



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

Roma, 2 settembre 2014

Spettabile
Banca d'Italia
Servizio Regolamentazione e
Analisi Macroprudenziale
Divisione Regolamentazione II
Via Milano, 53
00184 Roma

Spettabile
CONSOB
Divisione Strategie
Regolamentari
Via G.B. Martini, 3
00198 Roma

Prot. n. 370/14

Anticipata per il tramite del SIPE e all'indirizzo di posta elettronica servizio.ram.regolamentazione2@bancaditalia.it

Risposta ai documenti di consultazione relativi al Regolamento Congiunto, al Regolamento Intermediari, al Regolamento Emittenti, al Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, conseguenti al recepimento della direttiva AIFM e ulteriori interventi di modifica

Premessa. Assogestioni intende anzitutto ringraziare le Autorità di vigilanza per l'opportunità offerta di esprimere osservazioni e proposte in ordine ai documenti di consultazione in oggetto.

In tale contesto, si manifesta apprezzamento per aver accolto talune proposte formulate dall'Associazione nel Documento conclusivo della *Task Force* istituita per l'attuazione in Italia della direttiva AIFM. Si fa riferimento, in particolare: (i) all'adozione di un approccio unitario per disciplinare l'autorizzazione dei gestori di FIA e di OICVM; (ii) alla scelta di considerare la richiesta della SGR di gestire tipologie di OICR diverse da quelle per le quali è stata autorizzata come "modifica all'operatività" e non come "nuova autorizzazione"; (iii) all'ampliamento della possibilità per i FIA aperti *retail* di investire, sino al 100 per cento delle proprie attività, in FIA riservati che abbiano determinate caratteristiche (sul punto v. tuttavia il paragrafo 1.3); (iv) alla non applicazione, ai gestori di OICVM (e ai gestori sottosoglia), di alcuni specifici requisiti previsti dalla disciplina AIFMD in tema di delega di gestione del portafoglio e del rischio; (v) al riconoscimento della possibilità di continuare a conferire l'incarico di valutazione dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari in cui è investito il patrimonio dei FIA, nonché delle



partecipazioni in società immobiliari non quotate, ad esperti indipendenti aventi i requisiti stabiliti dal MEF.

Ciò posto, giova sin d'ora evidenziare come, nonostante il recente differimento, al 31 dicembre 2014¹, del precedente termine del 22 luglio 2014, entro il quale le SGR avrebbero dovuto adottare tutte le misure necessarie per rispettare le disposizioni di recepimento della direttiva 2011/61/UE (AIFMD), le importanti novità, che evidentemente discendono dall'entrata in vigore della disciplina secondaria, impongono, comunque, di prendere in considerazione un "percorso di adeguamento", tale da favorire una graduata attività di implementazione da parte degli stessi gestori.

Occorre, inoltre, rilevare come il ritardo nel recepimento della direttiva AIFM stia limitando fortemente l'operatività transfrontaliera dei gestori italiani i quali, in assenza delle disposizioni nazionali di attuazione della medesima, non possono utilizzare il "passaporto" per commercializzare e gestire FIA in via transfrontaliera. Pertanto, al fine di non compromettere siffatta operatività degli attori nazionali e, tenuto conto che il decreto legislativo n. 44/2014 considera le SGR già autorizzate a gestire FIA, si chiede, fin da subito, di riconoscere ai gestori italiani la facoltà, pur in assenza della disciplina secondaria di attuazione, di utilizzare il "passaporto" sulla base del rispetto delle disposizioni in tema di operatività transfrontaliera delle SGR previste nel TUF e nella relativa disciplina comunitaria.

Sul piano della tecnica normativa utilizzata per recepire la disciplina AIFMD emergono, poi, talune perplessità. E invero, pur consapevoli delle problematiche legate alla presenza di un Regolamento europeo direttamente applicabile, si rileva, anzitutto, come la scelta adottata nell'ambito del Regolamento Congiunto e del Regolamento Intermediari, di rinviare direttamente ad alcune previsioni del Regolamento delegato che sono state considerate compatibili anche per la gestione di OICVM, potrebbe facilmente portare a non considerare, per la gestione di FIA, le ulteriori disposizioni del Regolamento delegato che, comunque, risultano per tali OICR direttamente applicabili². Si chiede, pertanto, di valutare l'opportunità di avere un unico *corpus* normativo di riferimento richiamando, all'interno dello stesso, anche le disposizioni del Regolamento delegato applicabili direttamente ai soli gestori di FIA.

Nell'ambito del novellando Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, d'altro canto, non è sempre agevole l'individuazione della disciplina applicabile ai soli gestori di FIA, rispetto a quella che, di converso, risulta applicabile anche ai gestori di OICVM³. Del pari, nell'ambito del Regolamento Emittenti, l'eccessivo

¹ Si fa riferimento alla previsione contenuta nell'articolo 22, comma 5-*decies* del decreto-legge 24 giugno 2014, n. 91, convertito in legge 11 agosto 2014, n. 116 e pubblicato nel Supplemento Ordinario n. 92 alla Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, n. 192 del 20 agosto 2014.

² Si fa riferimento, ad esempio, al mancato richiamo, nell'ambito del Regolamento Congiunto in consultazione, dell'articolo 32 del Regolamento delegato, in materia di conflitti di interessi riguardanti il rimborso degli investimenti e dell'articolo 36 del medesimo Regolamento delegato, in materia di "comunicazione dei conflitti di interesse da parte dei gestori di FIA". Del pari, nell'ambito del Regolamento Intermediari in consultazione, si fa riferimento al comma 7 dell'articolo 27 del Regolamento delegato e, analogamente, al comma 5 dell'articolo 28, entrambi in materia di scelta tra diverse sedi di esecuzione delle decisioni di negoziazione per conto del FIA gestito.

³ Così, ad esempio, nel Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, in materia di criteri e modalità di valutazione dei beni in cui è investito il patrimonio del fondo, l'inciso posto a chiusura del paragrafo 1.1. (processo di valutazione dei beni del fondo) ".....Tali disposizioni si applicano anche alle SGR che gestiscono OICVM", che sembrerebbe limitare l'applicazione, ai gestori di OICVM, delle sole norme del Regolamento delegato prima richiamate, in realtà risulterebbe in contrasto con l'impostazione dell'intero paragrafo, il quale, operando il riferimento generico alle SGR, lascerebbe presupporre l'applicazione dell'intera previsione sia per i gestori di FIA, che di OICVM.



ricorso a rinvii “incrociati” nelle disposizioni in materia di procedure di commercializzazione, non facilita l’individuazione “esatta” della disciplina applicabile da parte dell’operatore. A tal riguardo, potrebbe risultare utile la predisposizione di una “Guida operativa”, finalizzata a facilitare l’individuazione dei singoli passaggi della procedura di commercializzazione di FIA.

Si rileva, poi, la necessità di effettuare un maggior coordinamento tra le previsioni contenute nel Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio in consultazione e le “novità” introdotte nello schema di Regolamento attuativo dell’articolo 39 del TUF⁴.

Ciò posto, si riportano qui di seguito alcune considerazioni di particolare rilievo per l’industria, rinviando agli allegati tecnici per la descrizione delle singole e ulteriori proposte di modifica alle disposizioni poste in consultazione.

1. I vincoli “inefficienti” all’attività dei gestori italiani

Nell’ultimo anno si è assistito a una ripresa significativa dell’industria del risparmio gestito, anche grazie alla capacità degli operatori di innovare la gamma dei prodotti.

Tale fase di ripresa potrebbe essere minata, peraltro, ove nel processo di recepimento della direttiva AIFM si perseguissero soluzioni normative tali da creare vincoli alla suddetta capacità innovativa e, conseguentemente, alla competitività del sistema. Sotto questo profilo, come esempio di tali vincoli, si devono menzionare almeno quelli di seguito indicati:

- (i) l’applicazione ai gestori di OICVM di talune regole previste per i FIA non “pienamente” sovrapponibili alle disposizioni di derivazione UCITS;
- (ii) le limitazioni alle modalità di calcolo delle provvigioni di incentivo;
- (iii) le limitazioni all’attività d’investimento dei FIA aperti *retail*.

1.1 L’applicazione ai gestori di OICVM di talune regole previste per i FIA non “pienamente” sovrapponibili alle disposizioni di derivazione UCITS. Nel recepire il nuovo quadro normativo comunitario in materia di gestori di FIA, l’approccio prescelto dalle Autorità di vigilanza è stato quello di dettare una disciplina quanto più possibile omogenea per i gestori, evitando la creazione di un

⁴ Si richiamano, ad esempio, le seguenti previsioni non allineate a quanto previsto nello schema di regolamento del MEF: (i) l’articolo 9 dello schema di regolamento del MEF sulla periodicità, almeno annuale, del calcolo del valore della quota dei FIA aperti non riservati a investitori professionali; (ii) la previsione di cui all’articolo 10 dello schema di regolamento del MEF che riconosce la possibilità, sia per i fondi UCITS sia per i FIA italiani aperti, di accettare sottoscrizioni effettuate mediante conferimento di strumenti finanziari quotati in un mercato regolamentato. Si rende poi necessario un coordinamento della terminologia usata quale in generale, a titolo esemplificativo: (a) l’utilizzo di FIA italiano riservato la cui partecipazione, in forza della definizione offerta dal TUF, è riservata non solo a investitori professionali, ma altresì alle categorie di investitori individuate dal regolamento di cui all’articolo 39 del TUF; (b) in relazione ai documenti che gli OICR sono tenuti a mettere a disposizione, la nozione di “relazione annuale” nello schema di regolamento del MEF e di “rendiconto di gestione” nei nuovi schemi di Regolamento sulla gestione collettiva e Regolamento Emittenti. Infine, appare opportuno evidenziare come un coordinamento tra i testi regolamentari, si renda necessario anche con riferimento alla disciplina sui conflitti di interesse. In particolare, come già evidenziato da questa Associazione in risposta alla consultazione sullo schema di Regolamento del MEF, si ritiene opportuno sottolineare l’esigenza di salvaguardare la disciplina sui conflitti di interesse che riconosce la possibilità, nell’ambito della gestione di FIA immobiliari, di compiere operazioni di conferimento, acquisto e vendita di beni immobili dei soci della società di gestione ovvero delle società facenti parte del suo gruppo rilevante.



“doppio binario” normativo applicabile, da un lato ai gestori di OICVM e, dall’altro, ai gestori di FIA.

Tale approccio, che determina, di fatto, l’applicazione di talune disposizioni della disciplina AIFMD anche ai gestori di OICVM, seppur condivisibile nella sua finalità di ridurre gli oneri di *compliance* per i gestori autorizzati alla gestione sia di OICVM che di FIA, sotto alcuni profili risulta fortemente penalizzante, non solo per i gestori di soli OICVM, ma anche per gli stessi gestori polifunzionali.

Alcune previsioni della disciplina AIFMD non risultano, infatti, “pienamente” sovrapponibili né alle vigenti disposizioni domestiche relative alla gestione collettiva del risparmio di derivazione UCITS né, tantomeno, alle corrispondenti materie attualmente disciplinate nella direttiva UCITS V. Si fa riferimento, in particolare, alle previsioni in tema di: (i) politiche di remunerazione dei gestori; (ii) funzione di gestione del rischio; (iii) delega di funzioni.

1.1.1 Politiche di remunerazione dei gestori. Sebbene il documento di presentazione della consultazione rinvii la disciplina in materia di remunerazione ad una successiva consultazione, tuttavia già emerge dal documento congiunto in consultazione la scelta delle Autorità di vigilanza di estendere la disciplina sulle politiche di remunerazione dei gestori di FIA ai gestori di OICVM⁵.

Tale approccio, si anticipa fin da subito, non è del tutto condivisibile. Anzitutto, l’introduzione di una disciplina sulle politiche di remunerazione dei gestori di UCITS, oltre a dover “rispecchiare” la relativa disciplina comunitaria di riferimento, deve necessariamente attendere il completamento dei relativi lavori comunitari. E infatti, sebbene sia stato solo di recente approvato il testo della direttiva UCITS V che disciplina, tra gli altri, anche il profilo in questione, è fondamentale, al fine di non creare uno svantaggio competitivo per i gestori italiani, che sul tema vengano definiti gli orientamenti dell’ESMA che, come noto, sono funzionali a consentire un’applicazione uniforme della disciplina a livello europeo.

L’estensione *tout court* ai gestori di OICVM della disciplina sulle remunerazioni dei gestori di FIA rischierebbe, peraltro, di non tener conto delle specifiche caratteristiche della gestione di OICVM. E infatti, i gestori di OICVM, a differenza dei gestori di FIA, devono osservare regole sul prodotto in materia di ripartizione dei rischi, utilizzo della leva e dei derivati, diversificazione degli investimenti che limitano in modo significativo i margini di discrezionalità nell’assunzione di rischi da parte dei c.c.d.d. *risk takers* degli OICVM, e, quindi, giustificano una diversa “ponderazione” della disciplina in materia di remunerazioni.

Con riguardo poi ai casi di SGR appartenenti a gruppi bancari, si coglie l’occasione per ribadire la necessità di precisare (nell’emanando documento di consultazione) che la disciplina richiamata della CRD IV sul limite di incidenza della remunerazione variabile in relazione a quella fissa, non trova applicazione nei

⁵ Ci si riferisce, in particolare: (i) al rinvio operato dall’articolo 33 del Regolamento Congiunto in consultazione (applicabile alle SGR di OICVM e di FIA) all’articolo 60 del Regolamento delegato che, a sua volta, alla lettera *h*) effettua un rinvio a quanto previsto, in materia di politica di remunerazione, all’Allegato II della direttiva AIFM; (ii) alla inclusione, nell’ambito della domanda di autorizzazione delle SGR (di OICVM o di FIA), della documentazione relativa alle politiche e alle prassi di remunerazione; (iii) alle informazioni sulle remunerazioni che dovrebbero essere fornite dai gestori nella nota integrativa, di cui all’Allegato IV.6.1, Parte C, Sezione IV del Regolamento sulla gestione collettiva posto in consultazione; (iv) alle informazioni da riportate nella relazione sulla struttura organizzativa.



confronti di SGR inserite nell'ambito di gruppi bancari. In particolare, il rispetto da parte di queste ultime delle previsioni settoriali relative alla remunerazione dovrebbe considerarsi sufficiente a garantire il soddisfacimento degli obiettivi sottesi alla disciplina della CRD IV e giustificare, dunque, la disapplicazione dell'articolo 94 della CRD IV. Tale soluzione risulterebbe: (a) coerente con lo stesso modello organizzativo del gruppo di imprese, il quale di fatto non comporta un annullamento delle specificità settoriali delle singole componenti di cui il gruppo si compone, bensì il perseguimento di obiettivi strategici comuni e condivisi dalle varie società: alla capogruppo spetterebbe esclusivamente il compito di verificare la coerenza delle politiche e prassi remunerative settoriali con gli indirizzi da essa dettati. In tal senso, peraltro, l'ESMA considera equivalenti, quanto agli effetti, le discipline in materia di politiche remunerative dettate nell'ambito della CRD IV e nel contesto della AIFMD; (b) in linea con la considerazione secondo cui le SGR sono soggetti che tipicamente non assumono rischi operativi e finanziari diretti, paragonabili a quelli di una banca: gli amministratori esecutivi di una SGR, usualmente, non manifestano quella propensione al rischio e all'assunzione di comportamenti speculativi sul patrimonio della SGR orientati al breve termine, che invece caratterizzano la posizione e l'azione degli organi delegati di una banca; (c) avvalorata dalle previsioni in tal senso formulate nell'ambito della direttiva UCITS V, la quale non prevede alcun limite di incidenza della remunerazione variabile in relazione a quella fissa.

1.1.2 La funzione di gestione del rischio. La scelta di adottare un approccio comune per i gestori di FIA e di OICVM appare inoltre discutibile per quanto attiene alla disciplina sulla funzione di gestione del rischio.

E infatti, le previsioni particolarmente dettagliate contenute nel Regolamento delegato se si giustificano per i gestori di FIA, risultano, di converso, "eccessive" per i gestori di OICVM. Per i gestori di FIA, infatti, la disciplina AIFMD non prevede, a differenza della disciplina UCITS, limiti prudenziali vincolanti. A titolo esemplificativo, è sufficiente rilevare come le previsioni di cui all'articolo 39, paragrafo 1 (a)⁶ e soprattutto dell'articolo 39 paragrafo 1(b) e 1(d)(i)⁷ non trovino alcuna corrispondenza nell'ambito della disciplina UCITS e, pertanto, non possono che applicarsi solo ai gestori di FIA. D'altronde già lo stesso *advice* dell'ESMA (ESMA/2011/379), nel richiamare i principi in tema di funzione di gestione del rischio contenuti nella direttiva UCITS di esecuzione (2010/43/UE), suggeriva di modificarne la terminologia per renderla coerente con l'impianto della disciplina AIFMD.

1.1.3 La delega di funzioni. Nell'apprezzare la scelta di non richiamare, per i gestori di OICVM, talune previsioni del Regolamento delegato dettate in materia di società fantasma, si ritiene che la medesima impostazione debba essere adottata anche con riferimento ad altre previsioni in tema di delega di funzioni estese ai gestori di OICVM. Ci si riferisce, in particolare, alla (non) applicazione ai gestori di OICVM, al pari di quanto previsto per i GEFIA sottosoglia, della previsione di cui all'articolo 44, comma 3 del Regolamento Congiunto in consultazione, relativa alla comunicazione (preventiva) dell'intenzione di stipulare accordi di *outsourcing*,

⁶ E, in particolare, il riferimento alle "strategie d'investimento".

⁷ E cioè la parte in cui si prevede di assicurare che il profilo di rischio del FIA comunicato agli investitori, conformemente all'articolo 23, paragrafo 4, lettera c) della AIFMD, sia conforme ai limiti di rischio fissati conformemente all'articolo 44 del Regolamento delegato (UE) 231/2013, ossia ai limiti qualitativi e/o quantitativi individuati dal GEFIA per ciascun FIA gestito.



secondo lo schema di cui all'Allegato n. 1. Si tratterebbe, infatti, di un obbligo non contemplato, né nella disciplina UCITS, né nella regolamentazione nazionale vigente.

1.2 Le limitazioni alle modalità di calcolo delle provvigioni di incentivo. Nel presentare le modifiche al Regolamento sulla gestione collettiva viene rilevato che *“Nel quadro di un generale aggiornamento, anche terminologico, della disciplina dei criteri di redazione del regolamento del fondo, sono state precisate le condizioni per utilizzare gli indici del mercato azionario come indici di riferimento per il calcolo delle provvigioni di incentivo, in modo da assicurare che queste ultime remunerino esclusivamente l'extra-rendimento generato dall'attività di gestione rispetto all'andamento del mercato di riferimento”*.

La modifica proposta dalla Banca d'Italia, piuttosto che una precisazione delle condizioni per l'utilizzo degli indici del mercato azionario, introduce un divieto all'utilizzo di indici del mercato azionari secchi (al netto dei dividendi corrisposti sulle azioni che compongono l'indice) come indici di riferimento, tenuto conto che gli stessi non sono considerati dalla Banca d'Italia coerenti con la politica di investimento del fondo nel caso in cui il rendimento di quest'ultimo dipenda anche dalla corresponsione di detti dividendi. Che non si tratti di una mera “precisazione” è peraltro confermato dalla recente comunicazione CONSOB n. DIN/0045188 del 29 maggio 2014, in tema di trasparenza informativa nella redazione della documentazione d'offerta degli OICR aperti di diritto italiano, laddove, con riferimento alla descrizione nel KIID dei meccanismi di computo e alle condizioni di applicabilità della provvigione di incentivo, si richiede “l'esplicitazione dell'utilizzo di un indice c.d. *price* per il computo della provvigione di incentivo a fronte di un *benchmark* di tipo c.d. *total return*, nonché delle relative conseguenze a livello di incidenza sul totale dei costi”. Con ciò confermando la possibilità di utilizzare gli indici cc.dd. *price*, in linea con quanto fino a oggi effettuato e rappresentato dalle Società nella documentazione d'offerta.

Sul merito dell'introduzione del divieto in esame, si ritiene che la materia delle commissioni di incentivo e, più in generale dei costi a carico dei fondi, debba essere disciplinata a livello comunitario, mediante la definizione di regole uniformi valide in tutti i Paesi dell'Unione, così da evitare arbitraggi di tipo regolamentare. Già in passato si è più volte evidenziato come l'individuazione a livello regolamentare di un elenco “chiuso” di costi imputabili al patrimonio dei fondi non costituisca una prassi comune nelle regolamentazioni dei singoli Paesi membri ove, invece, si demanda alle singole società di gestione la facoltà di definire il novero dei costi imputabili al fondo⁸.

In secondo luogo, si fa presente che l'introduzione a livello nazionale del divieto del calcolo della commissione di incentivo sulla base del confronto dei *benchmark* azionari *price index* rispetto alle *performance* nette del fondo rischia di creare una significativa disparità da un punto di vista competitivo tra gestori di OICR domestici e gestori di OICR esteri (Lussemburgo e Irlanda) collocati in Italia. Per questi ultimi, infatti, non si riscontrano prescrizioni normative puntuali, né sulle

⁸ In tale contesto, si era peraltro chiesto di riconoscere la facoltà di imputare al fondo il costo relativo al calcolo del NAV, anche quando il compito di effettuare tale calcolo sia stato delegato dalla SGR in regime di esternalizzazione.



modalità di calcolo delle commissioni di incentivo né, tanto meno, sulla versione dell'indice da utilizzare.

In ogni caso, si ritiene che le commissioni di incentivo non debbano essere considerate isolatamente ma, più correttamente, come una componente della più generale struttura commissionale del fondo. E infatti, secondo l'orientamento che sta emergendo a livello europeo (EFAMA), il contemperamento tra l'interesse del gestore e quello dell'investitore può realizzarsi attraverso una diversa articolazione della struttura dei costi che riconosca, ad esempio, all'investitore la possibilità di scegliere tra una classe di quote con sole commissioni fisse (più alte) e una classe di quote che oltre alle commissioni fisse (più basse) preveda anche commissioni variabili. E' evidente che, in tali casi, le classi con commissioni di incentivo devono avere un maggior grado di libertà, potendo comunque il cliente scegliere tra le diverse classi di quote.

Ciò posto, ove l'impostazione "*performance netta vs. price index*" non dovesse considerarsi più percorribile, si chiede quantomeno di valutare la possibilità per il gestore di confrontare la *performance* dell'indice *total return* con il valore quota del fondo rettificato di alcuni costi sostenuti dal fondo stesso (quali, ad esempio, i costi di negoziazione, gli oneri di banca depositaria e le provvigioni di incentivo).

Tale rettifica sarebbe finalizzata a realizzare un confronto omogeneo tra il valore della quota del fondo e l'indice *total return* assunto quale *benchmark*, considerando gli oneri inevitabilmente sostenuti dal fondo quali, a titolo esemplificativo, gli oneri di banca depositaria sostenuti per l'attività di custodia ed amministrazione degli strumenti finanziari, nonché i costi di negoziazione riconosciuti alle controparti di mercato per l'attività di negoziazione degli strumenti finanziari oggetto di investimento. Detti oneri risultano infatti direttamente connessi all'operatività del fondo, non evitabili né liberamente determinabili dal gestore ed evidentemente non considerati nell'ambito dell'indice *total return*.

Con riferimento alla necessità di rettificare il valore della quota del fondo dalle provvigioni di incentivo eventualmente addebitate, si rileva che detta rettifica risulta necessaria al fine di evitare effetti iterativi connessi al medesimo calcolo. Tale procedura è peraltro condivisa a livello di EFAMA nell'ambito di un gruppo di lavoro in tema di commissioni di incentivo.

Da un punto di vista contabile, si tratterebbe quindi di considerare il valore della quota del fondo prima dell'applicazione degli oneri di banca depositaria e delle provvigioni di incentivo, reintroducendo inoltre i costi di negoziazione riconosciuti alle controparti. Il valore quota così ottenuto verrebbe confrontato con l'indice *total return* ai fini dell'eventuale applicazione della provvigione di incentivo sulla base delle specifiche modalità definite nel Regolamento di gestione di ciascun fondo.

In ogni caso, ferma restando la situazione attuale, si auspica che il passaggio al confronto tra la *performance* del fondo e quella di indici azionari c.d. *total return* possa avvenire in via graduale attraverso il riconoscimento di un adeguato periodo di transizione (ad esempio 24/36 mesi), che consenta alle SGR di assicurare una



ordinata transizione alle nuove modalità di calcolo e di verificare gli impatti di natura gestionale, operativa e commerciale della relativa modifica.

1.3 Le limitazioni all'attività d'investimento dei FIA aperti *retail*. Le flessibilità introdotte per l'attività d'investimento dei FIA aperti *retail* sono accompagnate da talune limitazioni che, di fatto, potrebbero risultare penalizzanti per l'industria. Si fa riferimento, in particolare, alle limitazioni volte ad escludere la possibilità di investire il patrimonio di un FIA aperto *retail* in un FIA aperto riservato che investa in altri OICR oltre il limite del 10%. A tale riguardo si segnala che il mantenimento della attuale possibilità di investire - sino al limite complessivo massimo del 20% del totale delle attività - in FIA aperti riservati che investano in altri OICR anche oltre il limite del 10%, consentirebbe di realizzare una più elevata diversificazione del portafoglio del FIA aperto *retail* acquirente, rispetto all'ipotesi di investimento diretto nei singoli FIA aperti riservati. Inoltre, attraverso il mantenimento di tale possibilità, il gestore del FIA aperto *retail* acquirente potrebbe continuare ad accedere direttamente alle competenze del gestore del FIA aperto riservato *target*, qualora detto FIA risulti costituito nella forma di fondo di fondi speculativi. Si segnala, peraltro, che l'eliminazione di tale facoltà comporterebbe la necessità di procedere allo smobilizzo dei FIA riservati costituiti nella forma di fondi di fondi, eventualmente detenuti dai FIA aperti *retail* già operativi.

2. I compiti e i ruoli degli organi aziendali.

Al fine di rendere coerenti le definizioni di "alta dirigenza" e "organo di gestione" utilizzate dal Regolamento delegato (UE) 231/2013 con le definizioni nazionali di "alta dirigenza" e "organo con funzione di gestione", l'articolo 33, comma 2 del Regolamento Congiunto in consultazione prevede che *"gli articoli del Regolamento (UE) 231/2013 che menzionano "l'organo di gestione" e "l'alta dirigenza", come definiti ai sensi dell'articolo 1, numeri 3 e 4 del medesimo Regolamento (UE) 231/2013, si intendono riferiti all'organo con funzione di supervisione strategica o all'organo con funzione di gestione, come definiti ai sensi dell'articolo 2, commi 1, lettere k) e l), in coerenza con le vigenti disposizioni nazionali in materia di competenza e responsabilità dei predetti organi"*.

La suddetta previsione non appare del tutto in linea con il dettato comunitario in quanto, nel richiamare un principio di "coerenza con le vigenti disposizioni nazionali in materia di competenza e responsabilità" degli organi sociali, sembrerebbe implicare l'esigenza di interpretare la norma comunitaria alla stregua delle scelte compiute dalle Autorità nazionali in ordine al riparto di competenze tra le funzioni aziendali (quando invece, all'evidenza, è vero il contrario trattandosi di modellare l'ordinamento interno alla stregua delle indicazioni *vincolanti* recate dal legislatore comunitario). E' bene precisare, al riguardo, che, in senso contrario, non può invocarsi il Considerando n. 73 del Regolamento delegato (UE) 231/2013 il quale, nel prevedere che *"la ripartizione delle responsabilità sia compatibile con il ruolo e le responsabilità dell'organo di gestione, dell'alta dirigenza e della funzione di sorveglianza conformemente alla normativa applicabile in materia a livello nazionale"*, sottintende l'esigenza di tener conto dei diversi modelli di amministrazione e controllo vigenti nei singoli Stati, e non invece la possibilità di alterare e modellare il senso dei concetti di "organo con funzione di gestione" e di "alta dirigenza" a seconda delle singole competenze di volta in volta considerate (si che, ad esempio, il riferimento all'alta dirigenza dovrebbe considerarsi espressivo,



secondo la lettura qui non condivisa, ora del consiglio di amministrazione, ora degli organi delegati/direzione generale in base al tipo di attribuzione esaminata).

Si propone, pertanto, di stabilire che il concetto di “organo di gestione” sia identificato con l’organo investito per legge e statuto delle funzioni di indirizzo dell’impresa (ivi incluso l’esame e l’approvazione dei piani industriali, strategici e finanziari) e l’“alta dirigenza” sia, a sua volta, identificata con gli organi investiti, per delega formale o atipica, dei compiti esecutivi e di gestione corrente. Ciò comporterebbe, in sostanza, un mero allineamento terminologico di quanto previsto dal Regolamento Congiunto ora vigente, in quanto si tratterebbe di (ri)denominare l’attuale organo con funzione di “supervisione strategica” chiamandolo “organo di gestione”, riservando il *nomen juris* “alta dirigenza” all’organo attualmente denominato “organo con funzione di gestione”. Un adattamento nominalistico, del resto, implicito nel Regolamento delegato il quale prevede l’ipotesi di una “funzione di sorveglianza” intesa, evidentemente, come sinonimo di “controllo”.

Tale soluzione avrebbe inoltre il pregio della maggiore chiarezza e certezza del diritto rispetto a quella divisata nel Regolamento Congiunto in consultazione, il quale – demandando di fatto agli operatori il compito di individuare, di volta in volta, quale organo, ai sensi della disciplina nazionale e nel rispetto del modello di amministrazione e controllo adottato, debba svolgere i singoli compiti che il Regolamento delegato (UE) 231/2013 attribuisce all’“alta dirigenza” e “all’organo di gestione” – finisce con il creare inevitabilmente forti incertezze interpretative tra gli operatori.

In tale contesto, pertanto, in coerenza con quanto previsto dall’articolo 60, par. 2, lett. (a) del Regolamento delegato (UE) 231/2013, all’alta dirigenza (e cioè i membri esecutivi dell’organo di gestione o comunque coloro che conducono di fatto l’attività sociale) spetterebbe il compito di “*sorvegliare sull’approvazione delle strategie di investimento per ogni FIA gestito*”.

Con riferimento a quest’ultimo profilo si chiede, poi, di riconoscere la possibilità per la singola SGR di attribuire a comitati “specializzati”, istituiti in seno alla società, il compito di “definire” le strategie di investimento. Si tratterebbe di un’attribuzione che, oltre a non essere in contrasto con quanto previsto dal Regolamento delegato, si pone in linea con le prassi seguite a livello europeo che attribuiscono alla “funzione/divisione di gestione” la definizione delle strategie d’investimento, intese come specifiche scelte di investimento (*asset allocation*).

La definizione delle strategie d’investimento richiede, infatti, un’alta specializzazione, basandosi su dettagliate e specifiche analisi micro e macro economiche e di scenario, sull’andamento dei mercati degli strumenti finanziari e sull’analisi delle notizie di mercato. Più nel dettaglio, la definizione delle specifiche strategie d’investimento consiste nella selezione delle singole attività in cui i portafogli gestiti possono essere investiti e nella determinazione della composizione ottimale del portafoglio in considerazione del profilo di rischio-rendimento definito. Essa si concretizza, dunque, nella definizione di indicazioni quantitative sulle singole *asset class* come, ad esempio, le categorie di strumenti finanziari (es. obbligazioni, azioni, materie prime, quote di OICR); la divisa (es.



Euro, Dollaro Usa, Yen Giapponese); l'area geografica (Europa, Nord America, Paesi Emergenti); i gradi di capitalizzazione degli emittenti.

Tenuto conto della complessità, tecnicità e variabilità nel tempo delle strategie di investimento, la relativa definizione dovrebbe, pertanto, poter essere attribuita alla competenza di comitati "specializzati" o di singoli responsabili muniti di specifica delega. Resta inteso che l'organo di gestione (e cioè il consiglio di amministrazione) continuerebbe a definire le politiche d'investimento cui l'alta dirigenza (e cioè i membri esecutivi dell'organo di gestione o comunque coloro che conducono di fatto l'attività sociale) dà attuazione.

3. La delega della gestione del portafoglio e del rischio.

Relativamente alla delega della gestione del portafoglio e del rischio, si evidenzia la necessità di richiamare, nell'articolo 47 del Regolamento Congiunto posto in consultazione, la possibilità, contemplata dall'articolo 20, paragrafo 1, lettera c), della direttiva AIFM, di consentire, previa approvazione da parte dell'autorità competente dello Stato membro di origine del GEFIA, la delega anche a imprese non autorizzate o registrate ai fini della gestione di attività e soggette a vigilanza.

Il richiamo del citato articolo 20, paragrafo 1, lettera c) della direttiva AIFM è volto principalmente ad evitare una limitazione della capacità competitiva delle SGR italiane di medie e piccole dimensioni, le quali già attualmente esternalizzano la funzione di gestione del rischio a soggetti della specie. Il ricorso a soluzioni alternative attraverso, ad esempio, la condivisione con altre SGR di figure professionali specializzate nella gestione del rischio potrebbe, peraltro, risultare molto limitata in virtù del divieto di "interlocking" di cui all'articolo 36 del d.l. "Salva Italia".

In linea di continuità con quanto oggi riconosciuto ai gestori di UCITS, dovrebbe (continuarsi) a riconoscere la facoltà di un gestore (specie se di UCITS) di delegare alla capogruppo, che riveste anche il ruolo di depositaria, la funzione di gestione del rischio o, quantomeno, l'attività di misurazione dei rischi medesimi, ferma restando la separazione, sotto il profilo funzionale e gerarchico, dello svolgimento della funzione di gestione del portafoglio o di gestione del rischio dagli altri compiti potenzialmente confliggenti.

4. L'obbligo di investire il patrimonio di vigilanza in strumenti liquidi.

La direttiva AIFM, all'articolo 9, paragrafo 8 prevede che "*i fondi propri, compresi tutti i fondi propri aggiuntivi di cui al paragrafo 7, lettera a) [per potenziali rischi di responsabilità professionale] sono investiti in liquidità o in attività prontamente convertibili in contanti nel breve termine e non includono posizioni speculative*". Nel recepire tale previsione, l'Autorità ha esteso, tenuto conto della logica prudenziale delle disposizioni comunitarie, anche ai gestori di OICVM tale disciplina, precisando inoltre che il patrimonio di vigilanza debba essere investito nelle sole tipologie di strumenti finanziari identificate dall'Autorità in quanto rispondenti ai criteri, individuati dalla direttiva AIFM, di "liquidità" e di assenza di speculazione.

Al riguardo si ritiene che, in linea con la direttiva AIFM, il riferimento volto ad applicare le disposizioni relative all'obbligo di investire il patrimonio di vigilanza in attività liquide o prontamente liquidabili, dovrebbe essere limitato al solo ammontare del capitale minimo richiesto funzionale all'adeguatezza patrimoniale.



Diversamente, un'applicazione estensiva delle attività ammissibili a tutto il patrimonio di vigilanza, potrebbe comportare forti limitazioni per gli operatori. E', infatti, fondamentale continuare a riconoscere la possibilità per una SGR di disporre di una parte dei fondi propri anche per l'avviamento di un nuovo prodotto (OICVM o FIA), per investire, ad esempio, in quote di FIA chiusi e comunque in attività diverse da quelle specificatamente declinate (quali le partecipazioni).

Relativamente all'elenco delle attività identificate come ammissibili, si evidenzia, inoltre, un'interpretazione eccessivamente prudentiale della direttiva AIFM. Si fa riferimento, a titolo esemplificativo, da un lato, all'impossibilità di investire in quote di OICVM propri (ad eccezione, sembrerebbe, dell'ipotesi in cui gli OICVM siano monetari) e, dall'altro, alla possibilità di investire in "titoli di debito qualificati", la cui valutazione del credito sarebbe rimessa alle ECAI, senza possibilità per le SGR di derogare a tali valutazioni. Si chiede, quindi, di demandare alla responsabilità delle SGR l'identificazione degli strumenti finanziari in cui investire il patrimonio di vigilanza, ovvero, in subordine, di rivedere l'elenco tenendo conto delle considerazioni rappresentate nell'allegato tecnico alla presente lettera.

5. L'utilizzo dei *rating* nel servizio di gestione collettiva.

Nel Regolamento sulla gestione collettiva in consultazione, al Titolo V, Capitolo III, Sezione I, par. 5 (sistema di gestione dei rischi degli OICR) si prevede che *"nella definizione del sistema di gestione dei rischi degli OICR, per la valutazione del merito di credito delle attività degli OICR, la SGR non si affida esclusivamente o meccanicamente ai rating emessi da agenzie di rating"*. Si rappresenta, in linea generale, l'esigenza di richiamare quanto in tal senso previsto nella Comunicazione "Sull'adeguatezza delle procedure di valutazione del rischio di credito e sull'utilizzo dei *rating* nel servizio di gestione collettiva del risparmio", adottata da Banca d'Italia il 22 luglio 2013, al fine di evitare qualsivoglia profilo di incertezza interpretativa e applicativa. Più nello specifico, infatti, nella suddetta Comunicazione, la Banca d'Italia, nel richiedere ai gestori di rivalutare i loro sistemi di gestione del rischio, al fine di non operare un affidamento esclusivo o meccanico ai giudizi emessi dalle agenzie di *rating*, richiamava il rispetto del principio di proporzionalità. In tale ottica, sottolineava che, il potenziamento dei sistemi di gestione del rischio, volti a consentire un'adeguata capacità di valutazione del rischio di credito, potesse non riguardare necessariamente la totalità degli emittenti, i cui titoli sono inclusi nei portafogli dei fondi gestiti, *"potendosi limitare a quegli emittenti verso i quali sono detenute posizioni significative e che compongono una percentuale rilevante dei portafogli dei fondi gestiti"*.

6. La delega a terzi della valutazione dei beni e del calcolo del valore delle quote.

In relazione alle disposizioni contenute nel Titolo V, Capitolo IV, Sezione II, par. 1.3 del Regolamento sulla gestione collettiva in consultazione, si chiede di chiarire che gli incarichi di valutazione dei beni e del calcolo del valore delle quote, possano essere conferiti disgiuntamente, anche a soggetti diversi.

In tale ambito, si richiede altresì di chiarire che l'incarico di valutazione dei beni possa essere conferito anche a diversi soggetti, in funzione delle differenti



tipologie di beni/strumenti finanziari in cui è investito il patrimonio del fondo, nonché delle specifiche competenze dei valutatori.

Quanto sopra evidenziato assume rilievo per tutte le tipologie di fondi e, in particolare, per i FIA chiusi (immobiliari e di private *equity*), per i quali il depositario, al quale è solitamente conferita la delega per il calcolo del valore delle quote, non dispone dell'*expertise* necessaria per effettuare, altresì, la valutazione dei beni in cui è investito il patrimonio dei fondi.

7. I chiarimenti sulla “gestione” di alcune fattispecie di cui all’articolo 61 della direttiva AIFM.

L’articolo 61 della direttiva AIFM, nel dettare le disposizioni transitorie, disciplina, ai paragrafi 3 e 4, rispettivamente, le ipotesi di: (i) GEFIA che, prima del 22 luglio 2013, gestiscono FIA di tipo chiuso che “non effettuano investimenti supplementari” dopo il 22 luglio 2013 e (ii) GEFIA che gestiscono FIA di tipo chiuso il cui periodo di sottoscrizione per gli investitori è stato chiuso prima dell’entrata in vigore della direttiva AIFM e che sono costituiti per un periodo di tempo che termina al più tardi tre anni dopo il 22 luglio 2013. In particolare, i GEFIA di cui al punto (i) possono continuare a gestire tali FIA senza autorizzazione ai sensi della direttiva AIFM, mentre quelli di cui al punto (ii) possono gestire detti FIA senza dover ottemperare alle previsioni della direttiva (ad eccezione dell’articolo 22 e, se pertinente, degli articoli da 26 a 30) o senza dover presentare domanda di autorizzazione.

Con riferimento alle suddette fattispecie si chiede di chiarire, anche tenuto conto di quanto previsto dalla Q&A 1186 della Commissione⁹, se: (i) tali FIA e, in particolare, i fondi chiusi di *side pockets*, concorrono al calcolo delle attività gestite, anche ai fini dell’identificazione della soglia indicata all’articolo 35-*undecies* del TUF in materia di GEFIA sotto - soglia; (ii) a tali FIA si applicano determinate previsioni, quali, tra le altre, quelle in tema di: a) patrimonio di vigilanza (Titolo II, Capitolo V, Regolamento sulla gestione collettiva in consultazione); b) segnalazioni di vigilanza (Titolo IV, Capitolo III, Regolamento sulla gestione collettiva in consultazione); c) sistema di gestione dei rischi (Titolo V, Capitolo III, Sez. I, paragrafo 5, Regolamento sulla gestione collettiva in consultazione).

8. La disciplina sugli incentivi.

Nel riformulare il perimetro applicativo della disciplina concernente gli incentivi forniti o ricevuti nell’ambito della prestazione del servizio di gestione collettiva, l’articolo 73 del Regolamento Intermediari in consultazione rinvia, ora, alla corrispondente norma sovranazionale ed esplicita il più ristretto ambito di applicazione oggettivo per le gestioni di tipo UCITS, limitato alle sole attività di gestione e amministrazione degli OICVM italiani, a differenza della normativa *alternative* che applica le norme in materia di *inducement* a tutte le attività elencate nell’Allegato I della direttiva AIFM, compresa la commercializzazione.

A tal riguardo, si ribadisce la necessità di chiarire che la delimitazione dell’ambito di applicazione della disciplina in tema di incentivi con riferimento alle sole attività di gestione degli investimenti e di amministrazione degli OICVM sia volta a

⁹ Si fa riferimento alle Q&A della Commissione europea pubblicate in data 25 marzo 2013.



escludere dal relativo ambito di applicazione, oltre che tutti i pagamenti e le prestazioni non monetarie tra gestore e investitore che non sono eseguiti o ricevuti in relazione alle citate attività, anche tutti i pagamenti effettuati dalla Società a soggetti terzi per la commercializzazione degli OICVM, come, ad esempio, le retrocessioni di commissioni di gestione al distributore.

In ogni caso, pur volendo attrarre nell'ambito di applicazione dell'articolo 73, comma 2 le retrocessioni di commissioni di gestione ai distributori, è comunque fondamentale riconoscere il diverso ruolo ricoperto dal soggetto che "percepisce" l'incentivo, rispetto a colui che lo "corrisponde", potendo quest'ultimo fare affidamento sugli impegni contrattuali in materia di incentivi assunti dal distributore degli OICR per assicurare l'idoneità dell'attività prestata ad aumentare la qualità del servizio offerto e il rispetto del miglior interesse degli investitori finali.

La descritta impostazione trova, peraltro, giustificazione nella considerazione che è al rapporto tra intermediario e investitore finale, non a quello tra gestore e intermediario, che deve aversi riguardo per giudicare la legittimità dell'incentivo. In tal senso depone quanto riportato dalla CONSOB (Prime linee di indirizzo della CONSOB, p. 6) ove si legge che "nella catena società prodotto/collocatore/cliente, l'enfasi è posta sull'anello finale piuttosto che su quello iniziale. In altri termini, è dal contenuto dei servizi resi al cliente finale (e dagli obblighi verso quel cliente gravanti sull'intermediario) (...) che può trarsi giustificazione (...) dei pagamenti ricevuti da terzi".

9. La leva nella documentazione d'offerta degli OICR e nel regolamento/atto costitutivo dei FIA.

Nello schema di prospetto relativo a quote/azioni di OICVM e di FIA aperti *retail* si prevede che debba essere indicato, tanto per gli OICVM quanto per i FIA aperti *retail*, il "livello di leva utilizzabile". Sul punto si ritiene che tale indicazione debba essere circoscritta ai soli FIA aperti *retail*, tenuto conto che solo per i FIA, e non anche per gli OICVM, la disciplina comunitaria richiede l'indicazione della leva massima, calcolata sulla base del metodo degli impegni e lordo. Per gli OICVM si richiede, pertanto, di mantenere l'informativa attualmente prevista nello schema 1 e cioè "l'incidenza dell'utilizzo degli strumenti finanziari derivati sul profilo di rischio del fondo/comparto; indicare il metodo di calcolo dell'esposizione complessiva".

La suddetta impostazione consentirebbe, peraltro, di superare il dubbio in ordine alle modalità di calcolo della "leva tendenziale" prevista, per gli OICVM, nella Comunicazione CONSOB n. DIN/0045188 del 29 maggio u.s. E invero, la modalità di calcolo della leva tendenziale non deve necessariamente coincidere con quella degli impegni, essendo quest'ultimo indicatore funzionale per individuare un limite prudenziale di esposizione al mercato e non per evidenziare la sensibilità del rendimento del fondo rispetto a quella del mercato sottostante. Siffatta possibilità, che si pone inoltre in linea di continuità con la prassi in essere, consente di meglio evidenziare il ruolo della "leva" quale distinto *driver* di gestione, oltre che individuare le caratteristiche distintive dell'OICVM, indipendentemente dai limiti regolamentari dello stesso, non solo a beneficio dell'investitore.



Per quanto riguarda l'indicazione, nei regolamenti di gestione/atti costitutivi del FIA, del valore di leva finanziaria come limite di investimento, si ribadisce la necessità di richiedere chiarimenti a livello comunitario in ordine al metodo di calcolo dell'esposizione attraverso il metodo degli impegni (cfr. articolo 8 del Regolamento). A tal riguardo si ritiene opportuno che venga riconosciuta la possibilità di considerare come attività di compensazione (*hedging*) le posizioni in strumenti finanziari derivati volte a coprire i rischi di attività diverse dagli strumenti finanziari, quale a titolo di esempio per un FIA immobiliare, un'operazione di copertura del rischio tasso di finanziamento (a fronte di un contratto di finanziamento a tasso variabile e di portafoglio immobiliare che genera flussi di cassa relativamente stabili, è prassi che un FIA preveda l'impiego di un IRS in cui il FIA paga un tasso fisso in cambio di un tasso variabile). Si vuole infatti superare il dubbio che "la copertura" dell'indicato rischio non sia considerabile come "*hedging*" e, pertanto, concorra ad aumentare l'esposizione del FIA; si osserva infatti che i criteri stabili nel Regolamento (UE) 231/2013 declinano l'*hedging* solamente per gli strumenti finanziari [(articolo 8(3)(b)] che si riferiscono alla stessa classe di attività [(articolo 8(6)(d)]. Tale chiarimento appare pertanto funzionale a comprendere l'esatta portata che avrebbe il limite di leva nella gestione del FIA nonché a valutare se sia sufficiente, per i FIA immobiliari *retail*, il limite di leva proposto pari a due.

10. Gli obblighi informativi verso le Autorità di vigilanza.

A seguito della crisi finanziaria si sta sempre di più valorizzando, a livello comunitario, il ruolo delle disposizioni segnaletiche, funzionale all'analisi della stabilità finanziaria e dei singoli attori.

Oltre ai nuovi obblighi segnaletici previsti dalla disciplina AIFMD, si fa ad esempio riferimento al *reporting* previsto dall'infrastruttura EMIR, dal Regolamento sullo "*short selling*" oltre a quello richiesto dalla BCE alle BCN, senza considerare le nuove proposte regolamentari della Commissione in tema di nuova trasparenza informativa sulle operazioni di gestione efficiente del portafoglio e per i fondi di mercato monetario.

Pur consapevoli che l'articolo 8, comma 1, del TUF dispone che la Banca d'Italia e la CONSOB possono chiedere, nell'ambito delle rispettive competenze, l'invio di informazioni, dati e notizie, si ritiene fondamentale un maggior coordinamento delle diverse richieste segnaletiche al fine di focalizzare l'attenzione sulle sole variabili strettamente necessarie all'azione di vigilanza. Ciò al fine di evitare notevoli duplicazioni di adempimenti, nonché aggravii di costi e oneri amministrativi a discapito della competitività delle SGR italiane.

Si invitano, pertanto, le Autorità a continuare il processo di semplificazione e razionalizzazione degli obblighi informativi che sembra essere oggi timidamente iniziato con la revisione della Circolare n. 189¹⁰ della Banca d'Italia. In particolare si richiede di valutare la sostituzione delle vigenti segnalazioni periodiche di vigilanza relative ai FIA con i tracciati segnaletici previsti dal Regolamento delegato (UE) n. 231/2013.

¹⁰ Cfr. "Manuale delle segnalazioni statistiche e di vigilanza per gli Organismi di investimento collettivo del risparmio", consultabile sul sito istituzionale della Banca d'Italia.



L'occasione è, altresì, utile per ringraziare e supportare le Autorità nazionali a continuare il lavoro nelle sedi comunitarie, funzionale a veicolare i dubbi interpretativi sollevati dall'industria circa la corretta interpretazione degli adempimenti previsti dal Regolamento delegato.

11. Ulteriori tematiche relative al Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio

Sebbene non costituiscano oggetto di consultazione, si ritiene opportuno richiamare l'attenzione della Banca d'Italia sulle tematiche di seguito riportate, già in passato sottoposte all'attenzione dell'Autorità.

11.1 L'errata valorizzazione delle quote. Il Regolamento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva prevede che, in caso di errata valorizzazione del valore della quota, la SGR debba procedere a:

- (i) reintegrare i partecipanti danneggiati che abbiano sottoscritto a un prezzo superiore a quello corretto o, viceversa, disinvestito a un prezzo inferiore;
- (ii) reintegrare il patrimonio del fondo nelle ipotesi in cui la sopravvalutazione della quota abbia determinato – per effetto dei rimborsi – un ingiustificato depauperamento dello stesso, ovvero la sottovalutazione abbia fatto affluire al fondo importi inferiori al dovuto.

Con riferimento alla prima ipotesi, le SGR generalmente pongono a carico del proprio patrimonio l'esborso monetario volto a reintegrare i partecipanti danneggiati, sostituendosi, di fatto, al fondo (e quindi ai suoi partecipanti) che ha beneficiato dell'errore.

Tenuto conto che - nel caso di sopravvalutazione del valore delle quote, le sottoscrizioni avvenute durante il periodo di errore di calcolo generano risorse in eccesso attribuite al fondo pari alla differenza tra il valore della quota errata e quella corretta e, che, risorse in eccesso trattenute dal fondo sono generate nel caso di sottovalutazione del valore della quota con riferimento ai rimborsi effettuati a fronte di disinvestimenti - si ritiene opportuno riconoscere espressamente alla SGR la possibilità di utilizzare le suddette risorse in eccesso attribuite/trattenute dal fondo per reintegrare i partecipanti danneggiati.

Si tratterebbe, peraltro, di una prassi già seguita in altri paesi europei come, ad esempio, il Lussemburgo e la Germania. E infatti, in Lussemburgo, la Circolare CSSF 02/77 prevede un espresso riferimento alla possibilità di reintegrare i partecipanti utilizzando anche le risorse in eccesso trattenute/attribuite al fondo: *"The investors having suffered a loss as a result of a calculation error may be indemnified out of the assets of the UCI in case the payments due to the relevant investors correspond to excess sums within the assets of the UCI and the payment of which can therefore not affect the interests of the other investors."* In Germania, l'assenza di una dettagliata disciplina e il ruolo svolto dai revisori dei conti hanno portato allo sviluppo di una prassi di mercato consolidata che consente il reintegro dei partecipanti danneggiati utilizzando le risorse in eccesso presenti nel patrimonio del fondo.

11.2 La soglia di irrilevanza dell'errore. Come già rappresentato in altre occasioni, la misura della soglia di irrilevanza dell'errore individuata dalla disciplina nazionale continua a essere disallineata dagli *standard* di alcune delle



maggiori piazze finanziarie di riferimento europee. Pertanto, si coglie l'occasione della presente consultazione per (ri)proporre l'opportunità di elevare la soglia di irrilevanza dell'errore dallo 0,1% allo 0,5% (tale ultima soglia di irrilevanza è, ad esempio, adottata in Inghilterra), se del caso, articolando ulteriormente le soglie di irrilevanza in relazione alla tipologia di OICR considerato (come accade, ad esempio, in Lussemburgo).

11.3 Aspetti in tema di gestione dei rischi degli OICVM (e per richiamo della disciplina ai FIA aperti retail)

11.3.1. Il livellamento del piano di gioco. In un'ottica di *level playing field* si ribadisce la necessità - secondo quanto riportato più nel dettaglio nell'Allegato tecnico - di: a) rivedere la disciplina in materia di divieti e norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio tra cui, in particolare, quella in tema di: (i) limiti alle posizioni corte in strumenti finanziari derivati (c.d. *cover rule*); (ii) calcolo del limite di concentrazione per emittente in caso di investimento in strumenti finanziari derivati su indici finanziari; (iii) calcolo del rischio controparte per gli strumenti finanziari derivati OTC; b) di introdurre una specifica disciplina in tema di obbligazioni soggette a una particolare supervisione.

11.3.2 L'investimento in quote di FIA chiusi. Conformemente a quanto previsto dall'*advice* del CESR alla Commissione (CESR/06-005), si chiede di precisare che non costituisce "aggiramento delle previsioni contenute nel capitolo sulla disciplina dei limiti prudenziali (Titolo V, Capitolo III)", l'investimento del patrimonio di un OICVM in FIA chiusi che investono anche in attività non direttamente *eligible* per un OICVM (ad es. FIA immobiliari e di *private equity*), laddove siano rispettate talune condizioni. Tale chiarimento consentirebbe ai gestori di assumere un ruolo "aggiuntivo" a sostegno dell'economia, in continuità con le misure già individuate dal MEF per i FIA *retail*.

12. Questioni specifiche in tema di FIA immobiliari

12.1 La delega di funzioni e i contratti di *property e facility management*. Con riferimento all'esternalizzazione di funzioni, si ritiene, innanzitutto, opportuno chiarire che i contratti di *property* e di *facility management*, stipulati dai FIA immobiliari, siano da considerarsi esclusi dall'applicazione della disciplina di cui all'articolo 44 del Regolamento Congiunto e, in particolare, dall'obbligo di preventiva informativa da fornire alla Banca d'Italia e alla Consob nel rispetto delle previsioni di cui al comma 3 del medesimo articolo.

Infatti, nei casi di sottoscrizione di FIA attraverso il conferimento di beni, la scelta del *property manager* è, il più delle volte, contestuale al conferimento: non v'è dubbio, quindi, che, in tali ipotesi, l'applicazione del citato comma 3 comporterebbe, di fatto, l'impossibilità di procedere al conferimento prima del termine di 30 giorni previsti per il silenzio assenso.

Inoltre, il più delle volte accade che l'attività di *property management* non venga esercitata da un solo soggetto, in esclusiva, per tutti gli immobili presenti nel portafoglio del FIA immobiliare, potendo, quindi, coesistere più *property manager* in ragione del numero degli immobili in portafoglio. In tale ultima ipotesi, infatti, si ritiene che l'attività svolta dai singoli *property manager* non possa considerarsi



funzione operativa essenziale o importante, così come definita dall'articolo 20 del Regolamento Congiunto.

Pertanto, in virtù delle ragioni appena esposte, si richiede di prevedere che, ferma restando la comunicazione tempestiva alla Banca e alla Consob dell'esternalizzazione delle funzioni di *property* e di *facility management* prima richiamate, le SGR che gestiscono FIA immobiliari possano, di fatto, disattendere i termini di cui al comma 3 dell'articolo 44.

Si ritiene, inoltre, del pari opportuno, chiarire che, gli obblighi di cui al comma 3, non si applichino nelle ipotesi in cui il gestore conferisca la delega per l'esternalizzazione di funzioni aziendali operative essenziali o importanti, o di servizi, ad un soggetto nei confronti del quale siano già stati adempiuti gli obblighi di preventiva comunicazione alla Banca d'Italia e alla Consob con riferimento ad un precedente incarico di esternalizzazione relativo alla medesima funzione.

12.2 La valutazione del patrimonio dei FIA immobiliari. In merito alla disciplina sui criteri di valutazione del patrimonio del fondo e del calcolo del valore della quota, di cui al titolo V, Capitolo IV, del Regolamento sulla gestione collettiva in consultazione, si esprime, innanzitutto, apprezzamento per il mantenimento dell'attuale impostazione che prevede la possibilità di conferire l'incarico di valutazione dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari in cui è investito il patrimonio del FIA, nonché delle partecipazioni in società immobiliari non quotate, ad esperti indipendenti aventi i requisiti stabiliti dal regolamento emanato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze in attuazione dell'articolo 39 del TUF.

In particolare, si apprezza che, nelle ipotesi in cui le SGR si avvalgano dei suddetti soggetti, possa ritenersi esclusa l'applicazione della disciplina in tema di esternalizzazione di funzioni, nonché i relativi obblighi informativi.

Sempre a tale proposito, si ritiene, poi, opportuno chiarire che, nelle ipotesi di affidamento dell'incarico di valutazione agli esperti indipendenti, non trovi applicazione la disposizione di cui al paragrafo 1.1 della medesima Sezione II, relativamente alla necessità di istituire una funzione preposta alla valutazione dei beni che sia funzionalmente e gerarchicamente indipendente dalle funzioni preposte alla gestione.

12.3 La commercializzazione di FIA immobiliari riservati. Si chiede di chiarire che, con riferimento a talune tipologie di FIA italiani riservati, anche istituiti su iniziativa e in relazione alle specifiche necessità dell'investitore, non trovi applicazione la disciplina della commercializzazione ai sensi dell'articolo 43, comma 1, del TUF, nonché quella di cui alla Sezione V-ter, Capo III, Parte II, del Regolamento Emittenti.

In particolare, si fa riferimento, ad esempio, ai FIA immobiliari che vengono istituiti per la partecipazione delle SGR alle procedure di selezione per la dismissione e la valorizzazione del patrimonio immobiliare pubblico, ovvero ai FIA c.d. *club deal*, per i quali non viene a configurarsi, da parte della SGR, un'attività di commercializzazione in senso stretto, essendo gli investitori già noti al momento dell'istituzione del FIA medesimo (*reverse solicitation*).



12.4 Le previsioni specifiche in tema di gestione del rischio. Si chiede di eliminare le previsioni volte a precisare le modalità di valutazione dei potenziali rischi di concentrazione dei FIA immobiliari (cfr. par. 5 del Titolo V, Capitolo 3, Sezione I). Invero, la richiesta di considerare diversi parametri di riferimento analitici, senza poter distinguere gli stessi in funzione delle caratteristiche del FIA immobiliare, comporta oneri eccessivamente gravosi per le società, senza necessariamente contribuire ad una più precisa valutazione dei potenziali fattori di rischio. Si fa, in particolare, riferimento alla previsione relativa all'incidenza dei primi dieci conduttori sul totale dei ricavi annui e sulla stabilità del *business* dei locatari. Pertanto, dovrebbe essere consentito prendere in considerazione fattori diversi in funzione delle caratteristiche del FIA (ad esempio, un FIA investito in tre edifici con tre conduttori istituzionali andrebbe trattato diversamente da un FIA investito in mille appartamenti ad uso residenziale sparsi sul territorio, nonché da un FIA che investe nel settore delle energie rinnovabili, ovvero ancora da un FIA investito in edifici ad uso industriale). Si ritiene, pertanto, fondamentale riconoscere alle Società i necessari ambiti di discrezionalità riguardo ai processi da adottare per misurare i rischi, tra cui anche quello potenziale di concentrazione, in coerenza con i principi identificati nella direttiva AIMF e nel regolamento. Inoltre, considerato che le previsioni analitiche si applicherebbero anche alla gestione dei FIA riservati, rientrando queste nel quadro generale del sistema di gestione dei rischi, queste potrebbero determinare un potenziale svantaggio competitivo per le società nazionali (da evitare in un'ottica di *level playing field*).

12.5 Il *grandfathering* degli investimenti dei FIA immobiliari *retail* esistenti. Si chiede di prevedere una disposizione che faccia salvi per i FIA immobiliari *retail* esistenti, i limiti prudenziali oggi adottati, laddove il novellando Regolamento sulla gestione collettiva preveda limiti più stringenti (Titolo V, Capitolo 3, Sezione V). Si fa in particolare riferimento alla proposta di ridurre il limite di concentrazione in un unico bene immobile da 1/3 al 20%, salvo la deroga prevista per gli immobili destinati alla locazione (par. 3.2), di ridurre il limite di leva (par. 6.2.1), e alla verifica del rispetto di tutti i limiti prudenziali attraverso il metodo del consolidamento (par. 8).

Nel rimanere a disposizione per ogni ulteriore chiarimento si renda necessario, si inviano i migliori saluti.

Il Direttore Generale

All.: c.s.