

Aprile 2012

La Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi

Dott. Corrado Ghielmi, Atrigna & Partners Studio Legale Associato

La disciplina sui gestori dei fondi cd. alternativi è stata recentemente oggetto di attenzione da parte del legislatore comunitario¹ che ha emanato, in data 8 giugno 2011, la Direttiva 2011/61/UE (di seguito, anche, la “Direttiva”). Come suggerito dalla stessa rubrica della norma essa si preoccupa di disciplinare non tanto i fondi di investimento alternativi (di seguito, anche, “FIA”), a causa della grande eterogeneità degli stessi nei diversi Stati membri dell’Unione che ne renderebbe complicata l’armonizzazione (così il considerando 10 della Direttiva), bensì i gestori di questi ultimi (di seguito, anche, “GEFIA”). L’ambito applicativo della Direttiva è quindi limitato ai gestori dei FIA. Questi ultimi sono individuati “per differenza” come quei fondi che non siano Organismi di Investimento in Valori Mobiliari di cui alla Direttiva 2009/65/CE (la cd. “UCITS IV”), ovvero siano fondi speculativi (*hedge funds*), fondi di *private equity*, di *venture capital*, immobiliari, di materie prime, infrastrutturali e altri tipi di fondi istituzionali.

Tale disciplina, che dovrà essere implementata dagli Stati membri entro il 22 luglio 2013², si preoccupa di regolare e razionalizzare gli adempimenti dei gestori comunitari centralizzando l’autorizzazione alle funzioni di gestione e commercializzazione nelle mani dell’Autorità domestica del GEFIA. La Direttiva si preoccupa altresì di uniformare il regime di solidità patrimoniale e di trasparenza dei GEFIA stessi.

Alcune disposizioni sono dettate anche con riguardo a GEFIA non comunitari che richiedano di gestire e/o commercializzare FIA UE o non UE nel territorio dell’Unione.

Il regime comunitario subisce alcuni temperamenti determinati o da soglie dimensionali dei GEFIA o dalla natura degli investitori cui sono commercializzate le quote dei FIA.

¹ Tale disciplina è stata, ancora più recentemente, oggetto di attenzioni da parte del regolatore comunitario (ESMA) con la pubblicazione, rispettivamente in data 16 novembre 2011 e 23 febbraio 2012, di una Relazione finale (*Final Report*) sulle possibili misure di implementazione della Direttiva e di un Documento di discussione (*Discussion paper*) sui concetti chiave della Direttiva e su certi tipi di GEFIA.

² Il termine del 22 luglio 2013 non si riferisce all’integrale recepimento della Direttiva: la disposizione in parola lascia agli Stati membri termini più dilatati per implementare le disposizioni maggiormente “innovative” in termini di (i) concessione del cd. passaporto ai GEFIA UE che volessero gestire e/o commercializzare FIA non UE nel territorio dell’Unione e ai GEFIA non UE che volessero gestire e/o commercializzare FIA, UE o non UE (entro il 2015) e di (ii) completa abrogazione dei regimi nazionali relativi al collocamento privato ed esistenza del solo passaporto europeo (entro il 2018).

Nel primo caso (soglie dimensionali) i GEFIA cd. “di minori dimensioni” (ovvero i cui portafogli gestiti non superino i 100 milioni di euro o 500 milioni purché non si faccia ricorso alla leva finanziaria e non sia previsto il diritto al rimborso per un periodo di cinque anni a decorrere dalla data dell’investimento iniziale) vedranno una parziale applicazione delle previsioni comunitarie limitate a taluni obblighi informativi nei confronti delle proprie Autorità domestiche. Nel secondo caso (natura degli investitori) i singoli Stati membri avranno la possibilità di imporre obblighi più stringenti (rispetto a quelli previsti dalla Direttiva) nei confronti di quei GEFIA che commercializzeranno quote di FIA ad investitori al dettaglio.

La disciplina in parola non troverà affatto applicazione (così l’articolo 3 della Direttiva) nei confronti di quei GEFIA che gestiranno FIA che dovessero avere come unici investitori i GEFIA stessi, le loro imprese madri, le loro imprese figlie o altre affiliate, purché nessuno di questi investitori sia per sé stesso un FIA.

Regime autorizzativo.

Ai sensi dell’articolo 7 della Direttiva il GEFIA deve richiedere l’autorizzazione, che sarà valida in tutta l’Unione, all’Autorità di vigilanza del proprio Paese di residenza fornendo una serie di informazioni e documenti sulla propria struttura, sulla società e sugli esponenti aziendali, nonché sui FIA che intende gestire. L’iter autorizzativo dovrà concludersi entro tre mesi (prorogabili per un massimo di ulteriori tre mesi) dalla presentazione della domanda completa.

Oltre alla gestione/commercializzazione dei FIA il GEFIA può altresì prestare la gestione di portafogli (ribattezzata dalla Direttiva gestione discrezionale di portafogli) i servizi definiti dalla Direttiva come ausiliari quali la consulenza in materia di investimenti, la custodia e amministrazione di quote o azioni di OICR e la ricezione e trasmissione di ordini.

La dotazione patrimoniale minima per i GEFIA cd. “esterni” (ovvero soggetti giuridici autonomi dai FIA e che gestiscono questi ultimi) è di 125.000 euro, soglia elevata a 300.000 euro per i GEFIA cd. “interni” (ovvero i FIA che non necessitano di una *management company*, essendo gestiti da un *board* interno), requisiti aggiuntivi vengono previsti solo ove il valore dei portafogli gestiti superi i 250 milioni di euro (lo 0,02% della cifra eccedente la sopraccitata soglia fino al limite dei 10 milioni di euro di capitale sociale). Sul punto la disciplina italiana attualmente vigente richiede requisiti patrimoniali più stringenti (un milione di euro salvo i particolari casi, poco diffusi nella pratica, di SGR a capitale ridotto) pur non prevedendo capitale aggiuntivo per i portafogli di maggiori dimensioni.

Condizioni operative dei GEFIA.

I GEFIA devono garantire:

- una politica di remunerazione del personale apicale che rifletta una gestione sana ed efficace del rischio e che non incoraggi un'assunzione di rischi non coerente con il profilo dei fondi gestiti;
- un'efficace politica di gestione e di *disclosure* del conflitto di interessi secondo uno schema analogo a quanto già conosciuto nella esperienza italiana con l'art. 25 del Regolamento Congiunto di Banca d'Italia e Consob del 29 ottobre 2007 in materia di organizzazione e procedure degli intermediari;
- una politica di gestione del rischio e della liquidità;
- assetti organizzativi adeguati e adatti per la buona gestione dei fondi;
- procedure di valutazione corrette ed uniformi per le attività di ciascun FIA, assicurate attraverso la nomina di un valutatore esterno indipendente (può anche essere il depositario del FIA purché siano rispettati stringenti requisiti di separazione funzionale e gerarchica all'interno della struttura tra i compiti di depositario e quelli di valutatore) o del gestore stesso purché sia garantita l'indipendenza della funzione;
- il rispetto delle prescrizioni di cui all'articolo 20 della Direttiva in materia di delega e subdelega;
- la nomina, attraverso la stipulazione di un contratto scritto, per ciascun FIA, di un depositario stabilito (i) per un FIA UE: nello Stato membro d'origine del FIA, (ii) per un FIA non UE: nel Paese terzo dove è stabilito il FIA o nello Stato membro d'origine del GEFIA che gestisce il FIA o nello Stato membro d'origine del GEFIA che gestisce il FIA o nello Stato membro di riferimento del gestore del FIA.

Obblighi di trasparenza.

La disciplina comunitaria impone al gestore un duplice obbligo informativo, uno per così dire preventivo ed uno successivo e periodico. Ai sensi dell'articolo 23 della Direttiva il GEFIA è tenuto preventivamente (rispetto alla decisione di investimento) a fornire agli investitori del FIA tutta una serie di informazioni rilevanti che spaziano dagli obiettivi di investimento del FIA, all'identità del depositario, del revisore e di altri soggetti rilevanti alla descrizione del rischio liquidità all'identità dell'intermediario principale (il cd. "*prime broker*") etc.. L'obbligo successivo e periodico si esplica con la redazione della relazione annuale che viene messa a disposizione all'Autorità domestica del gestore e agli investitori (su richiesta di questi ultimi) al più tardi entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio cui si riferisce la relazione. Il contenuto di tale documento è previsto dall'articolo 22 della Direttiva e comprende elementi quali il bilancio/stato patrimoniale, il conto dei redditi e delle spese di esercizio, una relazione sulle attività svolte nell'esercizio, eventuali modifiche significative nelle informazioni agli investitori e gli importi retributivi versati dal GEFIA alla sua dirigenza. Le informazioni comunicate dal GEFIA esclusivamente alla propria Autorità di vigilanza, *ex lege* o su

impulso di essa ai sensi dell'articolo 24 della Direttiva sono da annoverare nel “secondo gruppo” degli obblighi informativi.

GEFIA che gestiscono tipi specifici di FIA.

Il capo V della Direttiva disciplina l'utilizzo della leva finanziaria e l'acquisizione, da parte di talune categorie di FIA (fondi di *private equity* per intendersi), di percentuali rilevanti di capitale in società non quotate ed emittenti.

I limiti al livello di leva utilizzabile dal FIA vengono stabiliti dalle singole Autorità domestiche del GEFIA, previa notifica all'Autorità di vigilanza europea dei mercati (ESMA), al Comitato Europeo per il Rischio Sistemico (CERS) e alle competenti Autorità del FIA in questione almeno dieci giorni prima che la misura proposta (sul livello di leva) sia destinata a produrre effetti.

Vengono imposti obblighi informativi ed attivi a carico dei gestori che acquisiscano, tramite i fondi da loro gestiti, partecipazioni rilevanti in società non quotate ed emittenti. Per quanto riguarda gli obblighi informativi i GEFIA sono tenuti, all'acquisizione del controllo (50% più uno) o al superamento/diminuzione della partecipazione del 10, 20, 30, 50, 75% nelle società cd. “*target*”, a comunicare tale situazione alla società *target*, agli azionisti la cui identità e i cui indirizzi sono a disposizione del GEFIA, alle Autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA e ai rappresentanti dei lavoratori della *target* stessa (attivandosi presso il Consiglio di Amministrazione della *target* affinché provveda esso stesso alla comunicazioni del caso alle rappresentanze dei lavoratori). Obblighi informativi ulteriori sono imposti in caso di acquisizione del controllo e riguardano la comunicazione ai soggetti sopramenzionati circa l'identità del GEFIA, la politica di prevenzione dei conflitti di interesse e la politica in materia di comunicazione interna ed esterna relativa alla società. Gli obblighi attivi si possono estrinsecare nell'imporre al GEFIA per un dato periodo di tempo (ventiquattro mesi dall'acquisizione del controllo nella società/emittente non quotato) una condotta che non peggiori la situazione patrimoniale della società controllata (tramite *e.g.* la partecipazione a delibere di distribuzione/riduzione di capitale a favore dei soci).

Diritti dei GEFIA UE di commercializzare e gestire FIA UE nell'Unione.

Il capo VI della Direttiva disciplina le modalità di autorizzazione alla commercializzazione e gestione di FIA UE. L'autorizzazione in entrambi casi viene rilasciata dall'Autorità domestica del GEFIA richiedente.

Il GEFIA che vuole commercializzare agli investitori professionali le quote di FIA UE da esso gestito deve effettuare una comunicazione alla propria Autorità domestica. L'autorizzazione alla commercializzazione viene concessa, verificato il rispetto dei requisiti di cui alla Direttiva, entro 20 giorni lavorativi decorrenti dalla notifica.

Qualora il fondo sia stabilito in un altro Stato dell'Unione la notifica andrà comunque effettuata all'Autorità del GEFIA che provvederà all'inoltro della documentazione alla sua omologa dello Stato in cui il FIA sia stabilito. Dell'inoltro verrà data contestuale notifica al GEFIA che, da quella data, potrà cominciare la commercializzazione.

La documentazione richiesta si compone del programma di attività nonché, in caso di stabilimento della succursale, di informazioni circa la struttura organizzativa della succursale, dell'indirizzo nello Stato membro di origine del FIA da cui si possono ottenere i documenti e dal nome e dai recapiti delle persone responsabili della gestione della succursale.

Entro un mese (due in caso di stabilimento della succursale) dal ricevimento della documentazione di cui sopra l'autorità domestica del GEFIA, dopo aver provveduto alla verifica dei requisiti della domanda e del gestore, provvede alla notifica all'Autorità domestica del FIA, comunicandolo immediatamente al GEFIA. Dal momento della comunicazione il GEFIA può cominciare a prestare i suoi servizi.

Norme specifiche relative ai Paesi terzi.

La Direttiva detta anche le condizioni cui i GEFIA UE/non UE possono commercializzare/ gestire FIA UE/non UE. Le tempistiche sono le medesime rispetto a quelle sopra elencate e le autorizzazioni dipendono, *inter alia*, da eventuali accordi di cooperazione con gli Stati terzi in cui i GEFIA/FIA non UE sono stabiliti e dalla loro classificazione come Paesi cooperativi nella lotta al riciclaggio e finanziamento al terrorismo. Questo è uno dei punti maggiormente innovativi della disciplina *de qua* in quanto viene concepito, per la prima volta, un unico passaporto, valevole in tutta l'Unione, che permette, con un'unica autorizzazione la commercializzazione e/o gestione nel territorio europeo di un fondo non armonizzato da parte di un gestore, sia esso comunitario o meno.

Commercializzazione presso gli investitori al dettaglio.

I singoli Stati membri possono, ai sensi dell'art. 43 della Direttiva, autorizzare i GEFIA a commercializzare, su base nazionale o transnazionale, quote di FIA UE o non UE agli investitori al dettaglio sul loro territorio. E' lasciata alla discrezionalità dei singoli Paesi comunitari la possibilità di imporre prescrizioni più rigorose rispetto a quelle imposte dalla Direttiva per la commercializzazione di quote di fondi agli investitori professionali.

Autorità competenti.

Tale capo disciplina la designazione, i poteri e i mezzi di impugnazione delle singole Autorità nazionali e i poteri dell'ESMA nonché la cooperazione tra le singole Autorità competenti.

Rapporto tra GEFIA e gestore di un OICVM.

La Direttiva affronta anche il rapporto tra i gestori dei fondi alternativi e quelli degli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari regolati dalla UCITS IV. Dopo aver ribadito l'assoluta alterità tra le due categorie, statuendo espressamente l'impossibilità, per un gestore autorizzato esclusivamente ai sensi della Direttiva stessa di poter gestire OICVM (considerando 3 della Direttiva) non esclude la possibilità per quel GEFIA che avesse ottenuto anche l'autorizzazione ai sensi della UCITS IV di gestire un OICVM (art. 6, comma 2 della Direttiva). Viene anche ammessa la situazione speculare, ovvero del gestore di OICVM che richieda l'autorizzazione alla gestione di uno o più FIA (art. 7, comma 4 della Direttiva). Per riassumere, sembra sia permessa la coesistenza, in capo ad un unico gestore, della facoltà di gestione di FIA e di OICVM purché il gestore stesso abbia ottenuto un'autorizzazione ai sensi delle due differenti normative.