

FLASH REPORT

Recepimento in Italia della Direttiva 2011/61/UE (AIFMD - Alternative Investment Fund Managers Directive)

Overview e Focus sul Sistema di Gestione del Rischio

Marzo 2015

Introduzione all'AIFMD

È in fase di completamento il processo di recepimento in Italia dei dettami normativi declinati dalla **Direttiva 2011/61/UE (AIFMD)**, che si è posta l'obiettivo di ridefinire il **perimetro regolamentare applicabile al risparmio gestito**, disciplinando in modo uniforme, a livello comunitario, aspetti che in precedenza erano lasciati alla discrezionalità delle singole legislazioni nazionali.

La **AIFMD** introduce nell'ordinamento comunitario un regime normativo volto a promuovere una maggiore integrazione del mercato europeo del risparmio gestito e, in particolare, degli investimenti alternativi, attraverso l'**armonizzazione della disciplina applicabile ai gestori (GEFIA¹) di fondi di investimento alternativi (FIA²)**.

In sintesi, la Direttiva mira a:

- agevolare la creazione di un contesto favorevole all'**aumento della commercializzazione transfrontaliera** dei **FIA**, permettendo ai gestori di commercializzare i fondi in tutto il mercato interno, anche in ragione dell'introduzione del c.d. "passaporto europeo";
- consentire ai gestori di fondi di investimento alternativi di beneficiare di un **framework regolamentare** maggiormente **dettagliato** e di una **vigilanza efficace**;
- definire specifici **aspetti di governance** e di **gestione operativa** di processi e aree di attività particolarmente "core" nell'ambito degli investimenti alternativi;
- definire nel dettaglio le **tipologie di rischio** inerenti gli investimenti alternativi e indicare, al contempo, alcune **guideline, strategie e politiche** per la loro corretta gestione;
- **tutelare gli interessi** degli investitori comunitari e la **salvaguardia degli investimenti** anche attraverso l'ampliamento della trasparenza nei confronti del mercato.

¹ Gestori di Fondi Alternativi di Investimento.

² Fondi Alternativi di Investimento: Organismi di investimento collettivo, compresi i relativi comparti, che: (i) raccolgono capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in conformità di una politica di investimento definita a beneficio di tali investitori; (ii) non necessitano di un'autorizzazione, ai sensi dell'articolo 5 della Direttiva 2009/65/CE ("UCITS IV").

Processo di recepimento dell'AIFMD in Italia

Le disposizioni previste dalla Direttiva sono state specificate nel corso del 2013 dalle misure di esecuzione di secondo livello contenute nel **Regolamento Delegato (UE) n. 231/2013**, che ha introdotto norme puntuali in materia di deroghe, condizioni generali di esercizio, depositari, leva finanziaria, trasparenza e sorveglianza, nonché dalle **Guidelines on key concepts of the AIFMD dell'ESMA del 13 agosto 2013**. Il processo di recepimento della Direttiva all'interno dell'ordinamento nazionale è stato realizzato attraverso l'implementazione di modifiche al D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), volte a consentire l'adeguamento all'impianto normativo previsto dalla AIFMD e l'applicazione dei regolamenti europei *EuVECA* ed *EuSEF*³.

Al potere regolamentare del **Ministero dell'Economia e delle Finanze, della Banca d'Italia e della Consob** è stata poi demandata l'adozione della **regolamentazione di dettaglio** concernente gli aspetti tecnici della nuova disciplina prevista dal TUF. Al riguardo, il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha provveduto ad avviare una consultazione pubblica concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli organismi di investimento collettivo del risparmio italiani e, **in data 26 giugno 2014, sono stati posti in consultazione a cura della Banca d'Italia e della Consob** gli schemi regolamentari recanti modifiche a:

- **“Regolamento congiunto Banca d'Italia - Consob”** in materia di organizzazione e controlli degli intermediari che prestano servizi di investimento e di gestione collettiva;
- **“Regolamento Intermediari”** e **“Regolamento Emittenti”** della Consob;
- **“Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio”** della Banca d'Italia e disciplina del depositario (autorizzazione, compiti, obblighi e responsabilità).

In data 21 gennaio 2015 sono stati pubblicati gli esiti dell'attività di consultazione da parte della Banca d'Italia e della Consob e prossimamente, all'interno della Gazzetta Ufficiale, verranno **pubblicati gli schemi regolamentari in versione definitiva**.

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

Modifiche introdotte dall'AIFMD: Highlights

La **Direttiva AIFMD** si applica ai Gestori che esercitano abitualmente l'attività di **gestione di FIA** (prescindendo dal fatto che il fondo sia di tipo chiuso o aperto, dalla forma giuridica adottata dal fondo, dalla quotazione o meno dello stesso) e, sulla base del concetto di **territorialità**, ai Gestori “UE” che gestiscono uno o più *FIA* comunitari o extra-comunitari, ai Gestori “non-UE” che gestiscono uno o più *FIA* comunitari e a i Gestori “non-UE” che commercializzano *FIA* comunitari o extra-comunitari.

Sono invece **esclusi dall'ambito di applicabilità della Direttiva** i gestori che prestano attività di gestione a beneficio esclusivo di entità appartenenti al proprio gruppo oppure siano Società di partecipazione finanziaria (*holding companies* quotate o con finalità di investimento industriale stabile), Enti pensionistici aziendali o professionali regolati dalla Direttiva 2003/41/CE, Società veicolo di cartolarizzazione e, in alcuni casi, *Joint ventures* e *Family office vehicles*.

Le disposizioni regolamentari distinguono inoltre i **GEFIA** c.d. **“sopra-soglia”** dai c.d. **“sotto-soglia”**, i quali godono di alcune **agevolazioni nell'applicazione della Direttiva**. I gestori sono considerati “sotto-soglia” qualora siano caratterizzati da un *Asset Under Management* inferiore a 100 milioni di Euro o, in assenza di leva finanziaria e qualora non prevedano il diritto di riscatto delle quote/azioni per un periodo di 5 anni, inferiore a 500 milioni di Euro.

I GEFIA “sotto-soglia” non possono prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio su base transfrontaliera: tuttavia, qualora intendessero farlo, possono richiedere alla Banca d'Italia, in qualsiasi momento, di essere considerati gestori “sopra-soglia” (clausola *opt-in*) allineandosi alle relative disposizioni.

I principali impatti registrati nell'ambito dell'ordinamento nazionale riguardano sostanzialmente l'assetto organizzativo e procedurale dei *GEFIA* e le modalità di commercializzazione e gestione dei *FIA*.

Di seguito si elencano i **principali topic impattati dall'AIFMD** e dalle relative normative di dettaglio e di recepimento:

³ European Venture Capital and European Social Entrepreneurship Fund Regimes.

Topic ⁴	Principali Novità	Impatto
Remunerazione degli Esponenti	Previsione di politiche e prassi remunerative (anche in tema di <i>disclosure</i>) che riflettano e promuovano una gestione sana ed efficace del rischio e che non incoraggino un'assunzione di rischi non coerente con i profili di rischio definito, con il regolamento o gli altri documenti costitutivi dei <i>FIA</i> .	
Valutazione degli assets	Sviluppo di procedure adeguate e uniformi affinché si possa procedere ad una valutazione corretta e indipendente delle attività del <i>FIA</i> . In tale ambito è stato previsto che il <i>GEFIA</i> istituisca una funzione preposta alla valutazione degli assets indipendente dalle funzioni preposte alla gestione e che la politica retributiva del personale addetto a tale funzione e le altre misure adottate assicurino la prevenzione dei conflitti di interesse e l'esercizio di influenze indebite sul personale, oppure che ricorra ad un valutatore indipendente . Nel recepimento italiano della Direttiva i gestori "sotto-soglia" sono stati esentati dal requisito di indipendenza della funzione di valutazione.	
Delega di funzioni	Introduzione di specifici requisiti , relativi ai soggetti ai quali affidare le deleghe di funzioni e rafforzamento dei requisiti , soprattutto con riferimento alle funzioni di gestione del portafoglio e gestione del rischio ⁵ . I <i>GEFIA</i> che hanno in essere contratti di esternalizzazione si adeguano alle medesime disposizioni alla prima scadenza contrattuale e comunque non oltre il 1° gennaio 2016.	
Gestione del Rischio	Declinazione della mission e delle principali caratteristiche del sistema di gestione del rischio del GEFIA e della relativa funzione dedicata. E' stata inoltre ribadita e specificata la separazione sotto il profilo funzionale e gerarchico delle funzioni di gestione del rischio dalle unità operative, comprese le funzioni di gestione del portafoglio.	
Rischio di liquidità	Richiesto lo sviluppo di un sistema adeguato per la gestione della liquidità e l'adozione di procedure che consentano di monitorare e gestire il rischio di liquidità del <i>FIA</i> e di garantire che il profilo di liquidità degli investimenti del <i>FIA</i> sia adeguato alle obbligazioni sottostanti. Laddove appropriato, devono essere attuati e mantenuti limiti adeguati per la liquidità o l'illiquidità del <i>FIA</i> , che siano conformi alle obbligazioni sottostanti e alla sua politica di rimborso e agli obblighi stabiliti in materia di limiti di rischio, sia quantitativi che qualitativi.	
Conflitti di interesse e parità di trattamento	Sviluppo della disciplina finalizzato ad adottare ogni misura ragionevole per individuare i conflitti di interesse che sorgono nel corso della gestione di <i>FIA</i> ed evitare trattamenti eterogenei degli investitori. Sono previste specifiche regole e procedure per la rilevazione, il monitoraggio, la gestione e la comunicazione dei conflitti di interesse.	
Capitale iniziale	Introduzione di requisiti minimi di capitale e limiti oltre i quali i <i>GEFIA</i> devono dotarsi di ammontare di capitale proprio finalizzato alla copertura dei rischi. La disciplina introdotta differenzia i requisiti minimi di capitale a seconda se il <i>GEFIA</i> sia "sopra-soglia" o "sotto-soglia" ⁶ .	

 = Alto
 = Medio
 = Basso

⁴ Topic considerati come particolarmente rilevanti con riferimento al processo di adeguamento alle nuove disposizioni e che saranno oggetto di ulteriori approfondimenti tramite Newsletter "Insights" di Protiviti.

⁵ I seguenti soggetti sono considerati autorizzati o registrati ai fini della gestione delle attività e sottoposti a vigilanza conformemente all'articolo 20, paragrafo 1, lettera c), della Direttiva 2011/61/UE: a) le società di gestione autorizzate a norma della Direttiva 2009/65/CE; b) le imprese di investimento autorizzate ad esercitare l'attività di gestione dei portafogli a norma della Direttiva 2004/39/CE; c) gli enti creditizi autorizzati a norma della Direttiva 2006/48/CE aventi l'autorizzazione a esercitare l'attività di gestione dei portafogli a norma della Direttiva 2004/39/CE; d) i *GEFIA* esterni autorizzati a norma della Direttiva 2011/61/UE; e) i soggetti di Paesi terzi autorizzati o registrati ai fini della gestione delle attività ed effettivamente soggetti alla vigilanza di un'autorità competente in tali Paesi. I gestori "sotto-soglia" possono conferire le deleghe della gestione del rischio anche a soggetti diversi da quelli indicati nel paragrafo precedente.

⁶ Nel recepimento italiano della Direttiva, il capitale minimo richiesto per la costituzione di un *GEFIA* "sopra-soglia" è fissato a 1 milione di euro. Tale capitale minimo iniziale è ridotto a 500 mila euro in caso di *GEFIA* "sopra-soglia" che intenda svolgere esclusivamente l'attività di gestione di *FIA* chiusi riservati. I *GEFIA* "sotto-soglia" dispongono invece di un capitale sociale minimo almeno pari a 50 mila euro. Sono poi previste addizionali coperture patrimoniali in caso di gestione di portafogli superiori a certi limiti.

Topic ⁴	Principali Novità	Impatto
Funzioni di Controllo	Fermo restando il principio di proporzionalità e l'efficacia / adeguatezza del sistema dei controlli interni implementato, ai GEFIA è consentito l' accentramento delle funzioni di gestione del rischio e di controllo della conformità in un'unica funzione e la possibilità di non istituire la funzione di audit . Ai GEFIA "sotto-soglia" è consentito inoltre l'accentramento delle funzioni di gestione del rischio, controllo della conformità e revisione interna in un'unica funzione.	✓
Banca Depositaria	Sviluppo e declinazione delle regole relative all' autorizzazione ad assumere l'incarico di depositario, alla relazione tra gestore e depositario , agli obblighi e responsabilità del depositario. Previsione del divieto di delega della gestione del portafoglio o della gestione del rischio al depositario, a meno che quest'ultimo non assicuri l'indipendenza della funzione di valutazione e la gestione dei potenziali conflitti di interesse.	✓

Modifiche introdotte dall'AIFMD: gli ambiti di maggiore impatto

Come emerge da quanto sopra riportato, diversi sono gli ambiti che comporteranno impatti significativi per le realtà operanti in Italia.

In primo luogo, in considerazione dei livelli di *Asset Under Management* gestiti ed alla luce della possibilità di commercializzare quote dei propri *FIA* in modalità transfrontaliera, molte SGR operanti nei settori del **Private Equity** e del **Real Estate dovranno operare nel rispetto di quanto previsto per gli operatori "sopra-soglia"**. È quindi prevedibile una **profonda revisione degli assetti organizzativi e procedurali** da parte degli operatori.

La classificazione di operatore "sopra-soglia" (o "sotto-soglia" che richieda l'autorizzazione ad operare in modalità transfrontaliera, con i conseguenti obblighi di rispetto di quanto richiesto per gli operatori "sopra-soglia") comporterà un **aggravio di costi e di operatività** nei confronti del mercato e delle Autorità di Vigilanza. È altresì prevedibile, per gli operatori "sopra-soglia" e transfrontalieri, una **migliore visibilità e facilitazione** all'interno dei processi di *fund raising* a livello comunitario.

A livello **organizzativo**, la previsione dell'istituzione di una **funzione valutativa**, l'istituzione di **processi e regole** ai fini della gestione del **sistema di remunerazione e incentivazione** e della **gestione della liquidità** e, come sotto meglio approfondito, le regole connesse all'**esternalizzazione della gestione del rischio**, determineranno, nel medio termine, un **aumento del numero di risorse** dipendenti presso il GEFIA e la necessità di assicurare una **struttura di ricavi** per la Società adeguata a soddisfare i nuovi adempimenti. Con particolare riguardo all'attuale situazione congiunturale del settore **Real Estate**, tali fattori potrebbero conseguentemente favorire **logiche aggregative**.

Modifiche introdotte dall'AIFMD: Sistema di Gestione del Rischio

I nuovi schemi normativi applicabili all'ordinamento nazionale hanno condotto, come evidenziato nel paragrafo precedente, ad una revisione dei requisiti applicabili anche al **Sistema di Gestione del Rischio dei GEFIA**.

In particolare, di seguito si riportano alcuni **spunti normativi** particolarmente rilevanti:

- è stata ulteriormente specificata, fermo restando il principio di proporzionalità, la necessità dell'**indipendenza gerarchica** e del **controllo della Funzione di Gestione del rischio** rispetto alle funzioni operative e l'attuazione di politiche remunerative coerenti con gli obiettivi di tale funzione;
- è stata sviluppata la disciplina riguardante i **conflitti di interesse nell'ambito della gestione del rischio**, specificando che la delega della gestione del rischio non può essere conferita al depositario o a un delegato del depositario o a qualsiasi altro soggetto i cui interessi potrebbero confliggere con quelli del gestore, degli OICR o dei clienti;
- è stato introdotto, per i GEFIA, in caso di delega della Funzione di Gestione del rischio, l'**obbligo del conferimento ad intermediari autorizzati** alla prestazione del servizio di gestione collettiva o di gestione di portafogli e soggetti a

forme di vigilanza da parte delle Autorità competenti⁷ o comunque autorizzati alla prestazione di servizi e attività di investimento;

- sono state **ampliate le aree di attività riguardanti la gestione del rischio** prevedendo che il *FIA* stabilisca:
 - il profilo di rischio del fondo;
 - i limiti di investimento e di leva finanziaria del fondo;
 - i mezzi attraverso i quali il fondo intende generare la leva finanziaria;
 - i limiti al riutilizzo delle garanzie finanziarie ricevute.
- sono stati **esplicitati il set di rischi rilevanti per i FIA che i GEFIA monitorano**, verificano ed assicurano che mantengano livelli coerenti con quanto fissato - quali rischio di mercato, di credito, di liquidità, di controparte -, nonché qualsiasi altro rischio pertinente, compreso il rischio operativo;
- sono state previste una serie di attività di sorveglianza periodica ed **analisi dell'adeguatezza, dell'efficacia e del rispetto della politica di gestione del rischio**, oltre che di riesame delle rilevazioni effettuate.

Protiviti, da anni impegnata nell'attività di assistenza ai propri Clienti del settore dei risparmio gestito su tematiche inerenti al "Sistema dei controlli interni", può assistere la Vostra organizzazione nell'intero processo di adeguamento alle nuove disposizioni.

Prossimi passi

Nelle prossime settimane Protiviti proseguirà nell'attività di studio degli impatti introdotti nell'ordinamento italiano da parte della *AIFMD* e delle relative disposizioni di recepimento e produrrà un'analisi approfondita sulle principali tematiche impattate dalla Direttiva destinata ai Clienti.

Contatti:

Luca Medizza – *Managing Director*

luca.medizza@protiviti.it

Tel: +39 02 6550 6308

Massimiliano Dendi – *Senior Manager*

massimiliano.dendi@protiviti.it

Tel: +39 02 6550 6322

⁷ Il soggetto delegato può subdelegare le funzioni che gli sono state delegate purché: a) il gestore abbia fornito il suo previo consenso alla subdelega; b) il gestore abbia informato preventivamente la Banca d'Italia e la Consob; c) siano soddisfatti i requisiti sopra previsti per l'esternalizzazione. Non è ammessa la subdelega della gestione del portafoglio o della gestione del rischio: a) al depositario o a un delegato del depositario; oppure b) a qualsiasi altro soggetto i cui interessi potrebbero confliggere con quelli del gestore, degli OICR o dei clienti.