

Marzo 2012

Il recepimento in Italia della UCITS IV: principali novità ed impatti per i gestori – Parte II

Prof. Toni Atrigna, Atrigna & Partners Studio Legale Associato

Il recepimento della UCITS IV in Italia comporterà per i gestori diverse novità di particolare rilievo, la cui approfondita analisi va oltre gli scopi del presente lavoro. Ciononostante è quanto mai opportuno indicare gli impatti principali – dovendo necessariamente operare una scelta in merito agli argomenti da trattare e senza poter specificare in concreto l’articolazione dei singoli punti evidenziati – distinguendo tra disposizioni di “stretto” recepimento e novità introdotte dalla Consob e dalla Banca d’Italia in occasione della modifica ai propri regolamenti interni, di cui si è detto nella prima parte del presente contributo. Da un punto di vista metodologico, si farà pertanto riferimento alle disposizioni della UCITS IV, salvo poi dedicare la parte finale a talune novità specifiche per l’ordinamento italiano.

Tanto premesso è bene prendere le mosse dal considerando 3 della Direttiva 2009/65/CE che reca la finalità principale della nuova disciplina, ovvero un coordinamento più stretto tra le legislazioni nazionali che disciplinano gli OICVM, finalizzato ad agevolare le condizioni di concorrenza tra questi organismi a livello di mercato unico su base comunitaria, nonché a favorire l’abolizione delle restrizioni alla libera circolazione delle quote, garantendo una tutela più uniforme nei confronti dei sottoscrittori. Ancora, nel successivo considerando 4 il legislatore precisa che “[...] è auspicabile prevedere norme minime comuni per quanto riguarda l’autorizzazione, la vigilanza, la struttura e l’attività degli OICVM stabiliti negli Stati membri, nonché le informazioni che sono tenuti a pubblicare”.

E’ bene ricordare che l’ambito di applicazione della normativa in commento è circoscritto agli OICVM di tipo aperto che offrono la vendita delle proprie quote al pubblico dell’Unione Europea; di conseguenza restano esclusi sia i fondi chiusi, sia i fondi cd. alternativi (tra cui i fondi speculativi ed i fondi riservati ben noti all’ordinamento italiano), per i quali peraltro è stata emanata una disciplina comunitaria *ad hoc*¹.

¹ Il riferimento è alla Direttiva 2011/61/UE che dovrà essere recepita dagli Stati membri entro il 22 luglio 2013.

Riprendendo l'elenco sintetico riportato in chiusura della prima parte, una prima novità di rilievo riguarda l'estensione ed il conseguente rafforzamento del passaporto europeo² per le società di gestione armonizzate e per gli OICVM.

Il passaporto – ossia il riconoscimento reciproco, da parte delle Autorità nazionali, delle autorizzazioni e dei sistemi di vigilanza prudenziale, rendendo possibile il rilascio di un'unica autorizzazione valida in tutta l'Unione e l'applicazione del principio di vigilanza da parte dello Stato membro sia a livello di gestore, sia di prodotto – è “rilasciato” esclusivamente dall'Autorità domestica, secondo il principio della libertà di stabilimento e della libera prestazione di servizi. Tale assunto si basa sull'idea che l'autorizzazione concessa dallo Stato membro d'origine dovrebbe garantire sia la solvibilità della Società di Gestione/OICVM che un'adeguata tutela agli investitori³.

In altri termini, il principio di fondo che ispira la concessione del passaporto consiste nella possibilità per le Società di Gestione autorizzate nel proprio stato membro di origine di operare liberamente in tutta la comunità svolgendo, con lo stabilimento di una succursale o in libera prestazione di servizi, le attività per cui sono state autorizzate nel Paese d'origine.

La Sezione 4 della Direttiva 2009/65/CE, rubricata “*Libertà di stabilimento e libera prestazione di servizi*”, distingue varie ipotesi, a cui corrispondono gradi diversi di tutela:

1. SGR che voglia commercializzare quote di OICVM che essa gestisce in uno Stato membro diverso da quello di origine dell'Organismo stesso in regime di libera prestazione di servizi;
2. SGR che intenda stabilire la succursale in un altro Stato membro al fine di esercitare l'attività per cui è stata autorizzata (attività intesa come istituzione, costituzione e gestione di OICVM);
3. SGR che intenda esercitare attività per le quali è stata autorizzata (nello Stato membro di origine) nel territorio di un altro Stato membro in regime di libera prestazione di servizi;
4. SGR che voglia gestire/istituire un OICVM stabilito in un altro Stato membro.

Tutte e quattro tali ipotesi, in ossequio ai principi sopra richiamati, prevedono una procedura semplificata di autorizzazione, che vede unicamente l'intervento

²Il sistema del cd. “Passaporto Europeo”, già previsto dalle precedenti versioni della UCITS, è stato oggetto di critiche da parte della Commissione nel *Green Paper* del luglio 2005 a causa della sua mancata effettività determinata dai tempi troppo lunghi, dai costi, e soprattutto dalle interferenze eccessive in fase di vigilanza, dovute all'assenza di disposizioni disciplinanti nello specifico la ripartizione delle aree di competenza delle Autorità di Vigilanza rispettivamente dello Stato membro d'origine e di quello ospitante.

³Così il considerando 8 della Direttiva 2009/65/CE.

dell'Autorità dello Stato membro del soggetto richiedente (incaricata anche della verifica della documentazione fornita e del successivo inoltro all'Autorità del Paese ospitante). L'accesso al nuovo mercato si determina con la sola comunicazione al soggetto richiedente che la domanda è stata inoltrata all'Autorità del Paese ospitante. Alcune differenze sono presenti con riferimento alla sola documentazione richiesta e ai termini a disposizione dell'Autorità di vigilanza domestica per l'inoltro della stessa alla sua omologa nel Paese ospitante (rispettivamente più onerosa e più dilatata nel caso di stabilimento di una succursale).

Ne consegue che a seguito del recepimento della Direttiva nei vari Stati membri, il Passaporto Europeo assumerà un significato completo, consentendo alle Società di Gestione Armonizzate di istituire, commercializzare e gestire OICVM in tutta la comunità.

Va da sé che la novità più rilevante attiene alla possibilità per le SGR di istituire anche fondi di diritto comunitario, fattispecie prima preclusa e di cui si è detto nella prima parte. Pur non potendo addentrarsi nelle technicalità previste per le notifiche nelle varie fattispecie sopra delineate, appare indubbiamente innovativo il passaggio attraverso la (sola) Autorità del proprio paese di origine, a differenza del previgente regime dove, ad esempio, per l'autorizzazione alla commercializzazione in Italia di OICVM comunitari era necessario che l'istante procedesse con la notifica direttamente nei confronti delle Autorità italiane. Anche le tempistiche, inferiori rispetto al passato e diverse a seconda dei casi sopra prospettati, riflettono l'importanza della celerità di tali procedimenti che, di fatto, non possono ostacolare la prestazione di servizi di gestione collettiva (o la commercializzazione di OICVM) nei diversi Paesi dell'UE proprio in forza dell'unica autorizzazione rilasciata *ab origine* dalla propria Autorità, che continua ad esercitare, in base al ben noto principio della *home country control*, la vigilanza ed il controllo sul gestore e sull'OICR, fatta salva l'applicazione, in particolari materie, della disciplina del Paese ospitante.

Altro tema di particolare interesse riguarda la nuova disciplina in materia di fusione tra diversi Organismi e/o loro comparti, quando le parti sono insediate in diversi Stati membri (cd. fusione transfrontaliera⁴). La fusione è consentita tra OICVM (fondi comuni e SICAV) che condividono lo stesso obiettivo di investimento, anche se incorporati in diversi Stati comunitari. Non rientrano in tale disciplina le fusioni meramente nazionali (tra OICVM, cioè, dello stesso Stato membro che non commercializzano le proprie quote in altri Stati UE), sebbene, come si dirà più innanzi, la Banca d'Italia abbia modificato anche le disposizioni interne allineandole alla UCITS IV. Al di là dell'*iter* autorizzativo, sostanzialmente incentrato sulla semplificazione

⁴Sul punto si era espressa, col *White Paper* del novembre 2006, la Commissione europea che, con una analisi del mercato del risparmio gestito, aveva rilevato una serie di criticità quali il sottodimensionamento dei fondi (il 54% hanno una massa gestita inferiore ai 50 milioni di euro) e la scarsa attitudine alla fusione transfrontaliera (3,5% delle fusioni totali), anche a causa di ostacoli di natura autorizzativa, regolamentare e fiscale.

degli adempimenti in capo ai soggetti istanti ed al più stretto dialogo tra Autorità di vigilanza interessate, si evidenzia come sono previste tre diverse tipologie di fusione: la fusione per incorporazione (*e.g.* un OICVM che si fonde in altro OICVM già esistente), la fusione in senso stretto (*e.g.* due OICVM che si fondono in un nuovo OICVM) e, da ultimo, la fusione per conferimento delle quote (o azioni) in altro OICVM. Assumono rilievo in tale procedura l'autorizzazione alla fusione da parte dell'Autorità di vigilanza del Paese dell'OICVM che cessa di esistere a seguito della fusione medesima, il coinvolgimento delle banche depositarie degli OICVM interessati e della società di revisione – anche al fine di valutare la legittimità e la congruità dei valori di concambio a tutela degli investitori – e l'informativa dettagliata a tutti i detentori di quote/azioni degli OICVM coinvolti.

Le informazioni debbono essere adeguate e fornite con congruo anticipo⁵ rispetto alla fusione, per consentire l'esercizio del diritto di recesso. Esse includono il contesto e la motivazione del progetto di fusione, il possibile impatto sui quotisti – compresa ogni differenza in relazione alla politica e strategia di investimento, i costi, i risultati attesi, le relazioni periodiche, la possibile diluizione dei rendimenti, anche a causa della possibile modifica del regime fiscale –, ogni diritto specifico discendente dall'operazione, tra cui quello di ottenere informazioni aggiuntive, di ottenere su richiesta copia della relazione del revisore indipendente o del depositario o di chiedere il riacquisto/rimborso/riconversione senza spese, gli aspetti procedurali pertinenti, la data prevista di efficacia della fusione e una copia delle Informazioni chiave per gli investitori.

L'informativa deve essere fornita su carta o su altro supporto durevole (ad esempio mezzi elettronici, purché appropriati al contesto e specificamente scelti dal detentore di quote).

Terminata la fase informativa, prima che il procedimento di fusione abbia luogo è concesso ai quotisti il diritto di *exit* senza alcuna penale. A quelli che si vogliono avvalere di tale possibilità deve essere garantito, senza altre spese se non quelle derivanti dalla copertura dei costi di disinvestimento, il riacquisto, il rimborso delle loro quote o, laddove possibile, la conversione in quote di altro OICVM con politiche di investimento analoghe.

Sempre a tutela dei quotisti l'articolo 46 della Direttiva 2009/65/CE dispone che le spese legali, di consulenza o amministrative legate alla preparazione e al completamento della fusione non vengano poste a carico dell'OICVM oggetto di fusione, dell'OICVM ricevente o dei loro detentori di quote.

Il documento cardine del processo di fusione, che deve essere redatto congiuntamente tra gli OICVM interessati, è il progetto di fusione, che contiene l'indicazione del tipo di

⁵Almeno 30 giorni prima della data ultima per richiedere il riacquisto o il rimborso o la conversione senza spese.

fusione, il contesto e la motivazione dell'operazione, gli impatti previsti per i sottoscrittori, i criteri adottati per la valutazione delle attività e passività, il metodi di calcolo del tasso di cambio, la prevista data di efficacia della fusione, le norme applicabili rispettivamente ai trasferimenti patrimoniali e allo scambio di quote e il regolamento o l'atto costitutivo dell'OICVM appena costituito (o risultante dalla fusione stessa).

La normativa in commento introduce la possibilità di creare prodotti con una struttura *master feeder*⁶, caratterizzati dalla deroga alla disciplina prudenziale su limiti di investimento. Infatti, l'OICVM *feeder* investe tutto o in gran parte (almeno l'ottantacinque per cento) il proprio patrimonio in quote di un altro OICVM o in comparti di investimento di quest'ultimo (OICVM *master*).

Il maggior vantaggio di tale modello consiste nel fatto di potere concentrare gli investimenti in un unico OICVM principale (*master*), creando poi degli OICVM "cloni" che ne riproducono in tutto o in gran parte l'andamento.

L'OICVM *feeder* può investire il quindici per cento del proprio patrimonio in liquidità, in strumenti derivati per finalità di *hedging* e in beni mobili o immobili strumentali ed ha il dovere di monitorare l'andamento del fondo *master*. L'OICVM *master*, che per definizione deve avere tra i suoi partecipanti almeno un *feeder*, non può però detenerne le quote, né essere a sua volta *feeder* di altro OICVM.

Sia l'OICVM *master* che quello *feeder* possono avvalersi della stessa Società di Gestione, Società di Revisione e Banca Depositaria.

Da un punto di vista autorizzativo, l'investimento di un OICVM *feeder* in un *master* è soggetto all'autorizzazione della (sola) Autorità competente del primo. E' peraltro essenziale che tra i due OICVM sia stipulato un accordo per lo scambio di informazioni, il cui contenuto è stabilito dal Capo III, Sezione I, sottosezione 1 (articoli dall'8 al 14) della Direttiva 2010/42/UE. Accordi analoghi sono prescritti anche per i depositari e i revisori (se diversi).

Nel caso i due fondi siano gestiti dalla stessa società di gestione l'accordo può essere sostituito da norme interne di comportamento che garantiscano i requisiti previsti dalla normativa comunitaria (oltre ad un efficace politica di gestione del conflitto di interessi).

⁶Sul punto la Commissione, nel già citato *White Paper*, auspica forme di *asset pooling*, ovvero di "condivisione" degli attivi. Tale strumento infatti permette la gestione simultanea di risorse raccolte da fondi differenti, mantenendo al contempo la presenza di un fondo locale nei diversi mercati. Uno degli approcci tecnicamente e giuridicamente più semplici per la gestione comune degli attivi è, per l'appunto, la struttura *master feeder*.

Ulteriori norme sono dettate in relazione al contenuto dell'informativa da rendere agli investitori, con specifico riguardo al prospetto informativo, alle relazioni periodiche ed alle comunicazioni di *marketing*.

Un altro elemento innovativo rispetto alle previgente disciplina è rappresentato dal documento denominato "Informazioni chiave per gli investitori" (*Key Investor Information*– "KII"). Il KII si sostituisce al Prospetto semplificato che era stato introdotto dalla UCITS III⁷; scopo del legislatore comunitario è di fornire all'investitore *retail* un documento di facile comprensione, scritto in un linguaggio semplice (non tecnico), redatto in un formato comune che consenta confronti e riesca in poche pagine ad evidenziare le caratteristiche specifiche dell'investimento, inclusi costi e rischi, di modo da rendere il risparmiatore pienamente edotto dell'operazione di investimento che intende effettuare e, di conseguenza, prendere decisioni di investimento informate.

Le informazioni chiave, che devono essere redatte per ogni OICVM e devono essere comprensibili agli investitori senza alcun riferimento ad altri documenti, includono informazioni appropriate sulle caratteristiche essenziali dell'OICVM ed in particolare contengono elementi per l'identificazione del prodotto, una breve descrizione dei suoi obiettivi e della sua politica di investimento, la presentazione dei risultati passati oppure, se pertinente, gli scenari di *performance*, i costi e gli oneri connessi, profilo di rischio/rendimento dell'investimento e, da ultimo, il luogo ove è possibile ottenere informazioni supplementari e le relative modalità.

Tali informazioni costituiscono informazioni precontrattuali, e devono essere corrette, chiare e non fuorvianti, nonché conformi alle corrispondenti parti del prospetto. Il KII è fornito all'investitore gratuitamente, prima della proposta di sottoscrizione dell'OICVM, su supporto durevole o tramite un sito *web*, fermo restando che una copia cartacea è comunque consegnata all'investitore che ne faccia domanda.

Il KII contiene inoltre una chiara avvertenza riguardo al fatto che la Società di Gestione/SICAV non può incorrere in responsabilità civile unicamente sulla base delle informazioni contenute nello stesso, a meno che non siano fuorvianti, non accurate o non coerenti con le corrispondenti parti del prospetto.

Pur non potendo esaminare il contenuto di tale documento si evidenzia che lo stesso è composto di diverse sezioni e precisamente:

- obiettivi e politica di investimento;
- profilo di rischio e di rendimento;

⁷La Commissione europea, nel *White Paper*, prende atto del fallimento del prospetto semplificato come strumento utile di tutela informativa degli investitori. Nota infatti che nella maggior parte dei casi il prospetto si è rivelato troppo lungo e incomprensibile per i destinatari. "Ne è risultato un mare di carta scarso per gli investitori e notevolmente costoso per il settore dei fondi".

- spese;
- risultati ottenuti nel passato;
- informazioni pratiche.

Entrando nel merito delle disposizioni “aggiuntive” proposte dalle Autorità italiane nel già citato documento di consultazione dell’11 maggio 2011, tralasciando per esigenze di sintesi quelle riguardanti il Regolamento Emittenti (Delibera 11971/99) proposte con diverso documento di consultazione del 6 maggio 2011, le modifiche riguardano il Regolamento Intermediari (Delibera Consob 16190/2007), il Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio (Regolamento di Banca d’Italia 14 aprile 2005) ed il Regolamento Congiunto Banca d’Italia-Consob in materia di organizzazione e controlli degli intermediari che prestano servizi di investimento e di gestione collettiva (Regolamento Congiunto Banca d’Italia-Consob emanato ai sensi dell’art. 6 comma 2-*bis* del TUF). Con riguardo alle modifiche che potrebbero intervenire (se si concretizzeranno le statuizioni del documento in consultazione) nel Regolamento Intermediari viene in rilievo la disciplina sull’ambito applicativo (della gestione collettiva), sulle norme di condotta e processo decisionale, sulla disciplina degli incentivi ed infine sulla commercializzazione di OICR.

Con riferimento al Regolamento Intermediari la proposta limita (art. 26) la portata applicativa delle norme sulla prestazione dei servizi di investimento alle sole Società di Gestione Armonizzate (SGA, ovvero le SGR che abbiano la sede in un Paese comunitario diverso dall’Italia) con succursale (escludendo quelle che operano in libera prestazione di servizi) ed estende le disposizioni sulla gestione collettiva del risparmio alle SGA, per adeguarsi alla possibilità, introdotta dalla UCITS IV, di esercizio su base transfrontaliera dei servizi da esse prestati.

Le regole di condotta cui le società di gestione debbono attenersi nella prestazione dei propri servizi non sono oggetto di particolari interventi (artt. 65-66).

La disciplina sugli *inducements* (art. 73) viene emendata per renderla *compliant* all’art. 29 della Direttiva di secondo livello (2010/43/UE), ovvero restringendo l’ambito applicativo della stessa esclusivamente all’attività di gestione del patrimonio di un OICR.

In materia di commercializzazione di OICR da un lato viene distinta l’attività di commercializzazione di OICR propri (attratta nella nozione di gestione collettiva del risparmio) da quella di OICR di terzi (il cui regime viene modellato su quello previsto per i servizi distributivi di derivazione MiFID) dall’altra viene data la possibilità, per entrambi i tipi di commercializzazione, di operare in regime di *execution only*, attività prima riservata ai soli intermediari che prestano i servizi di negoziazione o di ricezione e trasmissione di ordini. Tale modalità, si ricorda, prevede la possibilità di erogare il servizio di commercializzazione senza procedere con la preventiva valutazione di

appropriatezza nei confronti del cliente al dettaglio e nel rispetto delle ulteriori limitazioni e condizioni di cui all'art. 68 del Regolamento Intermediari.

Il documento di consultazione reca altresì modifiche al Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio intervenendo, tra l'altro, in materia di fusione di OICR. Come già accennato, viene disciplinata in modo analogo ai contenuti della UCITS IV anche la fusione puramente "interna". Inoltre, tra le tre alternative previste dalla disciplina comunitaria in merito alle tecniche di fusione, la Banca d'Italia ne recepisce solo due (conformemente ad un'opzione della stessa UCITS IV) e precisamente la fusione in senso stretto e quella per incorporazione, entrambe compatibili con l'ordinamento italiano.

La consultazione propone infine modifiche ancora più leggere al Regolamento Congiunto. In particolare, gli interventi di maggiore rilievo si riferiscono ai compiti ed alle responsabilità degli organi e delle funzioni aziendali di controllo (funzione di gestione del rischio e di *compliance*), alla disciplina dei conflitti di interesse (con l'abrogazione dell'obbligo di fornire agli investitori la descrizione della politica di gestione dei conflitti di interesse) ed alle regole sull'esternalizzazione delle funzioni ed aree aziendali (applicazione delle disposizioni generali in tema di esternalizzazione anche alle deleghe di gestione).

Giova infine fare un'ultima considerazione sul KII con riferimento alla mancata tempestiva implementazione in Italia della disciplina in commento, data la diretta cogenza nel diritto interno – come già sottolineato nella prima parte del presente lavoro – di quella parte della UCITS IV prevista dal Regolamento 2010/583/UE. Sul punto la Consob si è espressa nel senso che per le offerte al pubblico di quote o azioni di OICR aperti, italiani ed esteri, armonizzati e non, successivamente al primo luglio 2011, l'offerente ha l'obbligo di predisporre, ai sensi del citato Regolamento 2010/583/UE, il documento contenente le Informazioni chiave per gli investitori (KII) in luogo del Prospetto semplificato; alle offerte già in corso precedentemente a quella data è invece concesso un "periodo di grazia" (fino al 30 giugno 2012) per l'adeguamento, oltretutto per la sostituzione del Prospetto semplificato col KII.