

Aprile 2014

Recepimento della AIFMD in Italia e spunti EMIR

Laura Francazi, Allen & Overy

Il decreto legislativo¹ che recepisce in Italia le disposizioni della direttiva europea sui gestori di fondi di investimento alternativi² (*Alternative Investment Fund Managers Directive* - **AIFMD**) è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana il 25 marzo 2014 ed entra in vigore il 9 aprile 2014 (il **Decreto**).

Come noto, la AIFMD ha lo scopo di stabilire disposizioni comuni in materia di autorizzazione e vigilanza dei gestori di fondi di investimento alternativi (**GEFIA**) per sovrintendere in maniera uniforme ai rischi connessi alla loro attività e alle possibili conseguenze sugli investitori e sui mercati finanziari dell'Unione Europea, creando un mercato ed un quadro regolamentare e di vigilanza armonizzato e rigoroso all'interno dell'Unione Europea per le attività di tutti i GEFIA, inclusi sia i GEFIA con sede legale in uno Stato membro dell'Unione Europea (**GEFIA UE**) sia i GEFIA aventi sede legale in un paese terzo (**GEFIA non UE**).

I fondi di investimento alternativi (**FIA**) sono tutti gli organismi di investimento collettivo, compresi i relativi comparti, che raccolgono capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in conformità ad una politica di investimento definita nell'interesse degli stessi investitori e che non necessitano di una autorizzazione ai sensi della direttiva 2009/65/CE sugli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (**OICVM**) (cd. **UCITS IV**) e si distinguono in **FIA UE**³ e **FIA non UE**⁴. Rientrano quindi nello scopo della normativa in esame, a titolo esemplificativo, gli organismi di investimento collettivo del risparmio che nel nostro ordinamento sono riconducibili ai fondi speculativi, immobiliari e/o riservati.

La AIFMD pertanto non disciplina i FIA - per l'impossibilità di ricondurre a fattispecie tipiche la grande varietà di tipi di FIA gestiti dai GEFIA - che continuano ad essere disciplinati e sottoposti a vigilanza a livello nazionale, ma regola le attività dei

¹ Decreto Legislativo 4 marzo 2014 n. 44.

² Direttiva 2011/61/UE, sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le Direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i Regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010".

³ FIA autorizzato o registrato in uno Stato membro dell'UE secondo la normativa nazionale applicabile oppure FIA che non sia autorizzato o registrato in uno Stato membro dell'UE ma abbia la sede legale e/o la sede amministrativa principale in uno Stato membro dell'UE (cfr. art. 4(k) AIFMD).

⁴ FIA che non sia un FIA UE (cfr. art. 4(aa) AIFMD).

GEFIA che esercitano le attività di gestione di FIA, indipendentemente dalla forma giuridica del/dei FIA gestito/i e a prescindere dalle modalità giuridiche o contrattuali in base alle quali è stato loro attribuito l'incarico.

Con il sistema introdotto dalla AIFMD sarà possibile per i GEFIA prestare la loro attività in maniera transfrontaliera nel territorio dell'Unione europea e sarà possibile, a determinate condizioni, commercializzare i FIA presso gli investitori professionali nel territorio dell'Unione europea previo espletamento di una procedura di notifica, senza necessità di autorizzazione.

In conformità a quanto indicato nella legge di delegazione europea⁵, al fine di garantire il corretto ed integrale recepimento della AIFMD, il Decreto ridefinisce anche la disciplina italiana degli organismi di investimento collettivo del risparmio⁶ (**Oicr**), in materia, *inter alia*, di organizzazione e struttura, ed il relativo regime delle riserve di attività.

In estrema sintesi, il Decreto (i) modifica la maggior parte delle disposizioni dell'attuale testo unico della finanza⁷ (**TUF**) in materia di gestione collettiva del risparmio; (ii) modifica alcune norme in materia di forme pensionistiche complementari con riferimento alla attività di depositario; (iii) estende alcune disposizioni fiscali applicabili ai fondi comuni di investimento immobiliare alle società di investimento a capitale fisso; e (iv) coordina ed innova parzialmente l'attuale disciplina fiscale vigente in materia di OICR⁸.

La normativa primaria modificata del Decreto rappresenta la cornice legislativa che definisce gli obblighi fondamentali imposti dalla AIFMD nel nostro ordinamento, mentre l'emanazione delle norme attuative di rango secondario è delegata alla Banca D'Italia e alla Consob, in base alle rispettive competenze, nel rispetto delle disposizioni dell'Unione europea.

Sarà dunque necessario attendere l'emanazione dei regolamenti delegati al fine di valutare in concreto in quale misura gli operatori del settore finanziario di cui si tratta potranno avvantaggiarsi del nuovo quadro regolamentare europeo con riferimento specifico al mercato italiano.

⁵ Legge 6 agosto 2013 – Legge di delegazione europea 2013 – art. 12.

⁶ Organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote e azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi nonchè investito in strumenti finanziari, crediti, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base ad una politica di investimento predeterminata – cfr. art. 1 lett. k) TUF.

⁷ Decreto Legislativo 28 febbraio 1998 n. 58.

⁸ E' opportuno ricordare che il 22 luglio 2013 è entrato in vigore il Regolamento Delegato (UE) n. 231/2013 che contiene disposizioni attuative della AIFMD in tema di deroghe, condizioni generali di esercizio, depositari, leva finanziaria, trasparenza e sorveglianza.

Di seguito analizziamo alcune disposizioni normative introdotte dal Decreto in materia di gestione collettiva del risparmio che appaiono di particolare interesse ed infine indichiamo una riflessione circa l'interazione della nuova disciplina con le regole di recente introdotte dal Regolamento europeo (UE) n. 648/2012 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 4 luglio 2012 sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni - *European Market Infrastructure Regulation (EMIR)*.

In aggiunta a quanto segue, sono da considerare tra le disposizioni del Decreto di particolare rilevanza anche quelle relative alle seguenti materie che, per esigenza di sintesi, possiamo solo elencare: (a) gli obblighi di comunicazione alla Consob da parte di Sgr, Sicav e Sicaf delle acquisizioni di partecipazioni rilevanti o di controllo di società non quotate e delle acquisizioni di partecipazioni di controllo di un emittente; e (b) la nuova disciplina in materia di depositario che concerne tutti gli Oicr, prevede la possibilità che il relativo incarico sia affidato anche a Sim e succursali italiane di imprese di investimento oltre che a banche autorizzate in Italia e succursali di banche comunitarie, e specifica compiti e responsabilità pertinenti a detto ruolo.

1. Gestione collettiva del risparmio – “passaporto europeo” dei GEFIA

In primo luogo è importante segnalare che il Decreto definisce la “gestione collettiva del risparmio” quale servizio che si realizza attraverso la gestione di Oicr e dei relativi rischi. L'esercizio in via professionale del servizio di gestione collettiva del risparmio è riservato alle Sgr⁹ (società di gestione del risparmio), alle Sicav¹⁰ (società di investimento a capitale variabile), alle Sicaf¹¹ (società di investimento a capitale fisso - la cui definizione e disciplina è parte delle modifiche introdotte dal Decreto), alle società di gestione UE che gestiscono OICVM italiani, ai GEFIA UE e ai GEFIA non UE che gestiscono un FIA italiano. Inoltre, le Sgr gestiscono il patrimonio ed i rischi degli Oicr nonché amministrano e commercializzano gli OICR gestiti. Possono inoltre svolgere le attività ulteriori menzionate dal nuovo art. 33 TUF che ora includono anche il servizio di ricezione e trasmissione di ordini solo per le Sgr autorizzate a prestare il servizio di gestione di FIA (questo ulteriore servizio sembra quindi precluso alle Sgr che gestiscono solo OICVM). In merito a quanto precede è da notare che la legge rinvia a specifiche disposizioni attuative da adottarsi mediante regolamento emanato da Banca d'Italia, sentita la Consob, nel rispetto delle disposizioni dell'Unione europea.

⁹ Società per azioni con sede legale e direzione generale in Italia autorizzata alla prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio - cfr. art. 1 lett. o) TUF.

¹⁰ Oicr aperto costituito in forma di società per azioni a capital variabile con sede legale e direzione generale in Italia avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta di proprie azioni – cfr. art. 1 lett. i) TUF.

¹¹ Oicr chiuso costituito in forma di società per azioni a capital fisso con sede legale e direzione generale in Italia avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta di proprie azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi –cfr. art. 1 lett i-bis) TUF.

E' evidente la novità rispetto al regime precedente al Decreto in materia di “gestione collettiva del risparmio” che prima includeva sia l'attività di promozione istituzione e organizzazione di fondi sia l'attività di gestione degli stessi fondi.

In ragione di questa nuova impostazione le disposizioni transitorie di cui all'articolo 15 del Decreto dispongono diversamente a seconda della attività prestata dalle Sgr, come segue.

Le Sgr che al 9 aprile 2014 gestiscono FIA italiani (i) si intendono autorizzate ai sensi dalla AIFMD; e (ii) possono continuare a gestire detti FIA, con l'obbligo di adottare entro il 22 luglio 2014 tutte le misure necessarie per rispettare le disposizioni di recepimento della AIFMD e di darne comunicazione a Banca d'Italia e Consob. Per una valutazione completa degli oneri a carico delle Sgr è necessario attendere l'emanazione della normativa secondaria.

Le Sgr che al 9 aprile 2014 hanno istituito Oicr per i quali svolgono unicamente l'attività di promozione sono autorizzate a prestare tale attività non oltre il 22 luglio 2014, ovvero nel caso di Oicr garantiti, entro sei mesi dalla scadenza della garanzia (con questa previsione il legislatore ha accolto i commenti ricevuti durante la fase di consultazione che ha preceduto l'emanazione del Decreto). Entro tali scadenze le Sgr promotrici, in coordinamento con il gestore, adottano le misure necessarie per rispettare le previsioni del TUF (come modificato dal Decreto) e ne danno comunicazione a Banca d'Italia e Consob. Anche in questo caso per valutare il tipo di attività a carico delle Sgr promotrici è necessario attendere l'emanazione della normativa secondaria.

Fino alla data di entrata in vigore dei provvedimenti di attuazione del Decreto, all'autorizzazione di nuovi gestori italiani e all'istituzione e commercializzazione di nuovi FIA italiani continuano ad applicarsi le disposizioni attuative emanate ai sensi delle norme abrogate o sostituite dal Decreto ed ai relativi gestori si applica il regime transitorio previsto per le Sgr.

Infine, i soggetti diversi dalle Sgr che hanno sede in Italia e alla data del 9 aprile 2014 prestano il servizio di gestione collettiva di FIA, possono continuare a prestarlo, adottando tutte le misure necessarie per rispettare le disposizioni di recepimento della AIFMD e presentando domanda di autorizzazione come GEFIA entro il 22 luglio 2014.

In aggiunta a quanto precede, le Sgr (e le Sicav e le Sicaf che gestiscono i propri patrimoni) possono operare anche senza stabilire succursali in uno Stato UE e non UE in conformità alle procedure stabilite con regolamento dalla Banca d'Italia, sentita la Consob, con riferimento alle attività che ricadono nell'ambito di applicazione della UCITS IV, della AIFMD e per quelle attività che sono escluse dall'ambito di operatività delle due direttive.

I GEFIA UE possono svolgere in Italia l'attività di gestione collettiva del risparmio per la quale sono autorizzati ai sensi delle disposizioni dell'UE in libera prestazione di servizi o mediante stabilimento di succursali a condizione che la Banca d'Italia sia

informata dalla autorità competente dello stato di origine; la Banca d'Italia trasmette copia della comunicazione alla Consob. Nel caso in cui un GEFIA UE voglia gestire un FIA italiano deve rispettare le ulteriori condizioni stabilite dall'art. 41-ter TUF (come modificato dal Decreto).

I GEFIA non UE possono gestire FIA italiani e FIA UE previa autorizzazione della Banca d'Italia, d'intesa con la Consob. Quando l'Italia è ai sensi della AIFMD lo Stato di riferimento, la Banca d'Italia d'intesa con la Consob autorizza un GEFIA non UE alla commercializzazione dei FIA gestiti nel territorio dell'UE. Ai GEFIA non UE autorizzati in un altro Stato membro dell'UE che intendono gestire un FIA italiano in libera prestazione di servizi o mediante stabilimento di succursali si applicano le norme sopra indicate per i GEFIA UE.

Le disposizioni transitorie del Decreto differiscono l'entrata in vigore delle norme sopra menzionate relative alla operatività transfrontaliera delle Sgr negli Stati non UE per le attività sub AIFMD e di quelle relative alla autorizzazione dei GEFIA non UE, alla data indicata nell'atto delegato che la Commissione europea dovrà adottare ai sensi dell'articolo 67 comma 6 AIFMD.

2. Commercializzazione – “passaporto europeo” dei FIA

In materia di commercializzazione di Oicr, il TUF è stato modificato dal Decreto ed ora include le disposizioni che consentono sia ai FIA italiani di essere commercializzati nel territorio dell'Unione europea sia ai FIA non italiani di essere commercializzati in Italia, a determinate condizioni.

In primo luogo, il nuovo art. 43 TUF definisce l'attività di commercializzazione replicando il relativo disposto della AIFMD con riferimento alla offerta di FIA rivolta ad investitori residenti o aventi sede legale nel territorio dell'UE (qui disattendendo alcuni commenti ricevuti in fase di consultazione che auspicavano una definizione di commercializzazione comune a tutte le tipologie di Oicr).

In secondo luogo, lo stesso articolo 43 TUF (come modificato dal Decreto) dispone che quote o azioni di FIA italiani riservati, FIA UE e FIA non UE gestiti da un GEFIA UE o da un GEFIA non UE autorizzato in uno Stato dell'UE diverso dall'Italia, possono essere commercializzate a investitori professionali (come definiti dal nuovo articolo 1 TUF – **Investitori Professionali**) e alle categorie di investitori individuate dal Ministro dell'economia e delle finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob (**Categorie di Investitori**), previa notifica alla Consob da parte dell'autorità dello Stato membro di origine per ciascun FIA oggetto di commercializzazione; la Consob informa la Banca d'Italia. La procedura di notifica di cui si tratta deve essere definita dalla Consob mediante l'emanazione di apposito regolamento.

Ancora, (a) la commercializzazione in Italia di quote o azioni di FIA italiani riservati, FIA UE e FIA non UE gestiti da una Sgr o da un GEFIA non UE autorizzato in Italia, e (b) la commercializzazione in uno Stato membro dell'UE diverso dall'Italia, nei

confronti di Investitori Professionali, di quote o azioni di FIA italiani, FIA UE e FIA non UE gestiti da una Sgr o da un GEFIA non UE autorizzato in Italia, sono precedute da una notifica alla Consob che deve contenere le informazioni dettagliate all'art. 43 TUF (come modificato dal Decreto). La Consob informa la Banca d'Italia e se non sussistono motivi ostativi entro 20 giorni dal ricevimento della notifica informa il gestore che la commercializzazione può iniziare o di aver trasmesso il fascicolo alla autorità dello Stato UE competente, a seconda dei casi.

Il Decreto modifica il TUF nel senso di prevedere la possibilità sia di commercializzare in Italia FIA italiani non riservati (previa notifica alla Consob), sia di commercializzare in Italia ad investitori al dettaglio FIA UE e FIA non UE gestiti da gestori che commercializzano nello Stato di origine dei medesimi FIA le relative quote o azioni nei confronti di investitori al dettaglio (previa istanza di autorizzazione da inviare alla Consob). Nel secondo caso, la procedura di autorizzazione prevede un vaglio della struttura organizzativa e di gestione del rischio secondo i principi indicati dal nuovo articolo 44 del TUF, che dovrà essere specificato dalla normativa secondaria.

Per quanto concerne la disciplina transitoria in materia di commercializzazione, gli Oicr italiani riservati a investitori qualificati e gli Oicr italiani speculativi si considerano FIA italiani riservati. Dalla data di entrata in vigore delle disposizioni di attuazione del Decreto le quote o azioni degli Oicr di cui si tratta potranno essere commercializzate esclusivamente nei confronti di Investitori Professionali e delle Categorie di Investitori.

Le Sgr che al 9 aprile 2014 già commercializzano nei confronti di Investitori Professionali o di investitori al dettaglio FIA italiani possono continuare a svolgere tale attività e si considerano abilitate alla commercializzazione in Italia di detti FIA ai sensi dei citati artt. 43 e 44 TUF (come modificati dal Decreto), ma devono adottare entro il 22 luglio 2014 tutte le misure idonee per rispettare le disposizioni di recepimento della AIFMD.

I FIA UE la cui offerta è stata autorizzata prima del 22 luglio 2013 possono continuare ad essere commercializzati in Italia nei confronti degli Investitori Professionali e degli investitori che possono sottoscrivere fondi riservati e speculativi; dalla data di entrata in vigore delle disposizioni attuative del Decreto, le quote o azioni dei FIA in parola potranno essere commercializzate esclusivamente nei confronti degli Investitori Professionali e delle Categorie di Investitori; i relativi gestori devono attuare tutte le misure necessarie per conformarsi alla AIFMD entro il 22 luglio 2014 e devono effettuare per il tramite della autorità competente dello Stato di origine la notifica prescritta dall'art. 43 TUF (come modificato dal Decreto) una volta ottenuta l'autorizzazione ai sensi della AIFMD. In mancanza, la commercializzazione è sospesa.

Alle istanze di autorizzazione relative a FIA UE pendenti alla data del 22 luglio 2013 o presentate successivamente ai sensi dell'art. 42 TUF (abrogato dopo l'entrata in vigore del Decreto – relativo alla procedura per l'autorizzazione alla commercializzazione in Italia di Oicr comunitari non armonizzati o Oicr extra-comunitari), si applica la

procedura di notifica di cui all'articolo 32 AIFMD e i relativi procedimenti pendenti sono estinti.

Infine, l'entrata in vigore delle norme relative alla commercializzazione di FIA non UE da parte di un gestore o di FIA italiani o UE da parte di un GEFIA non UE ai sensi degli artt 43 e 44 TUF è posticipata alla data indicata nell'atto delegato che la Commissione europea dovrà adottare ai sensi dell'articolo 67 comma 6 AIFMD.

3. AIFMD ed EMIR

Come noto l'EMIR introduce direttamente negli ordinamenti degli Stati membri UE alcuni obblighi relativi alla stipulazione di strumenti finanziari derivati.

Tali obblighi hanno lo scopo di ridurre i rischi finanziari che si ritengono connaturati alla stipulazione di strumenti finanziari derivati e si sostanziano (a) nella imposizione di stipulare detti strumenti attraverso controparti centrali (che si interpongono tra le parti contrattuali come acquirente di ogni venditore e venditore di ogni acquirente) al verificarsi di certe condizioni; (b) nell'obbligo di porre in essere tecniche di mitigazione del rischio per tutti i contratti derivati stipulati al di fuori di sedi di negoziazione regolamentate (cd. *over-the-counter* - OTC); (c) nell'obbligo di segnalare i dati essenziali di tutti gli strumenti finanziari derivati ai repertori dati sulle negoziazioni autorizzati; e (d) negli obblighi uniformi per l'esercizio delle attività delle controparti centrali (CCP) e dei repertori di dati sulle negoziazioni.

Le norme della AIFMD impongono a tutti i soggetti che stipulano contratti derivati con un Oicr una attenta valutazione della natura della controparte al fine di verificare quali obblighi EMIR trovano applicazione. Infatti, un fondo di investimento alternativo gestito da GEFIA autorizzati o registrati ai sensi della AIFMD è una "controparte finanziaria" ai sensi della normativa EMIR, con tutte le conseguenze che ciò comporta in termini, ad esempio, di conferma tempestiva, di obbligo di marginazione e di obbligo di centralizzazione su controparte centrale.

In particolare, laddove si stipulino strumenti finanziari derivati con un FIA (ovvero con un gestore che stipula il contratto derivato in nome e per conto di detto FIA) è necessario verificare lo status del gestore in base al diritto applicabile, con particolare attenzione – per quanto concerne la normativa italiana - alle disposizioni transitorie stabilite nel Decreto e indicate nei precedenti paragrafi. Nel caso in cui il gestore sia un soggetto autorizzato o registrato ai sensi della AIFMD (ovvero debba essere considerato tale in base alla disciplina transitoria di recepimento applicabile), la posizione relativa allo / agli strumenti finanziari derivati stipulati con detta controparte dovrà essere trattata alla luce delle norme EMIR applicabili alle controparti finanziarie. Situazione diversa è quella relativa alla ipotesi in cui si stipulino strumenti finanziari derivati con gestori che agiscono per proprio conto (e non per conto di un FIA), nel qual caso una valutazione ad hoc si rende necessaria al fine di determinare con esattezza quali adempimenti devono essere posti in essere ai sensi della normativa EMIR.