



**CAMERA DEI DEPUTATI  
VI COMMISSIONE (FINANZE)**

**Audizione nell'ambito dell'esame del disegno di legge C.  
1836 recante delega per il recepimento delle direttive  
europee – Legge di delegazione europea 2013.**

**Giuseppe Vegas, Presidente Consob**

Roma, 14 gennaio 2014

## INDICE

**1. Premessa: le disposizioni di natura finanziaria contenute nel Disegno di Legge C. 1836 nel più ampio quadro dell'evoluzione della regolamentazione finanziaria europea**

**2. L'attuazione della Direttiva 2013/14/UE in materia di agenzie di *rating***

**3. L'adeguamento della normativa nazionale ai Regolamenti UE n. 345/2013 e n. 346/2013 sui Fondi Europei per il Venture Capital e sui Fondi Europei per l'Imprenditoria Sociale**

**4. Il recepimento della Direttiva 2013/36/UE sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi, nonché all'adeguamento dell'ordinamento italiano al regolamento UE n. 575 del 2013 (cosiddetto pacchetto CRD IV)**

**5. Conclusioni**

## **1. Premessa: le disposizioni di natura finanziaria contenute nel Disegno di Legge C. 1836 nel più ampio quadro dell'evoluzione della regolamentazione finanziaria europea**

Le risposte dei Regolatori a quella che può definirsi come la più grave crisi finanziaria dal dopoguerra sono state abbastanza diverse fra i principali paesi avanzati. Negli Usa è in fase di completamento l'emanazione di una copiosa regolamentazione attuativa del Dodd-Frank Act, la cui novità più importante è forse rappresentata dal tentativo di riproporre la regola di separazione fra banca commerciale e banca d'investimento, originariamente adottata con il *Glass-Steagal Act* negli anni trenta del secolo scorso e poi gradualmente abbandonata attraverso l'introduzione di limiti all'attività di trading in proprio delle banche (c.d. *Volcker rule*).

In Europa, invece, è stata creata una nuova architettura di vigilanza incentrata su Autorità europee specializzate per settore, il cui ruolo è prevalentemente quello di assistere la Commissione Europea nella predisposizione di un quadro regolamentare più armonizzato (c.d. *single rule book*) ed esteso a nuove aree prima non coperte.

Le principali iniziative regolamentari che hanno impegnato la Commissione Europea riguardano la rivisitazione delle norme sui requisiti patrimoniali, la revisione delle norme contabili, l'attuazione della Direttiva sui prospetti informativi, la proposta di Regolamento sulle informazioni chiave per i prodotti d'investimento strutturati (c.d. PRIPS – *pre-packaged investment products*), la revisione della Direttiva MiFID, della Direttiva sugli abusi di mercato e l'adozione dei Regolamenti su agenzie di *rating*, vendite allo scoperto, posizioni corte, *clearing* dei derivati Otc e controparti centrali.

L'esperienza di questi ultimi anni indica chiaramente come il processo normativo europeo sia troppo lento e farraginoso, anche perché ostacolato da divisioni politiche fra paesi, e quindi non può rappresentare una risposta tempestiva ai problemi emersi con la crisi. Inoltre, quandanche si giungesse in tempi rapidi ad un quadro regolamentare perfettamente armonizzato e livellato su scala europea, rimangono rilevanti diversità negli approcci di vigilanza e sanzionatori, che incentivano arbitraggi fra paesi e ordinamenti. Nel settore bancario, e in particolare per quanto riguarda la zona dell'Euro, si è avviato il percorso per arrivare ad una centralizzazione su scala europea delle funzioni di vigilanza finanziario-prudenziale. Un simile approccio dovrebbe essere seguito per il settore finanziario (*cosiddetta Financial Union*).

Alla luce delle inerzie e lentezze che caratterizzano la produzione normativa comunitaria, che saranno amplificate dall'imminenza delle nuove elezioni europee, la Consob ha negli ultimi anni anticipato alcuni principi contenuti nelle direttive europee, attraverso interventi di *moral suasion* o comunicazioni interpretative o attuative di orientamenti Esma, in particolare in materia di vendite allo scoperto, trasparenza sulle posizioni corte in titoli azionari, trading ad alta frequenza e divieto di distribuzione di particolari prodotti (*cosiddetta product intervention*).

Il Disegno di Legge C. 1836 oggetto della presente audizione intende recepire in Italia ulteriori iniziative adottate a livello europeo, in particolare, in materia di agenzie di *rating* (l'articolo 4 reca i principi e i criteri direttivi specifici per il recepimento nell'ordinamento nazionale della nuova disciplina europea in materia di agenzie di *rating* del credito, contenuta nella Direttiva 2013/14/UE e nel Regolamento (UE) n. 462/2013), di fondi di investimento alternativi (l'articolo 5 reca i principi e i criteri direttivi specifici per l'attuazione nell'ordinamento nazionale del Regolamento n. 345/2013 relativo ai Fondi europei per il venture capital (EuVECA) e del Regolamento n. 346/2013 relativo ai Fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSEF)) e di accesso all'attività creditizia e vigilanza prudenziale (l'articolo 3 detta i principi e criteri direttivi per il recepimento della Direttiva 2013/36/UE sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento nonché del Regolamento n. 575/2013 relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi).

## **2. L'attuazione della Direttiva 2013/14/UE in materia di agenzie di *rating* e l'adeguamento alle disposizioni del Regolamento (UE) n. 462/2013**

Per quanto riguarda il tema delle agenzie di *rating*, le disposizioni contenute nella Legge di delegazione europea 2013 del secondo semestre (di seguito "Legge delega") all'art. 4 sono volte a dare attuazione nel nostro ordinamento alla disciplina comunitaria in materia di agenzie di *rating* del credito, il cui obiettivo fondamentale è quello di ridurre l'eccessivo affidamento ai *rating* del credito.

Prima dell'emergere della crisi finanziaria dei mutui *subprime*, le agenzie di *rating* avevano assunto un ruolo centrale per il funzionamento del sistema finanziario mondiale. Tale centralità derivava, in larga parte, dalle numerose normative che assegnavano all'esistenza del *rating* una funzione specifica (c.d. rilevanza regolamentare del *rating*) favorendo il fenomeno dell'eccessivo affidamento (c.d. *overreliance*). Infatti, a livello globale, così come europeo e di singoli paesi, numerose erano (e sono tuttora) le regole dei mercati finanziari che si affidano ai giudizi delle agenzie di *rating*, ad esempio, per disciplinare le banche e gli altri intermediari finanziari, anche su aspetti fondamentali quali i requisiti patrimoniali<sup>1</sup>.

La fiducia del mercato e dei Regolatori verso l'integrità del processo di "produzione" dei giudizi nel tempo è stata profondamente intaccata per due principali ragioni.

---

<sup>1</sup> Si trattava, tra le altre: a) dell'Accordo c.d. "di Basilea 2" sui requisiti di capitale delle banche (accordo nato per disciplinare le banche attive a livello internazionale, ma poi esteso, ad opera delle direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE, anche agli enti che operano su base nazionale); b) della Direttiva sui c.d. *eligible assets* detenibili dai fondi comuni armonizzati (gli artt. Art. 50(1) della Direttiva 2009/56/CE e l'art. 6 della Direttiva 2007/16/CE prevedevano che gli strumenti del mercato monetario, se non negoziati su mercati regolamentati, potevano essere oggetto di investimento a condizione che l'emittente, non appartenente ai paesi del Gruppo dei 10, disponesse di un *rating investment grade*). In Italia la prima Legge che ha dato rilevanza organica alla "valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi" è la n. 130 del 30 aprile 1999 (Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti) la quale ha previsto che, qualora i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione siano offerti ad investitori non professionali, l'operazione debba essere sottoposta alla valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi (art. 2, comma 4).

In primo luogo, è emerso come fino a pochi giorni prima della rispettiva dichiarazione di insolvenza, il *rating* di alcune importanti società quotate (fra tutte, Lehman, Enron e Parmalat) fosse inspiegabilmente molto elevato.

In secondo luogo, ciò che ha messo più profondamente in discussione l'adeguatezza di un approccio basato sull'autodisciplina ha riguardato l'attività prestata dalle agenzie nel settore degli strumenti finanziari emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione (cosiddetti prodotti di "finanza strutturata").

*Le agenzie di rating, infatti, avevano avuto un ruolo fondamentale nel consentire l'affermazione del cosiddetto modello originate to distribute (OTD), che permise alle banche di smobilizzare parte dei propri attivi (mutui, crediti al consumo, etc.) attraverso operazioni di cartolarizzazione e di cederli ad una vasta platea di investitori sotto forma di titoli negoziabili. Per diversi anni le banche avevano creato prodotti finanziari sempre più complessi e opachi rispetto ai quali il mercato non era in grado di esercitare un'azione di scrutinio sulla validità ex ante dei rating; motivo per cui le agenzie di rating erano divenute, di fatto, monopoliste nell'informativa su questi strumenti finanziari.*

*Le debolezze nel processo di elaborazione del rating hanno riguardato essenzialmente due aspetti:*

- 1) l'utilizzo di una modellistica inadeguata, ossia non sufficientemente sofisticata oltre che spesso basata su ipotesi e scenari troppo favorevoli sull'evoluzione del quadro congiunturale;*
- 2) l'esistenza di conflitti d'interessi: le agenzie erano incentivate ad assegnare rating 'generosi', in quanto l'ottenimento di un rating elevato rappresentava la condizione necessaria per effettuare il collocamento stesso. Di qui anche la tendenza delle agenzie stesse a svolgere anche un ruolo di natura consulenziale nei confronti degli emittenti per indicare a questi ultimi come strutturare l'operazione al fine di ottenere un rating elevato.*

A fronte della scarsa affidabilità dimostrata dall'impianto regolamentare precedente la crisi in materia di *rating*, si sarebbero potuti adottare due diversi approcci: a) ridisegnare in profondità la filosofia del rinvio ai *rating* per la determinazione dei beni detenibili dagli investitori o per la quantificazione, a fini prudenziali, delle dotazioni patrimoniali degli intermediari; b) confermare le scelte già compiute, intensificando però i vincoli sull'attività delle agenzie di *rating*.

La prima risposta dei Regolatori alla crisi, sia negli Stati Uniti che in Europa, è stata quest'ultima, tramite il rafforzamento delle regole per la prevenzione dei conflitti di interesse.

Lungo il sentiero del rafforzamento della qualità dei *rating* si è collocato, infatti, il Regolamento (CE) 1060/2009 ("*Relativo alle agenzie di rating del credito*"), adottato nel settembre 2009 e in vigore dal 7 dicembre 2009, e volto sostanzialmente a garantire l'integrità del processo di produzione e diffusione dei *rating* attraverso una disciplina incardinata sull'obbligo di registrazione che impone alle agenzie di dotarsi di adeguati assetti procedurali e organizzativi, in grado di minimizzare i conflitti di interessi e di garantire un adeguato livello di trasparenza dei *rating* e delle metodologie utilizzate<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Il cardine della disciplina del Regolamento è l'obbligo di registrazione (art. 14), al quale sono sottoposti tutti coloro che intendano svolgere in modo professionale l'attività di emissione di *rating* sul credito, qualora i giudizi emessi siano pubblicati (o distribuiti su abbonamento). Tra le regole applicabili ai soggetti registrati meritano di essere ricordati almeno le seguenti:

Si deve ricordare che la Consob è stata la prima Autorità europea a svolgere in modo stringente un'attività di vigilanza sulle agenzie di *rating*: infatti, già nel maggio 2010, in occasione della diffusione di un *report* di Moody's che conteneva valutazioni su un possibile rischio di contagio della crisi greca per il sistema bancario italiano e che aveva avuto un forte impatto sulla volatilità dei titoli bancari, la Consob era intervenuta, richiedendo informazioni all'agenzia di *rating* e inviando alla stessa, e contestualmente anche a Standard and Poor's e Fitch, le altre due grandi agenzie internazionali, una lettera, in un'ottica di *moral suasion*, che evidenziava, quale misura di *best practice*, l'esigenza che i *rating* sul debito sovrano fossero diffusi dopo la chiusura dei mercati, al fine di minimizzarne l'impatto. Tale misura è stata successivamente recepita nella regolamentazione europea di cui si dirà oltre.

Inoltre, nel corso degli ultimi 3 anni, la Consob ha svolto un'intensa attività di vigilanza sulla diffusione dei giudizi di *rating*, aventi ad oggetto prevalentemente titoli bancari e titoli del debito sovrano italiano, con riferimento sia a profili di abusi di mercato – nell'ambito dei quali si è proceduto con richieste di informazioni o convocazioni dei vertici delle agenzie – sia a profili di violazione del Regolamento comunitario in materia, per i quali si è provveduto a segnalare all'ESMA, ora autorità competente per la vigilanza e l'*enforcement* sulle agenzie di *rating*, vari ambiti di possibile violazione della relativa disciplina, ai fini dell'adozione delle opportune azioni di vigilanza. In particolare, l'Istituto ha dato numerose indicazioni tese a garantire la prevenzione e la trasparenza dei conflitti di interessi in cui possono incorrere le agenzie, ad esempio, tramite una piena *disclosure* degli assetti proprietari e l'adozione di adeguate misure organizzative nello svolgimento delle cosiddette attività accessorie rispetto all'attività di *rating*.

- 
- sono state previste misure di prevenzione dei conflitti d'interesse (artt. 6 e 7), tra cui: (i) l'obbligo di avere almeno un terzo di amministratori indipendenti (con il compito di controllare lo sviluppo delle politiche di *rating*, i controlli interni e le procedure per la gestione dei conflitti d'interesse; le agenzie più piccole possono essere esonerate su richiesta se dimostrano che i presidi sono sproporzionati); (ii) il divieto di fornire servizi di consulenza o raccomandazioni alle entità oggetto di *rating*; (iii) il divieto per i dipendenti di acquistare strumenti finanziari emessi o garantiti da entità oggetto di *rating*; (iv) il divieto di anticipare il probabile esito futuro del *rating* se non all'entità valutata; (v) la previsione di *cooling-off period* per i dipendenti;
  - le agenzie sono tenute ad adottare misure di trasparenza sui conflitti d'interessi (art. 6), tra cui la pubblicazione dei nomi delle entità valutate da cui derivi più del 5% del fatturato annuo;
  - devono essere comunicati al pubblico alcuni elementi dei metodi e dei modelli di valutazione adottati (art. 8) (ad esempio, le ipotesi matematiche o di correlazione);
  - le Agenzie di *rating* non possono rifiutarsi di emettere un giudizio su uno strumento finanziario derivato solo perché uno strumento sottostante è stato oggetto di valutazione da parte di un'altra Agenzia (art. 8);
  - le Agenzie di *rating* sono tenute a riesaminare periodicamente (almeno una volta all'anno) i giudizi emessi e le metodologie utilizzate (art. 8);
  - ecc.

Il Regolamento prevede una serie di regole di carattere "sostanziale", cioè riferite a specifici aspetti organizzativi, procedurali e di trasparenza, che costituiscono oggetto di valutazione da parte delle Autorità di vigilanza sia al momento di decidere se concedere o meno la registrazione all'Agenzia o al gruppo di Agenzie sia, successivamente, per finalità di vigilanza e di *enforcement*. Il Regolamento europeo, alla redazione del quale la Consob ha fattivamente collaborato, anche in sede Esma, prevede un regime autorizzatorio e una serie di requisiti stringenti per lo svolgimento delle attività delle Agenzie.

Uno dei casi più recenti, relativo all'adozione di un *credit watch* negativo da parte di Standard and Poor's su Assicurazioni Generali, il 26 novembre 2013, ha evidenziato anche l'esigenza di sensibilizzare maggiormente gli emittenti quotati oggetto di *rating* sulle misure previste dal Regolamento europeo al fine di segnalare alle agenzie eventuali criticità rilevate sia nelle metodologie di *rating* sia negli elementi alla base di uno specifico giudizio, e cioè, rispettivamente, la fase di consultazione pubblica cui le metodologie sono soggette e la comunicazione preventiva all'emittente appunto degli elementi chiave alla base del giudizio di *rating*. Su questi aspetti la Consob sta quindi organizzando un incontro con i principali emittenti quotati, finanziari e non, nonché con le Associazioni di categoria, che si svolgerà alla fine di gennaio.

Ritornando ai temi internazionali, si evidenzia come, dopo l'emanazione del citato Regolamento sulle agenzie di *rating* del 2009, maturò l'idea che fosse necessario un nuovo intervento regolamentare in materia di agenzie di *rating* finalizzato, tra l'altro, a un progressivo allentamento dell'affidamento riposto nei *rating*.

Nel gennaio 2013 si è concluso l'*iter* di approvazione del nuovo testo di Regolamento comunitario in materia di agenzie di *rating*, il Regolamento (EU) n. 462/2013, in vigore dal 20 giugno 2013, che ha modificato per la seconda volta il Regolamento (CE) n. 1060/2009. Le nuove disposizioni mirano, fondamentalmente, a ridurre l'eccessivo affidamento sui giudizi di *rating*, anche attraverso la progressiva eliminazione dei riferimenti contenuti nella normativa comunitaria e nelle misure di attuazione. Sono state contemplate, poi, misure in materia di *rating* sul debito sovrano, tese a contenere gli effetti sul mercato di cambiamenti dei giudizi; divieti e regole di trasparenza in materia di conflitti di interessi legati alla struttura dell'azionariato; un regime di responsabilità civile delle agenzie.

Si deve evidenziare che, a fronte delle crescenti tensioni nei mercati finanziari, la Consob aveva ritenuto necessario fornire dei chiarimenti, attraverso comunicazioni interpretative della disciplina vigente, in merito all'ambito di applicazione di alcune delle misure indicate nel Regolamento comunitario del 2013 e nella Direttiva UE n. 14/2013, che ha modificato alcune direttive settoriali, di cui si dirà oltre.

*Con atto del 22 luglio 2013, infatti, la Consob ha emanato "Comunicazione sui doveri di trasparenza e correttezza dei gestori collettivi e i giudizi delle agenzie di rating". Analoghe iniziative, ciascuna per i profili di competenza, sono state adottate in pari data anche dalla Banca d'Italia, dall'Ivass e dalla Covip, in materia di corretto funzionamento del sistema di gestione dei rischi, di doveri di correttezza e trasparenza dei fondi comuni d'investimento e dei fondi pensione e di obblighi di adeguatezza delle procedure di valutazione degli investimenti delle imprese di assicurazione, allo scopo di ridurre l'eccessivo affidamento (over-reliance) sui giudizi espressi dalle agenzie di rating.*

*Tali Comunicazioni, tenuto conto delle rispettive normative di settore, richiamano l'attenzione sugli obblighi, da parte dei gestori collettivi e dei fondi pensione, di valutare correttamente il merito di credito delle attività di investimento e di operare con diligenza, correttezza, trasparenza nell'interesse degli investitori, degli iscritti ai fondi pensione e dell'integrità dei mercati e, da parte delle imprese di assicurazione, di realizzare una gestione finanziaria indipendente, sana e prudente e di adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei contraenti e degli assicurati.*

Venendo ora ai temi tecnici più specifici del DDL C 1836, le questioni di rilievo sono essenzialmente due: la prima riguarda il tema dell'uso dei *rating* e l'eccessivo affidamento

sul *rating* da parte degli intermediari e la relativa vigilanza sul tema da parte delle Autorità nazionali; la seconda, riguarda invece il ruolo dell’Autorità competente per la vigilanza sulle agenzie di *rating* e il ruolo delle diverse Autorità settoriali nella vigilanza sull’eccessivo affidamento sul *rating*.

Per ciò che riguarda la prima questione, vorrei evidenziare come la Consob avesse sostenuto, in sede di negoziato per la revisione del Regolamento europeo sulle agenzie di *rating* (cd. CRA3) poi approvato nel corso del 2013 e in vigore dal 20 giugno 2013, una posizione più rigorosa di quella infine approvata, da un lato prevedendo termini più brevi per la completa rimozione dalle normative comunitarie dei riferimenti ai giudizi di *rating* che determinano o possono determinare un affidamento esclusivo o meccanico agli stessi, rispetto al termine attualmente previsto del 1° gennaio 2020, dall’altro sostenendo – con particolare riferimento alla presenza dei giudizi di *rating* nei rapporti privatistici tra istituzioni finanziarie e relativa clientela (ad es. il mandato gestorio) – l’opportunità di introdurre un obbligo a carico delle prime di rivedere la contrattualistica in essere, al fine di eliminare, a pena di nullità, le clausole che comportavano reazioni automatiche nelle scelte di investimento o disinvestimento rispetto alle variazioni dei *rating*.

Tali previsioni non sono tuttavia state introdotte ad esito del negoziato. A questo riguardo, con particolare riferimento ai suddetti rapporti privatistici, la versione approvata sia del nuovo testo del Regolamento sulle agenzie di *rating*, sia della Direttiva (UE) n. 14/2013, che, come detto, va a modificare alcune direttive settoriali, si limita a prevedere l’obbligo, per le istituzioni finanziarie, di effettuare proprie valutazioni del rischio di credito degli strumenti finanziari e di non affidarsi esclusivamente o meccanicamente ai *rating* del credito e l’obbligo, per le Autorità settoriali nazionali competenti per la vigilanza su tali entità, di monitorare l’adeguatezza delle loro procedure di valutazione del rischio di credito e di verificare l’utilizzo dei riferimenti contrattuali ai *rating*, con l’obiettivo di ridurre l’affidamento esclusivo o meccanico rispetto agli stessi.

*In particolare il Regolamento (UE) n. 462/2013 prevede, agli artt. da 5 bis a 5 quater, una serie di misure generali concernenti la riduzione dell’affidamento esclusivo o meccanico ai giudizi di rating, nonché norme che impongono a banche e gestori del risparmio di valutare il rischio di credito non esclusivamente o meccanicamente sulla base di rating esterni.*

In particolare:

- l’art. 5 quater riguarda l’eccessivo affidamento ai giudizi di rating nel diritto dell’Unione, prevedendo che la Commissione europea riveda i riferimenti ai *rating* che determinino o possano determinare un affidamento esclusivo o meccanico agli stessi da parte delle Autorità competenti, delle varie istituzioni finanziarie indicate dall’art. 4, par. 1 del Regolamento n. 1060/2009 e di altri operatori del mercato, con l’obiettivo di eliminare tali riferimenti a fini regolamentari. La Commissione europea dovrà presentare entro il 31 dicembre 2015 una prima Relazione al Parlamento e al Consiglio europeo in merito alle iniziative adottate in tal senso, con l’obiettivo di eliminare tutti i riferimenti regolamentari ai *rating* entro il 1° gennaio 2020, a condizione che siano identificate ed attuate idonee misure o strumenti alternativi ai *rating* del credito;
- l’art. 5 ter riguarda l’eccessivo affidamento ai giudizi di rating da parte delle Autorità europee di vigilanza (ESAs) e del Comitato europeo per il rischio sistemico: esso prevedeva che, entro lo scorso 31 dicembre 2013, l’ESMA, l’EBA e l’EIOPA riesaminassero e rimuovessero, ove ritenuto opportuno, i riferimenti ai *rating* del credito contenuti nei loro orientamenti, raccomandazioni e progetti di norme tecniche, qualora tali riferimenti avessero potuto determinare un affidamento esclusivo o meccanico ai *rating* da parte delle Autorità competenti, delle entità finanziarie o di altri operatori del mercato finanziario. Al riguardo, ad esito della consultazione pubblica recentemente svolta, sarà nel corso delle prossime settimane sottoposto



all'approvazione dei *Board of Supervisors* di ESMA, EBA ed EIOPA un *Joint Paper* delle tre Autorità che individua i riferimenti ai giudizi di *rating*, contenuti nei suddetti documenti emessi dalle tre Autorità, che saranno rimossi o rivisti;

- l'art. 5 *bis* riguarda l'eccessivo affidamento ai giudizi di rating da parte delle istituzioni finanziarie di cui all'art. 4, par. 1, del Regolamento n. 1060/2009 (cd. *over-reliance* «di mercato») e prevede, al par. 1, che queste ultime effettuino una propria valutazione del rischio di credito degli strumenti finanziari in cui investono e non si affidino esclusivamente o meccanicamente ai giudizi di *rating* per la valutazione del merito di credito di un'entità o di uno strumento finanziario e, al par. 2, che le autorità settoriali competenti incaricate della vigilanza su tali istituzioni finanziarie « (...) *controll(i)no l'adeguatezza delle loro procedure di valutazione del rischio di credito, valut(i)no l'utilizzo di riferimenti contrattuali ai rating del credito e, se del caso, incoragg(i)no tali entità a ridurre l'incidenza di tali riferimenti con l'obiettivo di ridurre l'affidamento esclusivo e meccanico ai rating del credito (...).*»

Norme analoghe a quelle previste dall'art. 5 *bis* (che hanno una portata più generale), sono state introdotte – contestualmente alla revisione del Regolamento n. 1060/2009 in materia di agenzie di *rating* – dalla Direttiva (UE) n. 14/2013, che modificando, come detto, le relative Direttive in materia di enti pensionistici, di OICVM e di gestori di fondi di investimento alternativi, stabilisce norme più specifiche e precise in merito alle politiche di investimento e alle procedure di tali intermediari, nonché in merito all'attività di vigilanza che deve essere svolta su tali profili da parte delle Autorità competenti, al fine di ridurre l'eccessivo affidamento ai giudizi di *rating*.

Con riguardo agli enti pensionistici, è stato previsto che le Autorità competenti, tenendo conto della natura, della portata e della complessità degli enti soggetti a vigilanza, verifichino l'adeguatezza delle loro procedure di valutazione del credito, valutino l'utilizzo dei riferimenti ai *rating* emessi da agenzie di *rating*, nell'ambito delle proprie politiche di investimento e, se del caso, incoraggino a ridurre l'incidenza di tali riferimenti in vista di un ricorso meno esclusivo e meccanico a detti *rating* del credito.

Con riguardo agli OICVM, oltre ad esse stata introdotta una norma analoga a quella sopra riportata per gli enti pensionistici (con la previsione di analoga attività di verifica e di valutazione da parte delle Autorità competenti sui medesimi aspetti), è stato stabilito che le società di gestione o di investimento debbano utilizzare procedure di gestione del rischio di credito che consentano di controllare e valutare in ogni momento il rischio delle posizioni e il contributo di queste ultime al profilo di rischio generale del portafoglio di un OICVM, in modo da non affidarsi esclusivamente o meccanicamente ai giudizi di *rating* nella valutazione del merito di credito delle proprie attività; infine, è stata prevista l'introduzione di misure attuative, da parte della Commissione europea, in tema di criteri per valutare l'adeguatezza delle procedure di gestione dei rischi utilizzate dalla società di gestione o di investimento, tali da garantire che sia impedito l'affidamento esclusivo o meccanico ai giudizi di *rating*.

Anche con riguardo ai gestori di fondi di investimento alternativi, è stata introdotta un'analoga norma che stabilisce un'attività di verifica e di valutazione da parte delle Autorità competenti sui medesimi aspetti sopra evidenziati; inoltre, è stato previsto che detti gestori mettano in atto sistemi appropriati di gestione del rischio per individuare, misurare, gestire e monitorare adeguatamente tutti i rischi inerenti a ogni strategia di investimento dei fondi alternativi e ai quali ogni fondo è o può essere esposto, in modo da evitare l'affidamento esclusivo o meccanico ai giudizi di *rating* nella valutazione del merito di credito delle attività; infine, è stato stabilito che le misure che specificano i sistemi di gestione del rischio devono garantire che ai gestori sia impedito di affidarsi esclusivamente o meccanicamente ai *rating* del credito.

La normativa affida pertanto un ruolo centrale all'attività di vigilanza delle Autorità settoriali competenti nazionali per rendere realmente effettiva la disciplina del nuovo Regolamento comunitario in tema di riduzione dell'affidamento sui *rating* da parte degli intermediari.

*Al riguardo, al fine di garantire l'uniforme applicazione delle norme descritte e pratiche di vigilanza convergenti, è stata evidenziata in ambito ESMA l'opportunità di elaborare principi di riferimento omogenei (se del caso*

*coordinandosi anche con le altre Autorità europee di settore, EBA ed EIOPA); è pertanto in fase di elaborazione, e sarà definito ed approvato entro la fine del 2014, un Joint Paper congiunto delle tre Autorità europee, che dovrebbe definire criteri di vigilanza comuni, aventi ad oggetto l'obiettivo della riduzione dell'eccessivo affidamento ai giudizi di rating da parte delle entità finanziarie, con riferimento ai rispettivi ambiti di supervisione.*

Per ciò che riguarda invece la seconda questione relativa all'individuazione dell'Autorità competente per la vigilanza sulle agenzie di *rating*, è necessario modificare l'art. 4-*bis* del TUF, che attualmente indica la Consob come Autorità competente, ai fini dell'applicazione del Regolamento (CE) n. 1060/2009. A questo riguardo, mentre le competenze in materia di registrazione, vigilanza ed *enforcement* sono state, come noto, trasferite all'ESMA a partire dal luglio 2011, la Consob rimane autorità competente nazionale, ai sensi dell'art. 22 del Regolamento europeo, con riferimento a una serie di funzioni relative ai rapporti con l'ESMA (eventuali deleghe di compiti di vigilanza, segnalazioni all'ESMA di possibili violazioni del Regolamento europeo, cooperazione e scambio di informazioni, etc.) previste dallo stesso Regolamento. L'art. 4-*bis* del TUF va quindi modificato, in primo luogo, per tenere conto di tale mutato ruolo dell'autorità competente nazionale.

Inoltre, come previsto dall'art. 25-*bis* del Regolamento europeo, occorre chiarire che la Consob rappresenta anche l'Autorità settoriale competente sull'attività di vigilanza sull'utilizzo dei *rating* e sulla riduzione dell'eccessivo affidamento ai giudizi di *rating* da parte dei soggetti che prestano il servizio di gestione del risparmio (collettiva o individuale) e l'autorità per la vigilanza sul rispetto di alcuni obblighi informativi e di condotta da parte dell'emittente, dell'*originator* e dello *sponsor* in operazioni di finanza strutturata, mentre altre Autorità di vigilanza nazionali (Banca d'Italia, Ivass e Covip) rappresentano le Autorità settoriali competenti per i rispettivi ambiti di vigilanza. Tali misure richiedono pertanto la modifica di alcune norme del Testo Unico della Finanza, prevedendo anche la fissazione di opportune sanzioni amministrative per i casi di violazione.

*Infatti, occorre tenere conto dell'introduzione del sopra citato art. 25 bis del Regolamento (CE) n. 1060/2009, così come modificato dal Regolamento (UE) n. 462/2013, che stabilisce la responsabilità delle Autorità settoriali competenti nazionali nella vigilanza e nell'enforcement sull'applicazione, oltre che del già descritto art. 5 bis (in tema di riduzione dell'eccessivo affidamento ai giudizi di rating), anche degli art. 4, par. 1 (in tema di utilizzo dei rating) dell'art. 8-ter (in tema di informazioni sugli strumenti finanziari strutturati), dell'art. 8-quater (in tema di obbligo di un rating almeno da parte di due agenzie nel caso di rating sollecitati su uno strumento finanziario strutturato) e dell'art. 8-quinquies (in tema di ricorso a più agenzie di rating) del Regolamento (CE) n. 1060/2009.*

Al riguardo, l'attività di vigilanza ed *enforcement* concerne i seguenti aspetti:

- nel caso dell'art. 4, par. 1, la vigilanza sull'applicazione dello stesso è affidata a diverse autorità competenti settoriali sulla base dell'ambito cui l'utilizzo dei *rating* si riferisce (cioè la Banca d'Italia in merito all'utilizzo dei *rating* nella determinazione dei requisiti di capitale degli intermediari bancari, disciplinata dalla Direttiva sui Requisiti di Capitale, la Banca d'Italia e la Consob, ciascuna per i suoi profili di competenza, in merito alla vigilanza sull'utilizzo dei *rating* da parte degli OICVM, disciplinata dalla Direttiva 2009/65/CE, etc.) ed è finalizzata alla verifica che i *rating* utilizzati a fini regolamentari provengano da agenzie di *rating* stabilite nell'Unione e registrate conformemente alla regolamentazione europea in materia;
- nel caso dell'art. 8-ter, la vigilanza riguarda il rispetto di obblighi di trasparenza – da parte dell'emittente, dell'*originator* o dello *sponsor*, aventi sede nell'Unione, di strumenti di finanza strutturata – riferiti a una serie di informazioni relative a tali strumenti finanziari e alla struttura dell'operazione;
- nel caso dell'art. 8-quater, la vigilanza riguarda il rispetto dell'obbligo, da parte dell'emittente o di un terzo collegato, di dare l'incarico ad almeno due agenzie di *rating* registrate nel caso di *rating* sollecitati aventi ad oggetto uno strumento finanziario strutturato;

- nel caso dell'art. 8-quinquies, la vigilanza riguarda il rispetto dell'obbligo, da parte dell'emittente o di un terzo collegato – nel caso essi intendano conferire l'incarico di rating ad almeno due agenzie – di considerare per l'incarico almeno un'agenzia di rating che detenga una quota di mercato non superiore al 10% e, nel caso la scelta non ricada su un'agenzia con dette caratteristiche, di documentare tale circostanza.

### **3. L'adeguamento della normativa nazionale ai Regolamenti UE n. 345/2013 e n. 346/2013 sui Fondi Europei per il Venture Capital e sui Fondi Europei per l'Imprenditoria Sociale.**

La Direttiva 2011/61/UE (*Alternative Investment Fund Managers Directive* - "AIFMD"), stabilisce norme in materia di autorizzazione, funzionamento e trasparenza dei gestori di fondi di investimento cosiddetti "alternativi", ossia che gestiscono e/o commercializzano OICR diversi da quelli rientranti nel perimetro applicativo della direttiva cosiddetta "UCITS" (si tratta sostanzialmente di: *hedge funds*, fondi chiusi e fondi aperti non armonizzati) e la cui massa gestita superi determinate soglie di rilevanza.

Successivamente, con due distinti Regolamenti, l'Unione Europea ha voluto dettagliare la disciplina applicabile a due particolari tipi di gestori alternativi che, per la loro dimensione ridotta non rientrano nell'ambito di applicazione della AIFMD: i Fondi Europei per il Venture Capital - "EUVECA" (di cui al Regolamento UE, n. 345/2013) e i Fondi Europei per l'Imprenditoria Sociale - "EUSEF" (di cui al Regolamento UE, n. 346/2013). Si tratta di discipline volte ad introdurre una regime agevolato al fine di favorire investimenti transfrontalieri in PMI europee di nuova costituzione, ovvero impegnate in attività a sfondo sociale.

*Nell'Allegato 1 verrà dettagliatamente illustrato: (i) il quadro normativo delineato dalla Direttiva AIFMD in cui si collocano i due Regolamenti EUVECA e EUSEF; (ii) una sintetica disamina delle principali disposizioni dei due Regolamenti soffermandosi maggiormente sulle tematiche di più stretta spettanza Consob; (iii) le disposizioni di attuazione dei due Regolamenti contenute nello schema di Decreto Legislativo approvato dal Consiglio dei Ministri il 3 dicembre 2013 e attualmente all'esame delle competenti Commissioni Parlamentari.*

Il termine per il recepimento della AIFMD è scaduto il 22 luglio 2013. Alla stessa data sono entrati in vigore i menzionati Regolamenti nn. 345 e 346 del 2013.

Considerata l'efficacia diretta, nell'ordinamento nazionale, dei citati regolamenti UE nonché di quelle disposizioni della Direttiva che devono ritenersi, per costante giurisprudenza, *self-executing*, la Consob e la Banca d'Italia hanno pubblicato, il 26 luglio 2013, una Comunicazione congiunta volta a veicolare – secondo un'impostazione condivisa dal Ministero dell'Economia e delle Finanze – indicazioni tese ad individuare il *corpus* normativo da ritenersi in vigore dal 22 luglio 2013, chiarendo così quali disposizioni comunitarie dovevano ritenersi pienamente applicabili sino all'adozione della disciplina nazionale - legislativa e regolamentare - di recepimento.

La delega legislativa finalizzata al recepimento della AIFMD è contenuta nell'art. 1, comma 1, della legge 6 agosto 2013, n. 96 – legge di delegazione europea 2013, primo semestre – pubblicata nella G.U. n. 194 del 20 agosto 2013 ed entrata in vigore il 4 settembre 2013.

Viceversa la delega per l'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni dei regolamenti EUVECA e EUSEF, è contenuta nel DDL 1836 oggi in esame.

Nelle more di approvazione di tale seconda delega, il Ministero dell'Economia ha predisposto uno schema di decreto legislativo recante l'attuazione di entrambe le deleghe. Tale schema è stato approvato dal Consiglio dei Ministri il 3 dicembre 2013 ed è attualmente all'esame delle competenti Commissioni Parlamentari.

A mio giudizio, il tema di fondo in tale materia riguarda l'individuazione dell'Autorità competente per l'applicazione della disciplina in questione.

Il citato schema di decreto legislativo ripartisce i compiti e i poteri di vigilanza e di cooperazione previsti dai due Regolamenti tra la Consob e la Banca d'Italia ricalcando le indicazioni contenute nel citato Comunicato del 26 luglio 2013. Le indicazioni contenute nel Comunicato erano, tuttavia, dettate dall'urgenza di dare immediate indicazioni operative al mercato, mentre oggi potrebbe essere opportuna una più attenta riflessione su tale questione.

*Il menzionato schema di decreto legislativo introdurrebbe nel TUF l'articolo 4-quinquies di nuovo conio - rubricato "Individuazione delle autorità nazionali competenti ai sensi del regolamento (UE) n. 345/2013, relativo ai fondi europei per il venture capital (EUVECA), e del regolamento (UE) n. 346/2013, relativo ai fondi europei per l'imprenditoria sociale (EUSEF)" - allo scopo di individuare le autorità nazionali competenti ai sensi dei menzionati regolamenti comunitari.*

*La Banca d'Italia risulterebbe competente, sentita la Consob, in merito alla registrazione e cancellazione dei gestori italiani di EUVECA e EUSEF, mentre la Consob sarebbe competente per quanto riguarda l'attività di ricezione e trasmissione delle notifiche concernenti la commercializzazione transfrontaliera dei fondi EUVECA e EUSEF (sia per quanto riguarda l'operatività all'estero dei gestori italiani che per l'ingresso in Italia di gestori comunitari stabiliti in altro Stato membro).*

Va osservato come tale scelta, così come quella relativa all'individuazione dell'autorità competente relativa ai fondi alternativi ai sensi della direttiva AIFMD delinea un sistema "a doppia Autorità competente" forse troppo complesso e che genera elevati costi di *compliance* per gli operatori del mercato, soprattutto alla luce del fatto che i gestori di tali fondi, e gli stessi fondi gestiti, non pongono problemi di micro-stabilità simili a quelli degli intermediari bancari che raccolgono depositi a vista e che effettuano impieghi in *asset* illiquidi come i crediti alle imprese.

In realtà il più generale tema del riparto di competenze tra Consob e Banca d'Italia in materia di risparmio gestito meriterebbe una rivisitazione sistematica, come ho avuto modo di sottolineare anche nel consueto discorso annuale in occasione dell'incontro con il mercato finanziario per la presentazione della Relazione Annuale Consob.

Mi riferisco in particolare al fatto che nell'ambito dell'*asset management* il problema fondamentale dal punto di vista della vigilanza è soprattutto, se non esclusivamente, quello della correttezza e trasparenza dei comportamenti, piuttosto che della stabilità del soggetto che presta il servizio di gestione collettiva del risparmio. In questo tipo di attività, infatti, non si realizza un'intermediazione finanziaria in senso stretto, con tutte le conseguenze in

termini di rischio di insolvenza, di implicazioni per i creditori dell'intermediario e per l'intero sistema finanziario. La separazione contabile e patrimoniale dei portafogli gestiti fa sì che il rischio dell'investimento venga trasferito direttamente sull'investitore e non sull'intermediario. In siffatto contesto, il profilo di vigilanza che maggiormente viene in rilievo è, pertanto, quello di tutela dell'investitore sul rischio sopportato e della correttezza dei comportamenti del gestore, oltreché sulla trasparenza delle informazioni da quest'ultimo rese.

L'attuale impostazione del Tuf per ciò che riguarda il riparto di competenze di vigilanza sul risparmio gestito risente infatti di una dilatazione del concetto di "sana e prudente gestione" che è andato oltre quanto previsto dalla disciplina comunitaria.

*Il concetto di "sana e prudente gestione" in relazione agli organismi di investimento collettivo del risparmio affonda le proprie radici nell'art. 5 ter della dir. 85/611/CEE, ai sensi del quale le autorità competenti negano l'autorizzazione se, in funzione della necessità di assicurare una gestione sana e prudente della società di gestione, non sono certe dell'idoneità degli azionisti o dei soci. Tale concetto di sana e prudente gestione resta immutato sia nella successiva dir. 2001/107/CE, sia nella vigente dir. 2009/65/CE (art. 8). Nella prospettiva del legislatore europeo, la valutazione della sana e prudente gestione degli OICR è condotta in relazione alla sola qualità soggettiva degli azionisti con partecipazioni qualificate (e non anche agli esponenti aziendali, come per le banche e gli intermediari autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento).*

*Nel Tuf, invece, il concetto di sana e prudente gestione ha assunto una dimensione ulteriore rispetto a quella conferitagli dal legislatore europeo, andando oltre il profilo della valutazione della qualità degli azionisti richiesta dall'ordinamento europeo. La sana e prudente gestione, infatti, costituisce il criterio per valutare non solo la qualità soggettiva degli azionisti con partecipazioni qualificate, ma anche tutti gli altri requisiti richiesti dall'art. 34 del TUF per l'autorizzazione alla prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio. La sana e prudente gestione assurge quindi a criterio di base su cui si fonda il riparto di competenza tra la Consob e la Banca d'Italia nell'esercizio dei poteri di vigilanza, in virtù di un presunto rischio di micro-stabilità per le Sgr e per i fondi gestiti.*

*Anche in materia di Oicr, le norme di cui all'art. 6, comma 1, lett. c), n. 2, del TUF, che attribuiscono alla Banca d'Italia il potere di adottare norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio applicabili agli Oicr, non sembrano trovare fondamento nella normativa europea di settore.*

*Infatti, la dir. 2009/65/CE – al pari delle previgenti dir. 2001/107/CE e dir. 85/611/CEE – sancisce, in relazione agli Oicvm, il principio di ripartizione dei rischi (art. 1, comma 2, lett. a), inteso come regola volta a "evitare una concentrazione eccessiva di investimenti che esponga l'Oicvm a un rischio di controparte o di credito nei confronti di uno stesso emittente o di emittenti appartenenti al medesimo gruppo" (cfr. considerando n. 42). Gli artt. 51 e ss. della stessa direttiva, stabiliscono in dettaglio le regole che gli Oicvm devono osservare nelle scelte di investimento del proprio patrimonio.*

*Dal complesso della disciplina europea si evince in maniera evidente che il principio di ripartizione e frazionamento dei rischi è ivi sancito non nella prospettiva della stabilità e della sana e prudente gestione dell'Oicvm, bensì come regola di condotta a tutela della degli investitori. Le regole di ripartizione e frazionamento dei rischi sono infatti da intendere quali regole di condotta del gestore degli Oicvm al fine di assicurare che la prestazione del servizio avvenga rispettando regole di correttezza volte ad assicurare la tutela degli investitori prevedendo: a) una classificazione degli Oicvm sulla base del livello di rischio che l'investimento in essi comporta; b) l'identificazione del livello di rischio da parte degli investitori e la scelta da parte degli investitori stessi dell'Oicr che presenta il livello di rischio meglio conforme ai propri interessi.*

*Ciò è evidenziato da attenta dottrina, i criteri di ripartizione e frazionamento del rischio rientrano tra le regole di comportamento. "Pertanto, è solo in base a un'accezione molto estesa della sana e prudente gestione che si sono*

*attribuite alla Banca d'Italia materie che sarebbero potute più facilmente rientrare nella trasparenza e nella correttezza dei comportamenti”<sup>3</sup>*

#### **4. Il recepimento della Direttiva 2013/36/UE sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi, nonché all'adeguamento dell'ordinamento italiano al Regolamento UE n. 575 del 2013 (cosiddetto pacchetto CRD IV)**

Come prima accennato la recente crisi finanziaria ha posto in luce possibili aree di vulnerabilità nella regolamentazione e nella supervisione del sistema finanziario. Al fine di rispondere a tali questioni i Regolatori a livello internazionale si sono impegnati a proporre ed implementare revisioni migliorative della disciplina e delle prassi di vigilanza.

In tale ambito, il Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria ha adottato un insieme articolato di provvedimenti, meglio noti come “Basilea 3”, tesi a riformare gli standard prudenziali per le banche. I provvedimenti sono volti a migliorare la regolamentazione e la vigilanza sul settore bancario rafforzandone la capacità di assorbire *shock* derivanti da tensioni economiche e finanziarie, la gestione del rischio e la qualità della *governance*.

*I provvedimenti tendono ad incidere sia su aspetti microprudenziali (rafforzando la resistenza dei singoli istituti bancari alle fasi di stress), sia macroprudenziali (imponendo una maggiore attenzione ai rischi sistemici che possono accumularsi nel settore bancario, nonché all'amplificazione prociclica di tali rischi nel corso del tempo).*

*Sono in particolare previste misure per assicurare che gli intermediari siano dotati di una più ampia disponibilità di capitale proprio e che questo sia di migliore qualità ed effettivamente in grado di assorbire le potenziali perdite senza minare la stabilità dell'ente. Sulla scorta delle evidenze della crisi, che ha sostanzialmente messo in risalto la centralità del 'rischio di liquidità', è prevista una specifica regolazione del profilo di liquidità degli operatori.*

*E' espressamente previsto altresì un monitoraggio da parte delle Autorità di vigilanza competenti sul grado di leva finanziaria che gli intermediari assumono nello svolgimento della propria attività. Sono inoltre rese più stringenti le misure di gestione del rischio di controparte sottese ad operazioni in derivati concluse over the counter.*

A livello europeo, la trasposizione dei nuovi standard del Comitato di Basilea è avvenuta con l'adozione della Direttiva 2013/36/UE e del Regolamento 575/2013, che si applicano, per alcuni profili, non solo agli intermediari di tipo bancario, ma anche alle “imprese di investimento” come definite dalla Direttiva 2004/39/CE, c.d. “MiFID” (insieme di soggetti di seguito denominati “*Enti*”).

Le richiamate disposizioni, note come “pacchetto CRD IV”, oltre che recepire nell'ordinamento comunitario i principi dettati da Basilea 3, hanno provveduto a rafforzare ulteriori aree della regolamentazione dell'intermediazione finanziaria rispetto a quelle

---

<sup>3</sup>G. FERRARINI, A. DE CANTELLIS, C. FRIGENI, M. LEONARDI, La regolazione delle gestioni collettive: una valutazione critica del T.U.F. alla luce della comparazione, in Assogestioni, Quaderno di documentazione e ricerca n. 26, 16.

toccate dal Comitato. Sono in particolare state riviste le discipline in materia di *corporate governance*, di politiche di remunerazione e di sanzioni. La CRD IV prevede infatti una disciplina in materia di governo societario più organica e puntuale rispetto ai principi generali di cui alla precedente disciplina (CRD III).

*Sono state così rafforzate le richieste agli amministratori di svolgere una effettiva e pregnante supervisione dei rischi assunti dall'ente, prevedendo indicazioni sulla composizione degli organi amministrativi e sul loro funzionamento con una piena responsabilizzazione e coinvolgimento del singolo amministratore al fine di favorire l'indipendenza di giudizio ed evitare il c.d. group thinking (ossia l'appiattimento verso una sorta di 'pensiero collettivo' non differenziato). La disciplina si fonda su un diffuso insieme di norme che stabiliscono i principi e i criteri fondamentali per la costruzione degli assetti organizzativi interni agli Enti, introducendo altresì regole per la individuazione dei compiti (e responsabilità) degli organi aziendali (specie per l'organo gestorio) e per la distribuzione degli incarichi.*

*Nell'ambito delle procedure interne agli Enti una menzione particolare merita la disciplina delle politiche di remunerazione dagli stessi adottate.*

*Gli ultimi accadimenti hanno infatti mostrato la centralità della leva gestionale rappresentata dalle politiche di remunerazione per un corretto orientamento del management e del personale degli intermediari finanziari. Ciò sia in una logica di contenimento del rischio assunto dall'intermediario sia in quella di tutela del cliente che entra in contatto con esso: il tema delle remunerazioni interne alle imprese va letto dall'angolo visuale dei requisiti organizzativo-prudenziali (angolo visuale dal quale va letta tutta la CRD IV) finalizzati al contenimento dei rischi ma anche dal verso dei possibili effetti indotti nei comportamenti con la clientela, in termini di correttezza delle condotte e gestione dei conflitti di interesse. Politiche di remunerazione non attentamente strutturate (ad esempio, perché non legate ai risultati ottenuti o alle responsabilità assunte o perché volte a privilegiare i risultati a breve termine dei managers con incarichi esecutivi) possono innalzare il conflitto di interessi fra intermediario e cliente incentivando la "convenienza" di condotte opportunistiche da parte degli operatori anche a danno del risparmiatore.*

*Su questi ultimi aspetti (correttezza e conflitti di interesse nei rapporti con i clienti) la Consob, per competenza, è da tempo particolarmente attenta, sia attraverso specifici provvedimenti interpretativi della normativa (in particolare con una Comunicazione in materia di distribuzione di prodotti illiquidi) sia con interventi nei confronti dei soggetti vigilati nell'ambito dell'ordinaria attività di enforcement. La materia è stata inoltre oggetto di recente esame in sede ESMA e potrà condurre a ulteriori chiarimenti applicativi delle disposizioni rilevanti già vigenti in tema di necessaria gestione dei conflitti di interesse e di rispetto delle regole di condotta.*

*Le norme introdotte in materia di remunerazione dalla CRD IV, focalizzate sull'aspetto più propriamente prudenziale, pur non innovando radicalmente i principi preesistenti, determinano comunque taluni cambiamenti di rilievo (ad esempio l'introduzione di un limite massimo al rapporto tra la componente variabile e quella fissa della remunerazione, il potenziamento dei meccanismi di aggiustamento per i rischi ex post, la previsione di limiti alle remunerazioni variabili nel caso in cui le banche non rispettino specifici requisiti di capitale, etc.).*

L'introduzione nell'ordinamento italiano del pacchetto CRD IV dovrebbe realizzarsi, sulla base del proposto Disegno di legge n. 1836, attraverso un atto normativo del Governo con cui, da un lato, verranno modificati sia il testo Unico bancario che il Testo Unico della finanza e, dall'altro, verrà rivista la normativa secondaria di attuazione.

La combinata lettura della normativa ex CRD IV e del Disegno di legge n. 1836, consente di rappresentare, in forma sintetica, le principali "aree" di impatto delle nuove disposizioni sulla vigente disciplina:

- a) le condizioni di accesso alle attività, bancarie e finanziarie, riservate ai termini di legge;

- b) la disciplina della *governance* degli intermediari e delle procedure aziendali per l'attuazione ed il mantenimento dei presidi organizzativi ed operativi;
- c) la disciplina e procedura sanzionatoria.

Per quanto concerne il primo punto, occorre distinguere il trattamento degli enti creditizi da quello delle imprese di investimento. In effetti, come anticipato, la CRD IV pone una disciplina assai articolata per l'accesso all'attività bancaria. Per le imprese di investimento, invece, la normativa comunitaria si limita sostanzialmente a stabilire i requisiti di capitalizzazione che le stesse devono osservare, in fase di accesso al mercato e, successivamente, nel "continuo", essendo ulteriori requisiti fissati da altra specifica Direttiva (MiFID), per la cui attuazione la Consob è l'Autorità competente.

In entrambi i casi (enti creditizi/imprese d'investimento), si tratta di profili che richiamano le prerogative, sia in sede regolamentare che di vigilanza, della Banca d'Italia.

Viceversa, il ruolo della Consob consisterà nel rilascio alla Banca d'Italia del parere (obbligatorio) richiesto dall'art. 6, c. 1, del TUF per l'adozione delle norme ("prudenziali") di rango secondario applicabili alle Sim ed alle Sgr (per queste ultime limitatamente alla prestazione di servizi di investimento).

Così come evidenziato in precedenza per il risparmio gestito, il recepimento di tali norme nel nostro ordinamento potrebbe essere l'occasione per rivedere la disciplina complessiva dell'autorizzazione dei servizi di investimento, che vede oggi competente la Banca d'Italia per le istanze presentate da soggetti bancari e la Consob per le istanze presentate dalle Sim. Si tratta di un'anomalia evidenziata dallo stesso Fondo Monetario Internazionale nell'*assessment* sul sistema finanziario italiano del dicembre scorso. In particolare, il Fondo Monetario Internazionale ha sottolineato come sarebbe importante prevedere un parere obbligatorio della Consob per quanto riguarda la parte dell'autorizzazione relativa alla prestazione dei servizi di investimento (il parere obbligatorio della Banca d'Italia per le SIM è già previsto dal TUF).

In materia di *governance* degli intermediari finanziari le competenze della Consob riguardano in via generale solo le imprese d'investimento e le SGR (quando prestano servizi di investimento) e attengono a profili di regolamentazione (secondaria) che, ai sensi dell'art. 6, c. 2-*bis*, del TUF, devono essere disciplinati *congiuntamente* dalla Consob e dalla Banca d'Italia (attualmente normati dal Regolamento Congiunto Banca d'Italia – Consob del 29 ottobre 2007). Sul tema delle SGR potrebbe essere necessaria una più attenta riflessione per ciò che riguarda l'individuazione dell'autorità competente in materia di *governance*, poiché, come prima ricordato, non esistono profili di stabilità nel settore del risparmio gestito. Peraltro, questo intervento si dovrebbe innestare nel più ampio quadro di rivisitazione del tema dell'autorità competente in materia di risparmio gestito cui facevo riferimento in precedenza.



Viceversa relativamente agli enti creditizi non sussistono, in materia di *governance*, competenze esclusive della Consob con riguardo alla prestazione di servizi di investimento. Infatti, ai sensi dell'art. 3 del citato Regolamento “*per quanto non espressamente disciplinato dal Regolamento*”, alle banche, per la materia indicata, trovano applicazione “*anche con riferimento alla prestazione di servizi e attività di investimento, le disposizioni adottate in attuazione del TUB*”.

In definitiva, sembrerebbe giunto il momento di perfezionare il sistema di ripartizione delle competenze per finalità (stabilità e correttezza) introdotto dal Legislatore sin qui in misura parziale mentre per quanto attiene materie quali la *governance* sembra opportuno continuare ad utilizzare un modello già conosciuto dal TUF quale quello della regolamentazione congiunta da parte delle due Autorità di vigilanza.

Anche in punto di politiche di remunerazione dovrà essere modificata (o integrata) la normativa secondaria sia per le banche che per le imprese di investimento. Mentre per l'attività bancaria la competenza ad apportare queste modifiche deve imputarsi esclusivamente alla Banca d'Italia, per i servizi d'investimento, anche se prestati dalle banche, tali modifiche dovranno vedere uno stretto coordinamento fra la Banca d'Italia e la Consob.

*In proposito giova rilevare che, allo stato, l'art. 14-bis, c. 1, del Regolamento Congiunto (adottato dalla Banca d'Italia e dalla Consob con provvedimento del 29 ottobre 2007 e successivamente modificato) estende ai prestatori dei servizi d'investimento le norme, in materia di politiche di remunerazione ed incentivazione, dettate in attuazione del TUB. Stando al dato letterale di questa norma, eventuali modifiche apportate alla disciplina di derivazione TUB (relativamente alle politiche di remunerazione) si applicherebbero in via automatica ai prestatori dei servizi d'investimento rendendo, di fatto, non necessaria una modifica al Regolamento Congiunto. Tale automatismo deve, però, confrontarsi con il dovere della Consob di concorrere (con la Banca d'Italia), ai termini dell'art. 6, c. 2-bis, del TUF, alla regolazione secondaria sulle questioni previste nel medesimo articolo. E' pertanto previsto fra le due Autorità un costante ed effettivo coordinamento. Banca d'Italia sottopone alla Consob in via preventiva le modifiche alla disciplina che regola la materia.*

Con riguardo al tema delle sanzioni (precedente lett. “c”), il Disegno di legge n. 1836, pur nel contesto del recepimento della Direttiva 2013/36/UE, contiene la delega al Governo affinché provveda a “*rivedere in modo organico*” la materia delle sanzioni amministrative pecuniarie disposte dagli artt. 188-190 del TUF in armonia con i criteri di fondo risultanti dalla stessa Direttiva.

*Stante l'attuale divergenza dei singoli sistemi nazionali, la Direttiva 2013/36/UE è, infatti, intervenuta anche sulla disciplina sanzionatoria con il dichiarato intento di compiere un'armonizzazione della materia sull'assunto che gli obiettivi delle nuove norme prudenziali possano realizzarsi compiutamente solo allorché trovino effettiva e coerente applicazione a livello europeo. Detto intervento riguarda principalmente: a) la tipologia ed i destinatari delle sanzioni; b) l'ammontare delle sanzioni pecuniarie; c) i criteri da considerare nell'applicazione delle sanzioni; d) il regime di pubblicazione. Trattasi di un intervento di armonizzazione minima teso a fissare standard comuni a cui i singoli Stati membri devono attenersi, salva la possibilità per gli stessi di prevedere sanzioni aggiuntive e livelli più elevati di sanzioni pecuniarie rispetto a quanto previsto dalla Direttiva. Quale regola generale, viene anzitutto richiesto agli Stati membri di prevedere sanzioni e altre misure amministrative effettive, proporzionate e dissuasive.*

*Viene tuttavia sancita la possibilità per gli Stati membri di non prevedere sanzioni o altre misure amministrative per violazioni già disciplinate dal diritto penale nazionale. Ancorché l'introduzione di tale regime opzionale non precluda la possibilità di mantenere un sistema sanzionatorio di tipo amministrativo, tale previsione si pone in controtendenza rispetto al dichiarato intento di rafforzare il regime sanzionatorio amministrativo ed armonizzare le discipline*

nazionali, considerata altresì l'assenza, a livello dell'Unione Europea, di misure di armonizzazione della relativa disciplina penale.

*Quanto ai destinatari delle sanzioni si prevede che, in caso di violazioni di obblighi e requisiti posti in capo ad enti, società di partecipazione finanziaria e società di partecipazione finanziaria mista, le sanzioni possano essere applicate, alle condizioni previste dal diritto nazionale, ai membri dell'organo di gestione e ad altre persone fisiche responsabili delle violazioni. Tale previsione dà ingresso alla possibilità di introdurre sanzioni direttamente applicabili agli enti in discorso.*

*Oltre alle sanzioni pecuniarie, il catalogo delle sanzioni e delle misure amministrative previsto dalla Direttiva include: a) la pubblicazione di un comunicato che identifica la persona fisica o giuridica responsabile e la natura della violazione; b) l'emissione di un ordine di porre termine al comportamento illecito e di astenersi dal ripeterlo; c) la revoca dell'autorizzazione; d) l'interdizione temporanea dall'esercizio di funzioni in seno a enti a carico dei membri dell'organo di gestione o di altre persone fisiche responsabili della violazione.*

*Con riferimento alle sanzioni pecuniarie, la Direttiva fissa una soglia minima per i massimi edittali da prevedere a livello nazionale. In particolare, gli Stati membri dovranno prevedere massimi edittali quantomeno pari a: 5 milioni di euro in caso di persone fisiche; 10% del fatturato netto totale annuo in caso di persone giuridiche; doppio dell'importo dei profitti realizzati e delle perdite evitate grazie alla violazione, ove determinabili.*

*Nello stabilire il tipo di sanzione o di altra misura amministrativa ed il livello delle sanzioni amministrative pecuniarie, le Autorità competenti dovranno tenere conto di tutte le circostanze pertinenti, tra cui, se del caso, la gravità e la durata della violazione, il grado di responsabilità del soggetto responsabile, la capacità finanziaria dello stesso, la rilevanza dei profitti realizzati e delle perdite evitate in conseguenza dell'illecito, le perdite subite da terzi a causa della violazione, il comportamento collaborativo del soggetto responsabile, le precedenti violazioni poste in essere dal medesimo soggetto nonché le potenziali conseguenze sistemiche della violazione.*

*Quanto al regime di pubblicazione, viene previsto che le Autorità competenti pubblichino sul proprio sito web ufficiale quantomeno tutte le sanzioni amministrative avverso le quali non sia stato presentato ricorso. Ove a livello nazionale sia consentita la pubblicazione anche delle sanzioni avverso le quali è stato presentato ricorso, le Autorità competenti dovranno pubblicare senza indugio anche le informazioni relative allo stato del ricorso e al relativo esito. Al ricorrere di specifiche circostanze, la pubblicazione è effettuata in forma anonima ovvero rinviata per un periodo di tempo ragionevole. Sono altresì previsti specifici obblighi di comunicazione delle sanzioni all'Autorità europea per il settore bancario. La Direttiva richiede infine che le Autorità competenti mettano in atto meccanismi efficaci e affidabili al fine di incoraggiare la segnalazione di violazioni potenziali o effettive.*

La riforma delle disposizioni del sistema sanzionatorio sembra andare nella giusta direzione laddove prevede sanzioni efficaci, proporzionate e sufficientemente dissuasive. Nella stessa linea si inserisce il nuovo Regolamento sanzioni che la Consob ha pubblicato proprio la scorsa settimana al fine di dimezzare i tempi istruttori del procedimento mantenendo inalterato il diritto al contraddittorio tra le parti.

Ciononostante le disposizioni della Legge delega che riguardano la revisione dell'impianto sanzionatorio previsto dal TUF appaiono problematiche perché non si applicano indistintamente a tutte le fattispecie di illecito (ad esempio sono escluse le sanzioni amministrative in materia di OPA). Ciò potrebbe determinare una sorta di moltiplicazione delle procedure sanzionatorie per le diverse violazioni previste dal TUF. Viceversa pare auspicabile mantenere l'unicità della procedura sanzionatoria, così come è stato sino ad oggi.

Sempre in materia di sanzioni, la Legge delega prevede la possibilità di introdurre strumenti per la deflazione del contenzioso. Tuttavia tale possibilità viene riconosciuta solo per violazioni connotate da una ridotta offensività o pericolosità (cfr. art 3, comma 1, lett. m) n.

5 della Legge delega). Viceversa parrebbe opportuno estendere l'ambito di operatività di tali strumenti di riduzione del contenzioso a tutte le violazioni, ipotizzando, ad esempio accordi o transazioni tra l'autorità procedente e gli autori delle violazioni, così come avviene nelle giurisdizioni più avanzate. Tali istituti consentono infatti di addivenire in tempi molto più rapidi all'accertamento degli illeciti, con beneficio per tutti gli attori del mercato, senza ridurre il grado di afflittività e dissuasività delle sanzioni stesse.

Su un piano più generale, ma strettamente connesso, occorrerebbe anche rafforzare i poteri d'indagine delle Autorità di vigilanza. Sotto questo aspetto la Consob ha formulato alcune proposte che sono state in parte inserite in disegni di legge tutt'ora all'esame del Parlamento (i.e. nel DDL Semplificazioni). Mi riferisco, in particolare, alla possibilità di sanzionare gli amministratori di società quotate per violazioni della normativa sulle parti correlate e all'estensione ad altre aree di vigilanza dei poteri d'indagine che oggi la Consob ha in materia di abuso di informazioni privilegiate (e di cui all'art. 187-*octies* del TUF) e che operano nei confronti di chiunque possa essere informato sui fatti oggetto di indagine e non soltanto, come invece è oggi, nei confronti dei soggetti vigilati.

## 5. Conclusioni

Vorrei concludere riprendendo le osservazioni inizialmente formulate sull'evoluzione della crisi e le risposte dei regolatori, sottolineando come le risposte regolamentari che sono già state attuate o che sono in fase di gestazione riflettono comunque uno scenario economico e un quadro di rischi che potrebbe rivelarsi in rapida e profonda evoluzione.

Le politiche monetarie super-espansive di tutti i principali paesi avanzati al di fuori dell'area euro prefigurano il rischio dell'emergere di nuove bolle sui mercati finanziari, per effetto dell'abbondante liquidità e dei bassi tassi d'interesse. Si potrebbero ricreare esattamente le stesse condizioni che sono state alla base della bolla immobiliare e dello sviluppo incontrollato dei titoli strutturati. Nell'area euro, invece, emergono rischi di deflazione e di un prolungato periodo di bassa attività economica, amplificati dalle esigenze di consolidamento fiscale e di politiche di bilancio necessariamente restrittive.

Lo scenario macroeconomico del prossimo anno sarà verosimilmente caratterizzato da una minore dispersione dei tassi di crescita del PIL, intorno a una media più alta rispetto al 2013. Il rallentamento del Giappone compenserà parte dell'accelerazione di Stati Uniti ed Europa. Peraltro, il ritmo dell'espansione continuerà ad essere troppo basso per attivare *trend* sostenibili di rialzo sulle materie prime industriali e sul petrolio e implicherà un riassorbimento lento dell'eccesso di capacità produttiva creatosi dopo la crisi finanziaria.

In uno scenario di moderata ripresa, i rischi per la stabilità finanziaria, soprattutto nell'area euro, rimangono significativi. L'esperienza degli ultimi anni insegna che le risposte dei Regolatori dovranno essere più tempestive, più coordinate a livello internazionale, ma ciò richiede che il potere decisionale ultimo sia sempre più concentrato su organismi di vigilanza sovranazionali.

E' necessario anche che si ritorni ad un modello di regolazione per principi, lasciando la normativa di attuazione a regole di dettaglio di Autorità europee, che ne garantiscono l'applicazione uniforme e armonizzata.

Concludo rilevando che la risposta più efficace alla persistente finanziarizzazione dell'economia e alla prevenzione dei rischi sistemici è quella di implementare con convinzione un modello di separazione fra i diversi comparti dell'attività di intermediazione finanziaria, impedendo commistioni fra l'attività di banca commerciale e quella di banca d'investimento. Ciò ridurrebbe gli effetti di contagio, legati ad una eccessiva assunzione di rischi, verso il settore bancario tradizionale, preservandone la sua capacità di trasferire risparmio all'economia reale e di sostenere la crescita delle imprese.

E' un modello che sta emergendo negli USA, come accennavo in apertura, pur con limiti ed eccezioni significative, e che in Europa deve essere perseguito con convinzione e in maniera se possibile più rigorosa e strutturata.

## **Allegato 1**

### **Lo scenario comunitario di derivazione AIFM ed il regime tracciato dai regolamenti EUVECA e EUSEF**

La AIFMD stabilisce norme in materia di autorizzazione, funzionamento e trasparenza dei gestori di fondi di investimento alternativi (GEFIA) che gestiscono e/o commercializzano OICR alternativi (ossia: *hedge funds*, fondi chiusi e fondi aperti non armonizzati) nell'ambito dell'Unione Europea.

La nozione di OICR alternativo ricomprende qualsiasi OICR che non ricade nel perimetro applicativo della UCITS (direttiva 2009/65/UE). Siffatta definizione si presta, pertanto, a sussumere al suo interno un'ampia categoria di OICR i cui confini vengono tracciati "per differenza" rispetto a quella degli OICR armonizzati. Si tratta, in estrema sintesi, dei fondi *hedge* o speculativi (che possono essere aperti o chiusi), dei fondi chiusi mobiliari non speculativi e immobiliari e dei fondi aperti non armonizzati e non speculativi.

L'armonizzazione prefigurata dal Legislatore comunitario, distinguendosi dalla UCITS, investe esclusivamente i gestori alternativi e non si spinge a livello dei prodotti gestiti, in relazione ai quali permane la piena competenza normativa di ciascuno Stato Membro.

Altra novità introdotta dalla AIFMD, idonea a tradursi in un ulteriore elemento di differenziazione dal regime UCITS, concerne il particolare rilievo conferito dal Legislatore comunitario alla commercializzazione – di norma a favore di investitori qualificati (*id est* clienti professionali ai sensi della MiFID) – degli OICR alternativi.

Per i gestori rientranti nell'ambito di applicazione della Direttiva viene sancito l'obbligo di autorizzazione e definite le condizioni che gli stessi devono soddisfare sia nella fase iniziale che nel continuo per ottenere la stessa.

Tra le condizioni iniziali si rammentano quelle relative all'ammontare minimo del capitale sociale, ai requisiti di onorabilità dei soci e a quelli di onorabilità e professionalità degli esponenti aziendali; dovrà, inoltre, essere presentata una relazione sulla struttura organizzativa ed un programma di attività; dovranno essere fornite informazioni specifiche con riferimento alla tipologia dei fondi che si intende gestire ed alla relativa strategia di investimento.

Tra le condizioni che il gestore è chiamato a soddisfare nel continuo, si possono richiamare l'obbligo di agire secondo i principi di correttezza e diligenza e nell'interesse degli investitori nonché gli obblighi organizzativo-procedurali funzionali all'individuazione e alla gestione delle situazioni in conflitto di interesse, all'efficace gestione dei rischi e, in particolare, del rischio di liquidità, gravanti sui portafogli gestiti, alla valutazione corretta dei beni ed alla sicurezza dei meccanismi di deposito.

Sono stati definiti specifici obblighi in tema di trasparenza ed obblighi informativi che il gestore di fondi alternativi è chiamato ad ottemperare. Al riguardo, si prevede la pubblicazione su base annuale, in riferimento a ciascun portafoglio gestito, di un rendiconto concernente l'attività gestoria posta in essere; adeguata documentazione d'offerta relativa alle principali caratteristiche della politica di investimento dei fondi deve essere fornita ai potenziali investitori, preliminarmente alla sottoscrizione delle quote dei fondi; adeguata informativa in materia di composizione dei portafogli e di profilo di rischio degli stessi deve, infine, essere indirizzata alle Autorità competenti.

È stato introdotto un regime armonizzato per l'accesso al mercato europeo da parte di gestori extracomunitari, nonché la possibilità che gestori europei possano gestire fondi extraeuropei e

commercializzarli tramite passaporto nell'Unione Europea, nel rispetto di una disciplina transitoria tratteggiata nella direttiva.

La direttiva prevede due ordini di deroghe: non si applica, in primo luogo, ai gestori di OICR alternativi i cui unici investitori siano i gestori medesimi o soggetti ricompresi nel relativo gruppo. L'altra tipologia di deroga concerne i gestori il cui ammontare di *asset under management* si situi al di sotto di soglie prefissate: 100.000.000 euro o 500.000.000 euro per i gestori di OICR che non ricorrono alla leva finanziaria e non concedono agli investitori diritti di rimborso per un periodo di cinque anni (c.d. *de minimis exemption*).

Tali GEFIA non sono obbligati a richiedere l'autorizzazione, essendo esclusivamente tenuti a registrarsi presso l'Autorità competente e a inviare a quest'ultima, ai fini del monitoraggio sul rischio sistemico, informazioni sui principali strumenti negoziati e sulle principali esposizioni assunte, fatte salve norme più rigorose eventualmente adottate dagli Stati membri.

Tuttavia, tali gestori sotto-soglia non beneficiano di nessuno dei diritti concessi ai sensi della direttiva (e in special modo di quelli concernenti il passaporto transfrontaliero) a meno che non scelgano volontariamente di sottoporsi alle norme della direttiva richiedendo la prescritta autorizzazione esercitando il c.d. "*opt-in*".

La AIFMD prevede una specifica disciplina in tema di commercializzazione di OICR alternativi, sia nazionale che transfrontaliera. Tale disciplina risulta armonizzata solo con riferimento alla commercializzazione nei confronti degli investitori professionali.

A livello nazionale, la direttiva subordina la commercializzazione di OICR alternativi al positivo pronunciamento dell'autorità competente dello Stato d'origine del gestore. A tal fine, il gestore è obbligato ad effettuare all'autorità competente un'apposita notifica su cui si innesta un'attività istruttoria finalizzata a scrutinare la conformità alla disciplina di matrice AIFMD della documentazione e delle informazioni notificate (documentazione e informazioni tese principalmente ad illustrare il rispetto degli obblighi di trasparenza verso gli investitori e le modalità di commercializzazione degli OICR oggetto di notifica).

A livello transfrontaliero, la AIFMD introduce il c.d. "passaporto" per la commercializzazione di OICR alternativi in Stati membri diversi da quello di origine del gestore. La relativa istruttoria è modellata sulla falsariga di quanto previsto per la commercializzazione nazionale ed è incardinata presso l'Autorità competente dello Stato d'origine del gestore. Ove l'istruttoria abbia esito positivo, l'Autorità dello Stato d'origine trasmette il fascicolo di notifica all'Autorità competente dello Stato ospitante, consentendo al gestore di poter commercializzare gli OICR oggetto di notifica in via transfrontaliera in regime di libera prestazione di servizi o mediante succursale.

La commercializzazione degli OICR alternativi è di regola riservata a investitori professionali.

Tuttavia, l'AIFMD prevede la possibilità che ciascuno stato membro consenta nel proprio territorio l'offerta a *retail* di tutte o di talune tipologie di OICR alternativi, potendo imporre requisiti più stringenti di quelli richiesti dalla direttiva per l'offerta ad investitori professionali e fermo restando l'obbligo di notifica per la commercializzazione agli investitori professionali; in tale caso, lo Stato membro dovrà assicurare parità di trattamento a tutti gli OICR comunitari aventi pari caratteristiche. Tale disciplina è sottratta al perimetro di armonizzazione della direttiva e non permette, quindi, di fruire di un passaporto comunitario per offrire OICR alternativi ai retail in un altro Stato dell'UE.

I Regolamenti nn. 345 e 346 del 2013 del Parlamento europeo e del Consiglio ritagliano, all'interno del regime AIFMD (descritto nel precedente paragrafo 2), una disciplina speciale, armonizzata a livello comunitario, sui gestori di talune specifiche tipologie di OICR alternativi, identificati in ragione degli specifici limiti di investimento e modalità gestionali ammissibili.

In particolare, i menzionati regolamenti concernono i gestori dei fondi europei di *venture capital* (“EUVECA”) e dei fondi europei per l’imprenditoria sociale (“EUSEF”) e prevedono un regime agevolato al fine di favorire gli investimenti transfrontalieri in PMI europee di nuova costituzione, ovvero impegnate in attività a sfondo sociale.

Tali provvedimenti normativi si applicano ai gestori alternativi sotto-soglia<sup>4</sup>, consentendo loro di fruire, a seguito di apposita registrazione presso lo Stato membro “home”, del passaporto comunitario e della denominazione EUVECA ed EUSEF laddove rispettino determinate condizioni, tra cui figurano gli specifici limiti di investimento e di composizione del patrimonio degli OICR gestiti. Anche laddove il gestore si situi sopra-soglia potrà utilizzare le indicate denominazioni sempreché continui a gestire gli OICR secondo le disposizioni sancite dai due regolamenti comunitari.

Salve talune limitate specificità, il testo del regolamento EUVECA è speculare a quello relativo al regolamento EUSEF. Pertanto, le considerazioni che seguono sono svolte con riferimento ad entrambi i regolamenti, tranne ove espressamente indicato.

Al fine di poter usufruire della denominazione “EUVECA” o “EUSEF” per la commercializzazione dei fondi gestiti, il gestore deve registrarsi presso l’autorità competente del proprio Stato membro d’origine, ai fini del rilascio del relativo “passaporto”.

La registrazione è subordinata al soddisfacimento di requisiti onorabilità e professionalità di coloro che svolgeranno l’attività di gestione e alla predisposizione di idonee misure atte a garantire il rispetto delle disposizioni dei regolamenti (si tratta di un insieme di disposizioni riguardanti a titolo esemplificativo i requisiti organizzativi, i fondi propri, le procedure di valorizzazione degli *asset* e per il rispetto delle regole di condotta e l’identificazione e gestione dei conflitti di interesse). Il gestore deve inoltre informare l’autorità di origine in merito ai fondi che intende commercializzare e/o stabilire sotto la denominazione EUVECA ed EUSEF, specificandone tra l’altro, le strategie d’investimento.

I fondi possono essere stabiliti solo nel territorio dell’Unione.

I gestori che superino la soglia AIFMD sopra richiamata possono continuare a utilizzare per i loro fondi la denominazione EUVECA/EUSEF a condizione che, in relazione al fondo da essi gestito, assicurino in ogni momento il rispetto sia dei requisiti della direttiva AIFMD, che del Regolamento.

I regolamenti non impongono al gestore l’adozione di una particolare struttura per i fondi in questione, né la previsione di limiti temporali per il rimborso delle sottoscrizioni.

Avendo come obiettivo la canalizzazione di risorse a favore di PMI o di imprese con scopi di natura sociale (*social funds*), i regolamenti prevedono inoltre limitazioni alla composizione del portafoglio dei fondi.

In particolare, i fondi EUVECA:

(a) devono investire almeno il 70% del patrimonio in strumenti rappresentativi di *equity* o di c.d. quasi *equity* (strumento finanziario ibrido che rappresenti una combinazione di equity e debito il cui rendimento sia legato ai profitti o alle perdite dell’impresa e il cui rimborso non sia pienamente garantito in caso di *default*) emessi da società *target* che:

- (i) non abbiano al momento dell’investimento titoli ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o un MTF;
- (ii) impieghino meno di 250 dipendenti;

---

<sup>4</sup> Tali soglie, previste dalla AIFMD, si riferiscono all’*asset under management* e sono pari a 100.000.000 euro o di 500.000.000 euro di per i gestori di OICR che non ricorrono alla leva finanziaria e non concedono agli investitori diritti di rimborso per un periodo di cinque anni (c.d. *de minimis exemption*).

(iii) abbiano un fatturato annuo non superiore a €50 mln. o un bilancio annuale totale non superiore a €43 mln;

(iv) non siano società finanziarie;

(v) non siano stabilite in paradisi fiscali. I fondi possono anche effettuare prestiti a dette società *target* entro il limite del 30% del patrimonio gestito;

(b) non devono utilizzare oltre il 30% del proprio patrimonio in investimenti diversi da quelli di cui al punto a).

Nel caso dei fondi EUSEF, l'impresa *target* deve presentare le seguenti diverse caratteristiche:

(a) come fine statutario il raggiungimento di un impatto sociale misurabile, attraverso la prestazione di beni o servizi a persone svantaggiate ovvero l'impiego di metodi produttivi socialmente utili;

(b) destinazione degli utili in via prevalente al raggiungimento del fine statutario e previsione di specifiche circostanze eccezionali nelle quali gli utili possono essere distribuiti ai soci;

(c) gestione responsabile e trasparente, attraverso il coinvolgimento dei lavoratori, dei clienti e degli *stakeholders*.

I fondi EUSEF possono effettuare prestiti a dette società *target* senza limiti prestabiliti.

I regolamenti introducono un regime di passaporto per la commercializzazione dei fondi EUVECA e EUSEF su base transfrontaliera nei confronti di investitori con sufficiente professionalità ed esperienza.

In particolare, i regolamenti prevedono che la commercializzazione possa essere effettuata esclusivamente a:

a) investitori professionali o che chiedono di essere trattati come investitori professionali (ai sensi della direttiva MiFID 2004/39/UE); e

b) presso altri investitori che: (i) si impegnino a investire almeno 100.000 Euro e (ii) dichiarino di essere consapevoli dei rischi connessi all'investimento previsto.

In linea con le direttive AIFMD e UCITS, le regole di condotta previste nei regolamenti impongono al gestore di osservare un obbligo di correttezza nei confronti degli investitori (c.d. "*fair treatment*"). Il gestore deve adottare procedure idonee a prevenire pratiche scorrette ed evitare trattamenti preferenziali; è richiesto un elevato livello di diligenza nella selezione e nel controllo degli investimenti e delle imprese in cui si investe. A differenza delle menzionate direttive e fedelmente all'obiettivo di prevedere una normativa speciale di favore, i regolamenti non introducono misure di secondo livello volte a dettagliare la disciplina primaria.

La trasparenza pre-contrattuale agli investitori deve includere informazioni chiare e non fuorvianti sul gestore, sugli eventuali *service providers* e sull'ammontare di mezzi propri; una descrizione della strategia e degli obiettivi di investimento del fondo, nonché della procedura con cui il fondo può modificare la strategia ovvero la politica di investimento; una descrizione del profilo di rischio del fondo, informazioni sul processo di valutazione degli *assets* e sulle politiche di remunerazione del gestore; una descrizione dei costi e dei loro importi massimi; la descrizione dei servizi resi alle imprese *target*, la *performance* storica e – per i fondi EuSEF – indicazioni sui metodi di misurazione dell'impatto sociale. Tali informazioni devono essere aggiornate e, se opportuno, sottoposte a riesame. È poi espressamente previsto l'obbligo di predisporre una relazione annuale sulla gestione e una revisione contabile da diffondere presso gli investitori e da trasmettere alle Autorità nazionali competenti.

Per quanto concerne la valorizzazione dei beni del fondo, il gestore deve dotarsi di procedure che assicurino un'opportuna valutazione degli *assets* e che il calcolo sia svolto almeno una volta l'anno. Diversamente da quanto disposto nella AIFMD e nella UCITS, i due regolamenti si limitano, come



menzionato sopra, a richiedere la previsione di regole di valutazione nei documenti istitutivi del fondo, senza specificarne il contenuto, né esplicitare il relativo regime di responsabilità del gestore nei confronti degli investitori.

Sono, poi, previsti, in capo ai gestori dei fondi EUVECA e EUSEF, specifici obblighi di identificazione e gestione delle situazioni di conflitto d'interessi, secondo una disciplina allineata alle corrispondenti previsioni di derivazione UCITS e AIFMD.

I regolamenti introducono, infine, disposizioni sulla delega, che ricalcano i principi generali della AIFMD e della UCITS. In particolare, il gestore può delegare a terzi alcune funzioni di gestione del fondo solo nella misura in cui il fondo non si trasformi in una *letter box entity*. Rimane in ogni caso ferma la responsabilità del gestore nei confronti del fondo e degli investitori anche per le funzioni delegate. La delega non deve pregiudicare la vigilanza sul gestore, né la capacità di agire nel miglior interesse degli investitori.

Quanto alla ripartizione di competenze tra Stati membri e rispettive autorità in relazione all'operatività transfrontaliera dei gestori, i regolamenti prevedono che l'autorità del paese di origine (c.d. autorità *home*, ossia quella del luogo in cui il gestore è stabilito) sia competente a vigilare sul rispetto delle disposizioni in essi contenute.

L'autorità dello Stato membro di origine deve notificare prontamente all'autorità dello Stato membro ospitante (ossia lo Stato sul cui territorio le quote dei fondi verranno commercializzate) e all'ESMA la registrazione di un gestore, nonché i fondi che saranno oggetto di commercializzazione nel territorio dell'*host*. La notifica è richiesta anche laddove il gestore intenda commercializzare in via transfrontaliera ulteriori fondi da commercializzare.

Analogamente a quanto previsto in altre discipline di settore, alle autorità competenti sono attribuiti tutti i poteri di vigilanza informativa e ispettiva necessari per l'esercizio delle loro funzioni. Quanto agli obblighi di *reporting*, i gestori EUVECA/EUSEF debbono fornire all'autorità d'origine una relazione annuale per ciascun fondo gestito entro sei mesi dalla data di chiusura dell'esercizio. La relazione descrive la composizione del portafoglio, le attività condotte nell'esercizio precedente, informazioni sugli utili realizzati e, se del caso, sugli utili distribuiti. Tale relazione riporta i conti finanziari sottoposti a revisione del fondo per il venture capital qualificato.

A differenza di quanto previsto nelle direttive AIFMD e UCITS, non sono individuate le modalità di prestazione transfrontaliera dei servizi, tramite stabilimento di una *branch* o in regime di libera prestazione di servizi, né sono articolati i poteri delle autorità *home* e *host* in relazione alle diverse forme organizzative.

Trattandosi di un passaporto, l'autorità dello Stato membro *host* non può richiedere al gestore EUVECA/EUSEF alcuna forma di autorizzazione per la commercializzazione nel proprio territorio, né imporre ulteriori requisiti o oneri amministrativi.

In ogni caso, è stata introdotta una disposizione che riconosce all'autorità *host* poteri cautelari, quali il divieto di commercializzazione sul proprio territorio, laddove una condotta illegittima del gestore possa mettere a repentaglio la tutela degli investitori o l'integrità del mercato e l'autorità *home*, appositamente informata, non abbia prontamente agito, o abbia adottato misure ritenute insufficienti. Ove necessario, l'autorità *host* può deferire la questione all'ESMA.

Per quanto riguarda l'apparato repressivo-sanzionatorio, i regolamenti menzionano strumenti eterogenei (*measures, orders, sanctions*), affidando poi agli Stati membri il compito di elaborare le regole in materia, affinché le sanzioni siano effettive, proporzionate e deterrenti.