

Ottobre 2013

La Direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi: le discipline dei conflitti di interesse e degli obblighi di trasparenza¹

Avv. Giovanni Stefanin e Avv. Mario Zanin, Studio PwC Tax & Legal Services – TLS Associazione Professionale di Avvocati e Commercialisti

1. Breve introduzione e richiamo

Come già avuto modo di vedere², con l’emanazione della Direttiva AIFM il Legislatore europeo ha inteso stabilire un quadro comune per l’autorizzazione ed il funzionamento di tutte le persone giuridiche che gestiscono organismi di investimento collettivo c.d. “alternativi” rispetto a quelli che investono in valori mobiliari in conformità alle disposizioni della Direttiva 2009/65/UE³ e della relativa disciplina di attuazione (“**Direttiva UCITS IV**”).

La Direttiva AIFM, dunque, ha ad oggetto i gestori (“**GEFIA**”) dei fondi di investimento alternativi (“**FIA**”⁴) e non i FIA stessi; ciò in considerazione della difficoltà di provvedere all’armonizzazione di questi ultimi stante la variegata tipologia constatabile sul mercato⁵. Conseguentemente, i FIA continueranno (almeno per il momento) ad essere sottoposti alle normative nazionali dei vari Stati membri dell’UE⁶.

¹ L’articolo costituisce il secondo di una serie di contributi dedicati all’analisi delle principali innovazioni introdotte dalla Direttiva 2011/61/UE sugli “*Alternative Investment Fund Managers*” e dalla relativa disciplina di attuazione (“**Direttiva AIFM**”). In particolare, si intende ora offrire, in attesa della normativa di implementazione, alcuni spunti di riflessione circa le disposizioni in tema di conflitti di interesse ed obblighi di trasparenza informativa. Il primo contributo è stato dedicato al regime del c.d. “passaporto comunitario” (cfr. Stefanin-Gustato, *La Direttiva 2011/61/UE dell’8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi: il regime del c.d. Passaporto comunitario*).

² Cfr. nota precedente.

³ Recepita nel nostro ordinamento con il d.lgs. n. 47/2012.

⁴ Per FIA devono intendersi gli organismi di investimento collettivo, compresi i relativi comparti, che raccolgono capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in conformità di una politica di investimento definita a beneficio di tali investitori, che non rientrino nell’ambito di applicazione della Direttiva UCITS IV.

⁵ Cfr. al riguardo il Considerando 10, Direttiva AIFM.

⁶ Disciplina allo stato prevista in Italia: a livello primario, nell’ambito del Titolo III (rubricato come “Gestione collettiva del risparmio”) del d.lgs. n. 58/1998 (“**TUF**”); per quanto concerne la definizione delle tipologie di fondi ed i relativi criteri di investimento, dal decreto del (l’allora) Ministero del Tesoro n. 228/1999 (“**d.m. 228/99**”); per quanto riguarda il contenimento ed il frazionamento del rischio degli investimenti, dal Regolamento di Banca d’Italia sulla gestione collettiva del risparmio dell’8 maggio

Come altresì già visto, la nuova direttiva contempla disposizioni “*self executing*” e precetti di natura generale che trovano attuazione e completamento nella disciplina integrativa di c.d. “secondo livello” contenuta nel Regolamento della Commissione n. 231/2013 del 19 dicembre 2012 (“**Regolamento**”); il Regolamento, in particolare, prevede la disciplina integrativa di dettaglio in materia di deroghe, condizioni generali di esercizio, soggetti depositari, utilizzo di leva finanziaria, obblighi di trasparenza e sorveglianza. Infine, l’*European Securities and Markets Authority* (“**ESMA**”) emana misure di c.d. “terzo livello”, ossia linee guida che forniscono orientamenti e raccomandazioni circa le modalità di attuazione ed esecuzione dei precetti comunitari.

Da ultimo con riferimento al *framework* della Direttiva AIFM, si rammenta che il 22 luglio 2013 è scaduto il termine per il relativo recepimento nell’ambito degli ordinamenti nazionali, senza che l’Italia vi abbia ottemperato; inoltre, in pari data è entrato in vigore il Regolamento. Per quel che concerne il contesto italiano, Banca d’Italia e Consob hanno pubblicato in data 26 luglio 2013 un comunicato congiunto contenente chiarimenti circa la normativa applicabile a far data dal 22 luglio 2013 e sino all’entrata in vigore delle disposizioni nazionali di recepimento della Direttiva AIFM.

Premesso quanto sopra, oggetto di specifica disamina nell’ambito del presente contributo saranno le nuove disposizioni concernenti le tematiche dei conflitti di interesse e della trasparenza informativa.

In proposito, si ritiene innanzitutto opportuno rilevare in via generale come, nel contesto della regolamentazione della gestione collettiva del risparmio, la consapevolezza della necessità di precisi *standard* di condotta del gestore sia maturata solo tardivamente, intervenendo (per quanto concerne l’ambito comunitario) solamente con le Direttive 2001/107/CE e 2001/108/CE (“**Direttive UCITS III**”⁷). Storicamente, infatti, la disciplina concernente la gestione collettiva si era incentrata soprattutto su profili di stabilità del sistema, peraltro non senza suscitare le perplessità da parte di chi, invece, rilevava come il tema fondamentale dal punto di vista della vigilanza fosse proprio quello della correttezza e della trasparenza, piuttosto che quello della stabilità⁸.

2012, e successive modifiche ed integrazioni (“**Regolamento Banca d’Italia**”); dal “Regolamento ai sensi dell’articolo 6, comma 2-*bis*, del Testo Unico della Finanza, in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio” di Banca d’Italia e Consob del 29 ottobre 2007, e successive modifiche ed integrazioni (“**Regolamento Congiunto**”); con riferimento alle regole di condotta ed alla commercializzazione, dal Libro IV del Regolamento Consob n. 16190/2007; infine, con riferimento alle regole dell’offerta al pubblico, dalla Parte II, Titolo I, capo III, del Regolamento Consob n. 11971/1999.

⁷ Recepite nel nostro ordinamento con il d.lgs. n. 274/2003.

⁸ Cfr. Onado, *Il risparmio gestito in Italia. Caratteristiche generali e problemi di regolamentazione*, in *Quaderni di finanza della Consob*, n. 21, Roma, 1997, 17 e 18, che, con riferimento al rilascio dell’autorizzazione allo svolgimento dell’attività da parte di Banca d’Italia piuttosto che di Consob, ha osservato come nell’attività di gestione collettiva non si realizzi un’intermediazione finanziaria in senso stretto e come, d’altra parte, la separazione contabile e patrimoniale dei portafogli gestiti faccia sì che il rischio dell’investimento si trasli direttamente sull’investitore e non sull’intermediario. Di conseguenza,

Ad ogni modo, nell'ambito dell'attuale quadro normativo nazionale è l'art. 40, TUF, la fonte primaria relativa alle "regole di comportamento" dei gestori, fra le quali rientrano anche le tematiche dei conflitti di interesse e della trasparenza informativa. La previsione di regole generali di comportamento dei gestori costituisce un aspetto fondamentale nel complesso della disciplina sulla gestione collettiva e che ha condotto, già a suo tempo, il Legislatore nazionale a riprodurre, nello specifico ordinamento di settore, i generali canoni civilistici di condotta nei rapporti contrattuali *inter partes* (cfr. artt. 1175, 1176 e 1375 c.c.), al precipuo fine di vincolare il comportamento dell'intermediario nelle relazioni con gli investitori.

Orbene, il richiamato art. 40, TUF, peraltro in linea con quanto previsto dall'art. 21, TUF, con riferimento ai servizi ed alle attività di investimento, ottempera, da un lato, alla necessità di protezione degli investitori e, dall'altro, all'esigenza di tutela dell'integrità dei mercati di interesse della gestione collettiva⁹.

Al riguardo, occorre rammentare che il percorso dell'evoluzione normativa comunitaria in materia di gestione collettiva è storicamente stato distinto ed autonomo rispetto alla disciplina dei servizi di investimento, in considerazione della relativa specificità legata alle caratteristiche tecniche degli strumenti finanziari di risparmio gestito ed all'eterogeneità dei gestori e delle loro attività.

La Direttiva 2004/39/UE relativa ai "*Markets in financial instruments*" e la connessa disciplina di attuazione ("**Direttiva MIFID**") escludeva espressamente il servizio di gestione collettiva dal proprio ambito applicativo. Tuttavia, l'affinità tra quest'ultimo settore e quello di servizi di investimento si è rafforzata, quanto meno a livello nazionale, proprio in occasione del recepimento in Italia della medesima Direttiva MIFID¹⁰. Nell'occasione, infatti, la Consob ha facoltativamente esteso, seppur con gli opportuni adattamenti, le norme di condotta delineate per i servizi e le attività di investimento al servizio di gestione collettiva ed alla commercializzazione di quote di OICR, in considerazione di ravvisate analogie strutturali rispetto ai servizi di investimento tali da giustificare l'estensione in questione. Peraltro, in occasione del recepimento della Direttiva MIFID non è stata ritenuta necessaria la rivisitazione dell'art. 40, TUF, in virtù della relativa ampia formulazione che ne ha consentito una sufficiente esplicitazione in sede regolamentare in linea con l'impostazione seguita dalla

dovrebbero risultare preminenti la tutela dell'investitore rispetto al rischio, la correttezza dei comportamenti del gestore e le informazioni rese da quest'ultimo piuttosto che le possibili conseguenze in termini di rischio di insolvenza dell'intermediario e le implicazioni per relativi i creditori e la tenuta dell'intero sistema. In conclusione, il profilo di vigilanza di centrale rilievo dovrebbe incentrarsi sulla tutela dell'investitore con riferimento al rischio sopportato, alla correttezza dei comportamenti dell'intermediario ed alla trasparenza delle informazioni ricevute.

⁹ Da intendersi in senso lato, ossia mercato di strumenti finanziari e di tutti gli altri beni in cui può investire un fondo comune.

¹⁰ Con il d.lgs. n. 164/2007.

soppravvenuta normativa comunitaria in materia¹¹. Si è trattato di un'esplicitazione rispettosa dell'impostazione prevista per l'analogha disciplina in tema di servizi ed attività di investimento, ma comunque adattata alle peculiarità della gestione collettiva, e che ha trovato sede negli artt. 37 ss., Regolamento Congiunto.

Nel merito, dunque, l'art. 40, comma 1, TUF, dispone che *“le SGR devono: a) operare con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei partecipanti ai fondi e dell'integrità del mercato; b) organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse anche tra i patrimoni gestiti e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque un equo trattamento degli OICR; c) adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei partecipanti ai fondi; disporre di adeguate risorse e procedure idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi”*¹². Peraltro, la norma è oggetto di esplicito e totale rinvio da parte dell'art. 50, comma 1, TUF, relativo alle SICAV, allo scopo di sottoporre anche queste ultime al rispetto delle regole generali di comportamento applicabili alle SGR.

Infine, nel documento contenente le modifiche al TUF posto in consultazione¹³, il contenuto dell'art. 40, TUF, come attualmente in vigore viene riproposto - pressoché pedissequamente per quanto concerne le sopra richiamate lettere a) e b) del comma 1 - nel nuovo art. 35-novies, secondo cui: *“Le SGR, le SICAV e le SICAF¹⁴ che gestiscono direttamente i propri patrimoni: a) operano con diligenza, correttezza e trasparenza nel miglior interesse degli OICR gestiti, dei relativi partecipanti e dell'integrità del mercato; b) si organizzano in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse anche tra i patrimoni gestiti e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque un equo trattamento degli OICR”*.

¹¹ Cfr. art. 5-novies, Direttiva 85/611/CEE (**“Direttiva UCITS I”**, nel testo consolidato con le modifiche delle Direttive UCITS III), e, come si vedrà, artt. 14, paragrafo 1, Direttiva UCITS IV, e 12, paragrafo 1, Direttiva AIFMD.

¹² Il disposto originario, ricalcato sulla corrispondente previsione della Direttiva UCITS I, ha subito solamente una lieve modifica in sede di implementazione delle Direttive UCITS III.

Al momento dell'implementazione della Direttiva UCITS IV si presentava già assolutamente allineata con le previsioni in materia di cui agli artt. 12, paragrafo 1, lett. b) e 14, paragrafo 1, lett. d), della medesima Direttiva UCITS IV.

¹³ Cfr. “Consultazione pubblica sulle norme per l'attuazione della direttiva 2011/61/UE, sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD), e per l'applicazione del regolamento (UE) n. 345/2013 relativo ai fondi europei per il venture capital (EuVECA) e del regolamento (UE) n. 346/2013 relativo ai fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSEF)” (**“Documento in consultazione”**), reperibile su www.dt.tesoro.it.

Si legge nella relativa presentazione che il Documento di consultazione si propone la revisione organica del Titolo III, TUF, con suddivisione delle norme sulla gestione collettiva secondo varie macro aree, fra cui quella dei soggetti autorizzati italiani (SGR, SICAV e SICAF) ed attività esercitabili.

¹⁴ Secondo la (proposta) definizione di cui all'art. 1, comma, 1 lett. i-bis), TUF nella versione del Documento in consultazione, trattasi della *“società per azioni a capitale 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”*.

2. La disciplina dei conflitti di interesse

Nell'ambito delle regole generali di comportamento assume senza dubbio considerevole rilevanza la disciplina dei conflitti di interesse.

In via generale, negli ultimi anni si è assistito ad un'importante evoluzione verso l'affermazione di più marcati modelli organizzativi per la gestione delle situazioni conflittuali rilevanti, soprattutto per effetto della spinta operata dal Legislatore europeo. Sulla base di tale premessa, la disciplina della Direttiva AIFM presenta quindi forti similarità - non senza, tuttavia, alcuni elementi di novità che verranno evidenziati nel prosieguo - rispetto alla normativa in materia di conflitti nella gestione collettiva prevista dalla Direttiva UCITS IV, che è stata recepita nel nostro ordinamento agli artt. 37 ss., Regolamento Congiunto, mediante modifiche apportate alle previgenti disposizioni¹⁵.

Innanzitutto, dunque, il principio generale della Direttiva AIFM in materia viene chiarito dal relativo art. 12 (rubricato proprio come "Principi generali"), paragrafo 1, lett. d), secondo cui il GEFIA deve: (i) adottare ogni misura ragionevole per evitare i conflitti che possano sorgere nel corso della gestione e (ii), solo qualora i conflitti in questione non possano essere evitati, identificarli, prevenirli, gestirli e monitorarli, nonché (iii), se del caso, comunicarli agli investitori, al fine di evitare che possano incidere negativamente sugli interessi dei FIA e dei relativi investitori, e garantendo in tal guisa un trattamento equo degli stessi FIA gestiti.

L'obbligo di evitare i conflitti di interesse è previsto anche dall'art. 14, Direttiva UCITS IV, ma non anche nella Direttiva MIFID, ove, diversamente, viene imposto il solo dovere di individuazione e gestione dei conflitti in modo tale che non arrechino pregiudizio agli investitori.

Dopodiché, viene specificamente dedicato alla tematica dei "Conflitti di interesse" l'art. 14, Direttiva AIFM - ricompreso nella Sezione 1 (rubricata come "Requisiti generali") del Capo III (rubricato come "Condizioni operative dei GEFIA") - con la relativa normativa secondaria della Sezione 2 (rubricata proprio come "Conflitti di interesse") del Capo III, Regolamento, artt. 30 ss..

In particolare, all'art. 14, i paragrafi 1 (ultimi due commi) e 2, riprendendo e declinando i sopra richiamati principi generali, dispongono, rispettivamente, che: *"I GEFIA si dotano e applicano modalità organizzative e amministrative efficaci, al fine di adottare ogni misura ragionevole volta a individuare, prevenire, gestire e monitorare i conflitti di interesse per far sì che non ledano gli interessi dei FIA e dei loro investitori. I GEFIA, nel loro ambiente operativo interno, tengono distinti i compiti e le responsabilità che possono essere considerati incompatibili tra loro o che possono potenzialmente creare sistematici conflitti di interesse. I GEFIA valutano se le rispettive*

¹⁵ Cfr. Atto congiunto di Banca d'Italia e Consob del 9 maggio 2012.

condizioni di funzionamento possano comportare altri eventuali conflitti di interesse significativi e li comunicano agli investitori dei FIA”; e che: *“Quando le modalità organizzative adottate dal GEFIA per individuare, prevenire, gestire e monitorare i conflitti di interesse non bastano a garantire, con ragionevole fiducia, che sia evitato il rischio di ledere gli interessi degli investitori, il GEFIA informa chiaramente gli investitori, prima di agire per conto loro, della natura generale o della fonte dei conflitti di interesse, ed elabora politiche e procedure adeguate”.*

In particolare, dunque, il paragrafo 1 esplicita per il GEFIA gli obblighi di:

- 1) segregazione, nell’ambito della struttura operativa, di compiti e responsabilità che possono essere considerati incompatibili tra loro o possono potenzialmente creare conflitti sistematici;
- 2) valutazione se le proprie condizioni di funzionamento possano comportare altri eventuali conflitti significativi, nonché comunicazione di detti conflitti agli investitori dei FIA.

Ancora, lo stesso paragrafo 1 elenca specificamente alcune ipotesi conflittuali tra soggetti direttamente o indirettamente legati al GEFIA, al FIA, o, più in generale, ad uno OICVM gestito. Trattasi, nel dettaglio, dei conflitti intercorrenti fra: (a) GEFIA (compresi alti dirigenti, dipendenti e persone direttamente o indirettamente legate al medesimo da una relazione di controllo) e FIA gestito o relativi investitori; (b) FIA o relativi investitori ed altro FIA o relativi investitori; (c) FIA o relativi investitori ed altro cliente del GEFIA; (d) FIA o relativi investitori ed OICVM gestito dal GEFIA o relativi investitori; infine, (e) due clienti del GEFIA.

In relazione ai conflitti non gestibili, il richiamato art. 14, paragrafo 2, rafforza la necessità dell’informativa da parte del GEFIA nei confronti degli investitori, imponendo - qualora le modalità organizzative adottate per identificare, prevenire, gestire e monitorare i conflitti non bastano a garantire con ragionevole fiducia l’eliminazione del rischio di lesione degli interessi degli investitori - di informare chiaramente questi ultimi, prima di agire per loro conto, in ordine alla natura generale o fonte dei conflitti, ed elaborare adeguate politiche e procedure.

La previsione in questione si presenta innovativa rispetto a quanto stabilito dalla Direttiva UCITS IV ed, invece, allineata alle previsioni della Direttiva MIFID. Come evidente, l’uniformità sul punto tra disciplina nazionale relativa agli strumenti finanziari sottoposti alla Direttiva UCITS IV e quelli invece sottoposti alla Direttiva AIFM sarebbe certamente opportuna in ottica di un corretto orientamento del mercato¹⁶.

¹⁶ Favorevole a tale approccio Assogestioni, che ha rilevato la necessità di prevedere un’unica disciplina relativa all’informativa dei conflitti di interesse “non gestibili” mediante la valorizzazione delle previsioni in proposito contenute nel Regolamento (cfr. *“Task Force Assogestioni per l’attuazione in Italia della Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi”* – Documento conclusivo, Aprile 2013 (*“Task Force”*), 99).

Infine, il paragrafo 3 dell'art. 14, Direttiva AIFM, impone al GEFIA che ricorra per conto di un FIA ai servizi di un intermediario principale di stabilire le condizioni dell'accordo in un contratto scritto (che deve esplicitare, nel rispetto del regolamento o dei documenti costitutivi del FIA, ogni possibilità di trasferimento e riutilizzo delle attività del FIA, nonché prevedere che il depositario sia informato del contratto stesso) e di selezionare e designare tale intermediario principale con le dovute competenza, cura e diligenza.

Al cospetto di tale *framework* normativo di “primo livello”, il “secondo livello” declina nel dettaglio la disciplina, con particolare riferimento:

- a) all'individuazione delle tipologie di conflitti che possono insorgere nell'ambito dell'attività di gestione dei FIA relativamente alle quali sono previsti gli obblighi di identificazione e gestione;
- b) alla politica di gestione dei conflitti da istituire, attuare ed applicare;
- c) alle procedure e misure per la prevenzione o gestione dei conflitti;
- d) alla stessa gestione dei conflitti;
- e) al monitoraggio ed alla comunicazione nei confronti degli investitori dei conflitti.

A *latere* di tale centrale *corpus* normativo si pone la specifica disposizione dell'art. 37, paragrafo 1, Regolamento, riguardante le “strategie di voto”. La norma obbliga il GEFIA ad elaborare adeguate ed efficaci strategie per la determinazione di tempistica e modalità di esercizio dei diritti di voto relativi agli strumenti finanziari detenuti nel portafoglio del FIA gestito, in modo che tale esercizio avvenga ad esclusivo beneficio dello stesso FIA e dei relativi investitori¹⁷. La previsione risulta coerente con la disciplina di attuazione della Direttiva UCITS IV. Diversamente, risulta innovativa la disposizione del paragrafo 3, riguardante le modalità di messa a disposizione degli investitori della sintesi della strategia e dei dettagli delle misure adottate.

2.1. Individuazione e politica di gestione

Con riferimento al profilo dell'individuazione/identificazione delle tipologie di conflitti che possono insorgere e devono essere gestiti dal GEFIA, l'art. 30, Regolamento, impone a quest'ultimo - a titolo non esaustivo - di considerare se il medesimo, un soggetto rilevante¹⁸ oppure una persona con cui intercorre un legame di controllo diretto

¹⁷ Il successivo paragrafo 2 individua le finalità delle misure e procedure definite nella strategia.

¹⁸ In relazione al GEFIA, cfr. art. 1, al n. 2), Regolamento: “A) amministratore, socio o equivalente, o dirigente del GEFIA; b) dipendente del GEFIA, nonché qualsiasi altra persona fisica i cui servizi sono messi a disposizione del GEFIA e sotto il suo controllo, e che partecipa all'esercizio, da parte del GEFIA, dell'attività di gestione collettiva di portafogli; c) persona fisica o giuridica partecipante direttamente alla fornitura di servizi al GEFIA, nel quadro di un accordo di delega a terzi ai fini dell'esercizio da parte del GEFIA dell'attività di gestione collettiva di portafogli”.

o indiretto, si trovi in una delle situazioni individuate; ossia, se: (a) è probabile che realizzi un guadagno finanziario o eviti una perdita finanziaria a spese del FIA o dei relativi investitori; (b) ha un interesse distinto da quello del FIA nel risultato del servizio prestato o dell'attività eseguita a favore del FIA o dei relativi investitori o di un cliente o dell'operazione realizzata per conto del FIA o di un cliente; (c) ha un incentivo finanziario o di altra natura a privilegiare gli interessi di uno OICVM, di un cliente o di un gruppo di clienti o di un altro FIA rispetto agli interessi del FIA ovvero a privilegiare gli interessi di un investitore rispetto a quelli di un altro investitore o gruppo di investitori del medesimo FIA; (d) esegue le medesime attività per il FIA e per un altro FIA, uno OICVM od un cliente; infine, (e) riceve o riceverà da una persona diversa dal FIA o dai relativi investitori un incentivo in relazione alle attività di gestione collettiva fornite al FIA, sotto forma di denaro, beni o servizi, diverso dalle commissioni o competenze normalmente fatturate per tale servizio.

Il successivo art. 31, Regolamento, impone al GEFIA di istituire, attuare ed applicare un'efficace politica aziendale di gestione dei conflitti, che deve: (i) essere formulata per iscritto; (ii) essere adeguata a dimensioni ed organizzazione dello specifico GEFIA, nonché alla natura, scala e complessità delle relative attività; infine, (iii) includere sia l'individuazione (con riferimento alle attività svolte da o nell'interesse del GEFIA, comprese quelle svolte da un soggetto delegato, subdelegato, valutatore esterno o controparte) delle circostanze che configurano o potrebbero generare un conflitto implicante un significativo rischio di danno agli interessi del FIA o dei relativi investitori, sia le procedure da seguire e le misure da adottare per prevenire, gestire e monitorare i conflitti. Oneri aggiuntivi vengono previsti in caso di appartenenza del GEFIA ad un gruppo.

L'adozione di una specifica politica aziendale, parametrata alle caratteristiche del GEFIA e dell'eventuale gruppo di appartenenza, costituisce una riproposizione di quanto già previsto dalle discipline di attuazione della Direttiva UCITS IV e Direttiva MIFID. Tuttavia, costituiscono peculiarità della Direttiva AIFM il riferimento alle attività svolte da o nell'interesse del GEFIA (quindi non solamente all'attività di gestione collettiva) e l'ampliamento del perimetro soggettivo nei confronti di delegati, subdelegati, valutatori esterni e controparti.

Infine, l'art. 32, Regolamento, prevede - ancora una volta innovativamente rispetto alla Direttiva UCITS IV - l'inclusione nella politica di gestione relativa a FIA di tipo "aperto" di due specifiche tipologie di conflitti: la prima è legata all'attività di rimborso degli investimenti ed insorge tra gli investitori che, appunto, desiderano ottenere il rimborso dei loro investimenti dal FIA e quelli che, invece, desiderano mantenerli; la seconda riguarda la naturale antitesi fra l'intenzione del GEFIA di investire in attività illiquide e la politica di rimborso adottata dal FIA.

2.2. Prevenzione o gestione

L'art. 33, Regolamento, disciplina le procedure e misure che il GEFIA è tenuto ad adottare per la prevenzione o gestione dei conflitti. Il paragrafo 1 dispone che le stesse debbano essere finalizzate a garantire che i soggetti rilevanti impegnati in varie attività professionali comportanti rischi di conflitti svolgano le loro attività con un livello di indipendenza appropriato rispetto alle dimensioni ed attività del GEFIA e dell'eventuale gruppo di appartenenza, nonché alla significatività del rischio di danno degli interessi del FIA e dei relativi investitori. Il successivo paragrafo 2, dapprima, elenca una serie di procedure da seguire e misure da adottare al fine di prevenire o gestire i conflitti, dopodiché, per l'ipotesi in cui l'adozione o applicazione di tali misure non assicurino il richiesto grado di indipendenza, impone al GEFIA l'adozione di ogni misura e procedura, alternativa o aggiuntiva, necessarie ed appropriate rispetto ai fini protetti.

Sotto il profilo della gestione stessa dei conflitti, l'art. 34, Regolamento, prevede che - qualora le disposizioni organizzative o amministrative del GEFIA siano insufficienti alla prevenzione, con ragionevole certezza, dei rischi di danni agli interessi del FIA o dei relativi investitori - debba essere prontamente informata l'alta dirigenza od altro organo interno competente del GEFIA, affinché venga adottata ogni decisione o misura necessaria per assicurare che il GEFIA agisca nel migliore interesse del FIA e dei relativi investitori.

Le disposizioni degli artt. 33 e 34, Regolamento, si presentano pienamente allineate con quanto previsto dalle discipline di attuazione della Direttiva UCITS IV e della Direttiva MIFID¹⁹.

2.3. Monitoraggio e comunicazione

Per quanto concerne il profilo del monitoraggio dei conflitti, l'art. 35, paragrafo 1, Regolamento impone al GEFIA - ancora una volta conformemente alle previsioni delle discipline di attuazione della Direttiva UCITS IV e Direttiva MIFID - di mantenere ed aggiornare periodicamente il registro recante l'indicazione di tutti i tipi di attività svolti da e per conto del GEFIA (e quindi non solo di quelle relative alla gestione collettiva, in questo caso diversamente da quanto invece previsto dalla disciplina di secondo livello della Direttiva UCITS IV) per i quali sia sorto o (in caso di attività in corso) possa sorgere un conflitto implicante un significativo rischio di danno agli interessi dei FIA o dei relativi investitori.

Dopodiché, ai sensi del successivo paragrafo 2, l'alta dirigenza del GEFIA deve ricevere frequentemente, almeno con cadenza annuale, relazioni scritte in merito alle attività intraprese.

Per quanto concerne il profilo della *disclosure* nei confronti degli investitori relativamente ai conflitti non gestibili, l'art. 36, Regolamento, individua, al paragrafo 1,

¹⁹ Cfr., per quanto riguarda il nostro ordinamento, art. 39, Regolamento Congiunto.

le relative modalità di comunicazione nel supporto durevole o nell'utilizzo del sito *internet* (in quest'ultimo caso con le accortezze previste dal paragrafo 2 per l'ipotesi in cui le comunicazioni non siano indirizzate personalmente).

2.4. Osservazioni conclusive sul punto

Risulta dunque ben evidente come il nostro ordinamento si presenti già adeguatamente dettagliato, allineato e compatibile rispetto a buona parte delle disposizioni in materia di conflitti previste dalla Direttiva AIFM. Il motivo, si ribadisce, risiede nella circostanza che l'attuale regolamentazione nazionale ha a suo tempo recepito l'impianto previsto dalla Direttiva UCITS IV (ed in parte anche dalla Direttiva MIFID), cui sostanzialmente si è ispirata l'impostazione della Direttiva AIFM.

Conseguentemente, pare ragionevole ritenere che la nuova disciplina avrà un impatto piuttosto limitato - e comunque non stravolgente - su normativa e mercati di carattere nazionale oggetto di interesse. Peraltro, in considerazione della marcata esaustività della disciplina della Direttiva AIFM, per alcuni Stati membri si è presentata o si presenterà in sede di implementazione la necessità di valutare eventuali espunzioni dai propri ordinamenti di disposizioni più specifiche e limitanti.

Per quanto concerne l'Italia, valga l'esempio della persistenza del vigore dell'art. 12, comma 3, d.m. 228/99, in base al quale il patrimonio dei fondi di tipo "chiuso" non può essere investito in beni direttamente o indirettamente ceduti o conferiti da soci, amministratori, direttori generali o sindaci della SGR o da una società del gruppo, né tali beni possono essere direttamente o indirettamente oggetto di cessione in favore dei medesimi soggetti; inoltre, sempre secondo la norma in commento, il patrimonio del fondo non può essere investito in misura superiore al 3% del relativo valore in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti ceduti da soci della SGR o soggetti appartenenti al loro gruppo²⁰. Ebbene, la norma in questione si palesa retaggio del passato in cui i conflitti andavano risolti *ab origine* attraverso il relativo divieto ovvero l'apposizione di limitazioni e, dunque, dovrà ragionevolmente essere espunta dall'ordinamento per effetto dell'implementazione della Direttiva AIFM, favorevole, come più volte sottolineato, all'approccio orientato alla "gestione" dei conflitti.

Ad ogni modo, la competenza all'emanazione di disposizioni in materia di obblighi organizzativi e procedurali (e quindi anche di conflitti di interesse) spetta attualmente a Banca d'Italia e Consob e, dunque, la permanenza della previsione ministeriale dovrebbe comunque essere rivista²¹. Peraltro, nella presentazione del Documento in consultazione viene esplicitato che nell'ambito delle norme transitorie si fa salvo proprio il d.m. 228/99 (emanato in attuazione dell'art. 37, TUF) in attesa di procedere

²⁰ Per i fondi "immobiliari" il divieto il questione viene tuttavia derogato dall'art. 12-*bis*, comma 3, d.m. 228/99.

²¹ Favorevole a tale approccio Assogestioni (cfr. *Task Force*, 99).

ad una sua completa revisione che sarà oggetto di prossima consultazione pubblica *ad hoc*.

3. La disciplina degli obblighi di trasparenza informativa

Come anticipato, uno degli obiettivi della Direttiva AIFM riguarda l'uniformazione del regime di trasparenza per il GEFIA, al precipuo fine di garantire un elevato livello di tutela per gli investitori.

A tal fine vengono dedicati agli “Obblighi di trasparenza” il Capo IV (composto da tre articoli) della Direttiva AIFM, e le Sezioni 1 e 2 del Capo V del Regolamento (rubricato come “Obblighi di trasparenza, leva finanziaria, norme relative ai paesi terzi e scambio di informazioni sulle potenziali conseguenze dell’attività dei GEFIA”), artt. 103 ss..

Nel dettaglio, vengono individuate tre diverse “categorie” di obblighi: la prima riguarda la relazione annuale del FIA (cfr. art. 22, Direttiva AIFM); la seconda inerisce all’informativa da rendersi nei confronti degli investitori (cfr. successivo art. 23); la terza, infine, concerne gli obblighi di segnalazione alle autorità competenti (cfr. successivo art. 24).

Come si vedrà dettagliatamente nel prosieguo, viene, dunque, imposto al GEFIA un duplice obbligo informativo, l’uno, precontrattuale e, l’altro, successivo e periodico. Ossia, il GEFIA:

- a) ai sensi dell’art. 23, è tenuto - in fase precontrattuale - a fornire al potenziale investitore del FIA una serie di informazioni rilevanti;
- b) ai sensi dell’art. 22, è tenuto - in fase successiva e periodicamente - a redigere una relazione annuale da mettersi a disposizione delle autorità competenti e (su loro richiesta) degli investitori.

Infine - sempre nell’ambito di questa seconda categoria di obblighi informativi - ai sensi dell’art. 24 il GEFIA è tenuto a comunicare esclusivamente alle autorità competenti (ai sensi di legge ovvero su richiesta delle medesime) una serie di informazioni concernenti la propria attività.

Il GEFIA, in sostanza, è tenuto a fornire informazioni agli investitori in modo che questi possano procedere all’efficiente valutazione dei rischi ed, inoltre, ad informare periodicamente le autorità competenti del relativo Stato membro di origine circa la gestione, le principali esposizioni e la concentrazione dei rischi dei FIA gestiti.

La predisposizione di tale articolato impianto risponde alla finalità della Direttiva AIFM di supervisione, con funzione preventiva, delle possibili crisi, attraverso un monitoraggio che imprescindibilmente presuppone l’accesso a tutte le informazioni necessarie per valutare compiutamente tipologia e dimensione dei rischi²².

²² Cfr., in via generale, Considerando 2, 3, 21, 49 e 50, Direttiva AIFM.

3.1. Relazione annuale del FIA

Nel dettaglio, dunque, l'art. 22, paragrafo 1²³, Direttiva AIFM, impone al GEFIA di redigere e mettere a disposizione - con riferimento a ciascun esercizio ed entro sei mesi dalla fine dello stesso - delle autorità competenti dello Stato membro di origine dello stesso GEFIA ed, ove applicabile, del FIA, una relazione annuale contenente i dati contabili relativi a ciascun FIA UE gestito e FIA UE o non UE commercializzato nell'UE²⁴. Detta relazione deve almeno comprendere: (i) il bilancio o lo stato patrimoniale del FIA; (ii) il conto dei redditi e delle spese dell'esercizio; (iii) una relazione sulle attività svolte nell'esercizio; (iv) eventuali modifiche significative avvenute durante l'esercizio nelle informazioni fornite agli investitori; (v) le retribuzioni complessive erogate per l'esercizio, suddivise in fisse e variabili, nonché, se del caso, le commissioni di gestione versate dal FIA; infine, (vi) l'importo aggregato delle remunerazioni, suddiviso per alta direzione e membri del personale del GEFIA il cui operato abbia un impatto significativo sul rischio del FIA²⁵.

La relazione annuale in questione deve essere fornita, dietro loro richiesta, agli investitori.

I dati contabili contenuti nella relazione annuale devono essere elaborati conformemente alle norme contabili dello Stato membro di origine ovvero del paese terzo di stabilimento del FIA ed a quelle stabilite nel regolamento o nei documenti costitutivi del FIA stesso. Inoltre, i dati in questione devono essere controllati da una o più persone abilitate per legge alla revisione dei conti conformemente alla Direttiva 2006/43/CE²⁶, la cui relazione di revisione, insieme agli eventuali rilievi, deve integralmente essere riprodotta nella relazione annuale. In deroga, l'art. 22, paragrafo 3, Direttiva AIFM, prevede la facoltà per gli Stati membri di consentire ai GEFIA che commercializzano FIA non UE di sottoporre le relative relazioni annuali a revisione conforme ai principi contabili internazionali vigenti nel paese ove ha sede legale il FIA.

I principi generali di redazione della relazione annuale vengono declinati a livello di normativa secondaria dall'art. 103, Regolamento, in: pertinenza, attendibilità, comparabilità, chiarezza e necessità per gli investitori riguardo a determinate strutture di FIA.

²³ Che prevede altresì “accorgimenti” per l'ipotesi in cui il FIA sia tenuto a pubblicare una relazione finanziaria annuale in conformità alla Direttiva 2004/109/CE, c.d. “*Transparency*”, disponendo che “*soltanto le informazioni supplementari di cui al paragrafo 2 devono essere fornite agli investitori su richiesta, separatamente o come parte aggiuntiva della relazione finanziaria annuale. In quest'ultimo caso la relazione finanziaria annuale è pubblicata al più tardi entro quattro mesi dalla fine dell'esercizio*”.

²⁴ Assogestioni ha rilevato al riguardo la necessità di allineare, con riferimento ai documenti contabili dei FIA, la disciplina nazionale dell'art. 2, d.m. 228/99, a quella comunitaria, prevedendo un termine più ampio di redazione del rendiconto di gestione del FIA o la mera messa a disposizione del medesimo ed eliminando l'obbligo di redazione della relazione semestrale (cfr. *Task Force*, 128).

²⁵ Cfr. art. 22, paragrafo 2, Direttiva AIFM.

²⁶ Relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati.

I successivi artt. 104 e 105 si focalizzano, rispettivamente: sul contenuto ed il formato del bilancio o stato patrimoniale nonché del conto dei redditi e delle spese (dettando un elenco non esaustivo di elementi e voci); e sulle informazioni minime e tassative della relazione sulle attività svolte nell'esercizio, che vengono declinate in quadro delle attività di investimento e del rendimento del FIA nell'esercizio o periodo, quadro del portafoglio del FIA a chiusura dell'esercizio o periodo, eventuali "modifiche significative" nelle informazioni agli investitori ai sensi dell'art. 23, Direttiva AIFM, che non siano già presentate nel bilancio, ed, infine, equa ed equilibrata analisi delle attività e del rendimento del FIA, comprensiva della descrizione dei principali rischi ed investimenti, ovvero delle incertezze economiche a cui il FIA potrebbe essere esposto²⁷.

Da ultimo, gli artt. 106 e 107, Regolamento, hanno ad oggetto, rispettivamente, la sezione della relazione dedicata alle "modifiche significative"²⁸ delle informazioni agli investitori di cui all'art. 23, Direttiva AIFM (imponendone al GEFIA l'obbligo di valutazione nel corso dell'esercizio e le modalità di divulgazione), e le informazioni in materia di retribuzioni di cui all'art. 22, paragrafo 2, lett. e), Direttiva AIFM.

3.2. Informazioni agli investitori

In tema di informativa da rendersi in favore degli investitori, l'art. 23, Direttiva AIFM, prescrive un minimo livello di contenuto - su base sia iniziale/precontrattuale che successiva e continuativa - al fine di garantire un adeguato livello di conoscenza da parte degli stessi investitori.

Quanto alla fase precontrattuale, l'art. 23, paragrafo 1, Direttiva AIFM, impone al GEFIA, per ciascun FIA UE gestito e FIA UE o non UE commercializzato nell'UE, la messa a disposizione ai potenziali investitori di una serie di informazioni. Trattasi sostanzialmente della descrizione della politica di investimento (comprensiva anche della descrizione del tipo di attività e dell'utilizzo di leva finanziaria), della politica dei riscatti in condizioni normali ed eccezionali, delle procedure di valutazione, custodia, amministrazione e gestione dei rischi ed, infine, delle commissioni, costi e spese dell'investimento. Il concetto di "messa a disposizione" abbisognerebbe di chiarimenti al fine di identificare come possa considerarsi assolto l'obbligo da parte del GEFIA²⁹.

L'obbligo informativo in commento è altresì esteso ad ogni modifica significativa relativa alle informazioni in questione.

²⁷ Il Considerando 126, Regolamento, specifica che le informazioni relative ad attività e *performance* dell'anno finanziario non sono volte a rendere pubbliche notizie attinenti alle proprietà dei FIA e, pertanto, qualora si preveda che la pubblicazione di determinate informazioni proprietarie abbia effetto lesivo, occorre aggregare le informazioni ad un livello tale da scongiurare tale effetto (ad esempio, senza inserire le prestazioni o i dati statistici di una data impresa di investimento o di un dato investimento che possano sfociare nella divulgazione di informazioni proprietarie del FIA).

²⁸ Secondo lo stesso art. 106, Regolamento, trattasi di quelle modifiche che possono, in maniera concreta e probabile, condurre un investitore ragionevole a riconsiderare l'investimento effettuato nel FIA.

²⁹ Favorevole a tale approccio Assogestioni (cfr. *Task Force*, 128).

Sempre con riferimento alla fase precontrattuale, il successivo paragrafo 2 impone al GEFIA di informare i potenziali investitori circa eventuali disposizioni adottate dal depositario per essere contrattualmente esonerato da responsabilità in conformità all'art. 21, paragrafo 13, Direttiva AIFM, nonché gli investitori circa eventuali modifiche in relazione al regime di responsabilità del medesimo depositario.

Da ultimo sul punto, l'art. 23, paragrafo 3, Direttiva AIFM, prevede che, qualora il FIA sia tenuto a pubblicare un prospetto in conformità della Direttiva 2003/71/CE, c.d. "Prospetto", ovvero in conformità del relativo diritto nazionale, devono essere divulgate separatamente o come informazioni supplementari nel prospetto soltanto quelle tra le summenzionate informazioni che risultano supplementari rispetto a quelle contenute nel prospetto stesso.

Quanto invece all'informativa successiva e continuativa, in aggiunta alla redazione e messa a disposizione della relazione annuale del FIA di cui al precedente paragrafo, l'art. 23, paragrafo 4, Direttiva AIFM, impone al GEFIA, per ciascun FIA UE gestito e FIA UE o non UE commercializzato nell'UE, la periodica comunicazione³⁰ in favore degli investitori di una serie di informazioni. Trattasi, in particolare dell'indicazione: (i) della percentuale di attività del FIA oggetto di disposizioni speciali in relazione alla relativa natura illiquida; (ii) di qualsiasi nuova misura adottata per la gestione della liquidità del FIA; infine, (iii) dell'attuale profilo di rischio del FIA nonché dei sistemi di gestione dei rischi impiegati dal GEFIA.

Il successivo paragrafo 5 impone al GEFIA che gestisca FIA UE o commercializzi FIA UE o non UE nell'UE che prevedono l'utilizzo di leva finanziaria di divulgare con riferimento a ciascuno di essi³¹ le eventuali modifiche al livello massimo di leva utilizzabile, ogni diritto di riutilizzo di garanzie finanziarie od ogni garanzia accordata nel quadro di accordi di leva finanziaria ed, infine, l'importo totale della leva finanziaria utilizzata.

Da ultimo, nel Documento in consultazione viene proposta l'inclusione nell'art. 6, comma 2, lett. a), TUF, di un punto aggiuntivo (numerato come "3-bis"), che, sostanzialmente, rimette a Consob, sentita Banca d'Italia, la disciplina, mediante regolamento, degli obblighi "informativi nei confronti degli investitori dei FIA" (tenendo conto delle differenti esigenze di tutela degli investitori connesse alle relative qualità ed esperienza professionale). Come osservato in sede di consultazione, una tale previsione, soprattutto qualora venisse seguita da una implementazione di "secondo livello" limitata alla riproduzione degli obblighi previsti in sede comunitaria, permetterebbe alla disciplina nazionale di uniformarsi in modo completo ai dettami della Direttiva AIFM in proposito, con una soluzione che sarebbe preferibile rispetto ad

³⁰ In maniera chiara e comprensibile, secondo quanto declinato dalla normativa secondaria (cfr. art. 108, Regolamento).

³¹ Ancora, in maniera chiara e comprensibile (cfr. art. 109, Regolamento).

una modalità di recepimento operata mediante la previsione di numerose e disarmoniche prescrizioni nell'ambito del TUF.

3.3. Obblighi di segnalazione alle autorità competenti

Al fine di garantire l'efficienza della vigilanza sulle attività svolte dal GEFIA, vengono previsti a carico di questi puntuali obblighi di comunicazione nei confronti delle autorità competenti del relativo Stato membro di origine.

Al riguardo si rammenta preliminarmente che il complesso degli obblighi di comunicazione di dati e notizie e di trasmissione di atti e documenti nei confronti di Consob e Banca d'Italia imposti ad SGR e SICAV dall'attuale regolamentazione è schematizzato nel "Manuale degli obblighi informativi dei soggetti vigilati", assunto da Consob con la Delibera n. 17297/10. In tale sede³², vengono ricapitolati gli obblighi in questione, suddivisi nelle tre categorie di "Documentazione periodica" (da comunicarsi in via continuativa), "Documentazione ad evento" (da comunicarsi al ricorrere di determinati eventi) e "Dati strutturati" (da comunicarsi conformemente agli schemi forniti da Consob). Ulteriormente, sono previsti gli obblighi informativi nei confronti di Banca d'Italia di cui al Regolamento Banca d'Italia.

Quanto alla Direttiva AIFM, a norma del relativo art. 24, paragrafo 1, le informazioni in questione, da fornirsi in via continuativa, concernono innanzitutto i principali mercati³³ e strumenti nei quali il GEFIA effettui operazioni di negoziazione per conto del FIA gestito, le principali esposizioni e le più importanti concentrazioni di ogni FIA gestito.

Contenuto, tempistica, frequenza e modalità relative all'effettuazione delle comunicazioni informative di cui sopra sono previsti dall'art. 110, paragrafi 1, 3 e 6, Regolamento.

Inoltre, l'art. 24, paragrafo 2, Direttiva AIFM, prevede l'elenco delle informazioni che il GEFIA, relativamente ad ogni FIA UE gestito e FIA UE o non UE commercializzato nell'UE, deve notificare alle autorità competenti del relativo Stato membro di origine; ossia: (i) la percentuale di attività del FIA soggette a disposizioni speciali a causa della natura illiquida; (ii) qualsiasi nuova misura adottata per la gestione della liquidità del FIA; (iii) l'attuale profilo di rischio del FIA ed i sistemi di gestione dei rischi utilizzati dal GEFIA (relativamente ai rischi di mercato, liquidità, controparte ed altri rischi); (iv) informazioni sulle principali categorie di attività in cui il FIA ha investito (comprehensive del corrispondente valore di mercato delle posizioni corte e lunghe, volume degli scambi e rendimento nel periodo); infine, (v) i risultati delle prove di *stress* eseguite in conformità delle disposizioni concernenti la gestione del rischio e della liquidità³⁴.

³² Quanto ad SGR e SICAV, cfr. paragrafi I.14 e I.15.

³³ La Direttiva AIFM si riferisce esattamente a "mercati" di cui il GEFIA è membro o in cui vi negozia attivamente.

³⁴ Trattasi in particolare degli artt. 15, paragrafo 3, lett. b), e 16, paragrafo 1, comma 2, Direttiva AIFM.

Contenuti, frequenza e modalità per l'effettuazione delle comunicazioni informative di cui sopra sono previsti dall'art. 110, paragrafi 2, 3 e 6, Regolamento.

A norma dell'art. 24, paragrafo 3, Direttiva AIFM, tra gli obblighi di comunicazione del GEFIA possono eventualmente rientrare, su richiesta delle autorità competenti, anche la fornitura della relazione annuale per ogni FIA UE gestito e FIA UE o non UE commercializzato nell'UE, nonché di un elenco dettagliato di tutti FIA gestiti alla fine di ogni trimestre.

Onde consentire nella maniera più efficace e completa il monitoraggio del rischio sistemico, l'art. 3, paragrafo 3, il combinato delle lett. a), c) e d), Direttiva AIFM, prevede che anche i GEFIA non rientranti nell'ambito di applicazione della Direttiva AIFM per motivi dimensionali siano comunque soggetti ad alcuni obblighi "minimali" di trasparenza, quali la sottoposizione alla procedura di registrazione presso le autorità competenti del relativo Stato membro di origine e l'obbligo di fornire periodicamente alle stesse le informazioni circa le strategie di investimento dei FIA gestiti ed i principali strumenti negoziati, le principali esposizioni e le più importanti concentrazioni dei FIA gestiti.

Tuttavia, gli obblighi rappresentati non esauriscono i doveri di informazione e segnalazione previsti dalla Direttiva AIFM in capo al GEFIA. Infatti, viene ulteriormente previsto dall'art. 24, paragrafo 5, Direttiva AIFM, il potere per le autorità competenti del relativo Stato membro di origine di richiedere al GEFIA - su base periodica ed *ad hoc* - "informazioni supplementari" rispetto a quelle sopra descritte, qualora ciò si renda necessario per l'efficace monitoraggio del rischio sistemico.

Infine, sempre a norma dell'art. 24, paragrafo 5, Direttiva AIFM, l'ESMA, in circostanze eccezionali e necessarie per assicurare la stabilità ed integrità del sistema finanziario ovvero per promuovere una crescita sostenibile a lungo termine, può richiedere alle autorità competenti dello Stato membro di origine di imporre al GEFIA ulteriori obblighi di informazione.

Da ultimo sul punto, in data 1 ottobre 2013 l'ESMA ha pubblicato sul proprio sito *internet* i documenti "*Guidelines on reporting obligations under Articles 3(3)(d) and 24(1), (2) and (4) of the AIFMD*" (ESMA 2013/1339) e "*Collection of information for the effective monitoring of systemic risk under Article 24(5), first sub-paragraph, of the AIFMD*" (ESMA 2013/1340), finalizzati a garantire la convergenza dei vari Stati membri nell'applicazione degli obblighi informativi previsti dagli artt. 3, paragrafo 3, lett. d)³⁵, e 24, Direttiva AIFM, in questione.

A tutti i richiamati adempimenti si affiancano ulteriori, specifici e corposi obblighi di comunicazione ed informazione relativi a due particolari tipologie di operatività del GEFIA, ossia:

³⁵ Riguardante l'esclusione del GEFIA dall'ambito di applicazione della Direttiva AIFM per ragioni dimensionali.

- 1) la gestione di FIA che facciano uso di leva finanziaria (cfr. art. 25, Direttiva AIFM);
e
- 2) la gestione di FIA che acquisiscano partecipazioni di società non quotate e di emittenti, con esclusione, per ragioni di proporzionalità, di PMI e società veicolo finalizzate all'acquisto, detenzione o amministrazione di immobili (cfr. artt. 26 ss., Direttiva AIFM). Tali norme, dunque, hanno un deciso impatto sul settore del *private equity*.

Quanto alla prima tipologia di operatività, per i casi di considerevole³⁶ ricorso all'utilizzo di leva finanziaria nell'attività gestoria del FIA, viene imposta al GEFIA una specifica disciplina concernente ulteriori (rispetto ai sopra rappresentati) obblighi di segnalazione nei confronti delle autorità competenti del relativo Stato membro di origine³⁷. Il GEFIA non UE è tenuto a rispettare gli ulteriori obblighi in questione solamente per quanto concerne i FIA UE gestiti ed i FIA non UE commercializzati nell'UE. A corollario, l'art. 25, paragrafo 1, Direttiva AIFM, prevede che le autorità competenti dello Stato membro di origine del GEFIA utilizzino le informazioni raccolte a norma dell'art. 24, Direttiva AIFM, al fine di determinare in che misura l'utilizzo della leva finanziaria contribuisca ad accrescere i rischi sistemici nel sistema finanziario, i rischi di disordini sui mercati od i rischi per la crescita a lungo termine dell'economia. Tuttavia, la (seppur necessaria) attività di monitoraggio, è insufficiente per prevenire situazioni di dissesto o crisi, ove non venga accompagnata dal potere di imporre limiti operativi al GEFIA; per questo motivo vengono previsti i due strumenti di intervento consistenti nel potere attribuito all'ESMA di fissare, qualora sia necessario per assicurare stabilità ed integrità del sistema finanziario, i limiti alla leva finanziaria utilizzabile dal GEFIA³⁸, nonché nel potere, aggiuntivo, riconosciuto alle autorità competenti dello Stato membro di origine del GEFIA di imporre limiti alla leva finanziaria utilizzabile ed altre restrizioni alla gestione, al fine di limitare rischi alla stabilità del sistema finanziario³⁹.

Quanto, invece, all'attività di acquisizione di partecipazioni, innanzitutto vengono distinte le ipotesi di non acquisizione⁴⁰ ovvero di acquisizione⁴¹ della quota di controllo della società, prevedendo a corollario una differente serie di obblighi per il GEFIA⁴².

³⁶ Ai sensi dell'art. 111, paragrafo 1, Regolamento, l'utilizzo della leva finanziaria è da ritenersi considerevole ossia su base sostanziale ai fini dell'art. 24, paragrafo 4, Direttiva AIFM, quando l'esposizione del FIA, calcolata con il metodo degli impegni a norma dell'art. 8, Regolamento, è superiore al triplo del valore patrimoniale netto.

³⁷ Cfr. art. 24, paragrafo 4, Direttiva AIFM, ossia le informazioni relative al livello generale di leva finanziaria impiegata da ogni FIA gestito, i dati disaggregati della leva derivante dal prestito di contante o titoli e della leva incorporata in derivati, nonché i dati sulla misura di riutilizzo delle attività del FIA nel quadro di accordi di leva.

³⁸ Cfr. art. 25, paragrafo 7, Direttiva AIFM.

³⁹ Cfr. artt. 25, paragrafo 3, Direttiva AIFM, e 112, Regolamento.

⁴⁰ Indicate come "importanti" dall'art. 27, Direttiva AIFM.

⁴¹ Come si vedrà nel prosieguo, anche secondo determinate previsioni di aggregazione.

⁴² Cfr. art. 27, Direttiva AIFM.

Per il primo caso, il GEFIA è semplicemente tenuto ad informare l'autorità competente del relativo Stato membro nell'ipotesi in cui la relativa quota azionaria varchi le soglie del 10, 20, 30, 50 e 75 %. Invece, per i casi in cui il GEFIA acquisisca il controllo di una società non quotata⁴³ attraverso la gestione di uno o più FIA⁴⁴ ovvero cooperi con uno o più altri GEFIA in base ad un accordo in virtù del quale i FIA gestiti congiuntamente acquisiscano il controllo di una società non quotata, sono previsti ulteriori specifici e dettagliati obblighi di comunicazione nei confronti delle autorità competenti del relativo Stato membro di origine, delle società controllate dal FIA (affinché possano valutare l'incidenza del controllo sulla loro situazione) e del relativo personale⁴⁵.

Nell'ambito delle disciplina in questione trovano altresì spazio i "presidi" finalizzati ad evitare i casi di c.d. "asset stripping". A tal fine, viene previsto che per un periodo di ventiquattro mesi dall'acquisizione del controllo della società da parte del FIA il relativo GEFIA non possa facilitare, sostenere, istruire o votare (qualora sia autorizzato a farlo per conto del FIA) a favore di distribuzioni, riduzioni di capitale, rimborsi di azioni e/o acquisti di azioni proprie da parte della società, ed, in ogni caso, che debba adoperarsi al meglio per impedire distribuzioni, riduzioni di capitale, rimborsi di azioni e/o acquisti di azioni proprie da parte della società⁴⁶.

Da ultimo, si rileva che, ai sensi dell'art. 3, paragrafi 2 e 3, della Direttiva AIFM, anche il GEFIA escluso per ragioni dimensionali dall'ambito di applicazione della Direttiva AIFM è tenuto ad una serie di obblighi "minimali" di trasparenza. In particolare, trattasi degli obblighi di: (a) registrazione presso le autorità competenti del relativo Stato membro di origine; (b) identificazione, presso le medesime autorità, all'atto della registrazione, di se stesso e dei FIA gestiti, e fornitura di informazioni sulle strategie di investimento di questi ultimi; (c) periodica fornitura, sempre alle autorità in questione, al fine di consentire loro l'efficace monitoraggio del rischio sistemico, di informazioni sui principali strumenti negoziati e sulle principali esposizioni e più importanti concentrazioni dei FIA gestiti; infine, (d) notifica alle stesse autorità dell'eventuale venir meno delle condizioni di esclusione dalla disciplina della Direttiva AIFM.

3.4. Osservazioni conclusive sul punto

Con riferimento ai nuovi obblighi di *disclosure* nei confronti degli investitori - di natura professionale - dei FIA e di comunicazione alle autorità competenti, ragionevolmente condivisibili paiono le osservazioni critiche che diversi operatori del settore *private equity* avevano formulato già nella fase di elaborazione della proposta della Direttiva AIFM. Tale disapprovazione faceva leva sul fatto che obblighi così stringenti non sarebbero necessari nel caso di offerta rivolta ad investitori, appunto, professionali. Gli

⁴³ Ai sensi dell'art. 26, paragrafo 5, Direttiva AIFM: "Ai fini della presente sezione, per controllo di società non quotate si intende la detenzione di oltre il 50 % dei diritti di voto nella società".

⁴⁴ Individualmente o congiuntamente in base ad un accordo volto all'acquisizione del controllo.

⁴⁵ Obblighi delineati agli artt. 27 ss., Direttiva AIFM.

⁴⁶ Cfr. art. 30, Direttiva AIFM.

stessi operatori, peraltro, avevano sottolineato la similitudine degli obblighi informativi in questione rispetto a quelli previsti per il caso di acquisizione di partecipazioni in società quotate, ed, ancora, la disparità di trattamento che si sarebbe generata in considerazione della previsione degli obblighi in questione esclusivamente in capo ai FIA e non anche ad investitori privati.

Analoga, e parimenti condivisibile, critica riferita ai nuovi obblighi di *disclosure* è stata sollevata, fra altre, anche dagli operatori del mercato degli *hedge funds*. In particolare, sono state stigmatizzate le eccessive limitazioni imposte, in quanto ritenute troppo intrusive e costose per il settore anche in considerazione della natura professionale degli investitori dei FIA.

Si rammenti infine al riguardo che Consob ha dettato le regole volte a dare concretezza al canone generale di correttezza in maniera graduata, ossia avendo riguardo alle “*differenti esigenze di tutela degli investitori connesse con la qualità e l’esperienza professionale dei medesimi*” (cfr. art. 6, comma 2, TUF), come peraltro richiesto dalle recenti normative comunitarie.