

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

Spettabile
Banca d'Italia
Servizio Regolamentazione e Analisi macroprudenziale
Via Nazionale, 91
00184 - Roma

Oggetto: Disciplina in materia di gestione collettiva del risparmio. Recepimento della direttiva 2011/61/UE (AIFMD) e ulteriori interventi di modifica

Si manifesta apprezzamento per il documento pubblicato per la consultazione che rappresenta una fase importante dell'articolato e complesso processo di adeguamento alla direttiva 2011/61/CE (AIFMD) con cui si sta attuando in Italia la riforma della attività di gestione collettiva del risparmio.

Si individuano i seguenti ambiti di rilevanza per il mercato italiano, sui quali sono sviluppate di seguito le osservazioni al documento di consultazione:

1. OICR aperti diversi dagli ETF: regime di entrata in vigore
2. Veicoli Speciali e strumenti finanziari cartolarizzati
3. società di investimento (SPAC e società immobiliari).

1. OICR aperti diversi dagli ETF

Si accoglie con favore la proposta in consultazione in quanto essa consente di implementare e finalizzare il progetto di ammissione alle negoziazioni nel mercato regolamentato di quote e azioni di OICR aperti, italiani ed esteri, diversi dagli ETF. Come noto, tale progetto e le relative modifiche al regolamento di Borsa Italiana sono state già approvate dalla Consob il 25 settembre 2013. Tuttavia il suo avvio ha trovato un limite nella vigente disciplina in materia di sottoscrizione di quote di fondi aperti, contenuta nel Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio (cfr. Titolo V, Capitolo I, Sezione II, paragrafo 4.2.1), e, in particolare, con le previsioni che stabiliscono un vincolo di provvista contestuale alla richiesta di



sottoscrizione. Su tali aspetti Borsa Italiana ha interessato la Banca d'Italia e la Consob sin dalle prime fasi del progetto, fornendo una comparazione internazionale e un'analisi dei rischi per il Fondo e per la SGR. Si apprezza quindi la proposta di revisione del quadro regolamentare e se ne condividono i contenuti.

Tuttavia, si coglie nuovamente l'opportunità per sottolineare l'interesse effettivo al progetto da parte di SGR italiane ed estere, come avuto modo di condividere nei recenti incontri con i vostri Uffici. L'esigenza di un avvio in tempi rapidi del nuovo assetto regolamentare è pertanto opportuna tenuto anche conto della nota lunghezza del processo che ha caratterizzato il progetto in discorso.

A tal fine, anche prendendo spunto dalla tecnica legislativa usata nella proposta in consultazione, la cui sostanza è condensata in una nota redazionale, se ne auspica una tempestiva entrata in vigore anche separatamente dalle disposizioni volte a recepire la direttiva AIFMD rispetto alla quale sono, nel merito, indipendenti.

La necessità di evitare un ulteriore slittamento temporale appare importante soprattutto nell'ipotesi in cui la tempistica di entrata in vigore dell'intero impianto regolamentare in tema di fondi alternativi venisse dilazionato ulteriormente in considerazione della complessità della riforma della disciplina del risparmio gestito in Italia.

Si coglie l'occasione della procedura di consultazione per segnalare un ulteriore affinamento al testo proposto. In particolare, quanto alle condizioni per la deroga delle previsioni in tema di regolamento delle sottoscrizioni per le quote del fondo negoziate in un mercato regolamentato, si evidenzia che il requisito di cui alla lettera (ii) della nota 15 - ossia che l'emissione di nuove quote sia regolata entro tre giorni dal giorno di emissione - dovrebbe essere integrato per specificare che sono fatte in ogni caso salve eventuali ipotesi di inadempimento tecnico (fail) gestite secondo le procedure ordinarie previste dalla regolamentazione del mercato.

2. Veicoli Speciali e strumenti finanziari cartolarizzati

La nuova disciplina in tema di fondi alternativi presenta importanti ambiti di rilevanza per Borsa Italiana e per il pieno esercizio dei propri poteri in materia di gestione del mercato. I margini di incertezza che discendono dalla definizione di tipo funzionale dei soggetti/strumenti finanziari che possono rientrare in tale disciplina non aiutano a chiarire l'ambito di applicazione per alcuni prodotti negoziati sui nostri mercati. Ci si riferisce, in particolare, al mercato ETFplus dove sono negoziati, tra l'altro, ETC (Exchange Traded Commodities) ed ETN (Exchange Traded Notes) emessi da Special Purpose Vehicles (SPV).

Finora tali prodotti, per lo più di origine non domestica, sono stati ricondotti alla categoria degli strumenti di debito e come tali sono stati normalmente qualificati nell'ambito della documentazione di offerta e/o nei relativi Prospetti. Anche a seguito della AIFMD, alcune Autorità di vigilanza dei Paesi di principale provenienza di tali veicoli hanno espressamente escluso tali strumenti finanziari dall'applicazione della normativa in tema di fondi alternativi. In tal senso si vedano ad esempio le Q&A della Central Bank of Ireland con riferimento agli SPV. Nello stesso senso si è espressa la FCA in UK, specificando che, in considerazione

della natura debitoria di tali prodotti, essi non rientrano nell'ambito della riserva di attività prevista dalla disciplina sui fondi alternativi, salvo casi specifici.

Analoghe indicazioni, tuttavia, non si ritrovano nel documento di consultazione di Banca d'Italia e Consob, né negli orientamenti espressi dall'ESMA, ponendo dubbi di inquadramento con riferimento ai mercati italiani dove sono negoziati tali prodotti di esclusiva provenienza estera.

L'assenza di una chiara linea di divisione tra strumenti di debito e fondi alternativi ha conseguenze importanti in termini di offerta e successiva circolazione sia di nuovi prodotti finanziari che di un significativo numero di prodotti già quotati e distribuiti diffusamente presso gli investitori al dettaglio italiani. Tali aspetti si presentano di cruciale importanza per Borsa Italiana, in qualità di soggetto deputato dalla legge all'ammissione alla quotazione degli strumenti finanziari e alla cura delle negoziazioni.

Indipendentemente dalla valutazione che sarà effettuata, preme sottolineare che interpretazioni divergenti delle diverse Autorità competenti, oltre a contraddire lo spirito della Direttiva, potrebbero determinare effetti perversi e difficilmente contrastabili¹ che aumenterebbero il profilo di rischio nella gestione del mercato e nel suo accesso.

3. Società di investimento mobiliari e immobiliari

Come noto, l'introduzione della forma societaria per la gestione collettiva del risparmio interessa in primo luogo il **mercato MIV** dove sono negoziati - oltre ai fondi chiusi di investimento - società di investimento, mobiliari e immobiliari. Le Investment Companies rappresentano una tipologia di società per azioni il cui oggetto sociale esclusivo prevede l'investimento, in base alla propria politica di investimento, in partecipazioni di maggioranza o minoranza di società quotate o in strumenti finanziari ovvero in immobili nel caso di Real Estate Investment Companies.

Nel maggio 2010 è stato introdotto nel mercato MIV un apposito Segmento Professionale, in cui sono negoziati gli strumenti finanziari delle Special Investment Vehicles (SIV), società la cui politica di investimento non prevede un sufficiente livello di diversificazione, fra cui le SPAC, e società la cui politica di investimento si caratterizza in termini di particolare complessità, fra cui i veicoli multi-strategy. In particolare, le SPAC si caratterizzano come veicoli di investimento che si costituiscono con lo scopo di raccogliere capitali tramite IPO sul mercato, al fine di acquisire ed eventualmente fondersi con una o più società industriali.

¹ Partendo ad esempio dalle indicazioni già fornite dalle Autorità anglosassoni, i prodotti lì emessi sarebbero fuori dall'ambito di applicazione della AIFMD e conseguentemente l'emittente non sarebbe tenuto a richiedere l'autorizzazione di uno stato ospitante per la loro distribuzione al retail o ammissione al mercato anche qualora l'Autorità dello stato ospitante abbia deciso in senso contrario per le emissioni domestiche.

Veicoli di investimento in forma societaria sono altresì negoziati anche nel **mercato MTA** così come risultano ammesse società immobiliari che hanno conseguito la qualifica di SIIQ e holding finanziarie per le quali possono profilarsi profili di rilevanza della nuova disciplina.

3.1 SPAC

Si accolgono con favore le indicazioni contenute nel documento di consultazione alla Sezione II del Titolo I del Regolamento sulla gestione collettiva in tema di ambito di applicazione della riserva in quanto esse forniscono degli utili elementi di valutazione al fine di escludere la figura delle SPAC (special purpose acquisition company) dall'ambito del nuovo regime in tema di fondi alternativi.

Come noto, le Spac sono una tipologia societaria introdotta in Italia attraverso la regolamentazione del mercato nel 2010 che, principalmente sulla scorta dei modelli americani e olandesi, ha standardizzato e disciplinato oggetto sociale, durata e caratteristiche di funzionamento di tali società. Tali prodotti sono stati apprezzati dalla comunità finanziaria ampliando la tipologie di forme di investimento per il mercato italiano e recentemente sono state anche oggetto di riconoscimento istituzionale e di supporto nel contesto dei lavori per la legge Destinazione Italia dove alcune modifiche normative sono state promosse proprio al fine di consentire una più ottimale ed efficiente implementazione domestica. Tali strumenti sono accessibili sia a investitori professionali che retail a seconda della tipologia di mercato che viene optata per la quotazione (solo istituzionali nel mercato regolamentato MIV; anche retail nel sistema multilaterale di negoziazione AIM Italia). Inoltre tali strumenti possono essere sia costituiti in Italia che di provenienza estera.

Per quanto tali veicoli presentino alcune caratteristiche che possono richiamare quelle tipiche della gestione collettiva del risparmio (quali la raccolta di un patrimonio presso una pluralità di investitori, la presenza di un management e una politica di investimento), tuttavia alcune caratteristiche essenziali di tali veicoli sono tali da far dubitare sulla loro ricomprensione nell'ambito di applicazione della riserva.

In primo luogo, depone nel senso della esclusione dall'ambito di applicazione della disciplina, l'assenza di diversificazione nella politica di investimento che, nelle SPAC, è di norma rivolta alla individuazione di un'unica società industriale in cui investire il patrimonio raccolto e con cui fondersi. Questa modalità operativa non è compatibile con logiche di gestione del rischio e con il principio del frazionamento ma appare pienamente congegnale con logiche commerciali/industriali. La Spac agisce, per un periodo limitato di tempo, sulla base di linee di investimento al fine di poter individuare la società target. Tuttavia la strategia industriale e/o commerciale diventerà efficace e assumerà contenuti definitivi solo a seguito della combinazione con la società operativa in cui la SPAC investe il patrimonio raccolto. La trasformazione in senso industriale (e la corrispondente modifica dell'oggetto sociale) caratterizzano la SPAC, sin dal momento della sua costituzione, e ne rappresentano una caratteristica originaria e tipizzante. Gli azionisti della SPAC infatti partecipano e condizionano tale strategia in maniera incisiva in quanto l'operazione viene sottoposta all'approvazione dell'assemblea degli azionisti, con piena disclosure delle caratteristiche della società target: descrizione del business, financials e dettagli tecnici dell'acquisizione. In



assemblea, gli azionisti possono votare a favore o contro l'acquisizione; nel secondo caso hanno la facoltà di chiedere il riscatto dell'investimento (ottenendo la restituzione del denaro investito unitamente agli interessi pro-rata maturati).

Si chiede riscontro sull'assoggettabilità di tale forma societaria alla disposizioni della Direttiva.

3.2 Società di investimento immobiliari

Dubbi di inquadramento regolamentare e di regime applicabile si pongono anche con riferimento ai veicoli immobiliari aventi forma societaria. L'assimilazione agli attuali fondi immobiliari chiusi non appare univoca con riferimento alla totalità delle società di investimento immobiliare. La materia è, a nostro avviso, resa ulteriormente complessa per le società immobiliari che hanno optato per il regime fiscale delle SIIQ. In questo ambito rientrano ad esempio due società immobiliari quotate (IGD e Beni Stabili), il cui azionariato è ampiamente diffuso in Italia e all'estero e presso investitori professionali e retail.

Come peraltro auspicato per gli altri strumenti finanziari potenzialmente rientranti nell'ambito applicativo della direttiva in questione, anche in questo caso si rende necessario fornire un chiarimento regolamentare e definire i confini per l'inclusione o l'esclusione.

A nostro avviso, per determinate tipologie societarie, la natura di OICR potrebbe essere esclusa in termini generali con riferimento a quelle società immobiliari dove la strategia non è finanziaria ma industriale e dove l'esercizio dell'attività di gestione non presenta caratteristiche di professionalità meramente gestorie del patrimonio ma caratteristiche prevalenti di organizzazione e managerialità tipicamente operative e organizzative. La logica commerciale appare dirimente rispetto a quella finanziaria in quanto il patrimonio immobiliare è prevalentemente locato in un'ottica di valorizzazione di lungo periodo e non in vista di un disinvestimento a termine per realizzare un rendimento per gli investitori. La politica di investimento nel caso delle società immobiliari operative rappresenta il perimetro di azione del management in un'ottica di lungo periodo ed è improntata a principi di corretta ed efficace strategia aziendale piuttosto che a principi di frazionamento del rischio e di gestione a monte di un portafoglio. Si osserva infine che tali società industriali tipicamente opereranno per il regime fiscale SIIQ (e quindi dovrebbe escludersi l'applicabilità del regime fiscale derivante dalla disciplina AIFMD). Sul punto, si osserva infatti che la stessa logica di distribuzione degli utili - che è intrinseca al rispetto dei requisiti per fruire dell'opzione fiscale SIIQ- appare, a nostro avviso, non congegnale con una funzione di valorizzazione del patrimonio immobiliare e con la ratio sottostante i limiti prudenziali previsti dalla normativa in consultazione.

3.3 Commercializzazione fuori dall'Italia di FIA italiani retail

Le modifiche al regolamento Consob in materia di emittenti che recano disposizioni riguardanti la commercializzazione di quote o azioni di OICR disciplinano una serie di possibili combinazioni dell'operatività dei gestori in relazione all'offerta agli investitori retail dei propri prodotti. Tali disposizioni dovrebbero a nostro avviso essere integrate per chiarire il

regime applicabile nel caso di FIA italiani non riservati, soprattutto nell'ipotesi in cui siano quotati. Mentre la commercializzazione di FIA nei confronti di investitori professionali è soggetta a un regime armonico e pertanto le modalità di circolazione dei prodotti finanziari nell'Unione Europea appaiono disciplinate, nel caso di commercializzazione al dettaglio la relativa normativa è di derivazione e valenza meramente domestica con possibili frizioni quanto alla circolazione dei prodotti su base transfrontaliera.

Non è chiaro infatti se il FIA italiano possa incorrere in responsabilità laddove investitori al dettaglio non italiani acquistino le relative quote o azioni. Questo è di particolare evidenza soprattutto laddove le quote o le azioni di FIA siano negoziate in un mercato regolamentato italiano come tale accessibile da una molteplicità di soggetti anche esteri e secondo le modalità consentite dalla direttiva Mifid. Se è vero, infatti, che la relativa disciplina è armonizzata per la sola commercializzazione nei confronti degli investitori professionali, potrebbe essere considerata abusiva, o comunque critica, la circolazione di quote o azioni di FIA nei confronti di investitori al dettaglio non italiani, anche in assenza di una attività di commercializzazione ossia di promozione e offerta di prodotti finanziari. Se è pur vero che non si tratta di un ambito di competenza delle autorità italiane, potrebbero profilarsi ambiti di abusivismo per i FIA italiani negli Stati Membri di provenienza degli investitori esteri nonché per i partecipanti al mercato italiano attraverso i quali è avvenuto l'investimento.

3.4 Gestori sottosoglia

Come noto, la direttiva ha introdotto un regime agevolato per i c.d. GEFIA di minori dimensioni (ossia sotto la soglia di 100 ML di euro, laddove utilizzino la leva finanziaria o sotto la soglia di 500 ML di euro, laddove non ricorrano alla leva). Tali GEFIA sono stati assoggettati esclusivamente all'obbligo di registrazione nel proprio Stato Membro d'origine e non a quello di autorizzazione integrali, fermo restando la possibilità prevista di opt-in.

Si ricorda che ad oggi i veicoli di investimento accessibili agli investitori al dettaglio quotati in borsa rientrano tutti nei parametri di GEFIA di minori dimensioni e quindi potrebbero beneficiare della deroga offerta dalla direttiva. Sul punto, rientrando negli spazi di discrezionalità concessi dalla direttiva ai legislatori nazionali, è stato introdotto un regime parzialmente derogatorio, introducendo alcune graduazioni dei regimi giuridici applicabili sulla base del principio di proporzionalità basato su logiche dimensionali.

Per i GEFIA di piccole dimensioni, le cui quote o azioni siano negoziate in borsa, si suggerisce di riconsiderare l'approccio adottato introducendo un mero regime di registrazione e obblighi di trasparenza che ne consentano il monitoraggio nel tempo, tenuto anche conto dei presidi pubblicitari in termini di informativa e vigilanza che discendono dallo status di quotato.

Fabrizio Plateroti
Head
Regulation&PostTrading