

Gennaio 2015

Recepimento AIFMD: le principali modifiche ai regolamenti Consob e Banca d'Italia

Avv. Riccardo Daguati, associate, Legance

1. Premessa

In data 21 gennaio 2015, Consob e Banca d'Italia hanno rilasciato sui propri siti internet le versioni definitive dei regolamenti di rispettiva competenza necessari all'implementazione, nella normativa di livello secondario, della direttiva AIFM (già recepita a livello primario nelle norme del TUF), del Regolamento Delegato UE n. 231/2013, nonché dei Regolamenti UE n. 345/2013 e 346/2013.

La pubblicazione dei regolamenti ha anticipato il Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze di attuazione all'articolo 39 del TUF, il quale dovrà identificare i criteri generali posti alla base dell'attuale processo di riforma della disciplina della gestione collettiva del risparmio. Senza voler entrare nel merito delle ragioni che potrebbero essere sottese alla scelta di anticipare la pubblicazione dei regolamenti, appare qui opportuno evidenziare come l'entrata in vigore del testo definitivo dei regolamenti di Banca d'Italia e Consob avverrà solo a seguito della pubblicazione dei medesimi in Gazzetta Ufficiale.

Nei paragrafi che seguono si evidenziano le principali modifiche alla regolamentazione di livello secondario, così come emergono da una prima analisi dei documenti pubblicati dalle Autorità.

2. Modifiche al Regolamento Congiunto del 29 ottobre 2007 emanato dalla Banca d'Italia e dalla Consob ai sensi dell'art. 6 comma 2-bis del TUF (Regolamento Congiunto)

Sotto un profilo generale è opportuno rilevare la scelta delle Autorità di operare ampi rinvii alla disciplina sovranazionale. Questa tecnica normativa è evidente nella parte riguardante i requisiti di organizzazione e di *governance* dei gestori, nella quale si fa esplicito riferimento alle norme del Regolamento Delegato. In particolare, ai gestori sono imposti **obblighi organizzativi** che attengono alla quantità e alla qualità delle risorse umane impiegate, ai processi interni decisionali, informativi e di controllo, nonché alle procedure contabili utilizzate.

La tecnica del rinvio alla normativa comunitaria ha tuttavia comportato la necessità di operare un raccordo tra la disciplina nazionale e sovranazionale, offrendo all'interno del Regolamento Congiunto la chiave di lettura delle disposizioni del Regolamento Delegato ritenute direttamente applicabili dalle Autorità. In quest'ottica, ad esempio, le disposizioni del Regolamento Delegato che nell'impianto comunitario vengono riferite all'organo di gestione devono essere interpretate, di volta in volta, come riferite all'organo con funzione di supervisione strategica o all'organo con funzione di gestione, così come definiti nell'impianto del Regolamento adottato dalle Autorità.

Un discorso a parte merita, invece, la modifica al Regolamento Congiunto relativo alle **norme sulle remunerazioni**. In particolare, nella parte V del testo da ultimo pubblicato, **sono stati inseriti il Titolo III e l'allegato 2 (il cui testo non era stato pubblicato nella fase di consultazione)**, dedicati alle politiche e prassi di remunerazione e incentivazione dei gestori di Fondi di Investimento Alternativi (FIA). Si tratta di norme applicabili ai soli gestori di FIA che riguardano il personale dei gestori e che non si applicano ai c.d. gestori "sotto-soglia". Nel contesto della riforma sono stati previsti, tra l'altro, obblighi *(i)* di **adozione di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione** tesi alla sana ed efficace gestione di rischi (art. 36); *(ii)* nuove norme relative al **ruolo degli organi sociali**, che impongono la necessità di riesaminare, con periodicità almeno annuale, la politica di remunerazione ed incentivazione aziendale (art. 37); *(iii)* l'istituzione di un **comitato remunerazione** in seno ai gestori di FIA aventi dimensioni significative (art. 39) *(iv)* **criteri di remunerazione dei consiglieri** cui sottende il principio della prevalenza della remunerazione fissa sulla remunerazione variabile, nonché l'obbligo della remunerazione su base fissa per i componenti dell'organo di controllo (art. 40).

Sotto altro profilo, quanto alla disciplina applicabile ai c.d. "gestori sotto-soglia", una linea derogatoria al regime generale è stata prevista nella regolamentazione secondaria, laddove l'Autorità ha previsto un **regime di eccezione per i gestori che non superino i limiti dettati dalla direttiva**. In quest'ottica, il Regolamento Congiunto (art. 44) consente ai gestori sotto-soglia, qualora sia assicurata l'adeguatezza e l'efficienza del sistema dei controlli, di accentrare in un'unica funzione di controllo le funzioni di gestione del rischio e di controllo della conformità e di non istituire la funzione di *audit* interno. Sulla stessa linea, ai medesimi gestori non si applicano le norme altrimenti previste in tema di strategie di voto e sono previste deroghe in relazione alla disciplina relativa ai conflitti di interesse, alla esternalizzazione delle funzioni operative essenziali e alla disciplina riguardante la delega della gestione del portafoglio e del rischio.

Ulteriori novità sono previste in tema di **esternalizzazione** (artt. 50 e ss.) di funzioni operative essenziali o importanti o di servizi. Sul punto, il novellato testo del Regolamento Congiunto sembra dettare disposizioni volte a garantire la qualità e capacità del soggetto delegato nello svolgimento dell'incarico, oltre alla durata pre-determinata del medesimo e al mantenimento della responsabilità in capo al delegante. Il servizio deve inoltre essere prestato senza che il venir meno della delega comporti un

detrimento nella continuità e nella qualità del servizio prestato. In sintesi, si può affermare che l'attuale disciplina vada a ricalcare i medesimi principi già affermatasi in ambito bancario ed assicurativo sul tema della delega di funzioni e di servizi.

In chiusura, il Regolamento Congiunto dà attuazione alla norma della AIFMD in materia di **società fantasma** (art. 57), imponendo al gestore l'adozione di strutture risorse e procedure adeguate allo svolgimento delle attività alle quali è preposto.

3. Modifiche al Regolamento Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007 (Regolamento Intermediari)

Le principali modifiche al Regolamento Intermediari attengono, in via generale, alla disciplina relativa alla condotta del gestore, alla regolamentazione degli incentivi, agli obblighi previsti in tema di *best execution* e alla regole in tema di rendicontazioni e registrazioni.

Quanto agli **obblighi di condotta del gestore**, la Consob ha esteso, attraverso una modifica dell'impianto definitorio, la disciplina già adottata in fase di recepimento della direttiva UCITS anche ai gestori di FIA. In proposito, il nuovo testo del Regolamento Intermediari ha previsto una deroga relativa alla gestione dei FIA italiani riservati, che pare orientata alla finalità di riconoscere l'elemento discriminante dei fondi riservati, consentendo ai relativi gestori di avvalersi di ampie eccezioni al regime ordinario, pur nel quadro degli obblighi assunti nei confronti degli investitori ai sensi del regolamento del fondo o dello statuto, per quanto riguarda le SICAV e le SICAF.

In tema di **incentivi** (art. 73), invece, il recepimento delle norme sovranazionali è stato operato mediante esplicito rinvio all'art. 24 del Regolamento Delegato, il quale impone specifici obblighi di comunicazione degli *inducements*. Seguendo una tecnica normativa *a contrario*, l'Autorità ha invece previsto che le norme in tema di incentivi si applichino ai gestori di OICVM italiani solo limitatamente alle attività di gestione e di amministrazione di OICVM italiani, con esclusione, dunque, delle altre attività.

In materia di **best execution**, il Regolamento Intermediari (Libro IV, Parte II, Titolo II) ha, di fatto, ripreso le disposizioni del Regolamento Delegato che già erano in linea con le previsioni del precedente testo, estendendo l'ambito di applicazione delle norme comunitarie a tutti i gestori.

La disciplina in tema di **rendicontazioni e registrazioni** ribadisce, invece, la distinzione tra gestori di OICVM e gestori di FIA: la regola inserita dall'art. 74 del Regolamento Congiunto, in particolare, opera un rinvio all'art. 26 del Regolamento Delegato, imponendo ai gestori di OICVM regole più stringenti in tema di conferma delle esecuzioni degli ordini.

Infine, è da sottolineare l'estensione anche ai gestori di FIA delle norme riguardanti la disciplina della commercializzazione di quote o azioni di OICR (art.76).

4. Modifiche al Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 (Regolamento Emittenti)

L'intervento di riforma del Regolamento Emittenti ha interessato, oltre a una modifica dell'impianto definitorio finalizzata all'inclusione dei FIA aperti e chiusi nel quadro della disciplina oggetto del Regolamento stesso, anche una generale riorganizzazione della regolamentazione in tema di gestione collettiva.

Mentre gli interventi sulle norme relative agli OICVM si limitano, di fatto, ad adeguare la normativa al nuovo impianto definitorio e regolamentare (abolendo, ad esempio l'utilizzo del riferimento ad OICR armonizzati e non armonizzati), le modifiche attinenti alla disciplina dei FIA appaiono più incisive.

In particolare, quanto ai **FIA chiusi**, nuove regole sono previste per disciplinare le procedure di notifica ed approvazione del prospetto dei FIA (art. 23, comma 2), il contenuto minimo dei moduli di sottoscrizione di FIA chiusi (art. 24) e le modalità di aggiornamento del prospetto (art. 25, che recepisce anche molte delle osservazioni proposte in fase di consultazione).

La disciplina relativa ai **FIA aperti** fa, invece, ampio ricorso al rinvio alle norme previste per gli OICVM italiani, in particolare in relazione agli obblighi di comunicazione alla Consob dell'offerta al pubblico delle quote/azioni e di pubblicazione della documentazione di offerta, distinguendo, ove opportuno, tra l'offerta di FIA aperti italiani (art. 27, comma 1-*bis*) e FIA aperti UE (art. 27, comma 1-*ter*).

Quanto ai **FIA riservati**, è stata inserita nel Regolamento Emittenti la sezione *V-bis* che disciplina, tra l'altro, gli obblighi informativi dei gestori relativi alla pubblicazione del documento di offerta, nonché l'obbligo di aggiornamento delle informazioni contenute nel documento stesso in caso di offerta di quote/azioni successivamente alla prima emissione.

Una disposizione che riguarda trasversalmente **tutti i FIA** (art. 26, comma 2-*bis*; art. 27-*bis*; comma 2, art. 28, comma 5) prevede che l'inserimento di clausole limitative della responsabilità in caso di perdita di strumenti finanziari detenuti da terzi incluse negli accordi tra il gestore e il depositario medesimo debbano essere comunicate ai partecipanti al FIA.

Quanto alla **commercializzazione delle quote/azioni di FIA ad investitori professionali** (parte II, Sezione *V-ter*), il nuovo testo del Regolamento Emittenti prevede:

- per la commercializzazione **in Italia**, l'obbligo di trasmettere alla Consob una lettera di notifica prima dell'avvio della commercializzazione di ciascun FIA; la trasmissione della notifica dalla Consob alla Banca d'Italia della relativa documentazione; il rilascio, nel termine di venti giorni successivo alla notifica,

di (i) un provvedimento per l'avvio della commercializzazione o, (ii) una comunicazione che richiede l'integrazione della documentazione inviata (art. 28-*bis*);

- per la commercializzazione **in altro paese dell'Unione Europea**, l'obbligo di preventiva notifica alla Consob; la trasmissione della notifica dalla Consob alla Banca d'Italia della relativa documentazione; il rilascio, nel termine di venti giorni successivo alla notifica, di (i) un provvedimento per l'avvio della commercializzazione o, (ii) una comunicazione che richiede l'integrazione della documentazione inviata (art. 28-*bis*); la trasmissione da parte della Consob della documentazione ricevuta all'autorità competente del Paese UE nel quale è si intendono commercializzare le quote/azioni di FIA, una trasmissione.

In merito alla **commercializzazione di quote/azioni di FIA a investitori retail**, invece (Parte II, Sezione V-*quater*) il Regolamento Emittenti prevede diverse procedure, mantenendo un obbligo di preventiva notifica in caso di commercializzazione in Italia di FIA italiani chiusi (art. 28-*quinquies*) o aperti (art. 28-*sexies*) e un vero e proprio procedimento autorizzativo per i gestori italiani (art. 28-*octies*) ed europei (art. 28-*novies*) che intendano commercializzare in Italia dei FIA UE.

È da segnalare, infine, l'inserimento dell'intera Parte II, Sezione V-*quinquies* relativa agli "*obblighi dei gestori in caso di acquisizione di partecipazioni rilevanti e del controllo in società non quotate o in emittenti*". Si tratta di un gruppo di norme (art. 28-*decies* – 28-*quaterdecies*) che disciplinano, *inter alia*, le modalità di calcolo delle partecipazioni rilevanti o di controllo e le informazioni da trasmettere alla Consob in caso di acquisto delle predette partecipazioni, dando così attuazione agli artt. 45 e 46 del TUF.

5. Modifiche al Regolamento della Banca d'Italia dell'8 maggio 2012 (Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio)

L'iniziativa di riforma attuata per il recepimento della Direttiva AIFM ha, in primo luogo, interessato il perimetro dell'attività di gestione collettiva del risparmio, come evidente dall'introduzione del nuovo Capitolo II nel Titolo I del Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio, che identifica il **contenuto della riserva di attività** e chiarendo altresì alcune caratteristiche degli OICR oggetto del servizio di gestione collettiva del risparmio (raccolta del patrimonio, pluralità degli investitori, politica di investimento predeterminata, attività di gestione svolta dal gestore in autonomia dai partecipanti). Sul punto vale la pena sottolineare come l'Autorità abbia precisato che tali ultime indicazioni non sono in ogni caso esaustive e che "*l'assenza di una o più delle caratteristiche [...] indicate non determina automaticamente l'esclusione dell'esistenza della prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio*".

Il Titolo II, Capitolo I, Sezione II, Paragrafo 1 prevede che, ai fini del rilascio dell'autorizzazione alla prestazione del servizio di gestione di OICVM o di FIA, le SGR

si dotino di un capitale sociale minimo iniziale di almeno un milione di Euro, che deve essere interamente versato. L'ammontare del capitale sociale si riduce a cinquecento mila Euro nel caso in cui si tratti di SGR che gestiscano esclusivamente FIA chiusi riservati. Analoghe disposizioni sono previste per le SICAV e le SICAF con estensione alle SICAF riservate della possibilità di dotarsi di un capitale di cinquecento mila Euro.

Un'ulteriore modifica di rilievo riguarda il Titolo II del regolamento, che disciplina il **procedimento autorizzativo delle SGR**, e il Titolo III, che riguarda l'**autorizzazione delle SICAV e delle SICAF**. Le novità riguardano in particolare l'introduzione del regime autorizzativo delle SICAF (necessario ai fini dell'adeguamento alla normativa primaria nazionale) e il regime previsto per l'autorizzazione dei gestori "sotto-soglia", per i quali sono previsti requisiti meno stringenti rispetto agli altri gestori. Al riguardo, senza voler entrare nel dettaglio delle numerose osservazioni formulate nel corso della fase di pubblica consultazione, appare in ogni caso opportuno ricordare che, sul tema dei gestori sotto-soglia, il legislatore nazionale si è avvalso del margine di discrezionalità concesso dall'art. 3, comma 3, penultimo periodo, della direttiva AIFM, prevedendo l'obbligo di esperire un procedimento autorizzativo anche per tali gestori. Le nuove disposizioni contenute nel Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio, dunque, sebbene parzialmente derogatorie rispetto al regime ordinariamente previsto, risultano in ogni caso più rigorose nei confronti dei gestori sotto-soglia nazionali di quanto non lo siano le normative di implementazione adottate in altri Paesi.

Merita di essere menzionato, inoltre, l'intervento che ha portato alla modifica della disciplina relativa all'**adeguatezza patrimoniale e al contenimento del rischio** (Titolo II, Capitolo V). L'Autorità ha infatti inserito l'obbligo di copertura patrimoniale a fronte del rischio derivante dalla responsabilità professionale prevista per le SGR che gestiscono FIA.

Il nuovo testo del Titolo V, Capitolo III, relativo ai divieti e alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio, prevede, *inter alia*, limiti all'utilizzo della leva finanziaria da parte dei gestori di FIA (differenziati a seconda che si tratti di FIA *retail* o di FIA riservati) e la possibilità per i FIA aperti non riservati di investire sino al 100% delle proprie attività in FIA riservati che presentino determinate caratteristiche.

Il nuovo testo del Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio reca altresì disposizioni riguardanti la **funzione di valutazione dei beni degli OICR e di delega a terzi della valutazione del calcolo del NAV**. Il Titolo V, Capitolo IV prevede infatti che la funzione incaricata della valutazione possieda determinati requisiti di indipendenza, assicurata peraltro da un'adeguata politica retributiva che consenta la prevenzione dei conflitti di interesse. Seguendo questa linea, Banca d'Italia ha previsto che, in caso le funzioni di valutazione del valore della quota siano affidate al depositario, questi si doti di adeguati presidi volti ad assicurare una rappresentazione corretta e fedele del patrimonio del fondo.

Ulteriori modifiche hanno interessato anche il tema dell'**operatività transfrontaliera dei gestori**, e in questo senso, il Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio ha previsto specifiche disposizioni per disciplinare le ipotesi di attività transfrontaliera dei medesimi, tanto in regime di libera prestazione di servizi quanto nelle ipotesi di stabilimento di succursali.

Come noto, infine, un intervento incisivo è stato posto in essere dall'Autorità nell'ambito della **disciplina del depositario**, con particolare riferimento alla fase di assunzione dell'incarico, alle previsioni riguardanti i rapporti tra il gestore e il depositario e la disciplina della responsabilità di quest'ultimo.

In chiusura, meritano una menzione le norme introdotte per prevedere la disciplina di registrazione dei gestori di fondi EuVECA ed EuSEF (Titolo VII), nonché le previsioni riguardanti la disciplina dei partecipanti al capitale dei gestori (Titolo IV, Capitolo I).