVONIUS, G. MESCHIA e A. J. MASSEY, *Distribution of investment funds in the EU*, 2019 consultabile su <https://www.klgates.com/New-Rules-on-Cross-Border-Distribution-of-Investment-Funds-in-the-EU-09-05-2019>.

⁽¹³⁾ In particolare, si legge che “*any subscription to units or shares of the AIF, or to the compartment(s) referred to in the information provided in the context of pre-marketing, or of an AIF or compartment established as a result of this pre-marketing, made within 18 months of the EU AIFM having begun pre-marketing, by professional investors in Luxembourg shall be considered to be the result of marketing. This includes subscriptions made by professional investors subscribing at their own initiative and those which have not been approached during the pre-marketing phase*” (cfr. <https://www.cssf.lu/en/pre-marketing-by-aifms/>).

⁽¹⁴⁾ Cfr. sul punto S. BOOW, *National Implementation of the EU Directive on Cross-border Distribution of Funds-Key Issues of Alternative Investment Funds*, 2021 consultabile su www.hannessellman.com/news-views/blog/national-implementation-of-the-eu-directive-on-cross-border-distribution-of-funds-key-issues-of-alternative-investment-funds/.

l'investitore appartenga ad uno Stato membro diverso da quello in cui ha avuto luogo la pre-commercializzazione ⁽¹⁵⁾.

Invero, la portata geografica della restrizione di 18 mesi non è ancora chiara e le Autorità di regolamentazione degli Stati membri potrebbero interpretare la disposizione in modo ampio, fino a stabilire che qualsiasi pre-commercializzazione in uno degli Stati membri sia in grado di limitare la capacità di fare affidamento sulla *reverse solicitation* in tutti gli altri.

Se così fosse, i gestori dovrebbero valutare l'impatto pratico di tale restrizione prima di iniziare la pre-commercializzazione considerando che un impegno di investimento basato sulla *reverse solicitation* sarebbe possibile solo prima del periodo di 18 mesi, quindi prima dell'inizio di qualsivoglia attività di pre-commercializzazione.

Sul punto, tuttavia, occorre segnalare che la bozza della Direttiva, al Considerando n. 11, statuiva che “se a seguito dell'attività di pre-commercializzazione il GEFIA offre in sottoscrizione quote o azioni di un FIA con caratteristiche analoghe all'idea di investimento oggetto di pre-commercializzazione, dovrebbero essere rispettate le opportune procedure di notifica delle attività di commercializzazione e il GEFIA non dovrebbe avere la possibilità di invocare la sollecitazione dell'investitore” ⁽¹⁶⁾. La lettura di tale considerando avrebbe dovuto portare a concludere che, effettivamente, il legislatore intendesse precludere la configurabilità della *reverse solicitation* nell'ipotesi in cui la sottoscrizione fosse avvenuta nei 18 mesi successivi alla pre-commercializzazione; tuttavia, il considerando in parola non è stato trasposto nella versione finale della Direttiva, rimanendo soltanto il Considerando n. 10 ai sensi del quale “i GEFIA UE dovrebbero assicurare che gli investitori non acquisiscano quote o azioni in un FIA attraverso la pre-commercializzazione e che gli investitori contattati nell'ambito della pre-commercializzazione possano acquisire soltanto quote o azioni di tale FIA tramite la commercializzazione consentita a norma della direttiva 2011/61/UE”.

La mancata trasposizione del Considerando n. 11 della bozza di Direttiva può essere dunque considerato un indice del fatto che il legislatore comunitario abbia inteso non precludere uno spazio di applicabilità della *reverse solicitation*, ancorché la stessa avvenga nei 18 mesi successivi all'avvio della pre-commercializzazione. In aggiunta, il nuovo Considerando n. 10 sembra circoscrivere la presunzione di commercializzazione alla sola ipotesi in cui un investitore sia stato destinatario di pre-commercializzazione, ammettendo *a contrario* che ove l'iniziativa sia effettivamente originata dal potenziale cliente, sarebbe ancora integrata la fattispecie della *reverse solicitation*.

Passando alla disciplina nazionale, occorre segnalare che in Italia non è prevista una definizione espressa di *reverse solicitation* in materia di gestione collettiva del risparmio

⁽¹⁵⁾ Cfr. sul punto P.J. MORGAN, H. VON LIVONIUS, G. MESCHIA e A. J. MASSEY, *Distribution of investment funds in the EU*, op. cit. 2019.

⁽¹⁶⁾ Nella versione inglese: “[...] *the AIFM should not be able to invoke reverse solicitation*”.

(¹⁷); è tuttavia possibile fare riferimento al *framework* MiFID per avere a disposizione alcuni spunti interpretativi (¹⁸).

In particolare, l'art. 42 della MiFID II dispone che “qualora un cliente al dettaglio o professionale avvii di propria iniziativa esclusiva la prestazione di un servizio di investimento o l'esercizio di un'attività di investimento da parte di un'impresa di un paese terzo, il requisito di autorizzazione [...] non si applica alla prestazione di tale servizio o all'esercizio di tale attività da parte dell'impresa del paese terzo al cliente in questione, né a qualsiasi relazione connessa specificamente alla prestazione di detto servizio o all'esercizio di detta attività”.

In assenza di una norma dedicata, ipotizzando un'equiparazione tra *reverse solicitation* MiFID e la (mancata) *reverse solicitation* nella gestione collettiva, si potrebbe dunque concludere che l'elemento costitutivo della fattispecie ricada nella circostanza che sia il cliente (professionale), spontaneamente e senza attività alcuna da parte del gestore, a richiedere di poter sottoscrivere un prodotto gestito (o distribuito).

Conclusioni

Analizzate le varie definizioni e discipline su commercializzazione, pre-commercializzazione, comunicazione di *marketing* e *reverse solicitation*, possiamo quindi concludere che: (i) le mere informazioni o comunicazioni su strategie o idee di investimento, purché non idonee né finalizzate alla sottoscrizione, presentate in forma diversa da moduli di sottoscrizione o documenti costitutivi o di offerta del fondo, bensì funzionali a sondare l'interesse dei potenziali investitori professionali, non costituiscono attività di commercializzazione mentre integrano la fattispecie della pre-commercializzazione; (ii) le comunicazioni di *marketing* non costituiscono di per sé pre-commercializzazione; e (iii) la *reverse solicitation* sembra ancora configurabile quantomeno nell'ipotesi in cui la sottoscrizione non avvenga a seguito di pre-commercializzazione e sia svolta su esclusiva iniziativa dell'investitore.

(¹⁷) Ciò a differenza di altri Stati membri quali, ad esempio e senza pretesa di esaustività, il Lussemburgo, in cui la CSSF definisce espressamente la *reverse solicitation* come “*the situation where a client established or situated in Luxemburg initiates as its own exclusive initiative the provision of an investment service or activity by a third-country firm*” (cfr. Circolare CSSF 19/716 come modificata dalla Circolare CSSF 20/743); pur non parlando espressamente di *reverse solicitation*, la BaFin tedesca, nella FAQ 1.2 sulla commercializzazione e l'acquisto di fondi ai sensi del diritto nazionale, statuisce che “*Marketing to professional and semi-professional investors is deemed to exist only when such marketing takes place at the initiative of the asset manager or on its behalf. Offering units or share of an investment fund to a professional or semi-professional investor where this does not take place at the initiative of the asset manager or on its behalf is therefore not deemed to be marketing [...]*”; da ultimo, la FCA nel proprio *Handbook*, al PERG 8.37.11 in materia di “*Marketing at the initiative of the investor*” prevede che “*regulation 49 to 51 do not apply to an offering or placement of units of an AIF to an investor made at the initiative of that investor*”.

(¹⁸) Direttiva 2014/65/UE (“**MIFID II**”) e Regolamento (UE) 2014/600 (“**MIFIR**”).