

Aprile 2014

Il recepimento in Italia della Direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi e la disciplina in materia di gestione del rischio

Avv. Giovanni Stefanin e Avv. Mario Zanin, Studio PwC Tax & Legal Services – TLS Associazione Professionale di Avvocati e Commercialisti

1. Introduzione con *overview* sul recepimento e le conseguenti modifiche della normativa primaria

Come già avuto modo di vedere ⁽¹⁾, la Direttiva 2011/61/UE dell'8 giugno 2011 sugli “*Alternative Investment Fund Managers*” (la “**Direttiva AIFM**”) è stata emanata allo scopo di delineare un quadro normativo comune circa l'autorizzazione e l'operatività dei soggetti gestori di OICR c.d. “alternativi” rispetto a quelli che investono in valori mobiliari in conformità alle disposizioni della Direttiva 2009/65/CE (la “**Direttiva UCITS IV**”), e la cui massa gestita superi determinate soglie di rilevanza ⁽²⁾. La Direttiva AIFM, dunque, ha ad oggetto i gestori (“**GEFIA**”) dei fondi di investimento alternativi (“**FIA**”) e non i FIA stessi, in considerazione della difficoltà di provvedere all'armonizzazione di questi ultimi stante la variegata tipologia constatabile sul mercato ⁽³⁾.

¹ L'articolo costituisce il quarto di una serie di contributi dedicati all'analisi delle principali disposizioni della Direttiva AIFM: il primo ha affrontato il regime del c.d. “passaporto comunitario” (cfr. Stefanin - Gustato, *La Direttiva 2011/61/UE dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi: il regime del c.d. Passaporto comunitario*); il secondo ha approfondito talune regole di condotta (cfr. Stefanin - Zanin, *La Direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi: le discipline dei conflitti interesse e degli obblighi di trasparenza*); infine, il terzo ha riguardato la disciplina delle deleghe di funzioni (cfr. Stefanin - Gustato, *La Direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi: il regime delle deleghe di funzioni*).

Il presente contributo è il primo successivo al recepimento in Italia della Direttiva AIFM; di conseguenza, si propone un sintetico approfondimento circa l'adeguamento della normativa primaria nazionale ed il regime transitorio previsto.

² Cfr. art. 3, Direttiva AIFM. In particolare, per i GEFIA di FIA che hanno portafogli di ammontare inferiore a 100 milioni di Euro, ovvero a 500 milioni per i FIA che non fanno ricorso alla leva finanziaria e le cui quote non sono rimborsabili prima di cinque anni dalla loro sottoscrizione, è prevista l'applicazione di un “regime agevolato”, salvo che gli stessi non decidano di sottoporsi comunque alle norme della Direttiva AIFM (c.d. “*opt in*”) per potere usufruire dei relativi benefici (soprattutto del “passaporto”) e salva la facoltà per gli Stati membri di imporre obblighi più rigorosi.

³ Cfr. considerando n. 10, Direttiva AIFM.

La Direttiva AIFM sarebbe dovuta essere implementata negli ordinamenti nazionali dei singoli Stati membri entro il 22 luglio 2013. L'Italia, tuttavia, non ha provveduto per tempo al recepimento.

Lo stesso 22 luglio 2013 è entrato in vigore il Regolamento delegato (UE) n. 231/2013 (il “**Regolamento**”) che completa la Direttiva AIFM con le previsioni di dettaglio, ossia le misure di esecuzione di c.d. “secondo livello” ⁽⁴⁾, e che è direttamente applicabile in tutti gli Stati membri. Più in particolare, il Regolamento prevede, fra le altre, disposizioni attuative in materia di condizioni generali di esercizio, leva finanziaria, trasparenza e sorveglianza, che ineriscono, a seconda dei casi in via diretta o indiretta, la tematica della gestione del rischio (c.d. “*risk management*”). Il contenuto in questione risulta sostanzialmente coerente con la normativa nazionale attualmente vigente in materia.

Quanto all'Italia, la Direttiva AIFM è stata dunque recepita solo recentemente, mediante l'emanazione, avvenuta il 4 marzo scorso, del d.lgs. n. 44/2014 (il “**Decreto**”) ⁽⁵⁾, recante incisive modifiche alla normativa primaria di cui al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (il “**TUF**”) ⁽⁶⁾. Il Decreto è entrato in vigore il **9 aprile 2014**.

L'azione di recepimento è consistita nell'inserimento nell'ambito del TUF delle sole disposizioni di applicazione generale contenute nella Direttiva AIFM ⁽⁷⁾, conseguentemente demandando la disciplina dettagliata degli aspetti tecnici alla futura regolamentazione di livello secondario di emanazione da parte di Banca d'Italia e Consob, per quanto di rispettiva competenza. Ad ogni modo, il contenuto di quest'ultima non potrà che essere pressoché speculare rispetto a quanto previsto in sede comunitaria, posto che le disposizioni del Regolamento non possono sostanzialmente essere oggetto di modifica e/o deroga a livello nazionale.

⁴ Sempre con riferimento alla dimensione comunitaria, le misure di “terzo livello” sono di competenza dell'ESMA, che ha pubblicato delle linee guida in merito alle politiche di remunerazione ed ad alcuni “concetti chiave” della Direttiva AIFM (di recente, ed in particolare nei mesi di febbraio e marzo 2014, sono stati rilasciati chiarimenti in forma di *Questions & Answers* in merito alle disposizioni della Direttiva AIFM e del Regolamento riguardanti le politiche di remunerazione e la commercializzazione in Stati membri diversi da quello d'origine: cfr. documento ESMA/2014/296, integrativo del documento ESMA/2014/163).

⁵ Pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, Serie Generale n. 70 del 25 marzo 2014.

⁶ L'iter di recepimento della Direttiva AIFM può esser così ripercorso nei suoi tratti principali: nel luglio 2013, il Ministero dell'Economia e delle Finanze avviava la consultazione pubblica sulle norme per l'attuazione della Direttiva AIFM e l'applicazione del Regolamento (UE) n. 345/2013, relativo ai fondi europei per il venture capital (EuVECA), e n. 346/2013, relativo ai fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSEF); il 26 luglio, Banca d'Italia e Consob pubblicavano una Comunicazione congiunta circa la disciplina applicabile fino al momento in cui la Direttiva AIFM sarebbe stata recepita; il 6 agosto veniva emanata la l. n. 96/2013, recante, fra l'altro, l'attribuzione della delega al Governo per l'attuazione della Direttiva AIFM; il 3 dicembre, il Consiglio dei Ministri approvava in via preliminare lo schema di decreto legislativo di recepimento; infine, il 28 febbraio 2014, il Consiglio dei Ministri, dopo il vaglio delle commissioni parlamentari, approvava in via definitiva lo schema in questione.

⁷ Oltre che delle norme strettamente necessarie per l'applicazione dei menzionati Regolamenti (UE) n. 345/2013 e 346/2013.

In via generale, l'adeguamento del TUF si è configurato attraverso:

- a) un necessario intervento sull'impianto definitorio previsto dall'art. 1 (cfr. art. 1, Decreto). In particolare: (i) è stata modificata la definizione di "OICR armonizzato" in OICVM, essendo ormai armonizzati anche i "FIA"; (ii) sono state introdotte le definizioni di "FIA italiano" (in contrapposizione a quella di "OICVM italiani", ed entrambe ricomprese all'interno della più generale categoria di "OICR"), "FIA italiano riservato", "FIA UE", "FIA non UE", "GEFIA UE" e "GEFIA non UE"; (iii) sono state introdotte le definizioni di "investitori professionali" ed "investitori al dettaglio", che, comunque, si limitano ad un mero richiamo a definizioni già previste nel TUF ⁽⁸⁾; (iv) è stata introdotta la definizione di "SICAF", ossia della nuova tipologia di OICR chiuso, costituito in forma di s.p.a. ed a capitale fisso, introdotta dalla Direttiva AIFM;
- b) la revisione della struttura del Titolo III della Parte II, dedicato alla "Gestione collettiva del risparmio" (cfr. art. 4, Decreto). In particolare, al fine di conformare nella maniera più coerente l'impostazione del TUF ai dettami della Direttiva AIFM, la disciplina delle SICAV e delle SICAF è stata accostata a quella delle SGR, considerati (tutti) soggetti autorizzati italiani, disciplinati dai Capi I e I-bis. Ancora, le disposizioni in tema di strutture *master-feeder* e fusione e scissione sono state ricomprese nel Capo II, interamente dedicato agli OICR italiani. Infine, hanno assunto autonoma rilevanza sistematica le prescrizioni in tema di operatività transfrontaliera dei gestori (cfr. Capo II-bis), commercializzazione di OICR (cfr. Capo II-ter), obblighi per le SGR i cui FIA acquisiscono partecipazioni rilevanti e di controllo di società non quotate e di emittenti (cfr. Capo II-quater) e soggetto depositario (cfr. Capo III);
- c) l'introduzione del nuovo art. 4-quinquies, che individua la disciplina applicabile alle particolari tipologie di GEFIA rientranti negli ambiti di applicazione dei Regolamenti (UE) n. 345/2013, relativo ai fondi europei per il venture capital (EuVECA), e n. 346/2013, relativo ai fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSEF), entrati in vigore il 22 luglio 2013, peraltro richiamando il nuovo art. 35-undecies, TUF, che reca un'importante deroga per i GEFIA italiani c.d. "sotto-soglia" ⁽⁹⁾ (cfr. ancora art. 1, Decreto).

⁸ Cfr. artt. 6, commi 2-quinquies e 2-sexies, TUF, e 26, lett. d) ed e), Regolamento Consob n. 16190/2007. Inoltre, spetterà al Ministero dell'Economia e delle Finanze determinare con regolamento i criteri generali cui devono uniformarsi gli OICR italiani, individuando, altresì, le categorie di investitori non professionali nei cui confronti è possibile commercializzare quote di FIA italiani riservati.

⁹ In particolare: l'art. 4-quinquies, TUF, individua Banca d'Italia e Consob quali autorità nazionali competenti, secondo le relative attribuzioni, per i necessari compiti di vigilanza e cooperazione; mentre l'art. 35-undecies, TUF, dispone che le autorità di vigilanza in questione possano esentare dall'applicazione delle disposizioni regolamentari (dalle stesse dettate in attuazione dell'art. 6, commi 1, 2 e 2-bis, TUF) i gestori autorizzati di FIA italiani riservati il cui valore totale dei beni gestiti non superi i

Infine, ai sensi dell'art. 15 (rubricato come "Disposizioni finali e transitorie"), comma 1, Decreto, le disposizioni dei provvedimenti attuativi del TUF attualmente vigenti ⁽¹⁰⁾, ossia i regolamenti di Banca d'Italia e Consob ed il decreto dell'allora Ministero del Tesoro del 24 maggio 1999, n. 228 (il "d.m. 228/99") ⁽¹¹⁾, continuano ad applicarsi - in quanto compatibili con le disposizioni della Direttiva AIFM e delle relative misure di esecuzione, e salvo quanto diversamente stabilito - fino alla data di entrata in vigore delle emanande nuove disposizioni di attuazione.

Sempre l'art. 15, ai commi 2 e ss., prevede, fra l'altro, che:

- i) le SGR che al 9 aprile 2014 gestiscono FIA italiani o commercializzano FIA italiani nei confronti di investitori professionali o investitori al dettaglio non siano tenute a presentare una nuova domanda di autorizzazione; è sufficiente che adottino entro il 22 luglio 2014 tutte le misure necessarie per rispettare le disposizioni di recepimento della Direttiva AIFM (per le prime è, inoltre, prevista la comunicazione a Banca d'Italia e Consob). Diversamente, la mera attività di promozione di OICR di propria istituzione potrà essere svolta dalle SGR non oltre il 22 luglio 2014 ovvero, nel caso di fondi garantiti, entro sei mesi dalla scadenza della garanzia ⁽¹²⁾;
- ii) soggetti aventi sede in Italia diversi dalle SGR che al 9 aprile 2014 prestano il servizio di gestione collettiva di FIA possano continuare ad esercitarlo, a condizione che entro il 22 luglio 2014 adottino tutte le misure necessarie per rispettare le disposizioni di recepimento della Direttiva AIFM e presentino domanda di autorizzazione;
- iii) gli attuali OICR italiani riservati ad investitori qualificati ed OICR italiani speculativi siano considerati come FIA italiani riservati; di conseguenza, a partire dalla data di entrata in vigore delle disposizioni di attuazione, le quote ed azioni degli OICR in questione potranno essere commercializzate esclusivamente nei confronti di investitori professionali e delle ulteriori

100 milioni di Euro, ovvero i 500 milioni se gli OICR gestiti non fanno ricorso alla leva finanziaria e non consentono agli investitori di esercitare il diritto di rimborso per cinque anni dopo l'investimento iniziale.

¹⁰ Comprese le procedure per l'autorizzazione di nuovi gestori italiani e l'istituzione e commercializzazione di nuovi FIA italiani.

¹¹ Come riportato nella Relazione Illustrativa del Decreto, è prevista nei prossimi mesi una consultazione pubblica circa la revisione del d.m. 228/99 - emanato in attuazione del previgente art. 37, TUF, ora modificato e rinumerato (come art. 39) - relativo ai criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento.

¹² Con il recepimento della Direttiva AIFM è venuta meno la possibilità per le SGR di prestare disgiuntamente le attività di gestione e promozione. Si assiste, dunque, al superamento del modello italiano che prevedeva, appunto, la possibile distinzione fra attività di promozione e gestione; ciò in forza dell'incompatibilità di tale schema con il disposto dell'art. 5, par. 1, Direttiva AIFM, secondo cui "*Gli Stati membri provvedono affinché ciascun FIA gestito nell'ambito della presente direttiva abbia un GEFIA unico, responsabile del rispetto della presente direttiva*".

categorie di investitori che saranno individuate dalla disciplina prevista in sostituzione del richiamato d.m. 228/99 *ex art.* 39, comma 2, TUF;

- iv) i FIA UE la cui offerta in Italia risultava già autorizzata in Italia al 22 luglio 2013 possano continuare ad essere commercializzati in Italia nei confronti di investitori professionali e degli investitori individuati dal d.m. n. 228/99, a condizione che entro il 22 luglio 2014 i relativi gestori adottino tutte le misure necessarie per rispettare le disposizioni di recepimento della Direttiva AIFM ed effettuino la procedura di notifica prevista dal regime di passaporto;
- v) le disposizioni relative all'operatività in Stati non UE ed alla commercializzazione di FIA non UE e di FIA italiani ed UE da parte di GEFIA non UE entrino in vigore alla data prevista nell'atto delegato che la Commissione europea dovrà adottare ⁽¹³⁾;
- vi) i soggetti che al 9 aprile 2014 ricoprono l'incarico di depositario adottino le misure necessarie per adeguarsi alle nuove disposizioni loro applicabili e ne diano comunicazione a Banca d'Italia entro il 22 luglio 2014 in relazione a ciascun FIA ed entro il 22 luglio 2015 in relazione a ciascun OICVM;
- vii) si applichino disposizioni specifiche per i gestori di FIA che soddisfano i requisiti previsti nei menzionati Regolamenti (UE) n. 345/2013 e n. 346/2013.

2. La gestione del rischio

Premessa l'introduzione di cui sopra, resasi doverosa in considerazione del recente recepimento in Italia della Direttiva AIFM, di seguito si procede all'analisi dello specifico tema della "gestione del rischio", che si accomuna agli altri precedentemente analizzati in considerazione della relativa rilevanza ⁽¹⁴⁾.

Infatti, la nuova lettera n) del comma 1 dell'art. 1, TUF, definisce la "*gestione collettiva del risparmio*" come "*il servizio che si realizza attraverso la gestione di OICR e dei relativi rischi*". La formulazione deriva specularmente dalla previsione dell'art. 4, par. 1, lett. w), Direttiva AIFM, secondo la quale la gestione di un FIA si sostanzia - almeno - nello svolgimento delle funzioni di gestione degli investimenti individuate al punto 1, lett. a) e b), dell'Allegato I, della stessa Direttiva AIFM, ossia la "gestione del portafoglio" e la "gestione del rischio". La Direttiva AIFM specifica che le due funzioni sono da considerarsi come "minime" ed, ovviamente, necessarie nell'ambito di qualsivoglia attività di gestione di portafogli.

¹³ Riguardante l'estensione del passaporto anche ai FIA e GEFIA non UE (cfr. art. 67, par. 6, Direttiva AIFM).

¹⁴ Cfr. nota 1.

Conforme ed allineata è la formulazione del nuovo art. 33, TUF, che, in materia di attività esercitabili, dispone che le SGR “*gestiscono il patrimonio e i rischi degli OICR*”.

Pertanto, nell’impostazione della Direttiva AIFM la gestione del rischio assume importanza propria ed autonoma rispetto all’attività di gestione in senso stretto, seppure rimanendone complementare; ciò in senso innovativo rispetto a quanto previsto dalla Direttiva UCITS IV ⁽¹⁵⁾.

Le vigenti disposizioni regolamentari nazionali in materia di gestione del rischio sono previste, innanzitutto, nel Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio, adottato da Banca d’Italia e Consob con provvedimento del 29 ottobre 2007 (il “**Regolamento Congiunto**”) e successivamente modificato con atto congiunto di Banca d’Italia e Consob del 9 maggio 2012 per adeguarlo, fra l’altro, al recepimento della Direttiva UCITS IV.

Al riguardo occorre preliminarmente osservare come le disposizioni in questione, derivanti dalla disciplina comunitaria dettata dalla Direttiva UCITS IV per i gestori di OICVM, non prevedano distinzioni in base alla natura dell’OICR gestito, con la conseguenza che hanno trovato e continueranno a trovare applicazione anche con riferimento ai GEFIA.

Le disposizioni del Regolamento Congiunto ⁽¹⁶⁾ obbligano la SGR ad adottare, applicare e mantenere un efficace sistema di gestione del rischio degli OICR, attraverso l’istituzione di una funzione indipendente. La definizione e periodica verifica della corretta attuazione del sistema spetta all’organo con funzione di supervisione strategica, mentre l’organo con funzione di gestione è responsabile dell’attuazione e del rispetto dello stesso. A tal fine è tenuto a definire adeguati flussi informativi per gli organi aziendali; infatti, la funzione di gestione del rischio deve fornire consulenza agli organi sociali e presentare loro, con cadenza almeno annuale, una relazione sull’attività svolta.

Per assicurare la correttezza ed indipendenza della funzione di gestione del rischio sono imposti taluni presidi che ne garantiscono la separatezza rispetto alle altre funzioni aziendali, avendosi riguardo, *inter alia*, alle strutture gerarchiche ed ai metodi per la determinazione delle retribuzioni.

I compiti della funzione in questione vengono individuati dall’art. 31-ter, Regolamento Congiunto, nella:

- a) collaborazione alla definizione del sistema di gestione del rischio degli OICR (di cui ne presiede il funzionamento);

¹⁵ Il cui Allegato II non prevede la gestione del rischio fra le funzioni rientranti nell’attività di gestione collettiva di portafogli.

¹⁶ Cfr. artt. 31 e ss..

- b) verifica della coerenza tra il livello di rischio degli OICR ed i relativi profili di rischio-rendimento, del rispetto dei limiti all'assunzione dei rischi da parte degli OICR, dell'adeguatezza del sistema di gestione dei rischi degli OICR, dell'evoluzione attesa del livello di rischio degli OICR e della conseguente probabilità di violazione dei limiti fissati all'assunzione dei rischi ed, infine, della corretta valutazione degli strumenti derivati OTC;
- c) verifica di adeguatezza ed efficacia delle misure assunte per rimediare alle carenze riscontrate nel sistema di gestione del rischio degli OICR.

Infine, trova applicazione il principio di proporzionalità; di conseguenza, la SGR può omettere l'istituzione della funzione di gestione del rischio qualora dimostri che il sistema (di gestione del rischio) sia, comunque, costantemente efficace.

Ulteriori disposizioni in tema di gestione del rischio degli OICR sono contenute nel Regolamento di Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio dell'8 maggio 2012, emanato in considerazione del recepimento della Direttiva UCITS IV e successivamente modificato con provvedimento della Banca d'Italia dell'8 maggio 2013.

Le previsioni in questione ⁽¹⁷⁾, sostanzialmente, impongono alla SGR di definire, applicare e mantenere disposizioni interne, tecniche di misurazione e procedure atte ad assicurare il corretto funzionamento del sistema di gestione dei rischi degli OICR nonché a verificare il costante rispetto dei limiti e divieti di natura sia regolamentare sia interna ⁽¹⁸⁾.

2.1. Le nuove disposizioni comunitarie

La disciplina in materia di gestione del rischio è prevista dalla norma primaria dell'art. 15, Direttiva AIFM (rientrante nella Sezione 1 dedicata ai "Requisiti generali", del Capo III riguardante le "Condizioni operative dei GEFIA") e dalla normativa secondaria di cui agli artt. da 38 a 45, Regolamento (costituenti la Sezione 3 dedicata, appunto, alle "Gestione del rischio", del Capo III concernente le "Condizioni operative del GEFIA").

¹⁷ Cfr., in particolare, Titolo V, Capitolo III, Sezione I, Paragrafo 5.

¹⁸ In particolare, la SGR, per ciascun OICR gestito, è tenuta a: a) assicurare che i rischi delle posizioni assunte ed il loro contributo al profilo di rischio complessivo siano misurati accuratamente sulla base di dati robusti ed attendibili; b) effettuare periodicamente, laddove appropriato, verifiche a posteriori per valutare la validità delle tecniche di misurazione dei rischi adottate nonché *stress test* ed analisi di scenario per tenere conto dei rischi derivanti da possibili variazioni delle condizioni di mercato che potrebbero avere conseguenze negative per l'OICR; c) definire, attuare e mantenere un sistema documentato di limiti interni dei rischi ai quali è esposto ogni OICR ed assicurare che il livello di rischio dell'OICR sia conforme a tali limiti; d) definire, attuare e mantenere presidi adeguati che in caso di violazione presente o prevista dei limiti di rischio consentano l'adozione tempestiva di misure correttive nell'interesse dei partecipanti del fondo; e) definire, attuare e mantenere specifici processi per il controllo nel continuo della capacità del fondo di adempiere le proprie obbligazioni collegate all'operatività in derivati.

2.1.1. Innanzitutto, l'art. 15, par. 1, Direttiva AIFM, impone al GEFIA di dotarsi di una **funzione di gestione del rischio** che attui politiche e procedure efficaci al fine cui è preposta e che sia funzionalmente e gerarchicamente separata rispetto alle funzioni operative. La previsione si presenta allineata rispetto alla disciplina di secondo livello della Direttiva UCITS IV ⁽¹⁹⁾; invece, diversamente da quanto previsto in quest'ultima, l'art. 15, par. 1, Direttiva AIFM, specifica la ricomprensione della funzione di gestione del portafoglio nell'ambito delle unità operative.

Non sempre la divisione tra gestione del portafoglio e gestione del rischio presenta contorni netti, in considerazione dell'eterogeneità delle tipologie di FIA e potendo taluni GEFIA, soprattutto se di minori dimensioni, incorrere in difficoltà nel soddisfare i requisiti normativi prescritti. Di conseguenza, la Direttiva AIFM chiarisce che la separazione funzionale e gerarchica deve essere riesaminata dalle autorità competenti dello Stato membro di origine del GEFIA alla luce del principio di proporzionalità, dovendosi prendere in considerazione natura, scala e complessità dell'attività del GEFIA stesso e dei relativi FIA. In ogni caso, anche qualora la separazione non fosse completamente realizzabile, il GEFIA deve essere sempre in grado di dimostrare che le garanzie specifiche adottate contro i conflitti di interesse consentano lo svolgimento indipendente dell'attività di gestione del rischio e che il processo di gestione del rischio ottemperi alle prescrizioni dell'articolo 15, Direttiva AIFM, e sia coerentemente efficace.

La normativa secondaria si occupa di individuare le circostanze idonee a far ritenere la sussistenza della separazione in questione, diversamente dalla disciplina prevista nella Direttiva UCITS IV che non prevede una declinazione del genere ⁽²⁰⁾.

Inoltre, la separazione funzionale e gerarchica della funzione di gestione del rischio deve essere assicurata rispetto a tutta la struttura del GEFIA ed essere oggetto di controllo da parte dell'organo di gestione nonché, qualora istituita, della funzione di sorveglianza.

Infine, vengono declinate le caratteristiche delle sopra richiamate specifiche garanzie da adottarsi contro i conflitti di interesse da parte dell'organo di gestione o, qualora

¹⁹ Cfr. art. 12, Direttiva 2010/43/UE, che, inoltre, chiarisce con precisione quali siano i compiti fondamentali attribuiti alla funzione di controllo del rischio. Peraltro, in tal modo la disposizione in questione conferma la particolare attenzione dedicata a questa tematica nell'ambito della disciplina della Direttiva UCITS IV.

²⁰ Cfr. art. 42, Regolamento, secondo cui a tal fine occorre che le persone partecipanti all'esercizio della funzione di gestione del rischio: a) non siano soggette alla sorveglianza delle persone responsabili delle unità operative; b) non partecipino all'esecuzione di attività all'interno delle unità operative; c) siano retribuite in funzione del raggiungimento degli obiettivi connessi a tale funzione, indipendentemente dai risultati delle unità operative. Inoltre, occorre che la retribuzione dei responsabili di alto livello della funzione sia direttamente controllata dal comitato per le retribuzioni, qualora istituito.

istituita, della funzione di sorveglianza⁽²¹⁾; tali organi, altresì, sono tenuti a controllarne periodicamente l'efficacia ed a adottare tempestivamente eventuali misure correttive.

2.1.2. Con riferimento alla tematica dell'**adeguatezza dei sistemi adottati**, l'art. 15, par. 2, Direttiva AIFM, impone al GEFIA di organizzare sistemi appropriati di gestione del rischio⁽²²⁾ al fine di adeguatamente individuare, misurare, gestire e monitorare tutti i rischi relativi ad ogni strategia di investimento dei FIA ed ai quali ogni FIA è o potrà essere esposto.

Il GEFIA è tenuto a riesaminare i sistemi secondo periodicità appropriata, almeno annuale, ed ad aggiornarli in caso di necessità, sulla base dei risultati derivanti dal processo di riesame.

La funzione permanente di gestione del rischio - che rappresenta una delle componenti centrali di qualsiasi sistema di gestione del rischio⁽²³⁾ - deve essere dotata della necessaria autorità ed avere accesso a tutte le informazioni che le permettano di poter correttamente svolgere i relativi compiti. Obiettivo precipuo della funzione è la definizione di una politica di gestione del rischio appropriata rispetto a natura, scala e complessità delle attività svolte dal GEFIA e del FIA gestito.

Con riferimento a quanto sopra, il Regolamento prevede le discipline di dettaglio riguardanti:

- a) i compiti da attribuirsi alla funzione permanente, all'art. 39⁽²⁴⁾;

²¹ Cfr. art. 43, Regolamento, secondo cui le garanzie devono assicurare “a) che 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) che 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) che 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) che 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) che le funzioni in conflitto siano adeguatamente separate”. Qualora proporzionato rispetto a natura, scala e complessità del GEFIA, è previsto, altresì, che “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, e il comitato per il rischio, se istituito, sia dotato di risorse adeguate ed i suoi membri non indipendenti non abbiano un'influenza indebita sull'esercizio della funzione di gestione del rischio”.

²² L'art. 38, Regolamento, individua le caratteristiche dei sistemi, prevedendo che essi debbano comprendere “elementi rilevanti della struttura organizzativa del GEFIA aventi ruolo centrale per la funzione permanente di gestione del rischio; politiche e procedure per la gestione del rischio rilevante per la strategia di investimento di ciascun FIA; infine, disposizioni, procedure e tecniche riguardanti la misurazione e la gestione del rischio impiegati dal GEFIA in relazione a ciascun FIA gestito”.

²³ Cfr. considerando 51, Regolamento.

²⁴ Secondo cui, in particolare: “Il GEFIA istituisce e mantiene una funzione permanente di gestione del rischio che: a) attui 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

- b) il contenuto minimo della politica di gestione del rischio, agli artt. 40, parr. 3 e 4⁽²⁵⁾, e 43, parr. 1 e 2⁽²⁶⁾;
- c) i periodici ed almeno annuali, valutazione, sorveglianza e riesame dei sistemi, all'art. 41⁽²⁷⁾.

o può essere esposto; b) assicurarsi che il profilo di rischio del FIA comunicato agli investitori conformemente all'articolo 23, paragrafo 4, lettera c), della direttiva 2011/61/UE, sia conforme ai limiti di rischio fissati conformemente all'articolo 44 del presente regolamento; c) monitori l'osservanza dei limiti di rischio fissati conformemente all'articolo 44 e informi 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) aggiorni 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 2011/61/UE; 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) aggiorni 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.

La funzione di gestione del rischio è dotata dell'autorità necessaria e ha accesso a tutte le informazioni pertinenti per l'assolvimento dei compiti di cui al paragrafo 1".

²⁵ In particolare: "a) le tecniche, gli strumenti e le disposizioni che gli consentono di rispettare l'articolo 45; b) le tecniche, gli strumenti e le disposizioni che gli consentono di valutare e controllare il rischio di liquidità del FIA in condizioni di liquidità normali e in condizioni eccezionali, anche tramite prove di stress effettuate periodicamente conformemente all'articolo 48; c) la ripartizione delle responsabilità in materia di gestione del rischio in seno al GEFIA; d) i limiti di rischio fissati conformemente all'articolo 44 del presente regolamento e la spiegazione della loro corrispondenza con il profilo di rischio del FIA comunicato agli investitori a norma dell'articolo 23, paragrafo 4, lettera c), della direttiva 2011/61/UE; 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.

La politica di gestione del rischio include una descrizione delle garanzie di cui all'articolo 43, riguardante in particolare: a) la natura dei potenziali conflitti di interesse; b) le misure correttive poste in atto; c) le ragioni per cui si può ragionevolmente prevedere che tali misure garantiscano l'indipendenza nell'esercizio della funzione di gestione del rischio; d) le modalità con le quali il GEFIA prevede di assicurare che le garanzie siano costantemente efficaci".

²⁶ Cfr. nota 21.

²⁷ In particolare: "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. La frequenza del riesame periodico di cui al primo comma è decisa dall'alta dirigenza conformemente al principio di proporzionalità in funzione della natura, della scala e della complessità dell'attività del GEFIA e del FIA gestito.

Oltre al riesame periodico di cui al paragrafo 1, i sistemi di gestione del rischio sono rivisti ogniqualvolta: 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

Il GEFIA deve notificare alle autorità competenti del proprio Stato membro d'origine ogni significativa modifica della politica in questione nonché delle disposizioni, procedure e tecniche adottate ai sensi dell'art. 45, Regolamento, per la misurazione e la gestione del rischio ⁽²⁸⁾.

2.1.3. Con riferimento alla tematica delle **regole di condotta**, ai sensi dell'art. 15, par. 3, lett. a), Direttiva AIFM, il GEFIA è tenuto – quanto meno - ad:

- a) attuare un processo di *due diligence* che garantisca la conformità rispetto alla strategia di investimento, obiettivi e profilo di rischio del FIA, quando investe per conto di quest'ultimo;
- b) assicurare che i rischi associati ad ogni posizione di investimento del FIA ed il loro effetto complessivo sul portafoglio del FIA stesso possano essere correttamente individuati, misurati, gestiti e monitorati su base continuativa, anche mediante l'uso di opportune prove di *stress*;
- c) assicurare che il profilo di rischio del FIA corrisponda a dimensioni, struttura di portafoglio e strategie ed obiettivi di investimento del FIA stesso, così come definiti nel relativo regolamento o nei documenti costitutivi, nel prospetto e nella documentazione promozionale.

I criteri per la definizione dei limiti all'assunzione del rischio sono fissati dall'art. 44, Regolamento. In particolare, nell'individuazione e definizione dei limiti di natura quantitativa e/o qualitativa per ogni FIA gestito, il GEFIA deve tenere conto di tutti i rischi pertinenti e delle strategie ed attività impiegate per ciascun FIA gestito, nonché delle regole nazionali applicabili a ciascuno di questi. Nel caso in cui il GEFIA abbia previsto limiti di natura solo qualitativa ne dovrà fornire giustificazione all'autorità di vigilanza competente. Ad ogni modo, i limiti di rischio qualitativi e quantitativi devono riguardare - almeno - i rischi di mercato, di credito, di liquidità ⁽²⁹⁾, di controparte ed operativo (comprensivo della responsabilità professionale). Infine, il GEFIA deve assicurare la corrispondenza tra il profilo di rischio comunicato agli investitori *ex art.* 23, par. 4, lett. c) ⁽³⁰⁾, Direttiva AIFM, ed i limiti di rischio fissati ed approvati dall'organo di gestione.

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”.

²⁸ Per la disamina degli obblighi di *reporting* alle autorità di vigilanza e di *disclosure* verso gli investitori con riferimento al tema della gestione del rischio, si veda il precedente contributo (Stefanin - Zanin, *La Direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi: le discipline dei conflitti interesse e degli obblighi di trasparenza*).

²⁹ Tematica affrontata nel dettaglio dagli artt. 16, Direttiva AIFM, e da 46 a 49, Regolamento.

³⁰ Secondo cui: “*Per ogni FIA UE che gestiscono e per ogni FIA che commercializzano nell’Unione, i GEFIA comunicano periodicamente agli investitori: (...) il profilo di rischio attuale del FIA e i sistemi di gestione dei rischi utilizzati dal GEFIA per gestire tali rischi*”. Al riguardo, inoltre, si veda la nota 28.

L'art. 45, Regolamento, disciplina la misurazione e gestione del rischio. In particolare, il GEFIA deve adottare adeguate ed efficaci disposizioni, procedure e tecniche al fine di individuare, misurare e gestire in qualsiasi momento i rischi ai quali i FIA gestiti sono o possono essere esposti ed assicurare il rispetto dei limiti stabiliti ai sensi del precedente art. 44, Regolamento. Le disposizioni, procedure e tecniche in questione devono essere proporzionate a natura, scala e complessità dell'attività del GEFIA e di ogni FIA gestito, ed essere conformi al profilo di rischio del FIA comunicato agli investitori ex art. 23, par. 4, lett. c), Direttiva AIFM. Onde assolvere tale compito, è prevista per il GEFIA una serie di obblighi minimali con riferimento ad ogni FIA gestito ⁽³¹⁾.

2.1.4. Con riferimento alla tematica della **leva finanziaria**, ai sensi dell'articolo 15, par. 4, Direttiva AIFM, il GEFIA deve fissarne il livello massimo utilizzabile per conto di ogni FIA gestito, nonché la portata del diritto di riutilizzo di garanzie finanziarie ovvero di garanzie che potrebbero essere accordate nel quadro di accordi di leva. Nel fare ciò, il GEFIA deve quanto meno tenere conto: a) del tipo di FIA; b) della strategia di investimento del FIA; c) delle fonti della leva 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 ad una singola controparte; f) del grado di collateralizzazione della leva; g) del rapporto fra attività e passività; infine, h) di volume, natura e portata dell'attività del GEFIA nei mercati interessati.

2.1.5. Infine, l'art. 20, par. 1, Direttiva AIFM, ammette la **delega della gestione del rischio**, alla condizione che sia conferita ad imprese *“autorizzate o registrate ai fini della gestione di attività”* e che, pertanto, risultino soggette ad *“apposita vigilanza”* ⁽³²⁾, ovvero, quando tale condizione non possa essere soddisfatta, solo previa approvazione da parte delle autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA. Inoltre, la delega non può essere conferita al depositario o a soggetto eventualmente delegato da questi, né, ai sensi dell'art. 20, par. 2, Direttiva AIFM, *“a 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 del FIA”*.

2.2. Brevi osservazioni conclusive sul punto

Da quanto esposto con riferimento alla tematica del *“risk management”* emerge che, sebbene la disciplina degli artt. da 38 a 45, Regolamento, sia per certi versi maggiormente dettagliata ed esaustiva rispetto al contesto regolamentare nazionale attualmente vigente (si pensi alle disposizioni in materia di politica di gestione del rischio, tecniche di misurazione e sorveglianza e riesame periodico), tuttavia

³¹ Cfr. art. 45, par. 3, Regolamento.

³² Cfr. art. 78, par. 2, Regolamento.

quest'ultimo si presenta tendenzialmente già conforme alle nuove previsioni comunitarie.

Del resto, il contesto nazionale ha a suo tempo recepito le disposizioni della Direttiva UCITS IV la cui linea sistematica e di contenuto è stata marcatamente seguita dalla Direttiva AIFM con riguardo a strutture, sistemi e procedure per la gestione dei rischi dei FIA, a partire dalla necessità di adottare e monitorare con continuità un sistema di limiti di rischio per ciascun FIA gestito (si pensi, in particolare, alle disposizioni in materia di: apparato dei controlli interni relativi all'adozione di una politica appropriata, tenuto conto di natura, dimensioni e complessità dell'attività svolta dal GEFIA e dai FIA; individuazione, monitoraggio e gestione dei rischi cui ciascun FIA gestito è esposto; separazione delle funzioni di gestione del rischio dalle unità operative). Inoltre, viene riaffermato l'importante principio di separazione funzionale e gerarchica fra la funzione di gestione del rischio e le strutture operative impegnate nella gestione.

Di conseguenza, eventuali interventi in sede di implementazione a livello di regolamentare non dovrebbero ragionevolmente introdurre significativi elementi di novità.

Peraltro, in occasione del recepimento in Italia della Direttiva 2004/39/UE (“**Direttiva MIFID**”) è stato autonomamente deciso di estendere alle SGR (con gli opportuni adattamenti) le norme in tema di controlli interni previste per le imprese di investimento⁽³³⁾, allineando dunque, di fatto, le previsioni nazionali destinate alle SGR stesse ai precetti comunitari che successivamente sono stati di marcata ispirazione per i contenuti in materia della Direttiva UCITS IV e della Direttiva AIFM⁽³⁴⁾.

³³ Cfr. art. 30 e ss., Regolamento Congiunto.

³⁴ Il percorso dell'evoluzione normativa comunitaria in materia di gestione collettiva è storicamente stato distinto ed autonomo rispetto alla disciplina dei servizi di investimento, in considerazione della specificità legata alle caratteristiche tecniche degli strumenti finanziari di risparmio gestito ed all'eterogeneità dei gestori e delle loro attività. La Direttiva MIFID escludeva espressamente il servizio di gestione collettiva dal proprio ambito applicativo; tuttavia, l'affinità tra il servizio di gestione collettiva ed i servizi di investimento si è rafforzata, quanto meno a livello nazionale, proprio in sede di recepimento della Direttiva MIFID attraverso, fra l'altro, la richiamata estensione.