

ATTUALITÀ

AIEMD 2: le novità nella disciplina di FIA e OICVM

22 Marzo 2024

Claudia Colomba, Counsel, Gianni & Orioni
Arianna Nacci, Associate, Gianni & Orioni



Claudia Colomba, Counsel, Gianni & Origoni

Arianna Nacci, Associate, Gianni & Origoni

1. Introduzione

A seguito di un lungo periodo di negoziati, lo scorso 26 febbraio 2024¹ il Consiglio dell'UE ha approvato il testo definitivo della direttiva (di seguito, "**AIFMD 2**" o "**Direttiva**") di modifica delle direttive 2011/61/UE ("**AIFMD**")² e 2009/65/CE ("**Direttiva UCITS IV**")³ per quanto riguarda gli accordi di delega, la gestione del rischio di liquidità, le segnalazioni a fini di vigilanza, la fornitura dei servizi di custodia e di depositario e la concessione di prestiti da parte di fondi di investimento alternativi ("**FIA**"). La Direttiva entrerà in vigore il ventesimo giorno successivo alla pubblicazione in Gazzetta Ufficiale dell'UE, e a partire dall'entrata in vigore decorreranno i 24 mesi entro i quali gli Stati Membri dovranno recepire la Direttiva nella normativa nazionale.

La AIFMD 2 fa parte del pacchetto sull'Unione dei mercati dei capitali presentato dalla Commissione UE il 25 novembre 2021, inclusivo, tra le altre cose, anche delle modifiche al Regolamento (UE) 2015/760 relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine (ELTIF)⁴, con l'obiettivo di garantire il flusso di

¹ Il comunicato stampa dell'adozione della Direttiva è consultabile al seguente link <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2024/02/26/capital-markets-union-council-adopts-new-rules-on-alternative-investment-fund-managers-and-plain-vanilla-eu-investment-funds/>.

² Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'8 giugno 2011, sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010.

³ Direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM).

⁴ Regolamento (UE) 2015/760 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 29 aprile 2015, relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine (il "**Regolamento ELTIF**"). In data 20 marzo 2023 è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'UE il Regolamento (UE) 2023/606 del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 marzo 2023 che modifica il regolamento (UE) 2015/760 per quanto riguarda gli obblighi relativi alle politiche di investimento e alle condizioni di esercizio dei fondi di investimento europei a lungo termine e il novero delle attività di investimento ammissibili, gli obblighi in materia di composizione e diversificazione del portafoglio e l'assunzione in prestito di liquidità e altre norme sui fondi (il "**Regolamento ELTIF 2**"), in vigore dal 10 gennaio 2024, che ha introdotto un quadro normativo più flessibile per la costituzione e la commercializzazione degli ELTIF in Europa, con l'obiettivo di facilitare gli investimenti in questi fondi da parte di investitori istituzionali e al dettaglio e sostenere la crescita dell'economia europea.

investimenti e risparmi in tutti gli Stati Membri a vantaggio di cittadini, imprese e investitori⁵. La Direttiva rivede la disciplina dei gestori di FIA (“**GEFIA**”) e degli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (“**OICVM**” o “**UCITS**”).

Prendendo atto della continua crescita del mercato aggregato dei FIA negli ultimi anni, il legislatore europeo ha voluto intervenire con modifiche mirate alla AIFMD e alla Direttiva UCITS IV al fine di migliorare l’integrazione dei mercati del risparmio gestito in Europa, così da favorire ulteriormente la competitività del settore, riflettendo gli sviluppi di *business* e normativi per i FIA e gli OICVM a livello europeo.

2. Principali modifiche

Volendo qui analizzare alcune delle principali modifiche apportate dalla AIFMD 2, si nota anzi tutto come il legislatore abbia introdotto a livello europeo alcune previsioni già contemplate dal legislatore italiano. Si pensi, ad esempio, all’invito per i GEFIA di FIA commercializzati presso investitori al dettaglio e per le società di gestione di OICVM (le “**Società di Gestione**”) a nominare almeno un **amministratore indipendente** o senza incarichi esecutivi; si tratta di una previsione già contenuta, indipendentemente dall’investitore *target* del FIA o dell’OICVM, nel Regolamento della Banca d’Italia di attuazione degli articoli 4-undecies e 6, comma 1 lett. b) e c-bis) del TUF per le SGR, le SICAV e SICAF autogestite – nonché riflessa nel Codice Interno di Comportamento per SGR di *private equity* di AIFI e nel Protocollo di Autonomia per l’identificazione e la gestione dei conflitti d’interessi di Assogestioni – che richiede la presenza di un numero adeguato di consiglieri in possesso dei requisiti di indipendenza⁶.

Inoltre, la Direttiva richiede che i GEFIA forniscano regolarmente alle autorità competenti **informazioni sugli accordi di delega** che comportano la delega di funzioni di gestione collettiva o discrezionale del portafoglio o di funzioni di gestione del rischio. I GEFIA dovrebbero pertanto, per ciascun FIA gestito, *inter alia*, riportare informazioni sui delegati, un elenco e una descrizione delle attività delegate, l’im-

⁵ Ulteriori informazioni in merito all’iniziativa nonché degli obiettivi del riesame della Direttiva AIFMD e della Direttiva UCITS IV sono disponibili al seguente link <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/capital-markets-union/>.

⁶ Si veda, in particolare, l’articolo 13 comma 5 del Regolamento della Banca d’Italia di attuazione degli articoli 4-undecies e 6, comma 1 lett. b) e c-bis) del TUF per le SGR, le SICAV e SICAF autogestite adottato con Provvedimento del 5 dicembre 2019 e modificato dal Provvedimento del 23 dicembre 2022.

porto e la percentuale delle attività dei FIA gestiti soggetti ad accordi di delega, una descrizione delle modalità con cui il GEFIA monitora il delegato. Analoghe disposizioni sono previste per le Società di Gestione che deleghino funzioni di gestione del portafoglio o di gestione del rischio a terzi. Tali previsioni si pongono in linea con l’obbligo introdotto dalla Banca d’Italia con il Provvedimento del 31 maggio 2023 sulla segnalazione in materia di esternalizzazione di funzioni aziendali per gli intermediari vigilati⁷, applicabile anche alle SGR, alle SICAV e alle SICAF autogestite. In ogni caso, la Direttiva si pone come obiettivo quello di eliminare le duplicazioni degli obblighi di segnalazione esistenti in virtù di norme UE o nazionali.

La AIFMD 2 definisce, inoltre, le informazioni esatte che i GEFIA e le Società di Gestione devono includere nella **domanda di autorizzazione** per quanto riguarda la **delega e la subdelega** a terzi e specifica che esulano dalla delega di funzioni del GEFIA o della Società di Gestione le attività di commercializzazione svolte da uno o più distributori che agiscono per proprio conto e che commercializzano i FIA o gli OICVM ai sensi della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II) o attraverso prodotti di investimento basati sull’assicurazione sulla vita in conformità alla Direttiva 2016/97/UE sulla distribuzione assicurativa (IDD).

Inoltre, ai GEFIA e alle Società di Gestione è richiesto di fornire alle autorità competenti **informazioni sulle risorse umane e tecniche** che impiegano per svolgere le proprie funzioni e, ove applicabile, per vigilare sui loro delegati. Almeno due persone fisiche che, a tempo pieno, sono dipendenti del GEFIA (o Società di Gestione) o sono membri esecutivi o membri dell’organo di governo del GEFIA (o Società di Gestione) e che sono domiciliate, in termini di residenza abituale, nell’UE, dovrebbero essere incaricate di gestire le attività del GEFIA (o della Società di Gestione).

In aggiunta, tra le varie novità, la Direttiva amplia la portata dei **servizi ausiliari** che possono essere prestati dai GEFIA e dalle Società di Gestione, chiarendo altresì che questi ultimi possono svolgere **a beneficio di terzi** le stesse funzioni e attività che già svolgono in relazione ai FIA e agli OICVM da essi gestiti, a condizione che ogni potenziale conflitto di interessi sia adeguatamente gestito.

⁷ Provvedimento del 31 maggio 2023 contenente disposizioni per la segnalazione in materia di esternalizzazione.

3. FIA che svolgono attività di concessione di prestiti e FIA Concedenti Prestiti

La AIFMD 2 mira a dettare una **disciplina armonizzata** dell'attività di concessione di prestiti da parte dei FIA al fine di facilitare l'accesso ai finanziamenti da parte delle imprese dell'UE, garantire un livello uniforme di protezione degli investitori e affrontare al contempo i potenziali rischi microprudenziali e macroprudenziali che potrebbero derivare da tale attività. Di conseguenza, sarà necessario verificare gli impatti sull'attuale disciplina italiana in materia di FIA di credito.

In linea generale, la AIFMD 2 impone nuovi obblighi per i FIA che svolgono attività di concessione di prestiti prevedendo una **definizione di loan origination** volta a ricomprendere non solo la concessione di prestiti effettuata **direttamente** dal FIA in qualità di prestatore originario, ma anche quella effettuata **indirettamente** attraverso un terzo o una società veicolo, che conceda un prestito per o per conto del FIA, o per o per conto del GEFIA rispetto al FIA, laddove il GEFIA o il FIA partecipi alla strutturazione del prestito, o all'accordo preliminare delle sue caratteristiche o alla loro definizione, prima di assumere esposizioni sul prestito. La Direttiva, tuttavia, non fornisce una portata definitoria del termine prestito (*loan*), che sarà quindi rimessa alla disciplina nazionale di recepimento.

Tra le nuove previsioni, la AIFMD 2 introduce un **limite di concentrazione** pari al 20% nel caso di concessione di prestiti da parte di un FIA nell'ipotesi in cui il beneficiario del prestito sia un'impresa finanziaria, un altro FIA o un OICVM, con dei vincoli temporali per l'applicazione di tali limiti che possono essere prorogati per un termine non superiore a 12 mesi in circostanze eccezionali. A tal riguardo, mentre per i FIA italiani non riservati che investono in crediti viene previsto un generale limite di concentrazione, che prescinde dalla categoria del prestatore ed è fissato al 10%, nessun limite – a seguito di specifica modifica intervenuta nel 2021 – è previsto per i FIA riservati.

La Direttiva prevede, inoltre, un **divieto di concessione di prestiti** i) al GEFIA o al suo personale; ii) al suo depositario o ai soggetti cui il depositario ha delegato funzioni in relazione al FIA; iii) al soggetto terzo cui il GEFIA ha delegato le proprie funzioni e al personale di tale soggetto; iv) a un soggetto appartenente al gruppo del GEFIA, a meno che non si tratti di un'impresa finanziaria che finanzia soggetti diversi dai soggetti sub i), ii) e iii). A tal riguardo, la disciplina attualmente dettata in Italia per i FIA non riservati che investono in crediti prevede, in aggiunta ai divieti di carattere generale in materia di con-

flitti, il divieto di erogare finanziamenti a favore del socio titolare di partecipazioni qualificate, l'amministratore, direttore generale o sindaco della SGR o della SICAF, o di una società del gruppo della SGR o della SICAF. Invece, i FIA riservati che investono in crediti, possono derogare ai divieti di carattere generale in materia di conflitti, se espressamente previsto nel regolamento del fondo.

In termini di **gestione del rischio**, i GEFIA che gestiscono FIA che concedono prestiti, devono attuare politiche, procedure e processi efficaci per la concessione del credito, per la valutazione del rischio di credito e per la gestione e il monitoraggio del loro portafoglio di crediti, e devono mantenere tali politiche, procedure e processi aggiornate ed efficaci, riesaminandole periodicamente, con frequenza almeno annuale. Tale obbligo non trova applicazione nei confronti dei GEFIA che gestiscono FIA i quali concedono **prestiti di azionista** – per tale intendendosi un prestito concesso a un'impresa nella quale il FIA detiene, direttamente o indirettamente, almeno il 5% del capitale o dei diritti di voto e che non può essere venduto a terzi indipendentemente dagli strumenti di capitale detenuti dal FIA nella stessa impresa –, al verificarsi di alcune condizioni. Il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio della Banca d'Italia, nella definizione del sistema di gestione dei rischi degli OICR, già richiede la definizione ed applicazione di un adeguato processo di gestione del credito, indicandone l'articolazione (in termini di misurazione e diversificazione del rischio, istruttoria, erogazione, controllo andamentale, classificazione delle posizioni, etc..).

Inoltre, la AIFMD 2 prevede un divieto per i FIA che effettuano concessione di prestiti di adottare strategie di investimento che consistano, in tutto o in parte, nel concedere prestiti al solo scopo di trasferire tali prestiti o esposizioni a terzi (**divieto di strategie originate-to-distribute**). La Direttiva, peraltro, impone un **obbligo di retention** per il FIA, per almeno otto anni, del 5% del valore nozionale di ciascun prestito concesso e successivamente trasferito a terzi, salvo specifiche eccezioni⁸.

La AIFMD 2 consente agli Stati Membri la facoltà di **vietare** ai FIA che concedono prestiti di **erogare**

⁸ Tra queste, si segnalano, le ipotesi in cui il FIA sia in fase di liquidazione e il GEFIA venda attività per rimborsare le quote o le azioni nel quadro della liquidazione del FIA; oppure nel caso in cui la vendita sia effettuata per implementare la strategia di investimento del FIA gestito nel migliore interesse degli investitori, fermo restando l'obbligo per il GEFIA di giustificare alle Autorità nazionali competenti che ne facciano richiesta la sussistenza delle condizioni che determinano l'applicazione delle eccezioni.

finanziamenti nel loro territorio ai consumatori: si tratta di un divieto già contenuto nell'Art. 46 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 ("**Testo Unico della Finanza**"). Infine, la AIFMD 2 integra le varie **informazioni** da fornire agli investitori per ciascun FIA anche con riferimento ai **costi e le spese**, inclusi quelli connessi all'amministrazione dei prestiti, assicurando che i proventi dei prestiti siano attribuiti integralmente al FIA interessato.

In aggiunta alle previsioni sopra menzionate, applicabili a tutti i GEFIA di FIA che svolgono attività di concessione di prestiti, la Direttiva detta ulteriori previsioni – in materia di struttura del FIA e di limiti di leva finanziaria – per quei FIA che concedono prestiti su base significativa, i quali assumono la specifica qualifica di "**FIA Concedente Prestiti**" laddove (i) la strategia di investimento consista **principalmente** nel concedere prestiti; oppure (ii) i prestiti concessi abbiano un valore nozionale che rappresenti **almeno il 50% del suo valore patrimoniale netto**.

Anche con riferimento ai FIA Concedenti Prestiti, compiendo un'analisi sulla disciplina italiana, si rileva come gli Artt. 46-bis e seguenti del Testo Unico della Finanza non fissino dei criteri specifici da soddisfare affinché un FIA si qualifichi come FIA di credito. In generale, infatti, la normativa prevede che i FIA italiani chiusi possono investire in crediti a valere sul proprio patrimonio, a favore di soggetti diversi da consumatori, nel rispetto della disciplina secondaria dettata dalla Banca d'Italia (ad esempio in termini di trasparenza). La AIFMD 2, diversamente dalla disciplina domestica, prevede la possibilità che un FIA Concedente Prestiti sia strutturato anche in **forma aperta** – in deroga alla regola generale che ne impone una struttura chiusa – a condizione che il GEFIA che lo gestisce sia in grado di dimostrare alle autorità competenti che il sistema di gestione del rischio di liquidità del FIA è compatibile con la strategia di investimento e la politica di rimborso, ferme restando le soglie, restrizioni e condizioni di cui ai Regolamenti (UE) n. 345/2013, 346/2013 e 2015/760. A tal riguardo, la nuova disciplina detta dei limiti di **leva finanziaria** differenziati a seconda che il FIA Concedente Prestiti sia strutturato in forma aperta (con leva massima al 175%) o chiusa (con leva massima al 300%), prevedendo un'eccezione all'applicazione di tali limiti nel caso in cui le attività di prestito del FIA consistano unicamente nella **concessione di prestiti di azionista**, a condizione che il valore nozionale di tali prestiti non superi in totale il 150% del capitale del FIA. Tali previsioni determineranno quindi un innalzamento della leva consentita per i FIA di credito italiani, attualmente fissata al 150% per i FIA chiusi riservati che investono in crediti. Per i FIA

non riservati si prevede attualmente che gli strumenti finanziari derivati siano utilizzati esclusivamente per finalità di copertura e che vi sia un limite di assunzione di finanziamenti entro il limite massimo del 30% del valore complessivo netto.

4. Ulteriori novità

Tra le ulteriori novità introdotte dalla AIFMD 2, si segnalano, *inter alia*, i) le norme in materia di strumenti di gestione della liquidità (*liquidity management tools*)⁹; ii) la possibilità di avvalersi di un depositario situato in un altro Stato Membro, al ricorrere di determinate condizioni¹⁰; nonché iii) l'obbligo di fornire ulteriori informazioni agli investitori anche relativamente alla denominazione dei FIA e degli OICVM¹¹.

5. Conclusioni

Alla luce di quanto sopra, appare possibile evidenziare come la AIFMD 2 miri a fornire soluzioni a questioni critiche identificate in applicazione della AIFMD e della Direttiva UCITS IV, senza radicalmente stravolgere il quadro normativo di riferimento.

Con riguardo all'attività di concessione di prestiti, a causa della natura potenzialmente illiquida e a lun-

⁹ Per consentire ai GEFIA di FIA aperti e agli OICVM di far fronte alle pressioni per i rimborsi in condizioni di stress del mercato, si prevede che questi siano tenuti a selezionare e includere nel loro regolamento o nei documenti costitutivi almeno due strumenti di gestione della liquidità, fatta eccezione per i FIA o gli OICVM autorizzati come fondi del mercato monetario. A tal fine la Direttiva inserisce un nuovo Allegato V nella Direttiva AIFMD e un nuovo Allegato II-bis della Direttiva UCITS IV recanti un elenco armonizzato di strumenti di gestione di liquidità.

¹⁰ In particolare, **i)** sarà necessaria una richiesta motivata da parte del GEFIA di permettere la nomina di un depositario stabilito in un altro Stato Membro che attesti l'assenza, nello Stato Membro di origine del FIA, di servizi di depositario idonei a soddisfare efficacemente le esigenze del FIA tenendo conto della sua strategia di investimento; **ii)** il mercato nazionale dei depositari dello Stato Membro d'origine del FIA non dovrà essere superiore a 50 miliardi di euro. Pur ricorrendo tali condizioni, sarà in ogni caso necessaria una valutazione caso per caso dell'Autorità nazionale di riferimento.

¹¹ La AIFMD 2 prevede che ove i FIA e gli OICVM siano commercializzati presso gli investitori al dettaglio, i GEFIA e le Società di Gestione siano tenuti a includere nel documento contenente le informazioni chiave la denominazione del fondo e a garantire che tali informazioni siano accurate, corrette e chiare e non trasmettano un messaggio fuorviante o tale da creare confusione che indurrebbe in errore gli investitori. A tal fine, la Direttiva demanda all'ESMA il compito di elaborare, entro 24 mesi dall'entrata in vigore, orientamenti per specificare le situazioni in cui la denominazione di un FIA o di un OICVM potrebbe essere scorretta, poco chiara o fuorviante per l'investitore.

go termine delle attività dei FIA che erogano prestiti, i GEFIA potrebbero avere difficoltà a rispettare le modifiche ai requisiti normativi introdotte durante il ciclo di vita dei FIA che gestiscono, senza intaccare la fiducia dei loro investitori. Si applicheranno quindi disposizioni transitorie in relazione a determinati requisiti relativi ai FIA costituiti prima dell'entrata in vigore della AIFMD 2.

Non resta quindi che attendere la pubblicazione della normativa di recepimento italiana per valutare ancora più nel dettaglio gli specifici impatti della AIFMD 2 in generale e in particolare sui FIA di credito.

DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

