

## PARTE TERZA

### ANALISI DI IMPATTO DELLA REGOLAMENTAZIONE DI COMPETENZA DELLA BANCA D'ITALIA E DELLA CONSOB



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

## RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA AIFM

### RELAZIONE SULL'ANALISI D'IMPATTO

1. Introduzione .....	2
2. Il mercato italiano dei fondi alternativi .....	3
3. Le aree di indagine.....	4
3.1. Il capitale minimo iniziale .....	4
3.2. Le opzioni regolamentari sul capitale minimo.....	6
3.3. I limiti alla leva finanziaria.....	7
3.4. Le opzioni regolamentari sui limiti di leva .....	8
4. Conclusioni .....	11

Giugno 2014

## 1. Introduzione

La presente analisi d'impatto accompagna l'introduzione di modifiche al provvedimento della Banca d'Italia emanato in data 8 maggio 2012 e recante il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio (di seguito, il Regolamento). L'analisi è redatta ai sensi del Regolamento della Banca d'Italia che disciplina l'adozione degli atti normativi.<sup>1</sup> In conformità con tale ultimo Regolamento non sono oggetto di specifica analisi gli interventi regolamentari che consistono nel recepimento di normative sovraordinate per le quali la Banca d'Italia ha ristretti margini di discrezionalità, o che non comportino apprezzabili costi addizionali per i destinatari delle norme.<sup>2</sup> Le specifiche linee di intervento regolamentare sulle quali è stata effettuata l'analisi d'impatto sono state selezionate alla luce di tale disposizione.

L'analisi ha carattere sia qualitativo, sia quantitativo. Dal punto di vista metodologico l'analisi si è avvalsa principalmente delle informazioni acquisite con le segnalazioni di vigilanza.

In Europa i fondi di investimento possono essere ricondotti a due macrocategorie: i fondi armonizzati ai sensi della Direttiva UCITS e i fondi non armonizzati (non UCITS). Mentre i primi rispettano le regole definite dalla Direttiva 2009/65/CE, la caratteristica comune dei fondi non armonizzati (anche noti come fondi di investimento alternativi, FIA) è la non conformità alla Direttiva UCITS.

Al di là di questo aspetto comune, i FIA rappresentano un insieme non omogeneo, difficile da ricondurre ad unità in ragione dei diversi mercati, strategie, strutture e tecniche di investimento che li caratterizzano. Tra le più importanti tipologie di FIA si possono annoverare gli *hedge funds*, i fondi di *private equity* (che comprendono i fondi di *venture capital*), i fondi immobiliari, i fondi infrastrutturali e i *commodity funds*. In Italia il mercato dei FIA è stato finora composto principalmente dalle tre categorie dei fondi immobiliari (nel nostro ordinamento sempre chiusi), dei fondi mobiliari chiusi (*private equity e venture capital*) e dei fondi speculativi (aperti e tipicamente fondi di fondi *hedge*).

Nel 2011 è stata adottata la Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio sui gestori dei fondi di investimento alternativi (AIFMD). Con questo intervento normativo il legislatore europeo ha inteso stabilire un quadro regolamentare e di vigilanza armonizzato, utile a definire un approccio uniforme ai rischi connessi all'operatività dei FIA e al loro impatto sugli investitori e sui mercati nell'Unione. Di fatto, sono state create le condizioni per un passaporto europeo in forza del quale i gestori di FIA potranno gestire e commercializzare FIA in tutta l'Unione europea, qualora si conformino alle regole e ai requisiti previsti dalla Direttiva AIFM, e abbiano ottenuto l'autorizzazione da parte dell'autorità competente del proprio Stato membro di origine. La scelta di adottare una disciplina sui gestori e non sui fondi, che continueranno a essere disciplinati e sottoposti a vigilanza

---

<sup>1</sup> Art. 3 del "Regolamento recante la disciplina dell'adozione degli atti di natura normativa o di contenuto generale della Banca d'Italia nell'esercizio delle funzioni di vigilanza bancaria e finanziaria, ai sensi dell'articolo 23 della legge 28 dicembre 2005, n. 262".

<sup>2</sup> Art. 3 c. 3 del Regolamento. La medesima disposizione è contenuta anche nella Circolare di Banca d'Italia n. 277 del 2010, "Linee guida per l'analisi di impatto della regolamentazione".

nazionale, discende dalla difficoltà di armonizzare una così grande varietà di tipologie di FIA qual è quella presente in Europa. Numerosi sono gli aspetti disciplinati, fra cui l'accesso al mercato, con le regole per il rilascio dell'autorizzazione e per la commercializzazione dei FIA e le condizioni operative. In quest'ambito sono stati regolati: i principi generali, le politiche e prassi remunerative, i conflitti d'interesse, la gestione dei rischi e della liquidità, i requisiti organizzativi, le caratteristiche del depositario, gli obblighi di trasparenza nei confronti degli investitori e gli obblighi segnaletici verso le autorità competenti.

In Italia il recepimento della Direttiva AIFM ha comportato modifiche al Testo Unico della Finanza (TUF)<sup>3</sup> e richiede interventi anche a livello di normativa secondaria. In particolare la Banca d'Italia è chiamata a modificare il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio (di seguito "il Regolamento").

La presente analisi, dopo una breve descrizione del mercato italiano dei fondi alternativi, si sofferma sugli aspetti della nuova disciplina AIFMD per i quali esistono rilevanti margini di discrezionalità ai fini del recepimento. In particolare, sono presentate le diverse opzioni regolamentari relative alla disciplina sul capitale minimo e alla leva finanziaria.

## **2. Il mercato italiano dei fondi alternativi**

Dalla ricognizione sui FIA italiani e sui relativi gestori emerge quanto segue. Al 30 giugno 2013 erano attive 149 società di gestione del risparmio: 134 di esse gestivano in tutto o in parte FIA mentre le rimanenti gestivano solo fondi UCITS. In totale erano operativi 646 FIA, di cui 341 immobiliari, 140 fondi di private equity e 165 aperti non armonizzati<sup>4</sup>. In termini di volumi, ai fondi immobiliari è riconducibile la gran parte delle masse gestite di FIA, corrispondente al 64% del totale per un valore di assoluto di oltre 53 miliardi di euro (Figura 1).

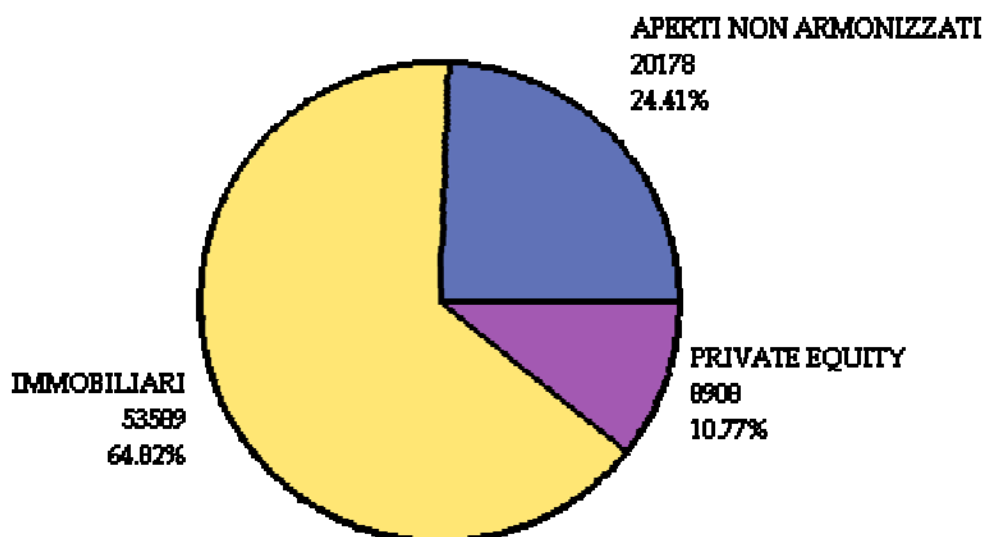
---

<sup>3</sup> La modifica del TUF è stata preceduta da una consultazione pubblica che ha beneficiato di un ampio numero di partecipanti.

<sup>4</sup> Questa categoria comprende anche i fondi speculativi aperti.

Figura 1

**Fondi Alternativi: masse gestite per tipologia di fondo**  
(valori al lordo dell'indebitamento -gross asset value)



### 3. Le aree di indagine

Di seguito si esaminano le disposizioni della direttiva AIFMD in materia di capitale minimo iniziale e di leva finanziaria e le opzioni regolamentari per il loro recepimento. La scelta di tali aree di indagine si lega alla presenza di prescrizioni minime cui si accompagnano rilevanti margini di discrezionalità per le autorità competenti a livello nazionale.

#### 3.1. Il capitale minimo

##### La disciplina

Uno dei requisiti necessari per essere autorizzati come gestori di FIA è la presenza di un capitale minimo iniziale, la cui misura è stata fissata pari almeno a 125.000 euro (art. 9 direttiva AIFMD)<sup>5</sup>. Tale requisito non è necessario per i gestori le cui attività gestite siano inferiori a 100 o 500 milioni di euro – a seconda della presenza o meno di leva - trattandosi di soggetti esentati dalla disciplina della

<sup>5</sup> L'AIFMD prevede che quando è nominato un gestore esterno di FIA, tale gestore detenga un capitale iniziale di almeno 125.000 euro, laddove, invece, i gestori di FIA gestiti internamente devono avere un capitale iniziale di almeno 300.000 euro.

Direttiva (art. 3)<sup>6</sup> e per i quali la Direttiva consente agli Stati membri di prevedere un regime di mera registrazione piuttosto che di autorizzazione (gestori “sotto soglia”).

Relativamente alla disciplina attualmente vigente in Italia il Regolamento prevede per tutti i gestori un capitale minimo di 1 milione di euro e un capitale ridotto di 120.000 per i gestori che hanno un certo tipo di operatività<sup>7</sup>. Alle disposizioni sul capitale minimo si accompagnano quelle sull’adeguatezza patrimoniale. Queste ultime prevedono che le SGR debbano detenere un patrimonio di vigilanza non inferiore alla somma: 1) del maggiore importo tra: i) la copertura patrimoniale richiesta per la massa gestita di OICR<sup>8</sup> e fondi pensione; e ii) la copertura patrimoniale richiesta per il rispetto del coefficiente “altri rischi”<sup>9</sup>; 2) della copertura patrimoniale richiesta per la gestione di fondi pensione accompagnata dalla garanzia di restituzione del capitale.

### **SGR “sopra soglia” e “sotto soglia”: requisiti patrimoniali e patrimonio**

Una valutazione delle implicazioni della nuova disciplina sul capitale minimo richiede preliminarmente la distinzione tra gestori “sopra soglia” e “sotto soglia” in relazione all’entità delle masse gestite e all’utilizzo o meno della leva.

Su un totale di 108 gestori di FIA (di seguito, GEFIA<sup>10</sup>) 80 sono quelli che gestiscono esclusivamente FIA riservati. Di essi, 49 possono essere considerati “sotto soglia” per il fatto di gestire masse inferiori a 100 milioni di euro con utilizzo di leva o masse comprese tra 100 milioni e 500 milioni senza utilizzo di leva (tav.1).

Dall’analisi dei requisiti patrimoniali e del patrimonio di vigilanza per le due categorie di gestori emerge che per la gran parte dei gestori “sotto soglia” (39 su 49) il vincolo di disporre di un capitale minimo pari a 1 milione di euro prevale rispetto al requisito patrimoniale. Riguardo ai gestori “sopra soglia” il requisito patrimoniale è inferiore al milione di euro per 34 gestori su 59.

### **Tavola 1**

#### **SGR “sopra soglia” e “sotto soglia”:**

#### **Requisiti patrimoniali**

*(milioni di euro)*

---

<sup>6</sup> E’ opportuno ricordare che la Direttiva riconosce agli Stati membri la possibilità di applicare norme più rigorose (discrezionalità nazionale); d’altra parte gli stessi GEFIA “sotto soglia” possono decidere di assoggettarsi alla Direttiva (*opting-in*).

<sup>7</sup> Secondo il Regolamento (Titolo II, sez. II.1.3) possono essere costituite SGR con capitale sociale minimo almeno pari a quello richiesto dal codice civile per la costituzione delle società per azioni. Le condizioni da rispettare riguardano la tipologia di fondi gestiti (solo fondi chiusi e riservati a investitori istituzionali), la massa gestita (massimo 25 milioni di euro), il settore di attività degli investitori e la destinazione degli investimenti.

<sup>8</sup> Diversi dai fondi chiusi non riservati a investitori qualificati.

<sup>9</sup> Il requisito per altri rischi è pari al 25 per cento dei costi operativi fissi risultanti dal bilancio dell’ultimo esercizio.

<sup>10</sup> Non sono considerati GEFIA i soggetti che, oltre a FIA, gestiscono anche fondi UCITS.

	N	Media	Min	Mediana	Max
SOPRA SOGLIA	59	1.31	0.09	0.91	7.97
SOTTO SOGLIA	49	0.60	0.05	0.40	2.83

### 3.2. Le opzioni regolamentari sul capitale minimo

Ai fini del recepimento delle previsioni della direttiva sul capitale iniziale è possibile identificare per i GEFIA “sopra soglia” le seguenti opzioni regolamentari:

- **H0**: Mantenimento dello *status quo*, con capitale minimo pari a 1 milione di euro;
- **H1**: Innalzamento del capitale minimo rispetto al requisito attuale di 1 milione di euro;
- **H2**: Riduzione del capitale minimo al di sotto di 1 milione di euro, ma comunque superiore a 125.000 euro.

Una dotazione di capitale minimo si rende necessaria in relazione al fatto che il soggetto che intraprenderà le attività tipiche di una SGR dovrà disporre di adeguati sistemi informativi e di controllo e appropriate strutture di *risk management*.

L’innalzamento del capitale minimo rispetto al livello attuale (Opzione H1) non sembra un aggravio giustificabile in termini di costi e benefici, alla luce dell’efficacia della normativa vigente. Per quanto riguarda il mantenimento dello *status quo* (Opzione H0) e la riduzione del livello corrente di capitale minimo (Opzione 2) le considerazioni sono invece più complesse, e necessitano di una specifica analisi in termini di costi generati e benefici attesi. I benefici legati al mantenimento dello *status quo* (Opzione H0) sono essenzialmente legati agli impatti positivi della normativa attuale, che ha consentito un’adeguata patrimonializzazione di tali soggetti. Per contro, l’abbassamento del livello attuale di capitale minimo consentirebbe di rimuovere uno svantaggio competitivo, alla luce del fatto che tale requisito è fra i più rigorosi nel confronto europeo. Tuttavia, i benefici legati al mantenimento di un livello di patrimonializzazione pienamente adeguato rispetto ai rischi che tali soggetti normalmente assumono (elemento di cui non beneficiano solo gli *stakeholders* diretti, ma anche il sistema finanziario nel suo complesso), risulta nel complesso prevalente, insistendo anche su interessi ulteriori rispetto a quelli del singolo intermediario.

Relativamente ai GEFIA “sotto soglia”, le opzioni regolamentari per il recepimento delle previsioni dell’AIFMD potevano essere quella di mantenere il regime attuale di autorizzazione o prevedere una mera registrazione, in linea con le prescrizioni minime della Direttiva. Il legislatore italiano ha scelto di adottare norme più rigorose rispetto a quelle previste dalla Direttiva, sia subordinando l’esercizio dell’attività di qualsiasi SGR ad autorizzazione e, tra l’altro, all’adozione del modello societario di società per azioni, sia riconoscendo alla Banca d’Italia il potere di individuare le norme prudenziali derogabili dai GEFIA sotto soglia che gestiscono

esclusivamente fondi riservati a investitori professionali<sup>11</sup>. In questo contesto l'autorizzazione di questi ultimi soggetti potrebbe basarsi su:

- **H0**: capitale minimo pari al livello attuale di 1 milione di euro;
- **H1**: innalzamento del capitale minimo;
- **H2**: riduzione del capitale minimo.

Se l'Opzione H1 risulta ingiustificata, in coerenza con quanto valutato per i GEFIA "sopra soglia", si ritiene eccessivamente rigorosa rispetto alle caratteristiche dei GEFIA "sotto soglia" anche il mantenimento del livello corrente di capitale minimo. L'essere "sotto soglia", che la Direttiva ritiene meritevole di esenzione dalla disciplina generale dell'AIFMD, dovrebbe se non altro portare alla riduzione del capitale minimo, anche in linea con il requisito dei 125.000 euro previsto dalla Direttiva stessa. D'altra parte, l'adozione di un "regime semplificato" contribuirebbe a promuovere l'accesso sul mercato di intermediari di ridotte dimensioni quali quelli operanti in prevalenza nei settori del *private equity* e del *venture capital*.

### 3.3. I limiti alla leva finanziaria

#### La disciplina attuale

Per quanto il ricorso alla leva finanziaria rappresenti una caratteristica fondamentale per il funzionamento degli intermediari finanziari una leva "eccessiva" può essere problematica per il funzionamento del sistema finanziario. In generale un sistema finanziario con leva elevata è più incline a rapidi processi di *deleveraging* che possono avere un impatto negativo per l'offerta di credito e determinare un'eccessiva volatilità nell'economia reale. Nel contesto regolamentare europeo, con la Direttiva AIFM, si è ritenuto opportuno disciplinare la leva finanziaria dei FIA per perseguire finalità quali i) la protezione dell'investitore, ii) l'efficienza ed integrità dei mercati, iii) la mitigazione del rischio sistemico. Nel fare questo il primo elemento di cui tenere conto è stata l'assenza stessa di informazioni uniformi sulla leva finanziaria dei fondi e la conseguente impossibilità di aggregare le informazioni per monitorare i rischi potenziali per i mercati dell'Unione, oltre che l'esigenza di condivisione delle informazioni tra Paesi. Questi elementi hanno portato a una disciplina che anzitutto mira a chiarire le forme di leva<sup>12</sup>, le modalità di calcolo<sup>13</sup>, gli obblighi di *reporting*<sup>14</sup>.

---

<sup>11</sup> L'art. 35-undecies (Deroghe per i GEFIA italiani) del d.lgs n. 44 del 2014 con cui viene data attuazione alla direttiva AIFMD prevede quanto segue: "Per le finalità indicate dall'articolo 6, comma 1, la Banca d'Italia e la Consob, nell'ambito delle rispettive competenze, possono esentare i gestori autorizzati che gestiscono FIA italiani riservati il cui valore totale dei beni gestiti non supera 100 milioni di euro ovvero 500 milioni se gli Oicr gestiti non fanno ricorso alla leva finanziaria e non consentono agli investitori di esercitare il diritto di rimborso per 5 anni dopo l'investimento iniziale, dall'applicazione delle disposizioni attuative dell'articolo 6, commi 1, 2 e 2-bis."

<sup>12</sup> L'AIFMD definisce la leva finanziaria come il metodo con il quale il gestore aumenta l'esposizione di un FIA gestito tramite prestito di contante o di titoli oppure tramite la leva finanziaria inclusa in posizioni derivate o mediante qualsiasi altro mezzo. E' inoltre previsto (art. 4 comma 3) che la Commissione UE adotti atti delegati che specifichino le modalità con le quali viene assunta la leva (comprese eventuali strutture giuridiche e finanziarie che coinvolgano terzi controllati dai pertinenti FIA) e le modalità di calcolo della leva.



Parallelamente, gli obiettivi di salvaguardia della stabilità e integrità dei mercati finanziari hanno portato il regolatore europeo a riconoscere il potere delle autorità nazionali competenti del Paese di origine del gestore di FIA di fissare limiti di leva (art. 25.3 dell'AIFMD). Tale potere dovrà esercitato per limitare la misura in cui l'utilizzo della leva finanziaria contribuisce ad accrescere i rischi sistemici nel sistema finanziario. Dal punto di vista del processo l'autorità competente dovrà notificare l'intenzione di adottare la misura all'ESMA, all'ESRB e alle altre autorità competenti degli Stati membri; l'ESMA<sup>15</sup>, invece, rilascerà un parere sull'adeguatezza e la durata della misura; di esso l'Autorità competente dovrà tenere conto secondo il principio del *comply or explain*.

In attuazione dell'art. 25.9 dell'AIFMD la Commissione ha anche definito i principi e le circostanze in cui le Autorità possono fissare limiti di leva *“tenendo conto delle diverse strategie dei FIA, delle diverse condizioni di mercato in cui essi operano e degli eventuali effetti prociclici dell'applicazione di tali disposizioni”*.<sup>16</sup>

Per valutare le possibili implicazioni della norma della direttiva sui limiti di leva e le opzioni relative al suo recepimento occorre tenere distinti i fondi non riservati (fondi *retail*) da quelli riservati.

### **FIA retail**

---

<sup>13</sup> Il regolamento delegato della Commissione Europea (n. 231/2013 del 19 dicembre 2012) prevede che la leva sia pari al rapporto tra l'esposizione del FIA e il suo valore patrimoniale netto (*net asset value*, NAV) e che, a tal fine, l'esposizione sia calcolata attraverso due metodi: i) il metodo lordo (*gross method*) e ii) il metodo degli impegni (*commitment method*).

<sup>14</sup> Precisi obblighi informativi sono previsti per i gestori di FIA che fanno ricorso alla leva in modo sostanziale (art. 24.4 AIFMD). Al riguardo sono stati qualificati come FIA con utilizzo della leva su base sostanziale quelli la cui esposizione, calcolata secondo il metodo degli impegni, supera per più di 3 volte il suo NAV. La soglia è stata considerata adeguata alla luce del *trade-off* tra adeguatezza dell'informativa sulla leva finanziaria e corrispondente onere amministrativo per i gestori e le autorità competenti.

<sup>15</sup> Secondo la direttiva la stessa ESMA può stabilire, tenuto conto del parere dell'ESRB, quando la leva di un gestore di FIA o di un gruppo di gestori di FIA rappresenta un rischio sostanziale per la stabilità e l'integrità del sistema finanziario. In quel caso l'ESMA potrà formulare un parere per le autorità competenti sulle misure correttive, comprese il limite di leva che un'autorità competente dovrebbe applicare a un gestore di FIA o un gruppo di gestori.

<sup>16</sup> L'art. 112 del regolamento delegato della Commissione n. 231/2013 prevede che nella fissazione dei limiti di leva le autorità competenti tengano conto dei seguenti aspetti: i) le circostanze in cui l'esposizione di un FIA o di un gruppo di FIA può costituire un'importante fonte di rischio di mercato, di liquidità o di controparte nei confronti di un'istituzione finanziaria; ii) le circostanze in cui le attività del gestore di un FIA o la sua interazione con un gruppo di gestori di FIA o altre istituzioni finanziarie, in particolare con riferimento al tipo di attività in cui il gestore investe e alle tecniche utilizzate dal gestore attraverso l'utilizzo della leva, contribuiscono o possono contribuire alla spirale al ribasso dei prezzi degli strumenti finanziari o di altre attività in un modo che minaccia la possibilità di sopravvivenza di tali strumenti o attività; iii) criteri come il tipo di FIA, la strategia di investimento del gestore con riferimento al FIA interessato, le condizioni di mercato in cui il gestore e il FIA operano e i possibili effetti pro-ciclici che potrebbero discendere dall'imposizione da parte delle autorità di limiti o altre restrizioni all'utilizzo della leva da parte del gestore interessato.

Per i fondi *retail* la disciplina italiana vigente già prevede limiti, diretti o indiretti, all'utilizzo della leva finanziaria<sup>17</sup>. In particolare sono previsti limiti di leva pari a 2 per i fondi *retail* aperti e chiusi mobiliari; è invece fissata una leva di 2,5 con riferimento ai fondi immobiliari.

### 3.4. Le opzioni regolamentari sui limiti di leva

Per i fondi *retail* si tratta quindi di valutare l'appropriatezza dei limiti esistenti o, in alternativa l'opportunità di una loro revisione. Si possono pertanto distinguere le seguenti opzioni:

- **H0:** Mantenimento dei limiti attuali (*status quo*)
- **H1:** Imposizione di limiti di leva più elevati
- **H2:** Imposizione di limiti di leva meno elevati

In considerazione della destinazione dei fondi a clientela *retail* e in un'ottica di protezione della stessa non si ravvisano elementi per suggerire un incremento dei limiti di leva in essere. Sembra per contro auspicabile allineare la disciplina dei limiti di leva dei fondi immobiliari a quella degli altri fondi *retail*. Si osserva al riguardo che su 26 fondi immobiliari *retail* 4 presentano una leva superiore a 2.

### FIA riservati a investitori professionali

Per i FIA riservati, invece, la normativa vigente non prevede limiti di leva, limitandosi a prescrivere che la stessa debba essere monitorata e che il regolamento dei fondi speculativi espliciti la leva finanziaria massima che il fondo può raggiungere. L'adozione della direttiva ha pertanto portato il legislatore italiano a modificare la disciplina del d.lgs n.58/98<sup>18</sup> (TUF) introducendo **il potere della Banca d'Italia di fissare per i FIA riservati limiti di leva finanziaria massima (nonché altre norme prudenziali) per assicurare la stabilità e l'integrità del mercato finanziario (art. 6 TUF).**

Concentrando l'attenzione sulla leva dei **FIA riservati** si osserva quanto segue: su 463 FIA riservati 253 fanno ricorso alla leva alla data di rilevazione (giugno 2013), distribuiti tra 231 fondi immobiliari, 21 fondi di *private equity* e un fondo aperto non armonizzato (tav.2).

### Tavola 2

#### Totale attivo, NAV e leva dei fondi riservati

(Dati riferiti a Giugno 2013; Totale attivo e NAV in milioni di euro)

---

<sup>17</sup> Cfr. Tit. V, Cap. 3, Sez. II, par. 5 del Regolamento.

<sup>18</sup> Per i fondi non riservati a investitori professionali l'art. 6 del decreto Lgs. n.58/98 prevede che la Banca d'Italia emani norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio.

	N fondi a leva	Variabile	primo quartile	Mediana	terzo quartile
APERTI NON ARMONIZZATI	1 su 13	leva	1,23	1,23	1,23
		totale attivo	96,72	96,72	96,72
		nav	96,62	96,62	96,62
IMMOBILIARI	231 su 315	leva	1,55	2,02	2,69
		totale attivo	33,14	78,33	179,56
		nav	12,76	35,41	76,74
PRIVATE EQUITY	21 su 135	leva	1,23	1,28	1,79
		totale attivo	4,78	33,86	65,41
		nav	3,76	28,42	51,64

**Nota:** Per i fondi immobiliari la leva è calcolata come rapporto tra totale attivo e NAV; per le altre macrocategorie, la leva è stata calcolata come rapporto tra la somma di totale attivo, impegni per contratti derivati e vendite di titoli allo scoperto diviso NAV.

### Le opzioni regolamentari sui limiti di leva

Le previsioni della Direttiva AIFM, come recepite nel TUF, possono portare all'identificazione delle seguenti opzioni regolamentari :

- **H0:** non imporre alcun limite alla leva (mantenimento dello *status quo*), prevedendo il solo obbligo di *disclosure* della leva utilizzata nel regolamento del fondo e la prova che la stessa è ragionevole e rispettata;
- **H1:** affiancare agli obblighi informativi di cui all'Opzione H0 limiti all'utilizzo della leva. In questo caso è possibile identificare le seguenti sub-opzioni:
  - o **H1.a:** fissazione *ex-ante* di limiti di leva, differenziati per tipologia di fondo per tenere conto dei diversi profili di rischio;
  - o **H1.b:** potere della Banca d'Italia di imporre più stringenti limiti di leva in via successiva, se ritenuto utile al contenimento del rischio sistemico. In ogni caso si renderebbe necessaria l'identificazione e il monitoraggio dei gestori che utilizzano la leva in modo sostanziale<sup>19</sup>.

In termini di valutazione, l'Opzione H0 non sembra ragionevole considerato che proprio i fondi riservati si caratterizzano per profili di rischio più elevati e per il contributo che, da soli o in aggregato, possono dare all'emersione di rischi di natura sistemica.

Assumendo quindi come preferibile la fissazione di limiti di leva, il discrimine si pone tra l'identificazione di limiti puntuali *ex ante* che i fondi non dovrebbero superare (Opzione H1a) e il possibile intervento *ex post* (Opzione H1b).

L'Opzione H1a presenta il principale limite legato alla difficoltà stessa di individuare limiti puntuali. Si può inoltre argomentare che un'eccessiva ristrettezza della leva

<sup>19</sup> Il regolamento delegato della Commissione Europea n. 231/2013 definisce come ricorso sostanziale alla leva il caso in cui la stessa sia superiore a 3.

potrebbe avere effetti depressivi sul mercato e, in assenza di armonizzazione a livello internazionale, promuovere lo spostamento all'estero degli operatori del settore. Da questo punto di vista e, guardando ai fondi riservati nel loro complesso, sembrerebbe pertanto preferibile l'Opzione H1b, che si baserebbe sulla capacità dell'autorità competente di monitorare la leva dei fondi e valutare, anche in relazione alle dinamiche del mercato, l'opportunità di un intervento restrittivo. Anche quest'ultima possibilità non è esente da rischi, il principale essendo quello della non tempestività dell'azione. Questi rischi potrebbero essere mitigati da un'azione di vigilanza pervasiva sui gestori facenti ricorso alla leva in modo sostanziale e avente ad oggetto l'adeguatezza delle misure di organizzative e di gestione del rischio da parte dell'intermediario. La preferibilità di un approccio "ex post" non esclude che si possano individuare categorie di fondi riservati (ad. es. quelli di credito) per i quali, in virtù dei profili di rischio (ad. es. trasformazione delle scadenze, rischi di contagio con il settore bancario), è invece opportuno un intervento ex ante, anche particolarmente conservativo.

#### 4. Conclusioni

Con la direttiva AIFMD il legislatore europeo ha definito un quadro regolamentare e di vigilanza armonizzato sui gestori di fondi di investimento alternativi al fine di accrescere la protezione degli investitori e l'integrità dei mercati. In Italia, il recepimento della Direttiva ha comportato modifiche al TUF e richiesto interventi sulla normativa secondaria. In particolare, la Banca d'Italia ha valutato le implicazioni delle nuove previsioni ai fini della modifica del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio.

La presente analisi si è soffermata sugli aspetti della nuova disciplina per i quali sono stati identificati rilevanti margini di discrezionalità ai fini del recepimento, quali la disciplina sul capitale minimo e quella sulla leva finanziaria. Per il primo aspetto, si ritiene ragionevole replicare la logica della direttiva che distingue i gestori in relazione all'entità delle masse gestite tra gestori "sopra soglia" e "sotto soglia". In particolare, si ritiene opportuno subordinare l'ingresso al mercato dei gestori sotto soglia a un regime semplificato basato su un capitale minimo inferiore. Per contro, non sussistono elementi sufficienti per modificare la disciplina sul capitale minimo per i gestori di maggiori dimensioni (sopra soglia) la cui misura rimarrebbe pari a quella attuale.

Per quanto riguarda la leva, il potere riconosciuto all'autorità di fissare limiti alla stessa a tutela della stabilità e dell'integrità del sistema finanziario rappresenta un'importante novità soprattutto ai fini della disciplina dei fondi riservati a investitori professionali. A tal fine, se l'identificazione ex ante di limiti di leva sembra di difficile implementazione, riveste invece importanza il monitoraggio della leva, soprattutto in caso di suo utilizzo "sostanziale", per eventuali interventi ex post e per accertare che il ricorso alla leva avvenga con strutture e procedure gestionali adeguate. La preferibilità di un approccio "ex post" non esclude che si possano individuare categorie di fondi riservati (ad. es. quelli di credito) i cui profili di rischio suggeriscono l'opportunità di un intervento ex ante.





## **Relazione sull'attività di Analisi di Impatto della Regolamentazione**

### **Attuazione della Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (AIFMD)**

#### **Indice:**

- 1) *Il contesto normativo***
- 2) *La definizione del problema***
- 3) *Gli obiettivi della Direttiva***
- 4) *Gli strumenti normativi***
- 5) *Analisi Costi-Benefici***
- 6) *Analisi dell'ambito di attività, con riferimento al mercato italiano, su cui incide la Direttiva***
- 7) *L'attuazione in Italia della disciplina relativa ai gestori di fondi di investimento alternativi e le opzioni regolamentari***
- 8) *Valutazione di Impatto della Regolamentazione***

## 1) Il contesto normativo

La crisi finanziaria del 2008 ha messo in evidenza una serie di lacune del sistema di regolazione e vigilanza dei mercati finanziari europei. In particolare, la crisi ha evidenziato gravi mancanze in materia di cooperazione, coordinamento, applicazione uniforme del diritto dell'Unione e fiducia tra le Autorità Nazionali di Vigilanza.

In risposta a tali criticità, è stato avviato un processo volto a riformare i sistemi di vigilanza per meglio proteggere i cittadini, ripristinare la fiducia nel sistema finanziario nel suo complesso e minimizzare il rischio di crisi future.

L'esito di questo processo<sup>1</sup>, basato sul Rapporto *de Larosière*, è stata anche la modifica del procedimento di produzione normativa europea. Al modello "a livelli" della procedura *Lamfalussy*, che lascia spesso ampio margine al livello di attuazione nazionale, favorendo la frammentazione degli ordinamenti finanziari, si affianca un modello di intervento diretto, in cui si tende a sostituire le Direttive di "livello 1" con atti direttamente applicabili (esempi sono il Regolamento 1060/2009/CE su *agenzie di rating*, il Regolamento (UE) n. 236/2012 relativo alle *vendite allo scoperto*, il Regolamento (UE) n. 648/2012 sugli *strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni*), che prevedono un coinvolgimento significativo dell'ESMA sia per quanto riguarda la produzione normativa che per l'attività di vigilanza.

Anche laddove si è ritenuto di ricorrere allo strumento della "direttiva", l'approccio normativo è andato nella direzione di un'armonizzazione più pronunciata, con un ricorso sempre minore ad opzioni regolamentari rimesse alla determinazione dei singoli Stati membri, come messo in luce anche dalla Comunicazione della Commissione Europea del 15 maggio 2014 su "La riforma del settore finanziario europeo"<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Per un approfondimento sul processo di "costruzione delle nuove regole per un sistema finanziario globale" che ha interessato la Commissione Europea fra il 2009 e il 2014 si rinvia alla pagina internet [http://ec.europa.eu/internal\\_market/publications/docs/financial-reform-for-growth\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/publications/docs/financial-reform-for-growth_en.pdf)

<sup>2</sup> Nella citata Comunicazione la Commissione "traccia un bilancio dei progressi compiuti nella riforma del sistema finanziario e, ove possibile valuta l'impatto complessivo del programma di regolamentazione finanziaria dell'UE": cfr. COM(2014) 279 *final*, disponibile alla pagina [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/policy/index\\_en.htm#maincontentSec1](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/policy/index_en.htm#maincontentSec1), p. 2. Sono oggetto di analisi le diverse riforme in ambito finanziario che sono intervenute nella UE a partire dal 2008 in linea con le statuizioni del G20, tra cui: l'istituzione del nuovo meccanismo di vigilanza europeo (costituito dalle nuove autorità ESMA, EBA, EIOPA ed ESEFS); l'avvio dell'Unione Bancaria (e del meccanismo di vigilanza unico); l'adozione di nuove misure in ambito bancario (DGS, CRD IV *package*, meccanismi di risoluzione delle crisi bancarie), finanziario (MiFID II *package*, EMIR, CSDR) e assicurativo (*Solvency II*); le ulteriori misure per la trasparenza e l'integrità del mercato (MAD II *package*, direttiva sui contratti di credito ai consumatori, regolamento sulle agenzie di *rating*, proposta di regolamento sui *benchmark*).

Per un'analisi dettagliata e approfondita degli argomenti analizzati nella Comunicazione si rinvia al documento di lavoro predisposto dai servizi della Commissione "Analisi economica del programma di regolamentazione finanziaria", *ibidem*.

E' in questo contesto che è stata approvata la Direttiva sui Gestori di Fondi di Investimento Alternativi (AIFMD 2011/61/UE), volta a realizzare una cornice giuridica per l'offerta di organismi di investimento collettivo del risparmio (*in primis* a investitori professionali) che non ricadono nel perimetro della Direttiva UCITS (2009/65/CE).

L'AIFMD rappresenta dunque, insieme alla Direttiva volta a disciplinare le remunerazioni e i requisiti prudenziali nel settore bancario (Direttiva 2010/76/CE, cd. "CRD III"), uno dei primi atti approvati sull'onda della crisi finanziaria che attua, come si argomenterà in seguito, il doppio binario di "**vigilanza macroprudenziale**", finalizzata al controllo e alla valutazione dei rischi per la stabilità finanziaria derivanti dagli sviluppi macroeconomici e del sistema finanziario nel suo complesso e "**vigilanza microprudenziale**", finalizzata a salvaguardare la stabilità dei partecipanti al mercato e a tutelare gli investitori,.

La Direttiva AIFM intende racchiudere in un unico ambito normativo tutte le forme giuridiche e le strategie di investimento alternative a quelle regolate dalla Direttiva UCITS e dalle sue disposizioni attuative. Rientrano, pertanto, nell'ambito di applicazione una vasta gamma di strumenti: dai più semplici fondi aperti che non soddisfano i requisiti definiti dalla Direttiva UCITS, ai fondi di investimento in specifiche attività illiquide come i fondi immobiliari, i fondi di *private equity*, infrastrutture, *commodities* e altre ancora. A seguito dell'entrata in vigore dell'AIFMD, tutti gli organismi di investimento collettivo del risparmio europeo vengono ricondotti a due categorie:

- fondi emessi in conformità alla **Direttiva UCITS** che investono in valori mobiliari e sono destinati principalmente ad investitori al dettaglio;
- fondi di investimento alternativi (FIA) emessi da gestori (GEFIA) che operano in conformità alla **Direttiva AIFM**, commerciabili liberamente (cd. "**passaporto europeo**") fra investitori professionali, secondo la definizione stabilita dalla MiFID. La commercializzazione di tali prodotti a investitori al dettaglio è, invece, esclusa dall'ambito di armonizzazione e rimessa a regole definite a livello nazionale.

Fra i due regimi appena richiamati sussistono alcune *differenze fondamentali*. In primo luogo, è importante notare che l'AIFMD non rappresenta un regime cui conformarsi su base volontaria, come quello definito dalla UCITS. Fino all'entrata in vigore dell'AIFMD, infatti, chi non intendeva offrire il servizio di gestione collettiva in valori mobiliari conformemente alla UCITS, accettando le limitazioni imposte al gestore e ai prodotti (ad esempio con riferimento al rischio di liquidità e al deposito dei fondi), poteva offrire prodotti alternativi esercitando il servizio in base alle regole nazionali, con un livello di differenziazione degli obblighi elevato. Nel Regno Unito, ad esempio, ai gestori di alcune categorie di fondi alternativi non era richiesta un'autorizzazione. *Dopo l'attuazione della AIFMD, tutti i fondi gestiti in Europa, non riconducibili al regime UCITS, dovranno essere gestiti in conformità alla nuova disciplina*: si è creato così uno statuto comune per i gestori di fondi alternativi a quelli UCITS, costituendo un *level playing field* per la gestione collettiva del risparmio rivolta a investitori professionali. I costi di conformità e gli oneri amministrativi connessi



all'armonizzazione della regolamentazione e della vigilanza su base europea trovano il loro contraltare nella possibilità di usufruire del cd. “**passaporto europeo**” per i gestori di fondi alternativi.

In secondo luogo, *l'AIFMD consente l'accesso al mercato a gestori extra-europei mentre la UCITS richiede che gli stessi debbano stabilirsi nell'Unione.*

Infine, *l'AIFMD non contiene una specifica disciplina dei fondi, ma si limita a regolare i gestori di fondi alternativi e i soggetti depositari.* Al contrario, la UCITS, con la finalità di favorire la creazione di un mercato interno di fondi destinato a investitori *retail* contiene diverse norme che conformano la strutturazione dei fondi, imponendo, ad esempio, requisiti di diversificazione e limitazione dei **rischi** (per cui la quota di uno specifico *asset* non deve superare il 10%), limitazioni al tipo di attività che possono essere inserite in portafoglio (solo strumenti negoziabili tra i quali non rientrano, ad esempio, immobili o *commodities*) o l'obbligo di rimborsare la quota su richiesta, con un breve preavviso (forma necessariamente aperta).

Tali distinzioni sono inevitabili: dovendo racchiudere “per differenza” tutti i prodotti che non si conformano al regime volontario della UCITS, l'AIFMD doveva necessariamente essere costruita come norma “aperta” con riferimento alle caratteristiche del fondo. In altre parole, è l'ampiezza delle possibili configurazioni di prodotto riconducibili all'AIFMD a far sì che la Direttiva concerna sostanzialmente i gestori di fondi alternativi e non i fondi stessi, per evitare che i gestori possano reagire all'introduzione di nuovi e significativi obblighi connessi al prodotto cambiandone la “veste giuridica” e tentando, allo stesso tempo, di replicarne la struttura finanziaria, col risultato di vanificare l'obiettivo di armonizzare la base giuridica dell'offerta di fondi in Europa. In tal senso, la definizione di “*fondi alternativi*” (rispetto a quelli conformi alla UCITS) non può che includere qualunque tipologia di fondo attualmente identificabile nel mercato europeo, dagli *hedge funds* ai fondi di *private equity*, dai fondi immobiliari a quelli per le infrastrutture, e sarà applicabile anche a quelli che in futuro verranno sviluppati dall'industria al di fuori dell'ambito di applicazione UCITS.

La principale innovazione, risiede proprio nell'attuazione di una norma unica in grado di adattarsi alle caratteristiche di una serie di società di gestione la cui attività differiscono sensibilmente. Basti pensare alla peculiarità delle gestioni immobiliari o alle specificità che distinguono, anche tra loro, i fondi di *private equity*. Il principale beneficio derivante dal regime europeo sarà, pertanto, quello di armonizzare le regole di autorizzazione e funzionamento dei gestori, garantendo alle autorità competenti le informazioni utili alla vigilanza macro e micro prudenziale, piuttosto che quello di conformare la struttura dei fondi in modo che alcuni rischi vengano contenuti, per favorirne la commercializzazione a investitori al dettaglio (che caratterizza il regime UCITS), ovvero per favorire gli investimenti in determinati settori dell'economia, attraverso la definizione di altri statuti relativi ai gestori di specifiche categorie di fondi destinati a investitori professionali o particolari categorie di investitori “qualificati” (quali i fondi per il *venture capital* –EuVECA-

e i fondi per l'imprenditoria sociale –EuSEF- e, in prospettiva, i fondi europei di investimento a lungo termine –Eltif-, oggetto di specifici interventi<sup>3</sup>, che prevedono anche indicazioni e limitazioni alla composizione dei portafogli di investimento).

L'obiettivo dell'AIFMD è, dunque, quello di ripristinare la fiducia, in primo luogo da parte degli investitori professionali, nella capacità dell'industria di allocare i risparmi in modo efficace, finanziando attività a valore attuale netto positivo, ed efficiente, in modo che il possibile trasferimento sulle strutture commissionali dei costi di conformità non eroda la convenienza degli investimenti, sostenendo la domanda di prodotti alternativi, accanto a quella dei meno rischiosi prodotti UCITS. Se tale obiettivo sarà raggiunto, potrebbero in prospettiva aprirsi ulteriori spazi di armonizzazione della disciplina relativa alla commercializzazione al dettaglio, ad oggi rimessa alla definizione di regole nazionali.

Tale ricostruzione è largamente basata sugli Impact Assessment effettuati dalla Commissione sia con riferimento alla Direttiva AIFMD che al Regolamento delegato n. 231/2013<sup>4</sup>, nonché sulla Relazione A.I.R. allegata allo schema di Decreto Legislativo approvato dal Consiglio dei Ministri il 3 dicembre 2013<sup>5</sup>, che costituiscono naturale presupposto alla presente relazione.

---

<sup>3</sup> Regolamenti (UE) n. 345/2013 (EuVECA) e n. 346/2013 (EuSEF), Proposta IP/13/605 del 26 giugno 2013 (ELTIF)

<sup>4</sup> Gli *Impact Assessment* della Commissione Europea sono disponibili alle pagine [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/docs/alternative\\_investments/fund\\_managers\\_impact\\_assessment.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/alternative_investments/fund_managers_impact_assessment.pdf) e [http://ec.europa.eu/internal\\_market/investment/docs/20121219-directive/ia\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/investment/docs/20121219-directive/ia_en.pdf)

<sup>5</sup> Disponibile alla pagina <http://www.senato.it/leg/17/BGT/Schede/docnonleg/26387.htm>

## 2) *La definizione del problema*

L'intervento normativo europeo è fondato sulla definizione delle seguenti problematiche, emerse dalla crisi finanziaria in atto nell'ultimo quinquennio:

- **Vigilanza sui rischi macro-prudenziali** (sistemici): l'assenza di un approccio coerente alla raccolta di dati macro-prudenziali, come l'indebitamento e la concentrazione dei rischi, nonché di efficaci meccanismi per la condivisione di tali informazioni fra le autorità di vigilanza prudenziale a livello europeo e globale, rappresenta un significativo ostacolo alla effettiva supervisione del rischio sistemico. Se l'indebitamento dei fondi è elevato e concentrato verso poche grandi banche, l'andamento negativo degli attivi può avere ripercussioni sistemiche, che vanno al di là della perdita di ricchezza da parte dei sottoscrittori delle quote del fondo. Inoltre, in alcuni casi, i gestori possono muoversi in modo correlato ("*herding behaviour*") in modo da determinare un impatto pro-ciclico e rendere più complessa la risposta delle istituzioni pubbliche in momenti critici. *L'attuale assetto della vigilanza non consente di monitorare adeguatamente i rischi macro-prudenziali a causa della natura transfrontaliera degli stessi.*

- **Vigilanza sui rischi micro-prudenziali**: l'assenza di una disciplina armonizzata per i gestori di fondi alternativi ha reso possibile che alcuni di essi svolgessero la propria attività senza essere soggetti ad adeguati requisiti e procedure per la corretta gestione. Ciò è stato anche accentuato dalle specificità dei fondi alternativi e dalle difficoltà legate alla corretta valutazione degli *asset*. Inoltre, una organizzazione debole nella gestione del rischio può ridurre significativamente la fiducia degli investitori, delle controparti e del mercato nel suo complesso. *La regolamentazione previgente rispetto alla AIFMD non ha garantito che la gestione collettiva avvenisse in conformità a un quadro coerente di regole in grado di tutelare gli operatori e impedire che arbitraggi regolamentari influissero negativamente sulla qualità dell'offerta di fondi alternativi.*

- **Tutela degli investitori**: la crisi finanziaria ha dimostrato che anche gli investitori professionali devono essere tutelati sia dal punto di vista della correttezza che della trasparenza. I principali fallimenti hanno riguardato la gestione dei conflitti di interessi e la *governance* dei fondi, con particolare riferimento alle remunerazioni, alla valutazione delle attività e alla gestione della liquidità. *Anche gli investitori professionali possono essere vittime di comportamenti opportunistici ed effettuare scelte di investimento sulla base di informazioni asimmetriche. Le asimmetrie determinate da un approccio normativo differenziato su base nazionale per quanto riguarda la governance interna e l'informativa da fornire agli investitori, non consentono di garantire gli investitori anche quando essi operano in modo professionale.*

- **Efficienza del mercato**: l'attività dei gestori di fondi alternativi (con particolare riferimento a *Hedge Funds* e *Commodity funds*) non incide solo sulla stabilità del sistema finanziario ma anche sull'efficienza e l'integrità dei mercati nei quali operano. Più nello

specifico, alcune tecniche di negoziazione dinamica e il rilevante ricorso allo *short selling* possono essere collegati alla normativa sugli abusi di mercato.

- **Mercato del controllo societario**: quando i fondi (*Hedge* e *Private Equity*) pongono in atto operazioni rilevanti per il controllo societario è stato evidenziato spesso un rischio di trasparenza. Questo si verifica, da una parte, nell'acquisizione di partecipazioni rilevanti in società quotate attraverso strategie attive che fanno ricorso a strumenti, quali il prestito di azioni o i contratti differenziali, che rendono meno chiaro il peso di un determinato soggetto nella compagine societaria. Inoltre, vi è un potenziale disallineamento di incentivi nella gestione di un portafoglio di società, in particolare in relazione all'eccessivo ricorso all'indebitamento. Infine, è stata evidenziata una mancanza di trasparenza e controllo pubblico rispetto alle società soggette a *buy-outs*.

### 3) Gli obiettivi della Direttiva

Alla luce di quanto detto, l'obiettivo generale della Direttiva AIFM è quello di costituire un impianto completo e coerente per la vigilanza sui gestori di organismi di investimento collettivo del risparmio. Tale finalità può essere ulteriormente specificata con riferimento alle problematiche descritte nel precedente paragrafo:

Obiettivi finali	Obiettivi operativi
Assoggettare tutti i gestori di fondi alternativi ad appropriati requisiti per l'autorizzazione e la registrazione	Assicurare che tutti i gestori di fondi alternativi soddisfino specifici requisiti prima di operare nel mercato unico
Monitorare in modo adeguato il rischio sistemico	Rafforzare la trasparenza sulle attività dei gestori di fondi alternativi, incluso il sistematico ricorso all'indebitamento, per garantire il monitoraggio del rischio sistemico. Garantire che i dati rilevanti a tal fine siano condivisi a livello europeo
Monitorare e contenere in modo adeguato rischi micro-prudenziali	Imporre controlli interni sui principali rischi a cui gestori sono esposti (di mercato, di liquidità, di controparte, di credito, rischi di conformità legale e altri rischi operativi)
Realizzare un approccio comune alla tutela di chi investe professionalmente in fondi alternativi	Migliorare l'informativa agli investitori consentendo una più accurata <i>due diligence</i> . Assicurare un'adeguata gestione dei conflitti di interessi. Imporre appropriati controlli e procedure in aree chiave come la valutazione degli attivi e il loro depositario
Garantire maggiore trasparenza e responsabilità per i gestori che detengono partecipazioni rilevanti	Introdurre nuovi obblighi per i gestori in caso di acquisto di partecipazioni rilevanti
Sviluppare un mercato unico per i fondi alternativi	Rimuovere le barriere all'offerta transfrontaliera di fondi alternativi verso investitori professionali senza compromettere l'efficacia della regolamentazione e della vigilanza
Assicurare la proporzionalità dell'intervento e imporre requisiti calibrati per specifiche situazioni	Focalizzare gli interventi necessari sui gestori di rilevanza sistemica e, in aggiunta, quelli necessari per tutti i tipi di fondi, imporre requisiti calibrati per situazioni specifiche

#### 4) Gli strumenti normativi

Per ciascuno degli obiettivi rappresentati nel precedente paragrafo è possibile identificare gli strumenti normativi che istituiscono specifici obblighi di comportamento per i soggetti destinatari degli stessi. Di seguito si rappresenta una tavola sinottica degli strumenti normativi istituiti a livello europeo mediante l'AIFMD e i Regolamenti delegati (UE) n. 231<sup>6</sup>, 447<sup>7</sup> e 448<sup>8</sup> del 2013 approvati in attuazione della norma di livello 1:

Obiettivi finali	Strumenti normativi – tavola sinottica dei riferimenti a livello europeo
Assoggettare tutti i gestori di fondi alternativi ad appropriati requisiti per l' <b>autorizzazione</b> e la <b>registrazione</b>	Condizioni e procedure di autorizzazione dei GEFIA (7-11 L1, 12-15 L2)
Monitorare in modo adeguato il <b>rischio sistemico</b>	Obblighi di segnalazione alle autorità competenti (24 L1, 110-111 L2) Utilizzo delle informazioni riguardanti la leva finanziaria (25 L1, 112 L2)
Monitorare e contenere in modo adeguato <b>rischi micro-prudenziali</b>	Condizioni operative dei GEFIA: Requisiti generali (12-17 L1, 16-56 L2), Organizzativi (18-19 L1, 57-74 L2), Delega di funzioni (20 L1, 75-82 L2), Soggetto depositario (21 L1, 83-102 L2)
Realizzare un approccio comune alla <b>tutela di chi investe professionalmente</b> in fondi alternativi	Relazione annuale (22 L1, 103-107 L2) Informativa pre-contrattuale soggetta ad aggiornamento (23 L1, 108-109 L2)
Garantire maggiore <b>trasparenza e responsabilità</b> per i gestori che detengono partecipazioni rilevanti	Obblighi imposti ai GEFIA che gestiscono FIA che acquisiscono partecipazioni rilevanti o il controllo di società (26-30 L1)
Sviluppare un <b>mercato unico per i fondi alternativi</b>	Diritti dei GEFIA e condizioni per la commercializzazione e gestione di FIA UE nell'Unione (31-33 L1) Norme specifiche relative ai Paesi Terzi (34-42 L1, 113-115 L2, 1 L2") Opzione di commercializzazione di FIA da parte dei GEFIA presso investitori al dettaglio (43 L1)
Assicurare la <b>proporzionalità</b> dell'intervento e imporre requisiti calibrati per <b>specifiche situazioni</b>	Deroghe (3 L1, 2-5 L2, 1 L2') Obblighi per i GEFIA che gestiscono tipi specifici di FIA (25-30 L1, 6-11 L2)

**Legenda:** L1 = Direttiva AIFMD; L2 = Regolamento delegato (UE) n. 231/2013; L2' = Regolamento (UE) n. 447/2013; L2" = Regolamento (UE) n. 448/2013

<sup>6</sup> Che integra la direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda deroghe, condizioni generali di esercizio, depositari, leva finanziaria, trasparenza e sorveglianza.

<sup>7</sup> Che stabilisce la procedura applicabile ai GEFIA che scelgono di sottoporsi alle norme della direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio.

<sup>8</sup> Che stabilisce la procedura di determinazione dello Stato membro di riferimento del GEFIA non UE a norma della direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio.

Le funzioni e i poteri di vigilanza necessari per rendere effettivo l'impianto normativo così costituito sono definiti dagli articoli 44-55 della Direttiva AIFM (integrate dagli artt. 115 e 116 del Regolamento delegato) e, in sintesi, prevedono quanto segue:

- gli **Stati membri** designano le **autorità** (pubbliche) competenti ad esercitare le funzioni previste dall'AIFMD, informando le istituzioni europee, assicurano che le stesse istituiscano metodi atti a **verificare l'ottemperanza** delle relative disposizioni, stabiliscono le norme sulle **misure e le sanzioni applicabili** in caso di violazione delle disposizioni nazionali adottate ai sensi della AIFMD, e stabiliscono che le decisioni adottate ai sensi delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative emanate in conformità dell'AIFMD siano debitamente  **motivate** e siano  **soggette al diritto di ricorso in sede giurisdizionale**;

- la **vigilanza prudenziale** su un GEFIA spetta (in via generale) alle autorità competenti dello **Stato membro d'origine** del GEFIA (*home country control*), fatta eccezione per i requisiti generali di organizzazione (12 L1) e i conflitti di interessi (14 L1) su cui vigilano le autorità competenti dello **Stato membro ospitante** nel caso in cui vi sia gestione e/o commercializzazione tramite succursale. Alle **autorità competenti** dello **Stato membro d'origine** del GEFIA sono attribuiti poteri di vigilanza informativa e ispettiva, inibitori e sanzionatori, da esercitare direttamente, in collaborazione con altre autorità, per il tramite di altri soggetti o rivolgendosi all'autorità giudiziaria. Le autorità competenti dello **Stato membro ospitante** hanno nei confronti dei GEFIA che gestiscono e/o commercializzano sul proprio territorio poteri di informazione e di intervento (previa informazione/coordinamento con le autorità dello **Stato membro d'origine** sotto l'egida dell'ESMA) nel caso di violazione delle norme di cui hanno responsabilità;

- l'**ESMA** elabora e riesamina regolarmente **orientamenti** volti ad armonizzare le prassi di vigilanza utilizzate dalle diverse autorità, ma ha anche poteri di **intervento indiretto** ("può [...] chiedere all'autorità competente o alle autorità competenti di adottare [...] misure) al fine di **imporre restrizioni** ai GEFIA non UE, e di **vietare la commercializzazione** nell'Unione di quote o azioni di FIA gestiti da GEFIA non UE o di FIA non UE gestiti da GEFIA UE nei casi specificati dall'art. 47, paragrafo 4 dell'AIFMD. Tali richieste sono "condizionate" all'esistenza di una **significativa minaccia** per il sistema finanziario e al **mancato** (o **inefficace**) **intervento** da parte delle autorità competenti. Le misure richieste devono contrastare in modo efficace la minaccia, senza avere effetti negativi sull'efficienza dei mercati, e non devono creare arbitraggi regolamentari;

- **le autorità competenti degli Stati membri cooperano tra di loro e con l'ESMA e il Comitato Europeo per il Rischio Sistemico (CERS)** ogni qualvolta ciò si renda necessario per l'espletamento dei loro compiti e per l'esercizio dei loro poteri. L'ESMA rappresenta il soggetto competente alla **composizione delle controversie** in caso di disaccordo fra le autorità competenti;

- **le autorità competenti** per i GEFIA **scambiano le informazioni** necessarie per la sorveglianza e l'intervento in caso di potenziali implicazioni delle attività di singoli GEFIA o dei GEFIA collettivamente sulla stabilità di istituti finanziari di importanza sistemica e sull'ordinato funzionamento dei mercati, **comunicano all'ESMA e al CERS informazioni aggregate sulle attività dei GEFIA** sotto la loro responsabilità, e **possono chiedere la cooperazione** delle autorità competenti di un altro Stato membro per **un'attività di vigilanza**, una verifica sul posto o un'indagine nel territorio di quest'ultimo nell'ambito dei poteri loro conferiti ai sensi della presente direttiva.

Le informazioni acquisite in sede di vigilanza, l'esperienza acquisita nell'applicazione della direttiva e la valutazione del suo impatto sugli investitori, sui FIA o sui GEFIA costituiranno la base per avviare un successivo **riesame** della direttiva medesima al fine di analizzare il grado di raggiungimento degli obiettivi prefissati e di proporre le opportune modifiche.

Alla luce di quanto sin qui descritto può, in sintesi, affermarsi che il **framework normativo europeo** sulla disciplina della gestione dei fondi alternativi, la corrispondente **attività di vigilanza**, nonché le future **attività di revisione** delle regole medesime testimoniano, in linea proprio con le conclusioni del Rapporto *de Larosière*, l'avvenuto significativo cambio di passo nel processo che ha il suo obiettivo finale nella realizzazione del mercato unico. Le regole definite dal legislatore europeo infatti hanno ristretto gli ambiti (e le potestà) discrezionali di quelli dei singoli Paesi Membri (relativamente, soprattutto, alle fattispecie aventi una rilevanza *cross-border*, nell'Unione) che, pertanto, sono (e saranno sempre più) chiamati a svolgere un diverso e più incisivo ruolo nella **fase ascendente della produzione normativa**<sup>9</sup>. Tale nuovo assetto costituisce uno dei pilastri su cui poggia la realizzazione di quel sistema di regole armonizzate in grado di offrire il medesimo livello di tutela (ad esempio) agli investitori dei diversi Paesi Membri e, dunque, del Mercato Unico Europeo.

Le previsioni europee in materia di **vigilanza** e di **poteri** attribuiti alle Autorità nazionali, assieme al pregnante ruolo attribuito all'ESMA nella realizzazione di prassi di vigilanza uniformi, costituiscono il secondo pilastro su cui poggia la realizzazione del Mercato Unico. Una volta, infatti, che le regole sono state armonizzate occorre scongiurare i rischi derivanti da eventuali "arbitraggi" correlati alla diversa intensità dell'azione di vigilanza posta in essere dalle Autorità nazionali competenti. All'ESMA è altresì attribuita una funzione generale di coordinamento anche al fine di dirimere controversie tra le Autorità nazionali.

La dettagliata disciplina del **riesame della direttiva** che, ai sensi dell'art. 69 dell'AIFMD, la Commissione Europea dovrà avviare entro il 22 luglio 2017, delinea il terzo pilastro su cui

---

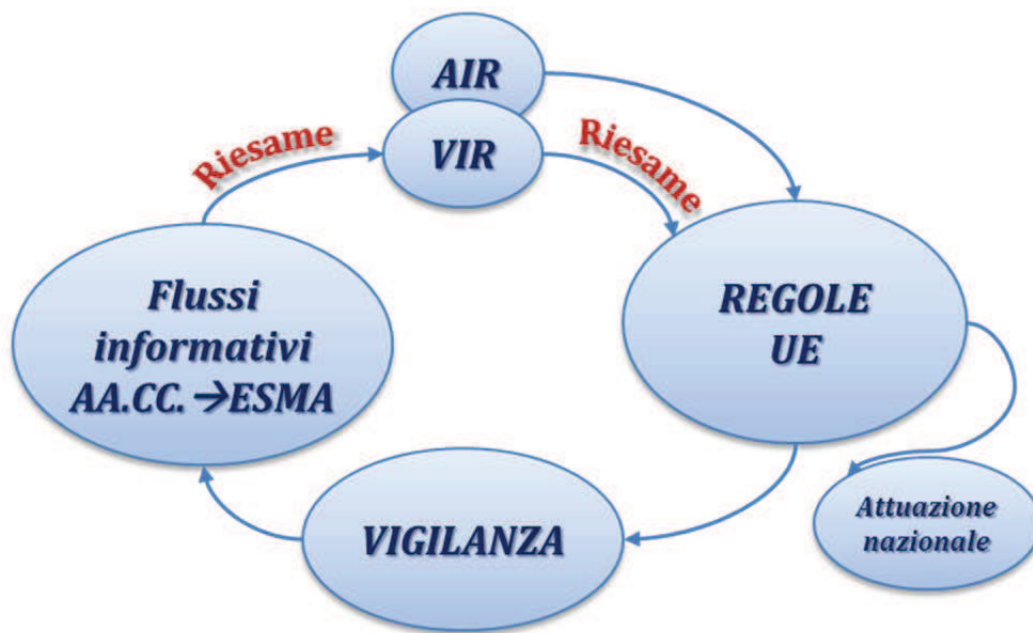
<sup>9</sup> Come messo in luce nella già citata Comunicazione della Commissione Europea del 15 maggio 2014, "prima delle riforme finanziarie, la legislazione UE sui servizi finanziari si basava in gran parte sul principio dell'armonizzazione minima, consentendo agli Stati membri una notevole flessibilità nel recepimento. In alcuni casi ciò ha provocato incertezza tra i partecipanti al mercato che operano a livello transfrontaliero, ha agevolato l'arbitraggio regolamentare e ha minato gli incentivi per una cooperazione reciprocamente vantaggiosa". Ed è a tal fine che la Commissione ha proposto di definire un corpus di norme che fornisce un unico quadro regolamentare per il settore finanziario da applicare in maniera uniforme in tutta l'UE.



poggia il nuovo ciclo “integrato” della produzione normativa europea nell’ambito del quale l’attività di vigilanza posta in essere dalle autorità competenti diviene la fonte principale per la raccolta delle informazioni e dei dati in base ai quali dovrà essere svolta la valutazione *ex-post* della efficacia delle regole (e, dunque, dovranno essere assunte le eventuali decisioni sulla modifica delle regole)<sup>10</sup>.

Il nuovo sistema di regolazione ora illustrato ridefinisce dunque le competenze e le attività di regolazione e di vigilanza, sia a livello europeo che a livello nazionale.

In particolare per le Autorità nazionali se, da un lato, si assiste ad una erosione del potere regolamentare (collocato sostanzialmente nella fase ascendente del processo di produzione normativa) con spazi minimi per opzioni regolatorie autonome, dall’altro lato, però, si registra un’accresciuta rilevanza della funzione di vigilanza cui è attribuito un ruolo centrale per la raccolta e la elaborazione di informazioni e dati utili alle analisi e alle valutazioni sulla efficacia delle misure predisposte e sulla loro eventuale revisione. L’attività di vigilanza e la produzione delle informazioni rilevanti per le valutazioni sulle regole vigenti dovrà quindi svolgersi secondo criteri e prassi via via sempre più uniformi in ambito UE e nell’ambito della crescente attività di cooperazione tra le Autorità coordinate dall’ESMA.



<sup>10</sup> Per ulteriori dettagli sull’attività di riesame cfr.infra par. 8 Valutazione di impatto della regolamentazione

## 5) *Analisi Costi-Benefici*

La definizione e l'attuazione degli strumenti normativi descritti nel precedente paragrafo sono finalizzate all'ottenimento di benefici netti per i destinatari della norma, ma producono allo stesso tempo costi e disincentivi da analizzare (almeno) a livello qualitativo, come naturale presupposto alla costruzione di un ***sistema di indicatori per la valutazione d'impatto della regolamentazione*** in argomento.

### *I costi*

Quanto agli effetti negativi, l'elemento principale è rappresentato dai ***costi di conformità*** e dagli oneri amministrativi connessi con le regole procedurali e gli obblighi informativi verso le autorità competenti che derivano dal rafforzamento dei requisiti per l'autorizzazione e della vigilanza sull'operatività dei GEFIA. In particolare, secondo uno schema classico del settore finanziario, la regolamentazione si è basata sulla riserva di attività, anche in uno dei pochi ambiti competitivi (fondi alternativi) dove tale principio non si era ancora affermato completamente. Ad esito dell'AIFMD, al netto delle deroghe applicabili ad una quota minimale delle masse gestite (c.d. gestori sotto-soglia di cui infra), tutti i gestori saranno soggetti ad autorizzazione sulla base di un sistema di requisiti operativi e altri obblighi armonizzati su base europea. Tale approccio è fondato sulla convinzione che, in un settore così delicato per il sistema economico, la dinamica concorrenziale di selezione delle imprese migliori non debba essere lasciata alla pura dinamica di mercato, con ingresso libero e imprese "peggiori" libere di fallire, ma debba essere caratterizzata da una "selezione" (autorizzazione) in grado di garantire un livello minimo di qualità che conservi la fiducia nel sistema e non solo nella singola impresa.

Il livellamento del campo da gioco sarà ottenuto in molti casi accrescendo, anche significativamente, gli oneri a carico dei soggetti operanti nel settore e, in tal modo, le barriere all'entrata di potenziali entranti (incentivo al consolidamento degli operatori su base nazionale e alla concorrenza su base europea).

Tali costi (fissi) hanno come contraltare l'aumento potenziale della qualità del servizio (e, quindi, la tutela degli investitori) ma costituiscono comunque barriere legali in grado di ridurre la pressione concorrenziale esterna. Con particolare riferimento all'Italia, è tuttavia possibile affermare che una buona parte delle disposizioni ora in vigore per tutti i gestori di fondi alternativi europei fossero già materialmente presenti nell'ordinamento italiano e che, pertanto, l'impatto negativo per i gestori nazionali potrebbe essere comparativamente meno pronunciato nel nostro Paese, in virtù di un approccio normativo in cui già erano presenti stringenti requisiti in materia di autorizzazione e operatività per tutte le SGR di diritto nazionale.

Una novità di rilievo è legata ***all'informativa pre-contrattuale e periodica***. Gli obblighi di informazione nei confronti di investitori, nell'impianto regolamentare europeo, hanno storicamente presentato oneri minimi (se non assenti) in caso di commercializzazione a

investitori professionali. L'AIFMD modifica parzialmente tale approccio, imponendo obblighi di informazione specifici anche nei confronti di investitori (presuntivamente) dotati di esperienza e competenza, integrando la disciplina di trasparenza definita dalla Direttiva Prospetto (orientata principalmente agli investitori al dettaglio). Alcuni oneri sono peraltro mitigati dalla possibilità di mettere a disposizione degli investitori la documentazione esclusivamente "su richiesta"<sup>11</sup>.

Con riferimento agli **oneri amministrativi**, la Direttiva determina un sostanziale incremento delle segnalazioni nei confronti delle autorità competenti. L'attuazione dei presidi di vigilanza macroprudenziale integrata si basa, infatti, sulla disponibilità delle informazioni necessarie per anticipare e contrastare future fasi critiche. In particolare, le segnalazioni riguardano le informazioni sui principali strumenti negoziati e sulle principali esposizioni e più importanti concentrazioni dei fondi alternativi gestiti. Inoltre, al fine di assicurare la trasparenza e l'integrità del mercato sono stati introdotti nuovi obblighi destinati ai GEFIA che acquisiscono partecipazioni rilevanti o il controllo di società anche non quotate.

Il nuovo sistema di segnalazioni alle autorità determinerà, infine, anche un incremento dei costi delle amministrazioni coinvolte sia con riferimento allo scambio di informazioni fra soggetti pubblici responsabili della vigilanza, sia con riferimento al costo del personale impiegato nelle attività di monitoraggio necessarie ai fini della stessa. Con particolare riferimento all'Italia, come già evidenziato a proposito dei costi di conformità, è possibile affermare che le principali segnalazioni introdotte dall'AIFMD sono già richieste ai gestori che ricadranno nell'ambito di applicazione della nuova disciplina. Pertanto, anche con riferimento agli oneri amministrativi, l'impatto negativo per i gestori potrebbe essere comparativamente meno pronunciato in Italia, in virtù di un approccio normativo in cui già erano presenti rilevanti obblighi informativi per le SGR di diritto nazionale.

### ***I benefici***

Il principale beneficio connesso alla nuova disciplina consiste nella possibilità di gestire e commercializzare liberamente (verso investitori professionali) fondi alternativi nel mercato unico europeo per tutti i GEFIA autorizzati ai sensi della Direttiva. La creazione del cd. **passaporto europeo** per i gestori offre l'opportunità di accrescere il numero di investitori potenzialmente destinatari di un'offerta, residenti in uno o più Stati membri, diversi da quello "di origine", presso il quale è stata ottenuta l'autorizzazione alla prestazione del servizio. Tale opportunità rappresenta un incentivo ad **accrescere la concorrenza** interna al settore su base europea, realizzando un livellamento del campo da gioco e stimolando la qualità dell'offerta e una pressione al ribasso delle commissioni applicate alla clientela.

I GEFIA avranno la possibilità di accedere ad una **platea di investitori più ampia con costi ridotti**, anche se il rispetto delle condizioni per l'autorizzazione e operative, degli obblighi

---

<sup>11</sup> vedi l'art. 22 dell'AIFMD

di segnalazione e informazione verso il mercato, gli investitori e le autorità determineranno un aumento dei costi iniziali e di gestione. Tale aumento dei costi se, da una parte, produce barriere legali che limitano la concorrenza esterna, dovrebbe tradursi in un aumento della qualità del servizio determinata dai presidi di vigilanza pensati per regolare gli ambiti di attività la cui criticità è emersa in seguito alla crisi finanziaria (*governance*, autorizzazione, remunerazioni, conflitti di interesse, delega di attività, informazione agli investitori [anche professionali], segnalazione di specifici aspetti, come il ricorso alla leva finanziaria, alle autorità competenti).

In considerazione del **principio di proporzionalità**, l'AIFMD prevede un **regime agevolato** che consente ai gestori che in virtù dell'ammontare delle risorse gestite difficilmente potrebbero accedere al mercato unico europeo (i gestori "sotto-soglia") di non dover sopportare la totalità dei costi previsti per i GEFIA. La Direttiva (art. 3) prevede infatti per tali gestori un regime di registrazione (in luogo dell'autorizzazione) fatta salva la facoltà per gli Stati Membri di adottare norme più rigorose nei confronti di tali soggetti. Inoltre, affinché possano comunque beneficiare dei diritti riconosciuti dalla direttiva (passaporto europeo), ai GEFIA di minori dimensioni è riservata una clausola di *opt-in* (possono essere trattati come GEFIA assoggettandosi volontariamente ai requisiti e agli obblighi previsti dall'AIFMD).

Come già evidenziato dalla storia del sistema finanziario italiano, la creazione di un *gap* eccessivo negli oneri di conformità associati a diversi stadi quantitativi di una medesima attività rischia di disincentivare la crescita dimensionale delle imprese. In tal senso, la scelta compiuta dal legislatore è stata quella di ridurre al minimo le differenze fra GEFIA e gestori "sotto-soglia". Ciò è stato ottenuto mediante la scelta di fondo di applicare a questi ultimi le medesime regole previste per i GEFIA, delegando a Banca d'Italia e Consob la definizione di deroghe puntuali, per i soli gestori di fondi riservati. Pertanto, ai gestori "sotto-soglia" che offriranno fondi a investitori *retail* saranno applicabili le medesime regole applicabili ai GEFIA. Tale approccio, bilanciando principio di proporzionalità ed esigenze di tutela del risparmio, appare in grado di evitare che la regolamentazione nazionale possa creare un disincentivo alla crescita dimensionale dei gestori.

Infine, l'AIFMD disegna un **nuovo sistema di informazione e azione da parte delle autorità nazionali ed europee**. Il principale beneficio della nuova architettura sarà quello di realizzare un sistema di presidi in grado di monitorare il rischio sistemico e i rischi microprudenziali e di agire in modo più efficace per contrastare l'insorgere di situazioni critiche, ripristinando e sostenendo, in ultima analisi, la fiducia degli attori nel buon funzionamento del sistema finanziario europeo.

## Costi

Autorizzazione  
(costi di conformità/oneri amministrativi/minore concorrenza)

Condizioni operative dei GEFIA  
(costi di conformità/oneri amministrativi/minore concorrenza)

Segnalazioni per il monitoraggio del Rischio Sistemico  
(oneri amministrativi)

Obblighi di informazione pre-contrattuale/periodica verso gli investitori  
(costi di conformità/oneri amministrativi)

Obblighi in caso di acquisto partecipazioni  
(costi di conformità/oneri amministrativi)

**Costi per le amministrazioni pubbliche**  
(autorizzazione/vigilanza)



## **GEFIA INVESTITORI AUTORITA'** (*soggetti interessati*)

## Benefici

Passaporto europeo per la commercializzazione a investitori professionali

Maggiore garanzia di qualità del servizio di gestione collettiva

Proporzionalità (Deroghe)

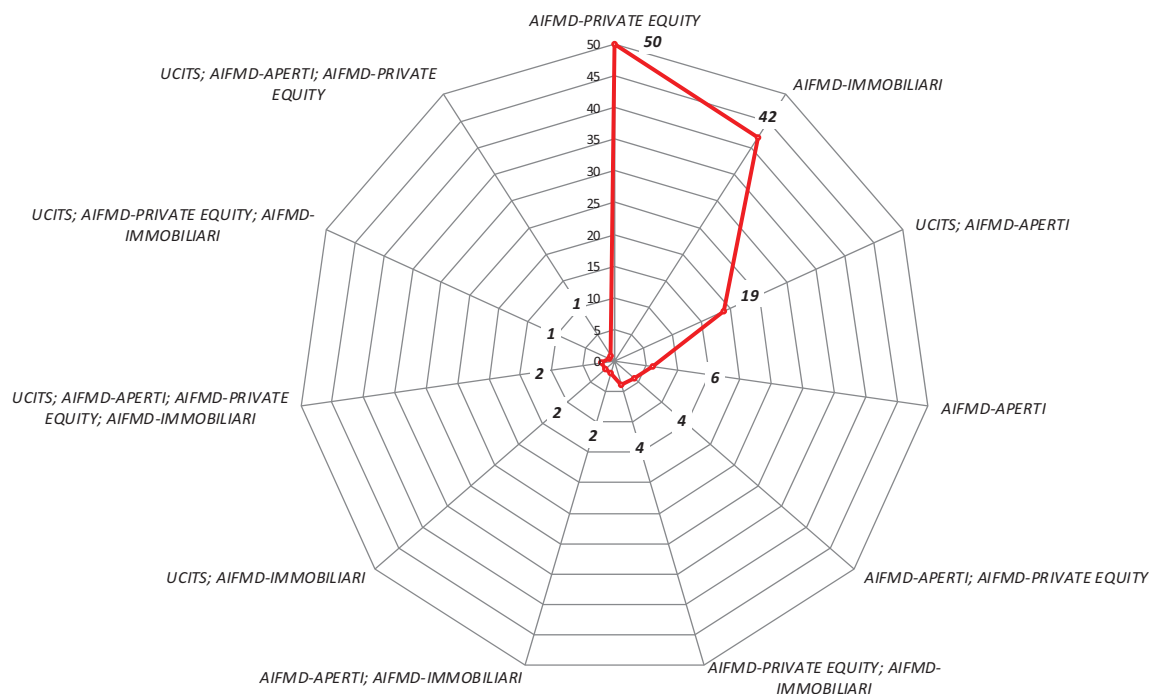
Disponibilità di dati e architettura istituzionale per la vigilanza sul rischio sistemico

**6) Analisi dell'ambito di attività, con riferimento al mercato italiano, su cui incide la Direttiva alla data del 30 giugno 2013<sup>12</sup>**

a) Numero complessivo di SGR che rientrano nel perimetro di applicazione della Direttiva AIFM: 133, di cui 108 soggetti che gestiscono esclusivamente FIA. Tra questi ultimi 80 sono GEFIA che gestiscono esclusivamente FIA riservati.

Specializzazione per tipologia di prodotto e numero SGR	Numero SGR
AIFMD-PRIVATE EQUITY	50
AIFMD-IMMOBILIARI	42
UCITS; AIFMD-APERTI	19
AIFMD-APERTI	6
AIFMD-APERTI; AIFMD-PRIVATE EQUITY	4
AIFMD-PRIVATE EQUITY; AIFMD-IMMOBILIARI	4
AIFMD-APERTI; AIFMD-IMMOBILIARI	2
UCITS; AIFMD-IMMOBILIARI	2
UCITS; AIFMD-APERTI; AIFMD-PRIVATE EQUITY; AIFMD-IMMOBILIARI	2
UCITS; AIFMD-PRIVATE EQUITY; AIFMD-IMMOBILIARI	1
UCITS; AIFMD-APERTI; AIFMD-PRIVATE EQUITY	1
<b>TOTALE</b>	<b>133</b>

**Specializzazione per tipologia di prodotto e numero SGR**



<sup>12</sup> Fonte: elaborazioni su dati Consob e Banca d'Italia alla data del 30 giugno 2013.

Il grafico suddetto evidenzia che il mercato dei gestori italiani si caratterizza per un significativo livello di specializzazione per tipologia di prodotto gestito - il 38% delle SGR (in numero pari a 50) gestisce esclusivamente fondi di *private equity*, il 32% delle SGR (in numero pari a 42) gestisce esclusivamente fondi immobiliari -. Nel restante 30% del campione analizzato (in numero pari a 41) si riscontra, invece, un'operatività su diverse tipologie di prodotto (UCITS, FIA aperti, FIA immobiliari, FIA *private equity*), di cui il 50% è rappresentato da Gestori UCITS-FIA Aperti (in numero pari a 19). Non significative appaiono le SGR attive nella gestione di differenti tipologie di prodotto.

- b) Concentrazione di mercato delle SGR riconducibile al perimetro applicativo della AIFMD (primi 10 *players*)

SGR	TOTALE ATTIVO		NUMERO FONDI	
	Valore assoluto	Valore %	Valore assoluto	Valore %
SGR 1	9.972.006.116	12%	43	7%
SGR 2	9.521.796.263	12%	33	5%
SGR 3	5.564.354.987	7%	9	1%
SGR 4	4.609.607.279	6%	21	3%
SGR 5	3.748.366.053	5%	7	1%
SGR 6	3.514.971.293	4%	26	4%
SGR 7	2.590.336.273	3%	10	2%
SGR 8	2.363.513.809	3%	10	2%
SGR 9	2.132.718.585	3%	14	2%
SGR 10	1.735.802.868	2%	14	2%
<b>TOTALE</b>	<b>45.753.473.526</b>	<b>55%</b>	<b>187</b>	<b>29%</b>

La tabella suddetta evidenzia una forte concentrazione del mercato dei gestori italiani di FIA: i primi 10 player rappresentano in termini di totale attivo il 55% del mercato nazionale.

- c) Numero di fondi che rientrano nel perimetro di applicazione della Direttiva AIFM: **646**

Numeri di fondi gestiti per tipologia			
AIFMD - Aperti	AIFMD - Private Equity	AIFMD - Immobiliare	Totale complessivo
<b>165</b>	<b>140</b>	<b>341</b>	<b>646</b>

d) Principali voci di bilancio dei fondi che rientrano nel perimetro di applicazione della Direttiva AIFM: Numero di fondi, Totale Attivo (€) e Patrimonio Netto (€)

TIPOLOGIA FONDI	NUMERO FONDI	TOTALE ATTIVO	NAV
AIFMD - IMMOBILIARI	341	53.589.508.532	31.739.016.916
AIFMD - APERTI	165	20.178.853.301	19.552.489.047
AIFMD - PRIVATE EQUITY	140	8.908.960.185	8.716.344.641
<b>TOTALE COMPLESSIVO</b>	<b>646</b>	<b>82.677.322.018</b>	<b>60.007.850.604</b>

e) Numero di SGR che gestiscono fondi cumulativi che non superano la soglia di 100.000.000 € o di 500.000.000 € (senza utilizzo di leva finanziaria<sup>13</sup>) che potrebbero ricadere nel regime agevolato previsto dalla Direttiva AIFM. Il regime agevolato si applica ai gestori che gestiscono esclusivamente FIA riservati (l'analisi pertanto non considera "sotto soglia" le SGR che gestiscono FIA *retail*).

NUMERO DI SGR CHE POTREBBERO ACCEDERE AL REGIME AGEVOLATO							
TOTALE ATTIVO	UTILIZZO LEVA	NUMERO SGR	% SU TOTALE SGR	TOTALE ATTIVO €	% SU TOTALE ATTIVO	NUMERO OICR	% SU NUMERO OICR
INFERIORE 100 MLN/€	NON RILEVANTE	33	25%	1.401.791.946	2%	53	8%
COMPRESO FRA 100 MLN/€ E 500 MLN/€	ASSENTE	16	12%	3.240.438.043	4%	43	7%
<b>TOTALE</b>		<b>49</b>	<b>37%</b>	<b>4.642.229.989</b>	<b>6%</b>	<b>96</b>	<b>15%</b>

La tabella suddetta evidenzia che i gestori sotto-soglia (in numero pari a 49) rappresentano il 37% del numero totale di gestori italiani di FIA (in numero pari a 133) pur rappresentando in termini di totale attivo il 6% delle masse gestite (circa 4,6 €/mld su 82,7 €/mld).

f) Utilizzo di classi<sup>14</sup> nell'offerta dei fondi riconducibili al perimetro di applicazione della Direttiva AIFM

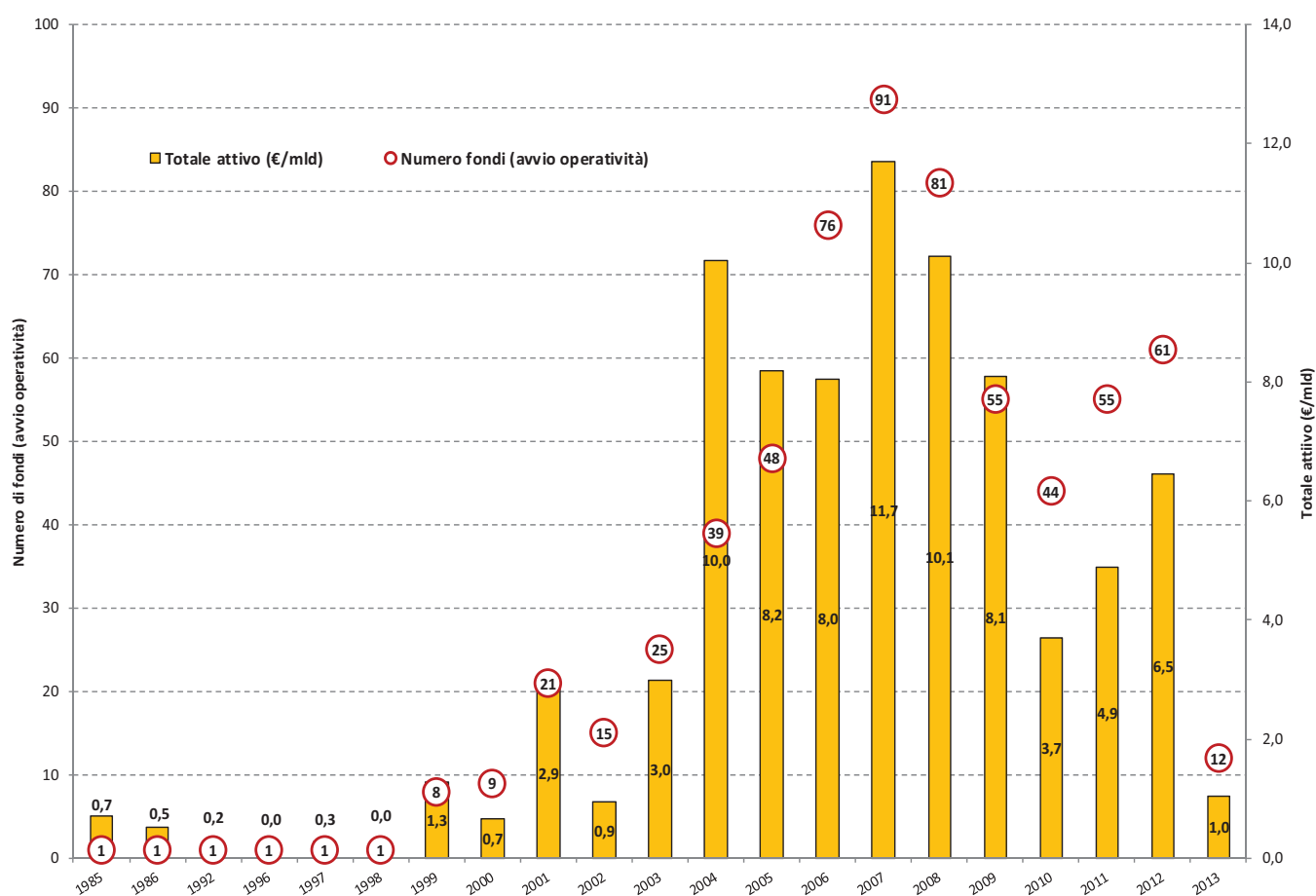
<sup>13</sup> **Nota metodologica:** ai fini del calcolo della leva finanziaria, necessaria ad individuare le SGR/Fondi che potrebbero ricadere nel regime agevolato, è stato utilizzato il seguente criterio "semplificativo": per i fondi immobiliari, il rapporto tra Totale attivo e NAV; per le altre tipologie di fondi, il rapporto tra la somma del (totale attivo + scoperto + impegni) e NAV. Sono considerati fondi a leva quelli per i quali il citato rapporto è maggiore di 1,1 (è stato considerato un 10% di "tolleranza").

<sup>14</sup> In particolare, le classi rappresentano articolazioni interne ai prodotti della gestione collettiva e si configurano come differenti tipologie di quote o azioni (di fondi comuni o Sicav) attraverso le quali si determina una diversificazione delle condizioni di offerta quali, ad esempio, le modalità di pagamento delle commissioni, l'ammontare minimo di investimento richiesto e le differenti categorie di investitori. Per l'investitore le varie componenti di costo di un OICR concorrono a determinare il rendimento (netto) di tale



AIFMD - Aperti		AIFMD - Private Equity		AIFMD - Immobiliari	
Numeri di fondi gestiti	Classi offerte	Numeri di fondi gestiti	Classi offerte	Numeri di fondi gestiti	Classi offerte
165	218	140	262	341	395

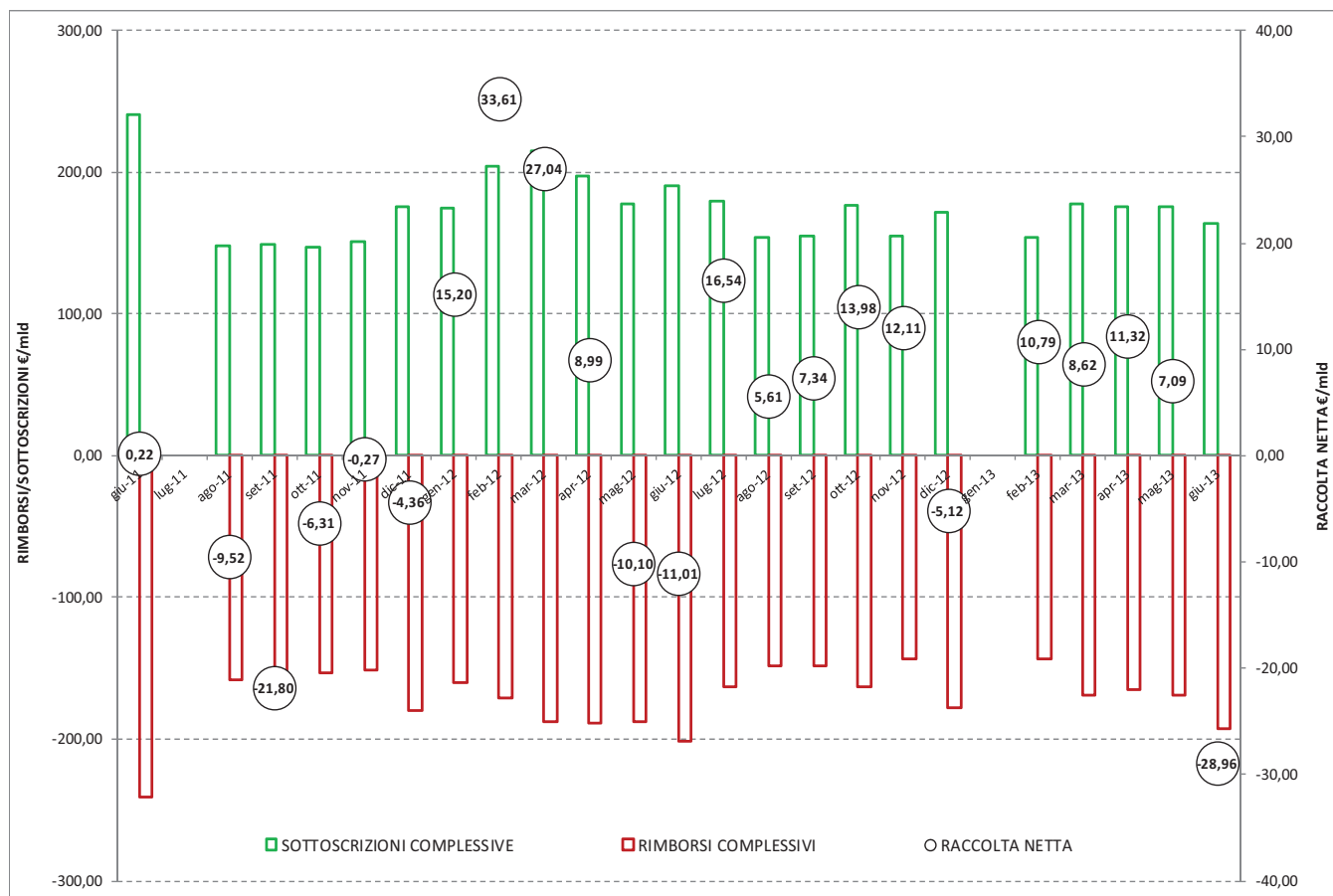
g) Analisi in termini di avvio di operatività e di Totale Attivo (€/mld.) dei fondi riconducibili al perimetro di applicazione della Direttiva AIFM



Il grafico suddetto evidenzia un significativo incremento di operatività dei fondi alternativi, sia in termini di numerosità che di masse gestite, tra il 2004 ed il 2007 per poi registrare un *trend* decrescente a partire dalla crisi finanziaria del 2008.

prodotto e, in ragione di ciò, risultano fondamentali tanto per la scelta del comparto, quanto per quella delle relative classi.

h) Andamento nel periodo giugno 2011 - giugno 2013 (analisi su base mensile) delle sottoscrizioni complessive, dei rimborsi complessivi e della raccolta netta degli OICR, “UCITS” e “NON UCITS (AIFMD)”, commercializzati in Italia (dati in €/mld.)



Il grafico suddetto evidenzia che negli ultimi due anni, la raccolta netta (comprensiva di fondi UCITS e fondi alternativi) non evidenzia significativi incrementi registrando entrate e uscite dal settore sostanzialmente equivalenti (nuove sottoscrizioni pari a 4.014 €/mld a fronte di rimborsi per complessivi di 3.933 €/mld con una raccolta netta positiva pari a 81 €/mld nel biennio considerato).

i) Numero di FIA gestiti da GEFIA UE, commercializzati in Italia nei confronti di investitori professionali, attraverso il regime del passaporto europeo, successivamente al 22 luglio 2013<sup>15</sup>: **36**

<sup>15</sup> In data 26 luglio 2013 la Consob e la Banca d'Italia hanno emanato una comunicazione congiunta con la quale hanno fornito alcuni chiarimenti e indicazioni in ordine alle regole applicabili sin dal 22 luglio 2013 in tema di passaporto degli OICR alternativi e sino all'entrata in vigore delle disposizioni nazionali di recepimento dell'AIFMD. In particolare, a partire dal 22 luglio 2013, i GEFIA UE stabiliti in uno Stato membro in cui la AIFMD è stata già trasposta: a) i quali intendono commercializzare in Italia, nei confronti di

- j) Numero di GEFIA UE che hanno deciso, successivamente al 22 luglio 2013<sup>16</sup>, di gestire FIA di diritto italiano (procedura di cui all'art. 33 della AIFMD): **0**

---

investitori professionali, i FIA dagli stessi gestiti, applicano la procedura di notifica prevista dall'art. 32 della AIFMD; b) i quali intendono gestire un FIA italiano, in libera prestazione di servizi o mediante stabilimento di succursale, applicano la procedura di comunicazione prevista dall'art. 33 della AIFMD.

<sup>16</sup> Cfr. precedente nota n. 18.

## **7) L'attuazione in Italia della disciplina relativa ai gestori di fondi di investimento alternativi e le opzioni regolamentari**

La Direttiva introduce per la prima volta dei requisiti armonizzati per i soggetti coinvolti nella gestione di fondi di investimento alternativi (FIA) commercializzati in Europa ad investitori professionali. Una volta autorizzati, i gestori potranno operare in qualunque Stato Membro, strutturando la propria attività su base transfrontaliera senza essere assoggettati a oneri ulteriori.

Per ottenere l'autorizzazione, i gestori di fondi alternativi dovranno conformare la propria attività a requisiti e obblighi (armonizzati): di capitale, di *governance*, organizzativi generali, di gestione del rischio e della liquidità, relativi alla scelta del soggetto depositario (anch'esso titolare di importanti requisiti di conformità per il delicato ruolo svolto nell'ambito della gestione collettiva), applicabili in caso di delega di attività e di informativa (sia nei confronti degli investitori che delle autorità competenti). A questi requisiti generali ne vengono affiancati alcuni legati a specifiche modalità di gestione (ad esempio per i fondi che utilizzano la leva finanziaria).

Vi sono tuttavia dei gradi di libertà nell'attuazione della disciplina da parte degli Stati membri, in particolare con riferimento alla disciplina dei FIA, dei soggetti che gestiscono un ammontare di risorse inferiore a specifiche soglie (cd. gestori sotto soglia<sup>17</sup>) e alle regole relative alla commercializzazione dei fondi alternativi a investitori al dettaglio.

L'attuazione della disciplina tracciata dalla AIFMD è stata realizzata attraverso un doppio binario:

- 1) direttamente a livello europeo, con i Regolamenti delegati (UE) n. 231, 447 e 448 del 2013;
- 2) a livello nazionale, con la modifica del TUF (D.lgs. n. 44 del 4 marzo 2014) e dei regolamenti da esso delegati all'attuazione regolamentare della disciplina sui fondi alternativi.

Alle modifiche intervenute nella normativa primaria devono pertanto fare seguito rilevanti interventi su tre atti di competenza della Consob (Regolamento Congiunto Banca d'Italia – Consob, Regolamento Intermediari, Regolamento Emittenti), oltre agli atti di competenza della sola Banca d'Italia (Regolamento in materia di gestione collettiva) e al decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze (relativamente alla struttura dei FIA).

Le numerose modifiche necessarie per adeguare il TUF alla disciplina europea in materia di fondi alternativi e l'uso sempre più frequente, in ambito europeo, dello strumento del regolamento delegato della Commissione UE in materia di gestione collettiva del risparmio,

---

<sup>17</sup> Tale tipologia di deroga concerne i gestori il cui ammontare di *asset under management* si situi al di sotto di soglie prefissate: 100.000.000 euro o 500.000.000 euro per i gestori di OICR che non ricorrono alla leva finanziaria e non concedono agli investitori diritti di rimborso per un periodo di cinque anni.

hanno comportato un ripensamento della struttura del Titolo III del TUF, nonché dell'impianto definitivo presente nel testo unico.

Sono state pertanto riformulate le definizioni presenti dalla lettera *d*) alla lettera *r-bis*) dell'art. 1, comma 1, per renderle più simili alla disciplina europea e quindi più comprensibili al lettore e all'operatore, ferme restando le specificità della normativa nazionale (società di investimento e gestori italiani).

A seguito della revisione organica della Parte II, Titolo III, le norme sulla gestione collettiva del risparmio è stata riorganizzata nelle seguenti macro aree:

1. Soggetti autorizzati italiani (Società di Gestione del Risparmio [Sgr], Società di Investimento a Capitale Variabile [Sicav] e Fisso [Sicaf]) e attività esercitabili ai sensi delle direttive UCITS e AIFMD e delle relative disposizioni di attuazione;
2. Disciplina degli OICR italiani (fondi comuni di investimento, Sicav e Sicaf in gestione esterna, strutture *master-feeder*, fusione e scissione);
3. Operatività transfrontaliera dei gestori italiani ed esteri;
4. Commercializzazione in Italia di OICVM e FIA;
5. Obblighi supplementari per le Sgr i cui FIA acquisiscono partecipazioni rilevanti e di controllo;
6. Disciplina del depositario.

Di rilevanza fondamentale è la nuova definizione delle funzioni minime connesse alla prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio: gestione del portafoglio e gestione del rischio.

### ***Le opzioni regolamentari***

L'attuazione regolamentare della disciplina rappresenta dunque la “coda” di un processo che attraverso il presente documento si è cercato di descrivere, partendo dalle criticità che hanno dato origine all'intervento europeo, delineando gli obiettivi e gli strumenti ai quali affidarne il perseguimento, per concludere evidenziando i profili che hanno caratterizzato le scelte regolamentari.

Al riguardo, è possibile evidenziare tre nuclei fondamentali nell'ambito dei quali sono state compiute tali scelte, nel rispetto degli obiettivi e dei criteri definiti dalle fonti gerarchicamente superiori.

### ***L'armonizzazione della disciplina dei Gestori “UCITS” e “alternativi”***

L'attuazione regolamentare della disciplina ha posto non poche problematiche legate al *drafting* normativo. Il tema è rilevante ai fini della definizione degli oneri per gli operatori,

in quanto la concreta redazione delle disposizioni impatta sulla semplicità ermeneutica del quadro normativo e dei conseguenti requisiti di conformità e obblighi informativi da soddisfare. Con riferimento alla vigilanza microprudenziale, la presenza di un Regolamento europeo direttamente applicabile ha, da una parte, svuotato il Regolamento Congiunto Banca d'Italia – Consob di alcune deleghe sostanziali e, dall'altra, ha aumentato la frammentazione delle fonti rilevanti per i gestori. Per contenere questa tendenza, il Regolamento Congiunto è stato modificato inserendo rinvii puntuali agli articoli del Regolamento delegato (UE) n. 231/2013 di volta in volta rilevanti, così da fornire una “mappa” in grado di orientare gli operatori e rendere più semplice la piena conformità alle disposizioni europee.

Inoltre, attraverso il confronto puntuale della normativa applicabile ai gestori di fondi “UCITS” con quella dei gestori di fondi “alternativi” è stato possibile definire una disciplina unica (mediante applicazione anche ai primi del Regolamento delegato (UE) n. 231/2013) ogni qual volta la sostanza delle regole fosse assimilabile, mentre sono rimaste differenziate alcune aree in cui è stato riscontrato uno scostamento significativo. In questi casi, l'estensione della disciplina AIFMD avrebbe comportato l'introduzione di livelli di regolazione superiori a quelli minimi richiesti dalla direttiva e dai regolamenti, opzione non compatibile con quanto disposto dell'articolo 14, commi 24-bis, 24-ter e 24-quater, della legge 28 novembre 2005, n. 246.

L'obiettivo è quello di avvicinare il più possibile lo statuto dei soggetti autorizzati a svolgere il servizio di gestione collettiva, al netto delle specificità naturalmente connesse con le caratteristiche dell'investimento in specifiche attività (*private equity*, immobili,...), garantendo che la concorrenza avvenga in un contesto di fiducia da parte degli investitori nella qualità di base del servizio, assicurata soprattutto dalla conformità alle regole procedurali e ai requisiti organizzativi definiti per dare un contenuto ai principi generali di trasparenza e correttezza.

### ***I Gestori sotto-soglia***

La Direttiva AIFM prevede un regime agevolato per i GEFIA nel caso in cui i FIA cumulativi gestiti non superino la soglia di 100.000.000 di euro o di 500.000.000 di euro per i GEFIA che gestiscono solo fondi che non ricorrono alla leva finanziaria e non concedono agli investitori diritti di rimborso per un periodo di cinque anni.

Sebbene sia improbabile che le attività dei GEFIA in questione abbiano conseguenze significative a livello individuale (microprudenziale) per la stabilità finanziaria, potrebbe accadere che, congiuntamente, tali attività generino rischi sistemici. La Direttiva consente che tali GEFIA siano assoggettati non già all'obbligo di autorizzazione integrale bensì all'obbligo di registrazione nel proprio Stato membro d'origine e a quello di trasmissione, tra l'altro, alle autorità competenti delle informazioni pertinenti sui principali strumenti negoziati e sulle principali esposizioni e più importanti concentrazioni, con riferimento ai

FIA gestiti. L'esenzione non impedisce agli Stati membri di imporre obblighi più rigorosi ai GEFIA che non abbiano aderito. Tuttavia, affinché possano comunque beneficiare dei diritti riconosciuti dalla presente direttiva (passaporto), la Direttiva consente che tali GEFIA di minori dimensioni possano volontariamente assoggettarsi alla procedura di adesione prevista dalla direttiva stessa, esercitando il c.d. "opt-in".

Nell'ordinamento italiano, la possibilità di prestare il servizio di gestione collettiva mediante registrazione avrebbe rappresentato un arretramento delle tutele rispetto allo *status quo*, caratterizzato dall'obbligo di autorizzazione per tutti i soggetti operanti in tale settore, sulla base del rispetto di requisiti di *governance* e organizzativi e obblighi informativi volti a supportare la vigilanza prudenziale nonché dalla vigilanza successiva sulla trasparenza e correttezza dei comportamenti da parte delle competenti autorità.

La scelta di fondo è stata compiuta a livello legislativo, prevedendo l'obbligo di autorizzazione e l'applicazione ai sotto-soglia del complesso di obblighi imposti dal Regolamento delegato (UE) n. 231/2013, con la possibilità di prevedere, a livello di regolamentazione secondaria, la disapplicazione di alcune previsioni. Infatti, sulla base della delega contenuta nell'articolo 35-undecies del TUF, "la Banca d'Italia e la Consob, nell'ambito delle rispettive competenze, possono esentare i gestori autorizzati che gestiscono FIA italiani riservati il cui valore totale dei beni gestiti non supera 100 milioni di euro ovvero 500 milioni se gli Oicr gestiti non fanno ricorso alla leva finanziaria e non consentono agli investitori di esercitare il diritto di rimborso per 5 anni dopo l'investimento iniziale, dall'applicazione delle disposizioni attuative dell'articolo 6, commi 1, 2 e 2-bis".

In base alle valutazioni effettuate, bilanciando il principio di proporzionalità e la necessità di creare un regime agevolato che d'altra parte non rappresentasse un freno alla crescita dei gestori, disincentivati ad aumentare le masse a causa di un eccessivo "salto" dei costi fissi generato dal *gap* fra lo statuto dei GEFIA e quello dei sotto-soglia (di fondi riservati), sono state identificate le seguenti previsioni che, nell'ambito della disciplina microprudenziale contenuta nel Regolamento Congiunto Banca d'Italia – Consob, saranno **oggetto di disapplicazione**:

- l'art. 37 del Regolamento delegato (UE) n. 231/2013, che disciplina le **strategie adottate dai gestori per l'esercizio dei diritti di voto** (vedi art. 34, comma 2, del Regolamento Congiunto);
- il "test di adeguatezza ed efficacia del sistema dei controlli" (vedi art. 38, comma 1, del Regolamento Congiunto) necessario per l'applicazione del principio di proporzionalità alle funzioni di controllo, per cui **ai gestori sotto-soglia è riconosciuta la possibilità (incondizionata) di accentrare in un'unica funzione la gestione del rischio, il controllo della conformità e l'audit interno** (vedi art. 38, comma 2, del Regolamento Congiunto). Peraltro, nell'ottica di evitare disincentivi alla crescita dimensionale derivanti dai costi di conformità normativa, si segnala che i gestori che dovessero, grazie all'aumento delle masse gestite, uscire dal perimetro di

disapplicazione della norma potranno continuare ad accentrare la gestione del rischio e il controllo di conformità, senza prevedere una funzione di *audit* interno, a condizione che siano comunque assicurate l'adeguatezza e l'efficacia del sistema dei controlli, conformemente al principio di proporzionalità (vedi art. 38, comma 1, del Regolamento Congiunto);

- le **procedure e misure di gestione delle situazioni di conflitto di interessi** previste dall'art. 33, paragrafo 2, del Regolamento delegato (UE) n. 231/2013 (vedi art. 42, comma 2, del Regolamento Congiunto). Si è ritenuto, nel confermare per i sotto-soglia l'impianto normativo definito dall'art. 30 e seguenti del Regolamento europeo, basato sulla identificazione e gestione delle situazioni di conflitto, di disapplicare l'elenco predefinito delle misure organizzative volte a assicurare il grado di indipendenza nello svolgimento delle attività. La medesima lista era sostanzialmente contenuta anche nel Regolamento Congiunto in vigore prima delle modifiche introdotte in ragione dell'attuazione dell'AIFMD. Pertanto, la scelta di attuare una disciplina più flessibile ai sotto-soglia costituisce una riduzione potenziale degli oneri amministrativi rispetto allo *status quo*, nonostante il complesso degli obblighi sulle Sgr risulti sostanzialmente aumentato ad esito dell'attuazione dell'AIFMD;
- l'adempimento (onere amministrativo) relativo **all'informativa preventiva** da fornire a Banca d'Italia e Consob da parte dei gestori che intendono **esternalizzare funzioni aziendali** operative essenziali o importanti o servizi (vedi art. 44, comma 3, del Regolamento Congiunto);
- **il divieto** al conferimento della **delega relativa alla gestione del rischio** a soggetti diversi da intermediari autorizzati alla prestazione del servizio di gestione collettiva o di gestione di portafoglio (vedi art. 47, comma 2, del Regolamento Congiunto);
- una delle situazioni nelle quali il gestore è ritenuto una **società fantasma** (vedi art. 51, comma 2, del Regolamento Congiunto). In particolare, fra le situazioni individuate dall'art. 82 del Regolamento delegato (UE) n. 231/2013, viene disapplicata la situazione relativa al paragrafo 1, lettera d), cioè quella in cui *“le funzioni di gestione degli investimenti delegate dal GEFIA superano in misura sostanziale le funzioni di gestione degli investimenti esercitate dal GEFIA stesso”*.

### **Commercializzazione agli investitori al dettaglio di FIA UE**

La scelta fondamentale, compiuta a livello legislativo, è stata quella di estendere la possibilità di commercializzare FIA UE a investitori al dettaglio. Pertanto, un GEFIA potrà commercializzare FIA UE in Italia - a condizioni che gli stessi siano commercializzati nei confronti di investitori al dettaglio anche nello Stato di origine del FIA-, nel rispetto degli oneri informativi e delle procedure di autorizzazione e notifica alle Autorità competenti, necessari per svolgere le attività di verifica della conformità della documentazione d'offerta alla normativa vigente, nonché per la successiva raccolta di dati di vigilanza.



Per quanto riguarda il primo aspetto (procedure di autorizzazione), al di là della complessità insita nella materia che non favorisce la semplicità e l'immediata intellegibilità delle disposizioni, si è cercato nella sostanza di ridurre l'impatto sostanziale degli oneri amministrativi, attraverso l'indicazione di tempi minimi necessari per l'effettuazione delle verifiche e il coordinamento dei flussi informativi fra la Banca d'Italia e la Consob, al fine di evitare duplicazioni.

In tema di informativa agli investitori *retail*, con riferimento all'offerta di FIA aperti (italiani e UE), si è ritenuto di estendere l'obbligo di redigere il KIID e il prospetto completo, in modo da veicolare le informazioni elencate all'art. 23 dell'AIFMD attraverso una documentazione che deriva dall'attuazione della UCITS e, pertanto, contribuisce alla comparabilità fra fondi aperti.

Diversamente, nel caso di quote o azioni di FIA chiusi, agli stessi sarà applicabile la disciplina sul prospetto d'offerta prevista dalla Direttiva 2003/71/CE e dal Regolamento delegato UE 809/2004. Conseguentemente il prospetto e gli eventuali supplementi sono validi in Italia a condizione che si sia completata la relativa procedura di passaportazione prevista dalla Direttiva Prospetto.

(Per una sintesi delle procedure previste cfr. lo schema alla pagina successiva)

**GEFIA “italiani” e GEFIA UE (diversi da quelli italiani) per i quali si è conclusa la procedura di passaportazione del gestore prevista dall’art. 28-quater del Regolamento Emittenti (RE): procedure e documentazione d’offerta relative alla commercializzazione a investitori al dettaglio di FIA “italiani” e di FIA UE “non italiani” già commercializzati nello Stato di origine del FIA**

Riferimenti normativi	Attività	Procedura e Documentazione d’offerta
Art. 44, comma 1 TUF Artt. 23-26, 27, 27-bis, 28-quinquies, 28-sexies RE	Commercializzazione a investitori al dettaglio di FIA “italiani”	<p><b>Chiusi: Notifica/comunicazione</b> alla Consob con allegati il prospetto d’offerta [Reg. UE n. (809/2004)], il modulo di sottoscrizione e ulteriore documentazione.</p> <p>Entro 20 gg. (cfr. art. 8 RE) la Consob <b>approva</b> il prospetto e comunica al GEFIA che può avviare l’attività. La comunicazione è trasmessa alla Banca d’Italia.</p> <p>Nei casi di esenzione dall’approvazione del prospetto, entro 10 gg. la Consob comunica al GEFIA che può avviare l’attività.</p> <p>La documentazione deve essere <b>aggiornata</b> in caso di fatti nuovi significativi o errori materiali.</p> <p><b>Aperti: Notifica/comunicazione</b> alla Consob con allegati il prospetto d’offerta (schema Consob per gli OICVM, ove compatibile), il KIID, il regolamento o lo statuto dell’OICR e ulteriori informazioni.</p> <p>Entro 10 gg. la Consob <b>comunica</b> al GEFIA che può avviare l’attività. La comunicazione è trasmessa alla Banca d’Italia.</p> <p>La documentazione è sottoposta a <b>revisione e aggiornamento</b>.</p>
Art. 44, comma 5 TUF Art. 28-octies RE	Commercializzazione a investitori al dettaglio di FIA UE “non italiani” già commercializzati nello Stato di origine del FIA	<p><b>Chiusi: Istanza di autorizzazione</b> alla Consob a cui sono allegati la dichiarazione che attesta la sussistenza delle condizioni indicate dal TUF (art. 44, comma 5), il prospetto d’offerta (“passaportato”) o l’ulteriore documentazione di offerta trasmessa all’autorità competente, la documentazione comprovante la commercializzazione “al dettaglio” nello Stato d’origine, il regolamento o lo statuto dell’OICR e ulteriore documentazione.</p> <p>Entro 20 gg. la Consob <b>comunica</b> al GEFIA, d’intesa con Banca d’Italia, che può avviare l’attività.</p> <p><b>Aperti: Istanza di autorizzazione</b> alla Consob a cui sono allegati la dichiarazione che attesta la sussistenza delle condizioni indicate dal TUF (art. 44, comma 5), il prospetto d’offerta (schema Consob per gli OICVM, ove compatibile), il KIID, il regolamento o lo statuto dell’OICR, la documentazione comprovante la commercializzazione “al dettaglio” nello Stato d’origine e ulteriore documentazione e ulteriori informazioni (in sostanza, i medesimi obblighi previsti per i FIA chiusi, con le differenze relative al prospetto d’offerta).</p> <p>Entro 60 gg. la Consob <b>comunica</b>, d’intesa con Banca d’Italia, al GEFIA che può avviare l’attività.</p> <p>La documentazione è sottoposta a <b>revisione e aggiornamento</b>.</p>

## **8) Valutazione di Impatto della Regolamentazione**

Nella predisposizione della VIR, come indicato nella Relazione AIR che ha accompagnato lo schema di decreto con il quale sono state introdotte nell'ordinamento le modifiche al TUF, verranno considerati prioritariamente i seguenti obiettivi:

1. regolare funzionamento del passaporto delle società di gestione;
2. adeguatezza dei requisiti in materia di autorizzazione dei GEFIA;
3. sviluppo del mercato unico dei fondi di investimento alternativi;
4. riduzione dei rischi potenziali che possono derivare dalle attività dei GEFIA;
5. efficace tutela degli investitori che investono in OICR alternativi;
6. rafforzamento della responsabilità pubblica dei GEFIA che detengono partecipazioni di controllo in società;
7. corretto monitoraggio dei rischi sistemici.

Come già accennato la VIR assume rilevanza fondamentale anche ai fini del **meccanismo di riesame** istituito dall'art. 69 dell'AIFMD, che dovrà essere avviato entro il 22 luglio 2017 dalla Commissione. al fine di

Ai sensi, infatti, del comma 1 della menzionata disposizione la Commissione, sulla base di una consultazione pubblica e *alla luce delle discussioni con le autorità competenti*, avvierà un riesame dell'applicazione e dell'ambito di applicazione della Direttiva AIFM, al fine di identificare le eventuali necessità di modifica. Oggetto di tale riesame sarà *l'analisi dell'esperienza acquisita nell'applicazione* della direttiva, il suo impatto sugli investitori, sui FIA o sui GEFIA, sia all'interno dell'Unione sia nei paesi terzi e il grado di raggiungimento degli obiettivi della direttiva medesima. Tale esame dovrebbe altresì comprendere uno studio generale sul funzionamento delle norme stabilite dalla Direttiva e sull'esperienza acquisita nella loro applicazione. In tale sede la Commissione (come evidenziato nel *Considerando* n. 91) dovrebbe valutare le funzioni dell'ESMA e delle autorità competenti nell'assicurare una vigilanza efficace di tutti i GEFIA che operano nei mercati dell'Unione<sup>18</sup>.

L'art. 69 dell'AIFMD indica le seguenti aree prioritarie per la raccolta di dati utili per costruire un sistema di indicatori sull'efficacia dell'intervento normativo:

- a) *la commercializzazione, da parte dei GEFIA UE, di FIA non UE negli Stati membri nel quadro dei regimi nazionali* (n. di offerte, controvalore);

---

<sup>(18)</sup> È previsto che la Commissione possa, nell'ambito dell'attività di riesame, assegnare all'ESMA, in conformità del regolamento (UE) n. 1095/2010, ulteriori responsabilità di vigilanza nei settori dell'autorizzazione e della vigilanza dei GEFIA non UE, valutando i costi e i benefici dell'attribuzione di detti compiti.

- b) *la commercializzazione di FIA negli Stati membri da parte di GEFIA non UE nel quadro dei regimi nazionali (n. di offerte, controvalore);*
- c) *la gestione e la commercializzazione, da parte di GEFIA autorizzati ai sensi della presente direttiva, di FIA nell'Unione nel quadro del regime di passaporto previsto dalla presente direttiva (masse gestite, n. offerte);*
- d) *la commercializzazione di FIA nell'Unione da parte o a nome di persone o soggetti diversi dai GEFIA;*
- e) *gli investimenti in FIA da parte o a nome di investitori europei professionisti;*
- f) *l'impatto delle norme sui depositari di cui all'articolo 21 sul mercato dei depositari nell'Unione;*
- g) *l'impatto sugli obblighi in materia di trasparenza e di comunicazione di cui agli articoli da 22 a 24, 28 e 29 sulla valutazione del rischio sistemico;*
- h) *il potenziale impatto negativo sugli investitori al dettaglio;*
- i) *l'impatto della presente direttiva sul funzionamento e la redditività dei fondi di investimento in capitali privati e in capitali di rischio;*
- j) *l'impatto della presente direttiva sull'accesso degli investitori nell'Unione;*
- k) *l'impatto della presente direttiva sugli investimenti nei paesi in via di sviluppo o a loro beneficio;*
- l) *l'impatto della presente direttiva sulla protezione di società non quotate o emittenti ai sensi degli articoli da 26 a 30 della presente direttiva nonché sulle condizioni di parità tra i FIA e altri investitori dopo l'acquisizione di importanti partecipazioni o del controllo di tali società non quotate o emittenti.*

Nel riesaminare la commercializzazione e/o la gestione dei FIA di cui al primo comma, lettere a), b) e c), la Commissione dovrà valutare l'opportunità di conferire all'ESMA responsabilità supplementari in materia di controllo in tale ambito.

A tal fine il secondo comma dell'art. 69 dell'AIFMD individua le informazioni che debbono essere trasmesse alla Commissione ai fini del riesame e la relativa tempistica:

gli Stati membri forniscono alla Commissione a cadenza annuale informazioni sui GEFIA che gestiscono e/o commercializzano FIA sotto la loro supervisione, sia nell'ambito del regime di passaporto previsto dalla presente direttiva sia nell'ambito dei regimi nazionali (indicando la data in cui il regime del passaporto è stato recepito e, se del caso, applicato nella loro giurisdizione);

l'ESMA fornisce alla Commissione informazioni su tutti i GEFIA non UE che sono stati autorizzati o che hanno richiesto l'autorizzazione ai sensi dell'articolo 37 della direttiva. La contribuzione al riesame della Direttiva (che dovrà avviarsi entro luglio 2017) non esaurisce la centralità delle informazioni che provengono dall'attività di vigilanza posta in essere dalle Autorità competenti dei Paesi membri UE.

Ai sensi, infatti, dell'art. 67, paragrafo 3 dell'AIFMD, a decorrere dall'entrata in vigore delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative nazionali necessarie per conformarsi alla direttiva (e fino all'emissione del parere che l'ESMA deve trasmettere alla Commissione UE entro il 22 luglio 2015), *le Autorità competenti degli Stati membri trasmettono all'ESMA, con cadenza trimestrale, informazioni sui GEFIA che gestiscono e/o commercializzano FIA sotto la loro vigilanza*<sup>19</sup>.

---

<sup>19</sup> Tali informazioni dovranno consentire all'ESMA di svolgere la valutazione di quegli elementi elencati al paragrafo 2 dell'art. 67 AIFMD (al quale si rimanda per un approfondimento) sulla base di quali l'ESMA dovrà elaborare il parere da trasmettere alla Commissione per l'adozione dell'atto delegato sull'applicazione dell'articolo 35 e degli articoli da 37 a 41 (come imposto appunto dall'art. 67 della direttiva AIFM).