

ATTUALITÀ

AIFMD 2: il nuovo quadro regolatorio per i gestori di FIA e OICVM

10 Giugno 2024

Paolo Roberto Amendola, Annunziata & Conso
Alberto La Mantia, Annunziata & Conso



Paolo Roberto Amendola, Annunziata & Conso

Alberto La Mantia, Annunziata & Conso

In seguito a un complesso iter legislativo, lo scorso 26 febbraio 2024, il Consiglio dell'Unione Europea ha approvato il testo definitivo della Direttiva (UE) 2024/927 ("**AIFMD 2**"), che modifica (i) la direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi ("**AIFMD**"); e (ii) la direttiva 2009/65/CE concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi di investimento collettivo in valori mobiliari ("**UCITS IV**").

Detta modifica riguarda, tra l'altro, i seguenti aspetti: (i) accordi di delega; (ii) la concessione di prestiti da parte di fondi di investimento alternativi; (iii) la gestione del rischio di liquidità; (iv) le segnalazioni a fini di vigilanza; (v) la fornitura di servizi di custodia e di depositario.

L'AIFMD 2 è parte integrante del pacchetto sull'Unione dei mercati dei capitali presentato dalla Commissione UE il 25 novembre 2021 che include, tra le altre cose, anche le modifiche al Regolamento (UE) 2015/760 relativo ai fondi di investimento europeo a lungo termine (ELTIF), con l'obiettivo di consolidare e rinforzare il flusso degli investimenti in tutti gli Stati membri a vantaggio dei cittadini, delle imprese e degli investitori, nonché di migliorare l'integrazione dei mercati del risparmio gestito in Europa, così da favorire ulteriormente la competitività del settore, con l'ambizioso obiettivo di riflettere nella normativa gli sviluppi di *business* per i FIA e gli OICVM.

1. FIA che svolgono attività di concessione di prestiti

L'AIFMD 2 introduce per la prima volta nell'ordinamento europeo una disciplina dedicata ai FIA che svolgono attività di concessione di prestiti, ciò al fine di dettare una disciplina armonizzata di tale attività, al fine di facilitare l'accesso ai finanziamenti da parte delle imprese dell'UE e garantire, per l'effetto, un livello uniforme di protezione degli investitori affrontando e gestendo, al contempo, i potenziali rischi microprudenziali e macroprudenziali che potrebbero derivare da tale attività¹.

Detta tipologia di FIA, peraltro, rappresenta un'interessante e innovativo strumento di c.d. finanza alternativa a servizio dell'economia reale e volto ad ampliare i canali di reperimento di risorse finanziarie

¹ Per un approfondimento sulla regolamentazione europea in materia di fondi di credito, si rimanda a F. Annunziata, "Credit Funds Regulation in the EU and the Debate on NPLS and AMCS – The Need for Further Harmonization", in *European Company and Financial Law Review*, 2022.

per le imprese alternativi al sempre più oneroso canale bancario.

Va tuttavia specificato che nell'ordinamento italiano esiste già un quadro normativo e regolamentare in materia di FIA di credito, dettato dalla Parte II, Titolo III del d.lgs. 58/1998 («**TUF**»), così come modificato dalla L. n. 49 dell'aprile 2016, nonché dal Regolamento Gestione Collettiva del Risparmio della Banca d'Italia (Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015, come da ultimo modificato dal Provvedimento del 12 marzo 2024) («**Regolamento OICR**»), il che evidenzia l'essenziale necessità realizzare uno specifico sforzo di coordinamento con le disposizioni nazionali, in fase di implementazione dell'AIFMD 2.

In termini definitivi, l'AIFMD 2 propone un approccio innovativo con riferimento ai FIA che svolgono attività di concessione di prestiti, definendo, a differenza dell'AIFMD (la quale adotta, nell'attività definitoria, esclusivamente la prospettiva del soggetto, ossia del GEFIA) anche il prodotto, ossia, appunto, il FIA di credito².

L'AIFMD 2, infatti, prevede che, ai sensi dell'art. 1, co. 1, lett. a), il FIA concedente prestiti si definisce come: un FIA (i) la cui strategia di investimento consiste principalmente nel concedere prestiti; oppure (ii) i cui prestiti concessi hanno un valore nozionale che rappresenta almeno il 50% del suo valore patrimoniale netto. Ma l'AIFMD 2 va oltre, definendo, all'art. 1, lett. ar), anche l'attività di «**concessione del prestito**» o «**concedere un prestito**», da intendersi tale quando effettuata: (i) direttamente da parte di un FIA, in qualità di prestatore originario; oppure (ii) indirettamente, attraverso un terzo o una società veicolo che concede un prestito per un FIA o per conto dello stesso, oppure per un GEFIA o per conto dello stesso rispetto al FIA, quando il GEFIA o il FIA partecipa alla strutturazione del prestito, o all'accordo preliminare delle sue caratteristiche o alla loro definizione, prima di assumere esposizioni sul prestito. Emerge dunque l'intenzione del legislatore europeo di prevedere una disposizione omnicomprensiva volta a far ricadere nella definizione di FIA di credito tutte le ipotesi in cui, pure non intervenendo il FIA

² LENER, R.-PETRONZIO, C., *La gestione collettiva del risparmio a quindici anni dal TUF*, in *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di ANNUNZIATA, F.; RENZULLI, V., *La disciplina sui gestori di fondi di investimento alternativi*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2015, 346 ss.; ZETZSCHE, D. (ed.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, 3rd, Wolters Kluwer, 2020 e in particolare ZETZSCHE, D. e PREINER, C., «Scope of the AIFMD» in *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, cit., p. 23

come prestatore originario, il FIA stesso il suo GEFIA intervengano nella «filiera» di creazione e strutturazione del credito.

Per quel che riguarda la struttura del prodotto, AIFMD 2 stabilisce che i FIA concedenti prestiti debbano essere costituiti in forma chiusa³ (cioè, parimenti a quanto disciplinato nel Regolamento OICR), salvo le ipotesi in cui ricorrano alcune specifiche condizioni⁴, quali: (i) l'adozione di un sistema di gestione del rischio di liquidità compatibile con la strategia di investimento e la politica di rimborso del FIA; (ii) la garanzia di un trattamento equo degli investitori; (iii) la soggezione alla vigilanza delle autorità competenti dello Stato membro di origine del GEFIA.

Tra le principali norme applicabili ai FIA che concedono prestiti introdotte dall'AIFMD 2 si segnalano:

- il divieto per i GEFIA di gestire FIA che concedono prestiti al solo scopo di venderli a terzi⁵ (c.d. *strategia originate-to-distribute*). La *ratio* di tale divieto riguarda la necessità di evitare *moral hazard* e mantenere la qualità generale del credito per i prestiti concessi dai FIA;
- l'obbligo per i GEFIA che gestiscono FIA che concedono prestiti di implementare politiche, procedure e processi efficaci per la connessione degli stessi, nonché per la valutazione del rischio di credito e il monitoraggio del portafoglio clienti del FIA. Dette politiche, procedure e processi dovranno essere riesaminati periodicamente con cadenza almeno annuale⁶. A tal riguardo, è stato specificato che le suddette previsioni non trovano applicazione con riferimento all'erogazione da parte di un FIA di un c.d. «prestito di azionista» ovvero «*shareholders loan*», definito, ai sensi dell'art. 1, co. 1, lett. as) dell'AIFMD 2, come *un prestito concesso da un FIA a un'impresa nella quale detiene, direttamente o indirettamente, almeno il 5% del capitale o dei diritti di voto e che non può essere venduto a terzi*. Detta ipotesi di alleggerimento delle procedure e dei presidi interni deriva, probabilmente, dalle ipotesi in cui il FIA che, ad esempio, abbia investito in un'impresa target (come attività di private equity o venture capital), avrebbe dovuto porre già in essere specifiche

³ Cfr.: articolo 16, par. 2.bis della AIFMD.

⁴ Cfr.: articolo 16, par. 2.bis, comma 2, della AIFMD.

⁵ Cfr.: articolo 15, par. 4-*nonies* della AIFMD.

⁶ Cfr.: art. 15, par. 3, della AIFMD.

e opportune valutazioni e meccanismi di monitoraggio sull'impresa *target*;

- in relazione alla leva finanziaria del FIA, l'AIFMD 2 prevede che questa non debba essere superiore al 175% in caso di FIA aperti e al 300% in caso di FIA chiusi, fatto salvo il caso in cui le attività del FIA concedente prestiti consistano unicamente nel concedere «prestiti di azionista» a condizione che il valore nozionale di tali prestiti non superi il 150% del capitale del FIA;

Al fine di evitare l'insorgere di conflitti di interesse, l'AIFMD 2 prevede che i FIA non possano concedere prestiti a: (i) il GEFIA e il suo personale; (ii) il depositario del FIA e i soggetti cui il depositario ha delegato funzioni; (iii) un soggetto cui il GEFIA ha delegato funzioni; (iv) un soggetto appartenente allo stesso gruppo del GEFIA.

Infine, relativamente ai prenditori dei prestiti concessi dal FIA, si segnala che l'art. 4-*octies* dell'AIFMD 2 stabilisce che gli Stati membri possano vietare ai FIA di concedere prestiti nel proprio territorio ai consumatori (senza pregiudizio alla commercializzazione nell'UE di FIA che concedono prestiti ai consumatori o che esercitano attività di gestione dei crediti concessi a consumatori). Diversamente, qualora sia consentito ai FIA di concedere prestiti ai consumatori, questi saranno soggetti alla Direttiva 2008/48/CE sul credito al consumo e alla Direttiva (UE) 2021/2167 sui gestori e acquirenti di crediti. Quest'ultima disposizione solleva diversi dubbi: ad esempio, nell'ipotesi in cui uno Stato membro (come, ad esempio, effettivamente accade oggi nell'ordinamento italiano) vieti la commercializzazione di FIA che concedono prestiti ai consumatori, quest'ultimo, per evitare di arrecare pregiudizio alla commercializzazione nell'UE di FIA che concedono prestiti ai consumatori o che esercitano attività di gestione dei crediti concessi ai consumatori, dovrebbe vietare detta commercializzazione esclusivamente nei confronti dei GEFIA italiani, senza estenderla anche ai GEFIA UE. In tal modo, tuttavia, si produrrebbe un effetto discriminatorio verso i GEFIA italiani, il che arrecherebbe anche un non trascurabile pregiudizio (in termini di minor competitività) per il mercato italiano della gestione del risparmio di FIA che concedono prestiti ai consumatori.

2. Accordi di delega: delega di funzioni

In merito alla disciplina della delega di funzioni di GEFIA e gestori di OICVM, l'AIFMD 2 fornisce due importanti precisazioni:

- da un lato, essa chiarisce che le norme in materia di delega di funzioni previste dall'AIFMD e dalla Direttiva UCITS si applicano non solo a tutte le funzioni elencate rispettivamente all'allegato I dell'AIFMD e all'allegato II della Direttiva UCITS (trattasi delle funzioni minime di gestione di portafoglio e gestione del rischio, nonché delle funzioni supplementari di amministrazione, commercializzazione e attività collegate agli attivi), ma anche all'elenco di servizi ausiliari previsti rispettivamente all'art. 6, par. 4 dell'AIFMD e all'art. 6, par. 3 della Direttiva UCITS (gestione di portafogli di investimento, consulenza in materia di investimenti, custodia e amministrazione di azioni o quote di oicr e ricezione e trasmissione ordini), i quali sono stati modificati al fine di ricomprendervi anche l'amministrazione di *benchmark* e, per i soli GEFIA, anche l'attività di gestione dei crediti.
- dall'altro lato essa specifica che non si applicano le disposizioni in materia di delega di funzioni nell'ipotesi in cui la commercializzazione di FIA o OICVM sia svolta da uno o più distributori che agiscono per proprio conto, a prescindere da eventuali accordi di distribuzione tra il GEFIA o il gestore di OICVM e il distributore.

Con la disciplina degli accordi di delega, è evidente che l'AIFMD 2 riconosca l'utilità sottesa alla delega di funzioni e l'importanza della condivisione di informazioni aggiornate con le Autorità di vigilanza sui principali elementi degli accordi di delega. A tal fine l'AIFMD 2 interviene sull'art. 24 dell'AIFMD, introducendo l'obbligo per i GEFIA di comunicare regolarmente alle Autorità di vigilanza competenti informazioni sugli accordi di delega di gestione del portafoglio o di gestione del rischio. Più precisamente, i GEFIA devono comunicare in relazione a ciascuna FIA gestita e a norma del nuovo art. 24, par. 2, lett. d), dell'AIFMD, *inter alia*:

- il nominativo dei delegati, il loro domicilio o sede legale ed eventuali legami con il GEFIA;
- il numero delle risorse umane equivalenti a tempo pieno impiegate dal GEFIA per lo svolgimento dei compiti quotidiani di gestione del portafoglio o del rischio;
- l'elenco e descrizione delle attività delegate;
- se la funzione di gestione del portafoglio è delegata, l'importo e percentuale delle attività de FIA

che sono oggetto di accordi di delega;

- il numero e le date dei riesami periodici del GEFIA per monitorare l'attività delegata;
- la data di inizio e scadenza dell'accordo di delega.

Obblighi di segnalazione analoghi a quelli appena menzionati si applicano ai gestori di OICVM che delegano le funzioni di gestione del portafoglio o di gestione del rischio secondo quanto previsto dal nuovo art. 20-bis della Direttiva UCITS, come modificato dall'AIFMD 2.

3. La gestione del rischio di liquidità

Non trascurabile, per quanto riguarda la novità dell'AIFMD 2 è, certamente, la gestione del rischio di liquidità, la quale diviene, a fortiori, essenziale, proprio nell'ambito dei FIA che concedono prestiti. In termini più generali (ossia non circoscritti esclusivamente ai FIA che concedono crediti), è previsto che, al fine di consentire ai gestori di far fronte agli stress di mercato, determinati in tutte le ipotesi di rimborso, soprattutto se parziale o anticipato, l'AIFMD 2 introduce l'art. 16, par. 2-ter e l'art. 18-bis, nell'AIFM e nella Direttiva UCITS, rispettivamente. Dette disposizioni prevedono che:

- i GEFIA selezionano almeno 2 strumenti di gestione della liquidità (*liquidity management tools*, o "LMT") adeguati, fra quelli di cui agli Allegati II e IV, punti da 2 a 8, dell'AIFMD 2⁷, a seconda che trattasi di FIA o OICVM;
- i GEFIA includono tali strumenti nel regolamento o nell'atto costitutivo del FIA o dell'OICVM ai fini del possibile utilizzo nell'interesse degli investitori del FIA.

Per i soli fondi comuni monetari viene, inoltre, stabilito che il GEFIA può decidere di selezionare un solo LMT fra quelli di cui agli Allegati II e IV, punti da 2 a 8, dell'AIFMD 2, a seconda che trattasi di FIA o OICVM.

Ai fini della selezione degli LMT, l'AIFMD 2 prevede, inoltre, che:

⁷ I citati allegati, come trasposti rispettivamente nei nuovi allegati V della AIFMD e II.bis della Direttiva UCITS, elencano gli strumenti di gestione della liquidità a disposizione, dei GEFIA che gestiscono FIA di tipo aperto e dei gestori di OICVM.

- non possono essere selezionati soltanto gli strumenti di cui ai punti 5 e 6, riferiti all'oscillazione dei prezzi e doppia tariffazione. In tal caso il GEFIA sarà tenuto a selezionare anche un altro LMT di cui ai punti da 2 a 8;
- lo strumento del rimborso in natura di cui al punto 8 è applicabile è applicabile ai FIA non riservati unicamente con riferimento alle domande di rimborso pervenute da investitori professionali a condizione che l'ammontare della richiesta di rimborso corrisponda una quota proporzionale delle attività detenute dal FIA.

In ordine all'utilizzo degli LMT, l'AIFMD 2 prevede che:

- il GEFIA attua politiche e procedure dettagliate per l'attivazione e la disattivazione di qualsiasi strumento di gestione della liquidità selezionato e modalità operative e amministrative per l'utilizzo di tale strumento ("**Procedure**");
- gli LMT possono essere attivati esclusivamente nell'interesse degli investitori;
- il GEFIA può ricorrere alla sospensione delle sottoscrizioni, dei riacquisti e dei rimborsi (LMT di cui al punto 1) o allo strumento dei conti c.d. *side pocket* (LMT di cui al punto 9) soltanto in casi eccezionali, ossia quando le circostanze lo richiedano e quando ciò sia giustificato, tenuto conto degli interessi degli investitori del FIA.

In proposito, si precisa che, per conti c.d. *side pocket* si intende la separazione di talune attività, le cui caratteristiche economiche o giuridiche sono cambiate in modo significativo o sono diventate incerte a causa di circostanze eccezionali, dalle altre attività del fondo.

L'AIFMD 2 stabilisce, inoltre, i seguenti obblighi di comunicazione da parte dei GEFIA in favore delle Autorità di vigilanza:

- gli LMT selezionati ciascun FIA;
- le Procedure adottate per l'attivazione e la disattivazione degli LMT.

È, inoltre, previsto che il GEFIA informi senza indugio l'Autorità di vigilanza nelle seguenti ipotesi:

- attivazione e/o disattivazione dell'LMT di cui al punto 1 in ogni caso di utilizzo e, solo ove ricorrano modalità che non rientrano nel normale svolgimento dell'attività degli LMT di cui ai punti da 2 a 8;
- attivazione o disattivazione di cui al punto 9 entro un termine ragionevole di preavviso.

Con riferimento ai gestori di OICVM è inoltre previsto l'obbligo di comunicare all'Autorità di vigilanza:

- a) le modalità di gestione della liquidità dell'OICVM, tra cui gli LMT in uso, e la loro eventuale attivazione o disattivazione;
- b) i risultati delle prove di *stress* effettuate ai sensi dell'articolo 51, par. 1 della Direttiva UCITS.

Per quanto riguarda l'implementazione dell'AIFMD 2, l'ESMA, entro il **16** aprile 2025, dovrà presentare alla Commissione europea progetti di norme tecniche di regolamentazione ("**RTS**") in ordine alla selezione e alle modalità di utilizzo degli LTM. Gli RTS dovranno riconoscere la responsabilità primaria del gestore in relazione alla gestione del rischio di liquidità. Gli RTS dovranno includere le indicazioni sulle circostanze in cui possono essere attivati i conti c.d. *side pocket*.

4. Le ulteriori novità introdotte dalla AIFMD 2

Le ulteriori novità introdotte dalla AIFMD 2 riguardano:

- l'eliminazione delle duplicazioni degli obblighi di segnalazione, con riferimento in particolare ai FIA, esistenti in virtù di norme UE o nazionali, al fine di ottimizzare la raccolta dei dati di vigilanza e ridurre gli oneri amministrativi per i gestori;
- all'ampliamento del novero delle informazioni che i GEFIA e i gestori di OICVM devono fornire all'Autorità competente in fase di autorizzazione;
- alla possibilità di un accesso ai servizi di depositario di FIA su base transfrontaliera;

- alle informazioni che i GEFIA e i gestori di OICVM devono condividere con gli investitori.

Con particolare riferimento alla possibilità di un accesso ai servizi di depositario di FIA su base transfrontaliera, si precisa che è consentita la nomina di un depositario in un Paese diverso da quello del FIA in particolari circostanze e a seguito di una valutazione da parte dell'Autorità competente. Più precisamente, ai fini della suddetta nomina: (i) sarà necessaria una richiesta motivata da parte del GEFIA che attesti l'assenza, nel proprio Stato di origine, di servizi di depositario idonei a soddisfare efficacemente le esigenze del FIA tenendo conto della sua strategia di investimento; e (ii) che il mercato nazionale dei depositari dello Stato Membro d'origine del FIA non sia superiore a 50 miliardi di euro.

Cionondimeno, anche in presenza delle citate condizioni, le Autorità competenti permettono la nomina di un depositario stabilito in un altro Stato membro solo dopo aver effettuato un'apposita valutazione.

5. Implementazione e regime transitorio

Quanto alla fase di implementazione, si precisa che gli Stati membri dovranno recepire e applicare l'AIFMD 2 entro il 16 aprile 2026, salvo alcune disposizioni relative agli obblighi di segnalazione in materia di delega di funzioni nei confronti delle autorità nazionali competenti in capo ai gestori di FIA e OICVM (ex art. 24 AIFMD e art. 20 *bis* Direttiva UCITS) che saranno applicabili dal 16 aprile 2027.

Infine, si segnala che, in virtù delle disposizioni previste dalla AIFMD 2, l'ESMA dovrà elaborare **norme tecniche di regolamentazione** e attuazione, che dovranno poi essere adottate dalla Commissione, al fine di specificare, *inter alia*:

- i requisiti che un FIA concedente prestiti deve rispettare per poter mantenere una forma aperta, entro il 16 aprile 2025);
- le caratteristiche degli strumenti di gestione della liquidità sia in relazione ai FIA che agli OICVM, entro il 16 aprile 2025;
- i dettagli delle informazioni, il formato e le norme relative ai dati per le segnalazioni in materia di delega di funzioni che i gestori devono comunicare alle autorità competenti ex art. 24 AIFMD e art.20 *bis* Direttiva UCITS, entro il 16 aprile 2027).

DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

