

Bologna, 25 agosto 2014

Spett.le
Banca d'Italia
Servizio Regolamentazione e
Analisi macroprudenziale
Divisione Regolamentazione II
Via Milano 53
00184 ROMA

Spett.le
CONSOB
Divisione Strategie Regolamentari
Via G.B. Martini 3
00198 ROMA

Oggetto: Disciplina in materia di gestione collettiva del risparmio. Recepimento della direttiva 2011/61/UE (AIFMD) e ulteriori interventi di modifica. Documento per la consultazione del giugno 2014 (di seguito, il «Documento»).

Nel ringraziare codeste spettabili Autorità per l'opportunità di commentare le disposizioni del Documento in oggetto, preme alla scrivente richiamare l'attenzione sulle scelte effettuate in materia di esternalizzazione della funzione di «*gestione del rischio*» di cui all'art. 47 della bozza del nuovo Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob in materia di organizzazione e controlli degli intermediari che prestano servizi di investimento e di gestione collettiva (di seguito, «Regolamento congiunto»), come riportato nella Parte II, Sezione I, del Documento.

La funzione di gestione del rischio – recita l'art. 13 della bozza del nuovo Regolamento congiunto, riproducendo l'art. 13 del Regolamento congiunto attualmente in vigore - collabora alla definizione del sistema di gestione del rischio dell'impresa; presiede al funzionamento del sistema di gestione del rischio dell'impresa e ne verifica il rispetto da parte dell'intermediario e dei soggetti rilevanti; verifica l'adeguatezza e l'efficacia delle misure prese per rimediare alle carenze riscontrate nel sistema di gestione del rischio dell'impresa. Di tale funzione, per quanto essenziale, rimane in linea di principio consentita a tutti i gestori l'esternalizzazione – vale a dire, la conclusione di un accordo in qualsiasi forma tra un intermediario e un fornitore di servizi in base al quale il fornitore realizza un processo, un servizio o un'attività dello stesso intermediario (art. 2, co. 1, lett. s) della bozza del nuovo Regolamento congiunto) – ma l'esternalizzazione viene

condizionata alla ricorrenza dei requisiti previsti agli artt. 44 ss. della bozza del nuovo Regolamento congiunto.

In particolare, ai «gestori sottosoglia», vale a dire i gestori «*autorizzati che gestiscono FIA italiani riservati il cui valore totale dei beni gestiti non supera 100 milioni di euro ovvero 500 milioni se gli Oicr gestiti non fanno ricorso alla leva finanziaria e non consentono agli investitori di esercitare il diritto di rimborso per 5 anni dopo l'investimento iniziale*» (art. 35-undecies TUF), l'art. 47, co. 2, della bozza del nuovo Regolamento congiunto, lascia libertà nella selezione del soggetto cui eventualmente conferire la delega alla gestione del rischio, fermo il possesso da parte di quest'ultimo dei requisiti previsti agli artt. 44, 45 e 46. Ad ogni altro gestore (di seguito, «gestore soprasoglia») che voglia esternalizzare la funzione di gestione del rischio, viceversa, l'art. 47, co. 1, della bozza del nuovo Regolamento congiunto (nonché l'art. 50 relativamente alla subdelega), impone di scegliere esclusivamente tra soggetti che, oltre al possesso dei requisiti di cui ai suddetti artt. 44, 45, e 46, siano altresì «*intermediari autorizzati alla prestazione del servizio di gestione collettiva o di gestione di portafogli e soggetti a forme di vigilanza prudenziale.*».

Alla scrivente pare si tratti, per i gestori soprasoglia, di una eccessivamente rigorosa limitazione della tipologia di enti cui poter affidare, in regime c.d. di *outsourcing*, la funzione di gestione del controllo del rischio, avente quale probabile conseguenza quella di impedire di fatto qualunque realistica possibilità di esternalizzazione della funzione, se non nell'ipotesi di appartenenza ad un gruppo ed esistenza di altri intermediari autorizzati alla gestione di dette attività all'interno del medesimo gruppo. Non pare, infatti, realistico ipotizzare che i gestori, oggi privi di una funzione interna di gestione del rischio, possano esternalizzare una tale, delicata ed essenziale, funzione a beneficio di coloro che fossero loro *competitor* nel mercato della gestione collettiva del risparmio e della gestione di portafogli. Di fatto, i gestori soprasoglia ad oggi privi di una funzione interna di gestione del rischio e non beneficianti dell'appartenenza ad una struttura di gruppo verrebbero repentinamente costretti ad internalizzare la funzione e a sostenere rilevanti oneri organizzativi e finanziari, con ricadute negative sulla struttura dei costi e sull'efficienza della struttura organizzativa.

Si è consapevoli del fatto che la direttiva 2011/61/UE dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi (c.d. "AIFMD"), la cui adozione ed il cui recepimento nell'ordinamento italiano è tra le motivazioni della revisione del Regolamento congiunto, prescrive, all'art. 20, par. 1, lett. c), che, per quando riguarda la gestione del rischio (così come la gestione del portafoglio), la delega sia conferibile «*solo a imprese che sono autorizzate o registrate ai fini della gestione di attività e sono soggette a vigilanza*»; tuttavia, lo stesso art. 20, par. 1, lett. c), consente, «*quando tale condizione non può essere soddisfatta*», anche il ricorso a soggetti ulteriori «*previa approvazione da parte delle autorità competenti dello Stato membro d'origine del GEFIA*». Ci pare di poter ritenere che la clausola di salvezza consistente nell'impossibilità di soddisfare la condizione dell'affidamento in *outsourcing* della funzione di gestione del rischio a soggetti autorizzati allo svolgimento di attività e sottoposti a vigilanza consenta il "recupero" di ulteriori soggetti delegabili, purché previamente "approvati" dalle autorità competenti a garanzia della loro idoneità tecnica,

anche quando le esistenti condizioni di mercato rendano altamente improbabile l'esternalizzazione della funzione a favore di *competitor* e, in ogni caso, in considerazione del fatto che il mercato dei beneficiari delle esternalizzazioni verrebbe, per effetto dell'esclusione di odierni partecipanti a tale mercato, a concentrarsi criticamente in senso anti-concorrenziale, con ricadute negative sui costi imposti ai gestori sopr soglia che se ne sarebbero altrimenti avvalsi e sulla ricerca dell'ottimizzazione nello svolgimento di funzioni operative essenziali. In altre parole, l'espressione «*quando tale condizione non può essere soddisfatta*» andrebbe interpretata non soltanto nel senso di impossibilità assoluta per mancanza di intermediari autorizzati o per l'acclarata indisponibilità di ogni intermediario autorizzato esistente, ch , in tali casi, la previsione assumerebbe a fondamento lo scenario irrealistico di un solo operatore di mercato, quello appunto in cerca dell'esternalizzazione della funzione, ovvero l'altrettanto irrealistico scenario dell'indisponibilit  di ogni altro intermediario autorizzato ad offrire il servizio di gestione del rischio a prescindere dalle commissioni offerte dal gestore con necessit  di esternalizzazione. L'espressione di cui si tratta, se ad essa vuole attribuirsi un significato ragionevole, deve interpretarsi nel senso di una impossibilit  anche solo relativa, derivante dal rischio di compromissione della propria competitivit  a fronte di una esposizione dei propri dati sensibili a *competitor* diretti ovvero della richiesta di commissioni per lo svolgimento dell'attivit  sproporzionati rispetto alla natura dell'incarico e verosimilmente derivanti da un eccessivo squilibrio delle rispettive posizioni negoziali. Il rischio da ultimo citato, peraltro, rappresenta un esito altamente probabile della forte concentrazione del mercato dei soggetti delegabili che la proposta di nuova disposizione verrebbe a determinare.

Se il regime prescelto per i gestori sopr soglia sembra – ci pare rispettosamente di poter affermare – particolarmente restrittivo, non contemplando in alcun caso alternative al ricorso a intermediari autorizzati alla gestione collettiva del risparmio e di portafogli, il regime previsto per i gestori sottosoglia, per quanto teoricamente consentito dall'art. 35-*undecies* TUF, appare, al confronto con il primo, eccessivamente liberale, poich  se   vero che in capo al soggetto beneficiario della delega alla gestione del rischio devono pur sussistere i requisiti previsti dall'art. 76 del regolamento delegato (UE) n. 231/2013 del 19 dicembre 2012, secondo cui il delegato deve disporre di risorse adeguate e personale sufficiente, delle qualifiche, delle conoscenze e delle competenze necessarie per il corretto esercizio dei compiti a lui delegati e di una struttura organizzativa appropriata per sostenere l'esecuzione dei compiti delegati, e secondo cui le persone che eseguono di fatto le attivit  delegate devono possedere conoscenze teoriche ed esperienze pratiche appropriate nelle funzioni rilevanti, l'accertamento del possesso di tali requisiti   interamente rimesso alla privata ed autonoma valutazione del gestore medesimo. Peraltro, l'attuale formulazione dell'art. 47 non sembra escludere la possibilit  per un gestore sopr soglia di delegare la funzione di gestione del rischio ad un gestore sottosoglia o ad una SIM autorizzata alla prestazione del servizio di gestione di portafogli anche quando questi ultimi facciano ricorso per s  stessi ad enti terzi, non autorizzati a svolgere servizi di gestione, per lo svolgimento della funzione di gestione del rischio.

Il pur necessario rispetto del principio di proporzionalit  dell'azione e degli oneri regolamentari *ex art. 6, co. 1, lett. b)*, TUF, non pare alla scrivente imporre necessariamente una tale, "binaria", opzione regolamentare. Ci pare possibile introdurre un regime uniforme per i gestori

sottosoglia ed i gestori sopra-soglia che non pregiudichi la legittima esigenza di flessibilità degli uni ed al contempo ampli l'offerta di operatori delegabili professionalmente competenti per i secondi. Nello specifico, si propone di prevedere la possibilità di delega della funzione di gestione del rischio tanto relativamente ai gestori sottosoglia quanto ai gestori sopra-soglia a favore, oltre che degli intermediari autorizzati allo svolgimento di attività di gestione collettiva del risparmio e gestione di portafogli, anche - e solo - di intermediari autorizzati allo svolgimento dell'attività di consulenza in materia di investimenti, da sottoporre a specifica approvazione da parte delle autorità competenti *ex art. 20, par. 1, lett. c)*, della AIFMD, previa verifica del possesso dei requisiti indicati dall'art. 76 del regolamento delegato (UE) n. 231/2013.

Questa soluzione consentirebbe di raggiungere un ragionevole compromesso tra il perseguimento dell'obiettivo della tutela degli investitori e la salvaguardia dell'obiettivo di evitare un'eccessiva concentrazione del mercato dei soggetti delegabili, che avrebbe ricadute negative sulla concorrenzialità del medesimo e sull'efficienza operativa e gestionale degli operatori. Da una parte, infatti, con riferimento ai gestori sottosoglia, la riserva dell'*outsourcing* della gestione del rischio a favore di enti già sottoposti a vigilanza, quali gli intermediari autorizzati alla prestazione dell'attività di consulenza in materia di investimenti, purché in possesso di un'adeguata competenza e professionalità nella gestione del rischio, tutelerebbe maggiormente gli investitori finali, senza al contempo restringere eccessivamente il *pool* di soggetti delegabili su cui i gestori sottosoglia potrebbero fare affidamento. Dall'altra parte, relativamente ai gestori sopra-soglia, la proposta avanzata dalla scrivente Società avrebbe il pregio di salvaguardare una maggiore concorrenzialità del mercato dei soggetti delegabili, con beneficio per la struttura dei costi e dell'efficienza operativa anche dei gestori sopra-soglia, senza al contempo pregiudicare in alcun modo l'obiettivo della tutela degli investitori, che sarebbero garantiti dalla delegabilità della funzione di gestione del rischio esclusivamente a favore di intermediari autorizzati soggetti a vigilanza, quali sono anche gli intermediari autorizzati alla consulenza in materia di investimenti, purché inseriti in un apposito albo previa approvazione delle Autorità a seguito di una verifica di idoneità tecnica allo svolgimento in regime di *outsourcing* della funzione di gestione del rischio.

In considerazione di quanto precede, si chiede rispettosamente a codeste spettabili Autorità di voler riconsiderare la formulazione dell'art. 47 della bozza del nuovo Regolamento congiunto uniformando il regime della delega della funzione di gestione del rischio valevole per i gestori sopra-soglia e per i gestori sottosoglia nel segno della possibilità di delega a favore anche di operatori non autorizzati alla prestazione dei servizi di gestione purché già autorizzati allo svolgimento del servizio di consulenza in materia di investimenti e sottoposti ad iscrizione in un apposito albo previo accertamento da parte delle autorità del possesso dei requisiti previsti dall'art. 76 del regolamento delegato (UE) n. 231/2013.