



Dipartimento di Impresa e Management      Cattedra: Analisi economica del Diritto

# **ANALISI COSTI/BENEFICI DELLA REGOLAMENTAZIONE DEI FONDI ALTERNATIVI DI INVESTIMENTO**

RELATORE: Prof. Andrea Renda

CANDIDATO: Dott. Salvatore Maria Sardo

(Matr. 646481)

CORRELATORE: Prof.ssa Sabrina Bruno

**ANNO ACCADEMICO 2012/2013**

*A Ninì e Lillo,  
innamorati della vita*

*“Nessun maggior dolore  
che ricordarsi del tempo felice  
ne la miseria”*

Divina Commedia, Inferno Canto V

# ANALISI COSTI/BENEFICI DELLA REGOLAMENTAZIONE DEI FONDI ALTERNATIVI DI INVESTIMENTO

## Sommario

<b>Prefazione.....</b>	<b>4</b>
<b>1. Fondi alternativi di investimento: fenomeno e caratteristiche</b>	
1.1 Il crescente utilizzo del risparmio gestito: caratteristiche e differenze.....	16
1.2 Le tipologie di fondi alternativi: gli hedge funds come paradigma dominante.....	30
1.3 Caratteristiche e struttura degli hedge funds.....	36
1.4 Tecniche e strategie di investimento principali:cenni.....	43
<b>2. Disciplina comunitaria dei fondi alternativi di investimento</b>	
2.1 La genesi della disciplina comunitaria: dalla UCITS alla AIFMD.....	54
2.2.1 La Direttiva 2011/61/UE (AIFMD): Obiettivi.....	61
2.2.2 La Direttiva 2011/61/UE (AIFMD): Ambito di applicazione.....	62
2.2.3 La Direttiva 2011/61/UE (AIFMD): Regime autorizzativo.....	71
2.2.4 La Direttiva 2011/61/UE (AIFMD): Requisiti patrimoniali.....	75
2.2.5 La Direttiva 2011/61/UE (AIFMD): Condizioni operative.....	78
2.2.6 La Direttiva 2011/61/UE (AIFMD): Obblighi di trasparenza.....	89
2.3 La Creazione di un mercato unico europeo.....	96
<b>3. Analisi di impatto della regolamentazione: La nuova disciplina dei fondi alternativi, peso o risorsa?</b>	
3.1 La scelta di disciplinare i gestori.....	103
3.2 Aree di rischio individuate dalla Direttiva AIFMD.....	109
3.3 Impatto economico per i soggetti destinatari della Direttiva AIFMD.....	112
3.4 Il ruolo del depositario.....	116

**4. Conclusioni.....120**

**Bibliografia**

## Prefazione

Nel pieno culmine di quello che è stato considerato il fallimento della missione naturale del sistema finanziario, appare opportuno eseguire una attenta analisi sulle responsabilità e sul ruolo che la disciplina legislativa ha svolto in passato e potrebbe svolgere nel futuro soprattutto in relazione all'ambito economico, divenuto, negli ultimi anni, più che mai causa del benessere/malessere sociale. Tra i fattori che concorrono a determinare una situazione di precarietà economica, è compresa la diffidenza nei confronti della politica, palesata dalla evidente escalation di reazioni populistiche, e il diffuso senso di abbandono e tradimento dei pubblici poteri dimostrazione propria di del fenomeno di affievolimento delle garanzie proprie dello stato di diritto e dell'ordinamento democratico.

Uno dei primi nemici del processo di rinnovamento è senza dubbio il sentimento di sfiducia dei piccoli risparmiatori e l'euroscetticismo dei soggetti privati<sup>1</sup>. La necessità enfatizzata anche da Draghi il 4 maggio 2012 al Consiglio

---

<sup>1</sup> v. CAPRIGLIONE, Globalizzazione, crisi finanziaria e mercati: una realtà su cui riflettere, *Concorrenza e mercato* 2012, 00, 867. *"Si è in presenza, infatti, di un clima di incertezze che non solo investe i settori produttivi, ma interagisce anche su convincimenti e posizioni culturali da tempo consolidati. Sono messi in dubbio i canoni ordinatori della moderna costruzione democratica. È divenuta problematica la possibilità di dar corso a realizzazioni riconducibili ai principi fondanti della nostra costituzione economica; la critica si sofferma sui ritardi della politica, richiamando i limiti e la scarsa incisività dell'azione pubblica, cui si aggiunge un inadeguato sistema di garanzie che consentano allo Stato di perseguire compiutamente i propri obiettivi.*

*Più in generale, vengono in considerazione le carenze del processo di integrazione economica europea: si valutano negativamente gli esiti delle convergenze economiche e giuridiche sottese all'unificazione monetaria, cui si accompagnano i dubbi di un diffuso (e mai sopito) euroscetticismo. Ed invero, la volatilità dei mercati - nei quali si riscontra un diffuso proliferare della speculazione che si nasconde "dietro i dogmi nebbiosi" della globalizzazione - lascia intravedere poche vie d'uscita dalla situazione di impasse in cui molti paesi europei versano; da più parti ci si interroga su quale possa essere la soluzione corretta per impedire che la crisi finanziaria, e con essa quella dei debiti sovrani, non finiscano col travolgere l'euro.*

*Nel delineato contesto rileva la precarietà dei principi ordinatori che, in epoche passate, erano stati ritenuti idonei ad assicurare un equo temperamento tra efficienza produttiva, redistribuzione del reddito e stabilizzazione dell'economia; tali principi - in uno scenario che si*

direttivo della BCE, riunito a Barcellona è quella di *“orientare gli sforzi dei governi nazionali nella direzione di riforme strutturali in grado di rilanciare le prospettive di crescita di medio termine”*, le uniche potenzialmente in grado di dare contenuto alle politiche dirette al riequilibrio dei conti ed al rilancio dello sviluppo”.

Gli errori commessi in epoca recente sono stati causati da una errata comprensione dei rischi connessi all'evoluzione dell'attività bancaria che ha portato, nell'ultimo lustro, ad una totale spersonalizzazione dei rapporti e ad una concessione del credito totalmente avulsa dal merito dello stesso<sup>2</sup>. L'esposizione delle banche al rischio di credito è stata sostituita dal rischio di mercato ed insieme alla globalizzazione dei mercati finanziari ha portato ad un ingigantimento del rischio c.d. *sistemico*<sup>3</sup>. L'intero sistema economico ha potuto assistere *“all'affermarsi di nuovi intermediari, non banche e non soggetti alla relativa disciplina prudenziale, che come banche si sono comportati. (hedge funds)”*<sup>4</sup>.

---

*caratterizza per la problematicità di una "crescita" che stenta a partire- sembrano non in grado di assolvere alla funzione equilibratrice del sistema, che per solito ad essi viene riconosciuta.*

<sup>2</sup> v. ONADO, *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, Bari, 2009, *passim*

<sup>3</sup> sul rischio sistemico e regolamentazione in materia di derivati v. MASCIANDARO, Più coraggio contro la finanza tossica, *Il Sole 24 ore*, 16 marzo 2013. “La Ue ha fatto un passo nella direzione di regolamentare i derivati finanziari. È una buona notizia, a patto che sia solo un inizio di un percorso che abbia come obiettivo quello di neutralizzare definitivamente le potenziali tossine che l'uso distorto e indiscriminato degli strumenti derivati ha finora procurato. Altrimenti potremmo avere effetti nulli, o addirittura controproducenti, in termini di prevenzione e controllo dell'instabilità sistemica. La normativa europea inizia formalmente un processo di centralizzazione degli scambi su alcune tipologie di derivati, che però – si dice – non si avvierà concretamente prima dell'estate 2014. Quindi un avvio timido, parziale e ritardato. Per definire quale sia la regolamentazione ottimale di uno strumento derivato occorre rispondere ad una semplice domanda: quale è il suo grado di tossicità? La tossicità di un qualunque contratto finanziario - inclusi quindi i contratti derivati - dipende da quale è il suo potenziale contributo al rischio sistemico. Il rischio sistemico è quello che un gran numero di attori economici pagano, a prescindere dal contributo che ciascuno di essi ha dato

<sup>4</sup> Considerazioni di natura generale v. PRESTI, Mezzi e fini della nuova regolazione finanziaria in Banca borsa titoli di credito 2010, 02, 208: *“È nozione ormai largamente condivisa che il sistema finanziario abbia negli ultimi anni tradito la sua missione; abbia cioè smesso di essere al servizio dell'economia reale allocando nel modo migliore le risorse e gestendo i relativi rischi. Si è*

Lo stesso Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco durante la Conferenza a Classi riunite all'Accademia dei Lincei ha rimarcato con fermezza che: *“la crisi ha mostrato che gli operatori di mercato non erano in grado di gestire l'intrinseca complessità del sistema che loro stessi avevano contribuito a elaborare negli ultimi due decenni. Favorita dai progressi nelle tecnologie dell'informazione e della comunicazione, la cartolarizzazione delle attività delle banche è notevolmente cresciuta, e con essa l'offerta di strumenti finanziari cosiddetti “strutturati” (ABS, CDO, ecc.). Dal tradizionale modello di intermediazione creditizia si è quindi passati – in particolare negli Stati Uniti, ma anche in altri paesi – a un sistema in cui i prestiti concessi venivano rapidamente trasformati in altri prodotti finanziari garantiti da quegli stessi prestiti, e quindi ceduti sul mercato: il cosiddetto modello originate-to-distribute<sup>5</sup> (OTD). Con questi sviluppi, all'intrinseca difficoltà di valutare la qualità dei prestiti si è aggiunta quella di*

---

*calcolato che a fine 2007 il valore di tutti gli strumenti finanziari, derivati compresi, eccedeva di oltre sedici volte il PIL mondiale.”*

*Di opinione opposta GUFFANTI, La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni, Le Società 10/2011, 1181: “Sebbene la crisi non fosse riconducibile all'industria dei fondi alternativi, e nonostante il fatto che le strategie utilizzate dai gestori fossero utilizzate anche da altri intermediari operanti nei mercati internazionali, le difficoltà finanziarie indussero a ritenere che l'attività dei gestori alternativi potesse contribuire a diffondere, o ad amplificare, i rischi in tutto il sistema finanziario.*

Si veda a tal proposito anche, SHADAB, *The law and economics of hedge funds: financial innovation and investor protection*, Berkeley Business Law Journal, 2009, Vol VI, 240

5 Chiarimenti sul modello OTD v. VENTURI, Globalizzazione, interconnessione dei mercati e crisi finanziaria. identificazione di possibili interventi correttivi, Banca borsa tit. cred. 2009, fascicolo 1, Vol LXII, 80. *“Il modello originate to distribute (OTD), a differenza del tradizionale procedimento di erogazione del credito (c.d. buy and hold), comporta il trasferimento dei rischi connessi al finanziamento, attraverso la cessione degli strumenti derivanti dalla cartolarizzazione stessa ad un numero elevato di operatori (nel caso di specie, in prevalenza istituzioni finanziarie statunitensi ed europee). Il modello OTD, se accompagnato da adeguati meccanismi di valutazione e monitoraggio dei rischi, offre numerosi benefici sia ai prestatori che ai prenditori di fondi (motivo grazie a cui, per molti anni, ha funzionato regolarmente e con successo). Attraverso questa procedura, le imprese (le cui attività sono soggette a cartolarizzazione) possono avvantaggiarsi nelle modalità di allocazione del capitale, in relazione alle maggiori possibilità nella raccolta dei fondi; per converso, gli investitori si trovano di fronte ad una gamma più ampia di servizi e prodotti, che offre loro maggiore scelta in merito alle combinazioni rischio-rendimento da sostenere. Infine, anche i debitori, indirettamente, beneficiano di una accresciuta disponibilità di credito e prodotti offerti, assieme a tassi di interesse più bassi.”*

*comprendere appieno l'effettivo ruolo dei prodotti finanziari strutturati. È ormai chiaro, tuttavia, che la finanza strutturata e il modello di intermediazione OTD, unitamente alla mancanza di trasparenza, hanno favorito una eccessiva assunzione di rischio e comportamenti di tipo opportunistico. Le operazioni sono spesso avvenute mediante una rete di intermediari finanziari scarsamente regolamentati e caratterizzati da livelli di indebitamento e un'esposizione al rischio particolarmente elevati. L'assenza di trasparenza è stata particolarmente grave nella valutazione degli strumenti di finanza strutturata (nella quale un ruolo cruciale era occupato dalle agenzie di rating, senza particolari controlli da parte di regolatori pubblici o organi di informazione), effettuata mediante modelli statistici e spesso condotta sulla base di dati incompleti e insufficienti. In molti casi la complessità ha aperto la strada a comportamenti opportunistici, alimentati da un sistema di incentivi distorto, soprattutto con riferimento agli schemi di remunerazione dei manager. L'elevata leva finanziaria e la complessità tipiche di questi strumenti li ha resi utilizzabili per assumere posizioni speculative ad alto rischio.<sup>6</sup>*

I principali soggetti cui imputare le maggiori responsabilità divengono quindi: il mercato e le regole, il primo in quanto contesto e “*habitat*” dei c.d. *operatori di mercato*, le seconde detentrici del compito di limitare, restringere e delineare i confini dell'azione degli operatori, che in assenza di vincoli legali hanno potuto senza difficoltà oltrepassare i confini eticamente delimitati<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> Per approfondimenti v. VISCO, *Economia e Finanza dopo la crisi, Conferenza a Classi Riunite del Governatore della Banca d'Italia, Accademia dei Lincei, 8 marzo 2013, passim*

<sup>7</sup> Per approfondimenti v. SHILLER, *Finanza shock. Come uscire dalla crisi dei mutui subprime*, Milano, 2008 (ed. or. *The Subprime Solution. How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about it*, Princeton, 2008), *passim*

Ovviamente, l'attività finanziaria è per sua natura caratterizzata dal rischio<sup>8</sup> che, però, rimane di natura fisiologica soltanto quando è strettamente legato alle opportunità di guadagno, mentre diviene moralmente censurabile quando, al contrario, questo fa leva su azzardi e incognite scaricati in maniera incontrollata ed incontrollabile sulla collettività<sup>9</sup>.

---

<sup>8</sup> VELLA, *Il Rischio questo sconosciuto, Analisi Giuridica dell'Economia*, 2009, n.1, 161

<sup>9</sup> Sulle cause della crisi v. Considerazioni di natura generale v. PRESTI, *Mezzi e fini della nuova regolazione finanziaria in Banca borsa titoli di credito* 2010, 02, 208: *“Ferma restando quindi la responsabilità etica, ed eventualmente anche giuridica, degli intermediari che hanno tratto profitto dalla mancanza di regole o dalla violazione di quelle insufficientemente enforced, l'inadeguatezza decisiva è stata quella dei regolatori e dei sorveglianti. Loro era il compito di governare e gestire i rischi dei mercati finanziari in un contesto nuovo.*

*Ma entrambi hanno fallito, tradendo, loro sì, la propria specifica funzione. Il perché questo sia successo ha molte risposte:*

- anzitutto, un'eccessiva e spesso acritica fiducia, alimentata da alcuni teorici fondamentalisti, nella intrinseca efficienza dei mercati finanziari (soprattutto in quelli degli operatori professionali) e nella loro capacità autoregolatoria, con la conseguente rincorsa tra regolatori e sorveglianti a chi avesse il lighter touch (competizione tra ordinamenti e race to the bottom);

- in secondo luogo, la mancata percezione del c.d. nuovo modo di fare banca e dei conseguenti rischi, non più sostanzialmente limitati alla sana e prudente gestione dei singoli operatori, ma connotati, per l'istituzionale interconnessione tra mercati, da un elevato, ma di fatto ignorato, rischio sistemico. A ciò, coerentemente, si aggiungeva una corrispondente fiducia nella capacità degli operatori di valutare i propri rischi e di tenerli sotto controllo con la mitizzata corporate governance;

- in terzo luogo, la tolleranza verso lo shadow banking system, i toxic assets e i dark pools senza coglierne la rilevanza sistemica, anche quando le operazioni non coinvolgevano direttamente i consumatori, ma si svolgevano solo tra operatori istituzionali;

- ancora, l'illusione della quadratura del cerchio, e cioè che ai finanziari tutto potesse essere permesso perché grazie alle loro alchimie, in sostanza un uso spropositato della leva del debito a ogni livello (delle famiglie, degli intermediari, degli strumenti finanziari, dei mercati), era possibile aumentare la domanda aggregata di consumo di beni e servizi nonostante la stabilità (forse la flessione a valori reali) dei redditi della gran parte della popolazione.

- ancora, la cattura dei regolatori e delle autorità di vigilanza da parte dell'industria finanziaria, anzi la cooptazione stessa, quasi in via istituzionale, degli esponenti del mondo finanziario e dei loro consulenti nei ranghi di chi ne doveva disciplinare l'azione nell'interesse generale.

- ancora, l'esistenza dei sopra ricordati meccanismi prociclici contabili e di vigilanza che nel periodo di bonaccia hanno consentito di amplificare i rischi ma, nella burrasca, hanno corrispondentemente dilatato oltre misura le conseguenze dello scoppio della bolla;

- infine, le difficoltà operative delle vigilanze nazionali talvolta prive di strumenti efficaci per sorvegliare e punire, sia per la dimensione globalizzata dei mercati finanziari, sia per la mancanza di strumenti nei confronti di taluni protagonisti e comprimari del mercato finanziario (p.e. agenzie di rating e hedge funds), sia per la frammentazione delle competenze; talvolta, però, per imperdonabili negligenze.”

v. CAPRIGLIONE, *Globalizzazione, crisi finanziaria e mercati: una realtà su cui riflettere, Concorrenza e mercato* 2012, 00, 867 *“la riconducibilità della crisi finanziaria ad un inappropriato uso dei meccanismi di cartolarizzazione correlato alla stipula di mutui cd. subprime, che ha caratterizzato la politica statunitense di inizio millennio, decisamente protesa verso un'inarrestabile crescita. La contestuale esplosione del fenomeno dei derivati (con le sue ovvie*

Il futuro prossimo della finanza dovrà far leva su due direttrici: competenza e buona fede da parte degli intermediari ma soprattutto adeguata regolamentazione e conseguente supervisione<sup>10</sup>.

Tra le maglie di tale riflessione si inserisce l'oggetto dell'analisi, cioè la categoria dei fondi di investimento alternativi, categoria da sempre "anarchica" nei confronti della categorizzazioni e protagonista di uno storico dibattito in merito alla dicotomica scelta tra legiferazione e autoregolamentazione.

Lo studio dimostra come il settore dell'asset management costituisca segmento rilevante dell'intero sistema macro-economico, rappresentando il veicolo attraverso cui viene raccolto e gestito il risparmio, seppur nel caso dei fondi alternativi ci si dovrà riferire a categorie di fondi non destinate al pubblico. Proprio la crisi finanziaria ha più volte messo in luce l'insufficienza dell'autoregolamentazione a garantire il sano andamento del settore finanziario, settore la cui regolamentazione è resa ancor più complessa dai particolarismi nazionali e dalla naturale tendenza per le varie istituzioni al mantenimento delle proprie sfere di influenza. Unica soluzione, ad oggi percorribile, rimane la ricerca di una regolamentazione internazionale che

---

*degenerazioni) ed il carattere bancocentrico dei sistemi finanziari, nel contesto del processo di globalizzazione in atto, hanno fatto sì che, a causa di un perverso 'effetto domino', la crisi si diffondesse rapidamente in gran parte del pianeta. La carenza dell'azione di vigilanza pubblica sul settore bancario e finanziario, unitamente all'emersione di inidonee forme di raccordo (fra i diversi Stati) nell'esercizio della supervisione, hanno evidenziato, soprattutto con riguardo all'area regionale europea, le difficoltà di un capitalismo che non riesce a superare taluni suoi limiti intrinseci (ribadendo la necessità di una disciplina internazionale dell'economia). Ne è conseguito il venir meno della "fiducia" degli investitori nei mercati, donde l'avvio di una spirale negativa che ha determinato un effetto moltiplicatore nella crescita delle turbolenze finanziarie e, con questa, una ovvia debolezza dei sistemi economici*

<sup>10</sup> In tale prospettiva, si veda PRESTI, *Mezzi e fini della nuova regolazione finanziaria* in Banca borsa, titoli di credito 2010, 02, 208

possa diminuire i *gap* e l'eterogeneità<sup>11</sup> tra le discipline dei singoli ordinamenti e nel caso europeo, il tentativo di completare l'ambizioso progetto dell'unione bancaria<sup>12</sup>. Raggiungere tali obiettivi permetterebbe di evitare una concorrenza

---

11 TOSATO, L'integrazione europea ai tempi della crisi dell'euro, Riv. dir. internaz. 2012, 03, 681: "Le asimmetrie della zona euro, inizialmente coperte dallo scudo della moneta comune, sono esplose con l'arrivo della crisi. Le vicende sono note: la crisi, all'origine di natura finanziaria (2008), ha investito poi l'economia reale (2009) e ha preso quindi di mira il debito sovrano dei Paesi più deboli (2010). Ne hanno fatto le spese una serie di Stati periferici, a partire dalla Grecia, sui quali si è abbattuta la speculazione al ribasso degli operatori. Per questi Stati, gli spreads sui titoli pubblici si sono ingigantiti, gli oneri finanziari sono divenuti insostenibili, le fonti di finanziamento si sono improvvisamente esaurite, la prospettiva di insolvenza è divenuta concreta. Non solo: data la stretta interconnessione economica e finanziaria della zona euro, il pericolo di contagio si è rapidamente diffuso. In effetti, l'Europa si è trovata investita da una tempesta economica e finanziaria che ha fatto riandare con la mente alla grande crisi americana del '29

*12 in merito alla possibile 'unione bancaria v. NAPOLETANO, Osservatorio la risposta europea alla crisi del debito sovrano: il rafforzamento dell'unione economica e monetaria. Verso l'unione bancaria, Banca borsa tit. cred. 2012, 06, 747: "Nella contingenza della crisi europea dei debiti sovrani, la vigilanza unitaria a livello europeo è stata considerata il presupposto necessario affinché banche della zona euro possano accedere direttamente a forme di finanziamenti europei. La creazione di un meccanismo di vigilanza unico è stata inoltre concepita dalla Commissione quale tassello di un più ampio disegno di unione bancaria nel quale la vigilanza unitaria dovrebbe essere affondata da uno schema unitario di garanzia dei depositi; nel Rapporto Van Rompuy si precisa che l'unione bancaria dovrebbe comporsi del meccanismo unico di vigilanza e di "meccanismi comuni" per gestire le crisi bancarie e garantire i depositi, quale omogeneo ombrello europeo che si aprirebbe sui sistemi bancari, in tal modo riducendo il peso che la percepita affidabilità del singolo Paese ha nella valutazione che i mercati fanno delle istituzioni finanziarie incorporate in quei medesimi Stati.*

*Il legame tra titolarità della vigilanza e centro di imputazione dei costi delle crisi bancarie è invero nodale: è logico, infatti, che il livello — nazionale o europeo — della responsabilità per l'esercizio della vigilanza sia coerente con il livello presso il quale può essere necessario reperire i fondi in caso di crisi degli intermediari vigilati.*

*Con riguardo alle proposte avanzate in sede UE, può peraltro sin d'ora osservarsi che "meccanismi comuni" per risolvere le banche e garantire i depositi possono essere ben altro dal meccanismo "unico" della vigilanza assegnata alla BCE. Non v'è, in sostanza, un impegno politico della UE a mettere in opera meccanismi davvero unitari e solidaristici di risoluzione delle banche e di garanzia dei depositi.*

*Su di un diverso piano, la vigilanza unitaria è considerata nel Rapporto Van Rompuy il mezzo per assicurare un'efficace applicazione delle regole del Single Rulebook, un corpus unico di norme in massima parte direttamente applicabili al mercato finanziario europeo, prodotto ultimo delle politiche di creazione e irrobustimento del mercato UE e che segnerebbe il superamento definitivo della cd. "armonizzazione minima". Compito impegnativo, che sul piano giuridico deve confrontarsi con la configurazione del mercato interno quale materia oggetto di competenza concorrente tra UE e Stati membri. In questo frangente storico poi, il Single Rulebook, per mezzo delle proposte della Commissione in tema di requisiti di capitale (cd. "pacchetto CRD4"), deve trasporre in norme giuridiche il quadro prudenziale di Basilea 3, volto a irrobustire le banche e il sistema bancario europeo nel suo complesso contro i rischi di crisi, individuali e sistemiche.*

*Il Single Rulebook trova invero nell'unicità del sistema di vigilanza nell'euro zona la più robusta garanzia di applicazione uniforme delle regole; è per questo che la Commissione ha affermato che il mercato unico e l'unione bancaria sono processi che si "rafforzano reciprocamente".*

tra i paesi, basata sulla bassa incidenza della disciplina legale al fine di costituire motivo di attrattiva per gli intermediari finanziari, il c.d. *fenomeno dell'arbitraggio normativo*.

Il traguardo comune dovrà essere quello di riuscire a definire il ruolo giocato dalla regolamentazione, in quanto da sempre responsabile della diffusione degli standard minimi del fondamento costituzionale della “libertà di iniziativa economica” e dall’altro di una sufficiente e opportuna tutela degli investitori in termini di trasparenza e buona condotta dei soggetti operanti<sup>13</sup>. Sicuramente il mantenimento di zone d’ombra della regolamentazione renderebbe meno efficace e pervasivo l’intervento di miglioramento dell’attività di vigilanza, portando alla migrazione di gestori e dei flussi finanziari verso i paesi in cui essi risulterebbero non regolamentati o scarsamente regolamentati.

---

*Le proposte della Commissione sono state rese note il 12 Settembre 2012, con una Comunicazione, che qui si pubblica, intitolata “A Roadmap towards a Banking Union” — “Una tabella di marcia verso l’Unione bancaria”, accompagnata da due proposte di regolamento: una prima volta a conferire compiti alla BCE concernenti le politiche relative alla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi dell’euro zona e un’altra, diretta ad adattare le regole di funzionamento dell’Autorità bancaria europea in conseguenza del predetto mutamento di ruolo della BCE in campo prudenziale.*

*Dalla lettura delle proposte emerge la volontà di realizzare una decisa confluenza della vigilanza prudenziale nell’euro zona in seno alla Banca centrale europea.*

*13 CAPRIGLIONE, Globalizzazione, crisi finanziaria e mercati: una realtà su cui riflettere, Concorrenza e mercato 2012, 00, 867 va qui sottolineato che il binomio libertà dell’iniziativa economica - utilità sociale trova, poi, nel “controllo” il suo momento di sintesi, in quanto spetta a quest’ultimo presidiare il confine che deve essere rispettato in ossequio ai precetti costituzionali sopra richiamati, confine che ovviamente è segnato “secondo l’apprezzamento concreto dell’utilità sociale” che di volta in volta viene operato. Naturalmente, la supervisione non dovrà risolversi in meccanismi che, in vista degli obiettivi di tutela perseguiti, diano luogo a forme di compressione tali da condizionare il carattere imprenditoriale dell’attività svolta, non essendo ipotizzabile una gerarchia degli interessi in campo che si risolva a scapito delle indicate finalità di carattere generale.*

*Consegue il delinearsi di una complessa problematica che, per un verso, investe la riferibilità alle regole di provenienza extrastatale vigenti in campo economico, la cui presenza incide sulla configurazione dello Stato come esclusivo centro di produzione normativa, per altro concerne il superamento dei profili di precarietà riscontrabili in alcune recenti conquiste della organizzazione ordinamentale (i.e.: il raggiunto equilibrio tra forme di autoregolazione e controllo, le amministrazioni indipendenti, la regolazione del terzo settore).*

Ovviamente, l'ampiezza dello spettro d'azione dell'attività normativa riflette da un lato il substrato culturale di riferimento, dall'altro la minore o maggiore propensione al rischio dei soggetti coinvolti. In particolare, è pacificamente condiviso come divenga di maggiore complessità stabilire norme efficaci ed efficienti che possano regolare situazioni di instabilità, difficilmente riconducibili a modelli generali e a paradigmi dominanti della teoria macroeconomica.

Il presente elaborato affronterà la tematica seguendo un percorso ben definito: innanzitutto delineando il perimetro d'azione e i caratteri peculiari dell'istituto dei fondi alternativi, successivamente analizzando l'iter normativo comunitario infine valutando criticamente la scelta di regolamentare la materia mediante la Direttiva comunitaria 61/2011 (AIFMD) e il successivo Regolamento delegato (UE) n. 231/2013 della Commissione del 19 dicembre 2012. In particolare, lo studio si concentrerà sulla analisi di impatto della direttiva nel tentativo di poter giudicare tale scelta in chiave positiva, attribuendo ad essa valore di risorsa o come soluzione negativa, come potenziale peso per gli operatori.

I cittadini europei si augurano che la vera sfida lanciata dalla scelta di disciplinare in chiave europea i fondi alternativi non si tramuti in una semplice "fuga" dal mercato dei maggiori *players* in circolazione ma possa raggiungere un efficiente ed efficace risultato, facendo in modo una stringente normazione venga di contro seguita da una maggiore appetibilità suscitata a carico della clientela, derivante dalla maggiore trasparenza e controllabilità.

Qualora ciò non dovesse avvenire, si tornerebbe alla linea d'ombra esistente anteriormente al 2001 (ante direttiva OICVM), ciò con una rinnovata proliferazione e diffusione di fondi alternativi in Stati “*off-shore*” con conseguente fallimento per i soggetti europei sempre più relegati ad un ruolo di spettatori nella “battaglia” della nuova economia globalizzata<sup>14</sup>.

---

<sup>14</sup> Riflessioni future sul ruolo della finanza, vedi VELLA, La finanza è bella: regole per viverla meglio, *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2012, 215;

## 1. FONDI ALTERNATIVI DI INVESTIMENTO:

### FENOMENO E CARATTERISTICHE

*“Dal momento che l'amore e la paura possono difficilmente coesistere, se dobbiamo scegliere fra uno dei due, è molto più sicuro essere temuti che amati”*

(Niccolò Machiavelli, *Il Principe*)

#### 1.1 Il crescente utilizzo del risparmio gestito: caratteristiche e differenze

Il risparmio gestito può essere considerato il fenomeno attraverso cui un risparmiatore affida parte del proprio patrimonio ad un gestore di professione. Tale gestore amministrerà tale porzione, diversamente in ragione della diversa tipologia e natura della gestione, nell'interesse del risparmiatore e seguendo pedissequamente le indicazioni contenute all'interno del mandato.

Il risparmiatore potrà impartire disposizioni più o meno dettagliate circa la natura e l'oggetto dell'investimento specifico oppure di contro affidarsi alla sottoscrizione di un prodotto costitutivo in ragione delle esigenze e degli obiettivi previsti.

Tra le diverse forme di risparmio gestito si annoverano: le forme individuali, riferibili all'attività di gestione di patrimoni individuali effettuata dalle banche o dalle società di intermediazione mobiliare (SIM); le forme collettive operate

dalle società di gestione del risparmio (SGR<sup>15</sup>) e dalle società di investimento a capitale variabile (SICAV<sup>16</sup>), attraverso i fondi comuni di investimento.

Da un punto di vista squisitamente macroeconomico, il fenomeno del risparmio gestito ha solitamente interessato le economie di estrazione anglosassone<sup>17</sup>, segnale confermato dal fatto che la quota di mercato gestita dai fondi italiani è, attualmente, riconducibile ad uno scarso 30 per cento, mentre nel 2005 il 72,25 per cento delle masse faceva capo a soggetti italiani. Ovviamente la diminuita appetibilità del mercato nostrano è da ricondurre, in primis, a ragioni di natura squisitamente fiscale e al dominio di ordinamenti con maggiore flessibilità in materia di struttura commissionale quali il Lussemburgo e l'Irlanda

Nel primo semestre del 2012 si è assistito ad una ripresa del mercato italiano del risparmio gestito, espressione di un leggero risveglio da un letargo durato anni. Dato strettamente legato non tanto alle novità strutturali ma a fattori

---

<sup>15</sup> Per struttura e funzionamento delle SGR si veda, TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, in AA.VV., *Intermediari finanziari mercati e società quotate*, Torino, 1999, *passim*

<sup>16</sup> Per struttura e funzionamento delle SICAV si veda ANTONUCCI, *Le società di investimento a capitale variabile*, in *Intermediari finanziari mercati e società quotate*, a cura di Patroni Griffi Sandulli-Santoro, Torino, 1999, *passim*

<sup>17</sup> per approfondimenti in merito all'evoluzione del mercato americano degli hedge funds v. STUART-MCCRARY, *How to Create & Manage a hedge fund*, Wiley Finance, 2002, 5 : "hedge funds have existed since 1949, much of the growth in the hedge fund industry has occurred since 1990. Market observers estimate that some 200 hedge funds existed by 1968, but, surprisingly, only 68 funds could be identified by 1984. The number of hedge funds has grown from an estimated 1,373 in 1988 to estimated 5,830 in 1998, a growth of 325 percent for the period or 15,6 percent per year. Growth in assets under management has risen faster than the growth in the number of funds. Although the assets under management grew up to twice as fast as the number of funds, the average size of hedge funds actually declined over the same period."

v. STEFANINI, *Investment strategies of hedge funds*, Wiley Finance, 2006, 53: "Hedge funds research estimates that the number of hedge funds has gone from 610 in 1990 up to 7436 in 2004 (including funds of hedge funds). Assets managed by hedge funds went from an estimated \$38,9 billion in 1990 to approximately \$973 billion in 2004."

squisitamente commerciali: in Italia il canale distributivo preponderante è costituito dagli sportelli bancari soprattutto per quanto riguarda i fondi obbligazionari. Ovviamente, tale scelta rispecchia sempre più la condivisa ricerca di maggior sicurezza da parte dei risparmiatori con conseguente minor interesse in termini di profitto<sup>18</sup>.

Adesso, invece, i dati dell'aprile 2013 sono allarmanti: gli hedge funds risultano assenti o quasi nelle strutture di grandi e medie dimensioni. I numeri del mercato italiano sono eloquenti: la raccolta netta è negativa dal 2007, il patrimonio complessivo si è ridotto da 35,9 a 7 miliardi, il numero di prodotti è passato da 266 a 154. Pesano gli effetti della crisi sub — prime: performance negative, chiusura di un gran numero di prodotti, sgr sparite e, soprattutto, le difficoltà nello smobilizzo delle quote che nel 2009 portarono all'istituzione di 59 fondi chiusi (sidepockets) nei quali venne trasferita la porzione illiquida dei portafogli che rappresentava, tuttavia, meno del 10% del patrimonio complessivo<sup>19</sup>.

Il contesto giuridico-economico tradizionalmente legato all'asset management è senza dubbio quello anglosassone<sup>20</sup>. L'utilizzo del risparmio gestito nei paesi europei non ha avuto inizialmente un grande espansione, principalmente a causa della preferenza per i risparmiatori nell'utilizzo di forme di investimento tradizionali alla stregua dei titoli di debito statali e dei depositi bancari.

---

*18 per approfondire i dati v. D'ANGERIO, DELLA VALLE, REDAELLI, URSINO, Risparmio gestito, fondi di investimento in risalita. La svolta dalla raccolta netta tra luglio e settembre in Il Sole 24 ore 24, 10 novembre 2012*

<sup>19</sup> MANGIA, Tassi bassi, è l'ora di rischiare gli hedge fund vanno all'attacco, La Repubblica 8 aprile 2013

<sup>20</sup> GIULIANI-LAZZARI, *Un'analisi comparata degli hedge funds*, Liuc paper n.130, Serie Financial Markets and Corporate Governace 4, suppl. a Agosto 2003, *passim*

Di conseguenza, il modello europeo per definizione “banco-centrico” ha costituito un contesto ostile alla diffusione del risparmio gestito rispetto ai modelli anglosassoni caratterizzati da forte indipendenza e flessibilità strutturale, connotazioni ben più affini allo sviluppo dei fondi alternativi di investimento. La struttura tipica del soggetto bancario europeo tende a convogliare a se tutte le diverse tipologie di servizi offerti, per cui la divisione che si occupa del risparmio gestito diviene soltanto una delle tante espressioni dell’attività bancaria *tout court*.

Ovviamente, negli ultimi anni, la diffusione del fenomeno del risparmio gestito ha determinato, a causa della portata della stessa, pesanti cambiamenti organici all’intero modo di concepire l’economia, ancor prima che la finanza, sfociando nella diffusione quasi incontrollata di prodotti e servizi offerti ai risparmiatori e di soggetti gestori ed intermediari<sup>21</sup>. Tale spinta è stata sostenuta da quell’ampio processo di liberalizzazione dell’economia e di totale globalizzazione dei mercati nazionali, portando ad un aumento spasmodico della domanda di consulenza da parte degli investitori non istituzionali. I fondi alternativi sono diventati per la propria natura il simbolo dello sviluppo del fenomeno complessivo dell’*asset management*, contribuendo anche in termini di volume di affari e di fattispecie offerte ai risparmiatori<sup>22</sup>.

---

<sup>21</sup> RIVIERE, *The Future of Hedge Fund Regulation: a Comparative Approach*, International Finance Seminar, April 2010, *passim*

<sup>22</sup> Report of the Alternative Investment Expert Group, European Commission Internal Markets and Services DD, July 2006: “Hedge funds have been active in financial markets for almost 60 years. In recent years, their scale and global reach have moved them to centre-stage. Hedge funds and funds of hedge funds now account for about \$1.2 trillion under management worldwide. The European Union is at the heart of this growing business. European hedge fund managers now manage \$325 billion. Their customer base is broadening: hedge funds are no longer the preserve of high net worth individuals. Pension funds, life insurance companies and other institutional

Insieme a fattori squisitamente endogeni al settore economico, anche l'avvento di cause esogene di natura normativa ha avuto un ruolo determinante nella diffusione dei nuovi modelli: in particolare l'avvento di politiche nazionali favorevoli allo sviluppo dei mercati azionari, il crescente utilizzo di veicoli di risparmio collettivo per fini previdenziali e l'interesse determinante del settore bancario e assicurativo.

Volendo delineare le differenze fisiologiche tra l'attività di gestione individuale e quella collettiva del risparmio possiamo sostenere che tradizionalmente il paradigma dominante nella gestione individuale dei portafogli di investimento era costituito dal conferimento di precise istruzioni in capo al soggetto depositario dei titoli, successivamente questo il rapporto di amministrazione tra soggetto depositante e depositario ha seguito la linea della “*personalizzazione*”, basata sul conferimento al depositario di una “*discrezionalità tecnica*” con confini piuttosto labili, da esercitare sulla base di istruzioni

---

*investors are increasingly looking to hedge funds to deliver attractive returns and portfolio diversification.*

*Hedge funds – and derived products – are being made available to a wider investing public. Hedge fund assets are growing in size and hedge fund techniques are entering the mainstream. Hedge funds are forcing a 're-tooling' of the entire asset management business. Traditional asset managers are borrowing hedge fund techniques to deliver tailored combinations of risk and return to a wider range of investors, so that the distinction between “traditional” asset management and alternative investment is blurring.*

*The hedge fund business is maturing in a way that does not give rise to any need for additional specific or targeted legislation of hedge fund participants or investment strategies at a European level.*

*The great majority of the participants based in EU countries (be they hedge fund managers, fund of hedge funds managers, prime brokers or fund administrators) are already effectively regulated in their varying jurisdictions. This is a business that has grown up on an international basis: funds or products domiciled in one jurisdiction are managed and serviced from another, for sale to clients in a third. The existing light-touch regulatory approach has, in the view of the Group, served the industry, its investors and the wider market well. It is suggested that additional regulation, which does not and arguably cannot accommodate the need for unrestricted investment freedom or the international organisation of business models, is likely to fail and will do little to further protect investors compared with the status quo. In particular, regulation of investment strategies is the very antithesis of the hedge fund business and would be misguided.*

vincolanti esplicitate dal cliente al momento di conferimento dell'incarico. La discrezionalità nell'amministrazione dei titoli è limitata dalle c.d. *regole di best execution*<sup>23</sup> contenute nel Regolamento Intermediari, approvato con delibera Consob n.16190 del 29/10/2007. Più nel dettaglio, il Regolamento precisa anche le modalità applicative nella gestione degli ordini, l'obbligo di rendiconto e le varie tipologie di cliente in ragione della diversa natura dello stesso.

Per quanto riguarda invece la gestione collettiva<sup>24</sup>: si può sottolineare come l'interesse del gestore debba coincidere e sovrapporsi con quello dei

---

<sup>23</sup> ANNUNZIATA, La disciplina del mercato mobiliare, Torino, 2012, 142 : "La disciplina della best execution, quale risulta dal recepimento della MiFID, si affida – nuovamente ai requisiti organizzativi e procedurali, quale primo e più importante "modo" per assicurare il rispetto degli standard imposti dalla disciplina. L'obbligo che, in via prioritaria, è posto in capo agli intermediari consiste, infatti, nell'elaborazione di una procedura che, in forma scritta, identifichi "la strategia" di esecuzione degli ordini, ossia che dia conto e predetermini la selezione delle venues e il loro concreto utilizzo, in funzione della tipologie di strumenti finanziari e/o operazioni da compiere. In tal senso, la ricerca delle condizioni di best execution avverrà non in assoluto - con riferimento a tutte le possibili sedi di esecuzione potenzialmente accessibili sul mercato in un determinato momento – ma unicamente con riguardo a quelle sedi che, con la diligenza richiesta, l'intermediario ha preventivamente selezionato quali possibili venues all'atto dell'elaborazione della strategia di cui sopra. Ai sensi dell'art. 45 del Regolamento, gli intermediari devono adottare tutte le misure ragionevoli e, a tal fine, devono mettere in atto "meccanismi efficaci", per ottenere, allorchè eseguono ordini, il miglior risultato possibile per i loro clienti, avendo riguardo al prezzo, ai costi, alla rapidità e alla probabilità di esecuzione e di regolamento, alle dimensioni, alla natura dell'ordine o a qualsiasi altra considerazione pertinente ai fini della sua esecuzione. Al fine di stabilire l'importanza relativa dei fattori di cui sopra, vanno considerato tra l'altro, le caratteristiche al cliente, le caratteristiche dell'operazione e dalle sedi di esecuzione. In tale prospettiva, gli intermediari devono dunque adottare una strategia di esecuzione degli ordini finalizzata ad individuare, per ciascuna categoria di strumenti, almeno le sedi di esecuzione che permettono di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per l'esecuzione degli ordini del cliente, ed ad orientare la scelta della sede di esecuzione fra quelle così individuate.

<sup>24</sup> v. ANNUNZIATA, La disciplina del mercato mobiliare, Torino, 2012, 190: "L'art. 1, comma 1, lett n), TUF, definisce, innanzitutto la gestione collettiva del risparmio come il servizio che si realizza attraverso: a) la promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni di investimento, e l'amministrazione dei rapporti con i partecipanti; b) la gestione del patrimonio di OICR, di propria o altrui istituzione, mediante l'investimento avente ad oggetto strumenti finanziari, crediti o altri beni mobili o immobili; c) la commercializzazione di quote o azioni di OICR propri"

In materia di gestione collettiva si veda anche ANNUNZIATA, Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento, L'ordinamento finanziario Italiano a cura di Francesco Capriglione, Padova, 2005, *passim*

partecipanti al fondo con l'ulteriore elemento qualificante della standardizzazione dell'amministrazione che non lascia spazio a particolarismi nei confronti dei singoli partecipanti al fondo.

Oltre che da un punto di vista strettamente "dinamico", esiste un discrimine tra i due *genus* della gestione di natura soggettivo: la gestione collettiva del risparmio, essendo un servizio riservato è ammessa solo alle società di gestione del risparmio (SGR), alle società di investimento a capitale variabile (SICAV) e alle società di gestione armonizzate limitatamente alla gestione di patrimoni di OICR, di propria o altrui istituzione, mediante l'investimento avente ad oggetto strumenti finanziari, crediti o altri beni, mobili o immobili (art. 1, comma 1, lett. n, 2 TUF).

Le società di gestione del risparmio (SGR) sono, insieme alle SICAV, gli intermediari finanziari autorizzati a esercitare in Italia il servizio di gestione collettiva del risparmio. Le SGR, in particolare, possono istituire e gestire fondi comuni aperti e fondi pensione, svolgere le attività "connesse e strumentali" stabilite dalla Banca d'Italia e prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti. Oltre alla gestione collettiva possono svolgere l'attività di gestione patrimoniale su base individuale, amministrando il patrimonio affidato loro dai singoli risparmiatori. Per operare la SGR deve ricevere l'autorizzazione della Banca d'Italia<sup>25</sup>, che dà il via libera sentita la Consob; la sua attività è inoltre regolata dal Ministero dell'economia e delle finanze<sup>26</sup>.

---

MIOLA, La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.: profili organizzativi, in Banca, Borsa, 2001, I, *passim* RADICATI DI BROZOLO, Gestione collettiva del risparmio e operatori comunitari: il TUF viola il trattato CE, Banca, Borsa, 1999, I, *passim*

<sup>25</sup> *Iter autorizzativo: v. NICHELE, STAFANINI, Hedge Funds – Investire per generare rendimenti assoluti, Finanza e mercati, Il Sole 24 ore, 2002*

L'acronimo SICAV sta per "Società di Investimento a Capitale Variabile". Una SICAV per definizione è una società per azioni a capitale variabile con sede legale e direzione generale in Italia avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta al pubblico di proprie azioni, come stabilito dall'articolo 1 del TUF (Testo unico della finanza)<sup>27</sup>.

Nelle SICAV, l'investitore è anche socio della società per azioni ed esercitando i suoi diritti sociali in assemblea può modificare e influenzare le strategie di investimento. Data la particolarità, la costituzione è sottoposta ad autorizzazione della Banca d'Italia sentita la Consob e a rigidi requisiti minimi dello Statuto<sup>28</sup>.

Le società di gestione armonizzate (SGA) sono l'equivalente europeo delle SGR di diritto italiano cioè soggetti costituiti in altri stati membri dell'UE, che



<sup>26</sup> definizione fornita da Assogestioni ([www.assogestioni.it](http://www.assogestioni.it))

<sup>27</sup> Diversamente da quanto accade con i fondi comuni di investimento, chi sottoscrive una SICAV non acquista quote, ma diventa azionista della società e ha la possibilità di incidere, attraverso l'esercizio del diritto di voto, sulle vicende societarie e sulle politiche di investimento

Per approfondimenti, si veda LENER, *Le società di investimento a capitale variabile*, Trattato delle società per azioni, a cura di Colombo-Portale, volume X, Torino 1993, *passim*

<sup>28</sup> Decreto Legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF) artt. 43-50, Requisiti minimi per la costituzione della Sicav sono: i) adozione della forma della S.p.A; ii) sede legale e direzione della società in territorio italiano; iii) capitale di ammontare non inferiore a quanto stabilito dalla Banca d'Italia; iv) possesso da parte di tutti i soggetti con compiti di amministrazione e gestione e dei partecipanti al capitale dei requisiti di onorabilità e professionalità; v) previsione a livello statutario, dell'oggetto esclusivo consistente nell'investimento collettivo mediante offerta al pubblico delle azioni.

possono svolgere le attività di gestione in Italia avvalendosi delle norme in materia di mutuo riconoscimento.

Sempre da un punto di vista strettamente soggettivo, la gestione collettiva prevede il coinvolgimento di tre diversi entità: i risparmiatori (possessori delle quote o delle azioni), il veicolo societario (in base alla tipologia selezionata) e la banca depositaria (soggetto che detiene le somme vincolate oggetto dell'investimento, poiché ai sensi del TUF tali somme costituiscono suddiviso in quote di pertinenza dei diversi partecipanti).

L'attività di gestione, nel caso di risparmio gestito, è svolta nell'interesse e per conto di una pluralità di investitori; in tal caso, l'investitore diviene componente di una forma collettiva di investimento acquisendo una porzione di patrimonio indiviso, per cui il proprio patrimonio affidato al soggetto terzo che si occuperà della gestione non resta separato rispetto a quello degli altri investitori ma confluisce in un patrimonio unico e sommario.

Ovviamente, tale soluzione si riflette anche sull'interesse collettivo dei partecipanti del fondo: la società di gestione dovrà operare non nell'interesse del singolo, come nel caso della gestione individuale ma nell'interesse collettivo dei partecipanti. Il singolo partecipante al fondo accetta implicitamente di aderire ad un rapporto standardizzato per tutti i possessori delle quote del fondo, senza possibili elementi di differenziazione<sup>29</sup>.

---

<sup>29</sup> v. ANNUNZIATA, La disciplina del mercato mobiliare, Torino, 2012, 192: "stante il silenzio della legge, la natura del rapporto che intercorre tra investitore ed il fondo è, infatti, tuttora oggetto di discussione. Così, vi è chi tende ad assimilare il rapporto al mandato, ritenendo pertanto che, con la partecipazione al fondo, l'investitore conferisca alla società di gestione un mandato – i cui tratti sono normativamente definiti – che ha ad oggetto la gestione dei suoi risparmi mediante la partecipazione al fondo, comune di investimento. La tesi non è però condivisibile, in quanto il partecipante ad un fondo comune non ha alcuno dei poteri che generalmente spettano ad un mandante nei confronti del mandatario. Secondo un'opinione risalente, il fondo potrebbe essere

Il rapporto tra investitore e soggetto incaricato della gestione collettiva è di tipo contrattuale e viene delineato all'interno del Regolamento del fondo. Attesa la natura standardizzata di tale documento, lo stesso potrà essere esclusivamente accettato dall'investitore senza possibili emendamenti. Proprio per la sua applicazione diffusa a più soggetti, il Regolamento è sottoposto all'approvazione della Banca d'Italia sulla base anche del contenuto minimo<sup>30</sup> obbligatorio di tale documento, sancito dall'art. 39 comma 2 del TUF.

La normativa italiana è stata caratterizzata da una crescente apertura nei confronti del fenomeno: in primis la legge 23 marzo 1983 n.77, rifacendosi alla disciplina comunitaria ammetteva la costituzione di fondi di investimento di tipo "aperto" e "armonizzati" nel rispetto di determinati requisiti; successivamente con il D.Lgs 24 febbraio 1998 n.58 si assistette alla apertura verso la costituzione di fondi comuni di investimento con peculiarità diverse da quelli previsti dalla precedente legge, apertura che avviene mediante

---

*assimilato ad una forma di "comproprietà" tra gli investitori: anche questa tesi è però da scartare, in quanto i partecipanti ad un fondo comune non si trovano nella situazione propria di un comproprietario, giacché non possono né godere, né disporre dei beni che compongono il fondo stesso. Ancora, si è avanzata la tesi per cui il patrimonio del fondo sarebbe di proprietà della stessa società di gestione, ma tale tesi si scontra con l'ovvia constatazione che i soggetti titolari di diritti sul fondo sono gli investitori, mentre nessun diritto di natura proprietaria vanta la società di gestione."*

30 v. LUBRANO, Commento all'art. 39, in Testo Unico della Finanza, Commentario diretto da G.F. Campobasso, Torino 2002: "il Regolamento deve in particolare contenere:

- a) la denominazione e durata del fondo
- b) le modalità di partecipazione del fondo, i termini e le modalità dell'emissione ed estinzione dei certificati e della sottoscrizione e del rimborso delle quote, nonché le modalità di liquidazione del fondo;
- c) gli organi competenti per la scelta degli investimenti medesimi;
- d) il tipo di beni, di strumenti finanziari e di altri valori in cui è possibile investire il patrimonio del fondo;
- e) i criteri relativi alla determinazione dei proventi e dei risultati medesimi della gestione nonché le eventuali modalità di ripartizione e di distribuzione dei medesimi;
- f) le spese a carico del fondo e quelle a carico della società di gestione del risparmio;
- g) la misura o i criteri di determinazione delle provvigioni spettanti alla società di gestione del risparmio e gli oneri a carico dei partecipanti;
- h) le modalità di pubblicità del valore delle quote di partecipazione.

l'affidamento al Ministero dell'Economia e delle Finanze di determinare attraverso un Regolamento i requisiti generali dei fondi comuni.

Esistono diverse tipologie di fondi: fondi comuni<sup>31</sup> (chiusi<sup>32</sup> o aperti), riservati<sup>33</sup> e speculativi<sup>34</sup>. Il discrimine tra le due tipologie di fondi comuni è da ricondurre all'esistenza di un diritto in capo all'investitore di richiedere in qualunque momento il rimborso della propria quota. Di contro, tale caratteristica incide in maniera diretta sulla natura e sulle attività principali del fondo, imponendo in alcuni casi uno stretto legame tra la forma chiusa o

---

<sup>31</sup> v. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2012, 190: "il fondo comune di investimento è il patrimonio autonomo raccolto mediante una o più emissioni di quote, tra una pluralità di investitori con la finalità di investire lo stesso sulla base di una predeterminata politica di investimento; suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti; gestito in monte, nell'interesse dei partecipanti e in autonomia dai medesimi.

In materia di fondi comuni di investimento, si veda anche, COSTI, *Fondi comuni di investimento: profili organizzativi*, Banca Borsa e titoli di credito, 1984, *passim* e CAVANNA, *Fondi comuni di investimento e SICAV*, in Tratt. Dir. Priv., diretto da Pietro Rescigno, XVI, 2a ed., Torino, 2008, *passim*

<sup>32</sup> Devono essere necessariamente costituiti in tale forma i fondi che investono in:

- beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari;
- crediti e titoli rappresentativi di crediti;
- strumenti finanziari non quotati diversi dagli OICR aperti in misura superiore al 10% del patrimonio;
- altri beni, diversi dagli strumenti finanziari e dai depositi bancari per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale.

Tipologia paradigmatica all'interno dei fondi chiusi è quella dei fondi immobiliari, che si possono ritenere quindi una sottocategoria degli stessi. I fondi chiusi non raccolgono capitale costantemente ma all'interno di finestre predeterminate e rimborsano le quote a scadenze prefissate. Per controbilanciare la caratteristica del fondo chiuso, lo stesso deve necessariamente richiedere l'ammissione ad un mercato regolamentato, in modo da garantire all'investitore una costante possibilità di disinvestimento prima della scadenza del fondo.

Per approfondire la materia dei fondi chiusi, si veda MAFFEI, *I fondi comuni di investimento chiusi*, Quaderno di Ricerca Assogestioni n.23, 2000, Parte II

<sup>33</sup> Per approfondimenti in materia di fondi riservati si veda: ANNUNZIATA, *Fondi riservati*, in *Contratti del mercato finanziario*, Torino 2011, 841 e ARQUILLA-NORBERTO, *I fondi comuni di investimento riservati ad investitori istituzionali*, *Corriere tributario*, vol. 24, fasc. 1, 2001, Volume 24, Fascicolo 1, 20

<sup>34</sup> Per approfondimenti in materia di fondi speculativi si veda: ANNUNZIATA, *Fondi speculativi*, in *Contratti del mercato finanziario*, Torino 2011, 480, D'APICE, *Il fondo speculativo: quadro normativo di riferimento*, Quaderno di Ricerca Assogestioni n.23, 2000, 307

aperta del fondo e la politica di investimento dello stesso. In merito ai fondi riservati si sottolinea come gli stessi siano riservati a particolari categorie di investitori<sup>35</sup>, mentre i fondi speculativi sono caratterizzati da una ampia discrezionalità sia strutturale che operativa, essendo gli stessi sottratti dalla disciplina prudenziale tipica dei soggetti vigilati<sup>36</sup>.

Un ultimo criterio, che fa leva sulla conformità alla normativa comunitaria , consente di individuare i cosiddetti fondi " armonizzati". Sono fondi e SICAV di tipo aperto, costituiti nei paesi dell'Unione europea, che investono prevalentemente in strumenti finanziari quotati (azioni, obbligazioni, ecc.). Il termine "armonizzati" deriva dal fatto che seguono regole e criteri comuni , previsti a livello comunitario (direttiva n. 85/611/CEE) e recepiti nelle legislazioni nazionali, volti a tutelare gli interessi dei risparmiatori, sostanzialmente attraverso una limitazione dei rischi assumibili e la predisposizione di una serie di controlli.

Nel disegno tracciato dalle norme comunitarie, quindi, i fondi "armonizzati", a prescindere dal paese di origine, devono avere caratteristiche simili e, pertanto, poter essere agevolmente commercializzati nei paesi dell'Unione<sup>37</sup>.

---

<sup>35</sup> Tali fondi sono per legge riservati ad "investitori qualificati". Per investitori qualificati si intendono particolari categorie di soggetti accumulate dall'esperienza in materia finanziaria. Differenza che giustifica la possibilità per il fondo di modificare la politica di investimento delimitata per legge. Si ritengono investitori qualificati "tutte le persone fisiche e giuridiche in possesso di specifica competenza ed esperienza in operazioni di strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dalla persona fisica o dal legale rappresentante della persona giuridica. Ai fondi riservati non si applicano le disposizioni che sanciscono il contenuto minimo del Regolamento del fondo e la conseguente necessaria approvazione da parte della Banca d'Italia.

<sup>36</sup> Riserva a favore degli investitori qualificati da ritenere inderogabile, nemmeno tramite una vendita successiva alla costituzione del fondo.

<sup>37</sup> I fondi aperti "armonizzati" investono il proprio patrimonio in:

a) strumenti finanziari quotati, diversi dai derivati:

La realtà, a volte, presenta sfumature diverse, in quanto i paesi membri potrebbero aver recepito le norme della direttiva in maniera non perfettamente identica. Di seguito una tabella riepilogativa delle differenti discipline dei principali paesi europei in materia di hedge funds:

- 
- b) alle condizioni previste dalla Banca d'Italia, strumenti finanziari del mercato monetario non quotati con durata superiore a sei mesi;
  - c) strumenti finanziari derivati quotati che abbiano ad oggetto attività in cui l'OICR può investire, indici finanziari azionari o obbligazionari, tassi d'interesse, tassi di cambio o valute;
  - d) alle condizioni previste dalla Banca d'Italia, strumenti finanziari derivati non quotati;
  - e) strumenti finanziari non quotati nel limite del 10% del patrimonio del fondo;
  - f) parti di OICR armonizzati;
  - g) parti di OICR non armonizzati aperti, purchè questi ultimi rispettino i criteri individuati dalla Banca d'Italia;
  - h) sempre alle condizioni previste dalla Banca d'Italia, depositi bancari presso banche aventi sede in uno Stato membro dell'Unione Europea o appartenente al "Gruppo dei dieci".

Nella gestione di un fondo armonizzato non è consentito:

1. concedere prestiti in forme diverse da quelle previste in materia di operazioni a termine su strumenti finanziari;
2. vendere allo scoperto strumenti finanziari;
3. investire in strumenti finanziari emesse dalla SGR che ha istituito o gestisce il fondo;
4. acquistare metalli o pietre preziose o certificati rappresentativi dei medesimi;
5. investire in beni direttamente o indirettamente ceduti o conferiti da un socio, amministratore, direttore generale o sindaco della SGR o della SICAV, o da una società del gruppo, né tali beni possono essere direttamente o indirettamente ceduti ai medesimi soggetti.

Country	Regulated products	Retail	Minimum
France	<i>OPCVM à règles d'investissement allégées (ARIA) and OPCVM ARIA à effet de levier (ARIAEL)</i>	Yes	€ 125.000 <sup>29</sup>
	<i>OPCVM contractuels</i>		€ 250.000
	<i>OPCVM de fonds alternatifs (funds of hedge funds)</i>	Yes	€ 10.000 <sup>30</sup>
Germany	<i>Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken (Hedgefonds)</i>	No, but private placement possible	None
	Fund of hedge funds	Yes	
Ireland	Professional Investor Fund	No	€ 125.000
	Qualifying Investor Fund		€ 250.000
	Fund of hedge funds	Yes	None
Italy	<i>Fondi speculativi</i> Speculative fund	No	€ 500.000
	Fund of hedge funds		
Luxembourg	Undertakings for collective investment pursuing alternative investment strategies	Yes	None
Portugal	<i>Fundo Especial de Investimento</i>	Yes	€ 15.000
Spain	IIC de Inversión libre	No	€ 50.000
	<i>IIC de IIC de Inversión Libre</i> (Fund of hedge funds)	Yes	None
United Kingdom	Qualified Investor Scheme	No	None
	Fund of hedge funds	Yes	

**Report of the Alternative Investment Expert Group, European Commission Internal Markets and Services DD, July 2006**

Inoltre, si deve sottolineare che la vigilanza<sup>38</sup> su questi strumenti è affidata alle autorità del paese di origine (ad esempio, un fondo lussemburghese sarà vigilato dall'autorità del Lussemburgo, anche se offerto in Italia). Alle autorità italiane spetta esclusivamente la vigilanza<sup>39</sup> sulle modalità di commercializzazione nel nostro paese.

<sup>38</sup> CARDI, *La riforma della vigilanza sui mercati finanziari negli Stati Uniti e in Europa*, Contratto e Impresa Europa, 2010, *passim*

<sup>39</sup> I soggetti incaricati di tale compito sono la Banca d'Italia e la Consob. Per le diverse competenze v. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2012, 34: "Alla Banca

## 1.2 Le tipologie di fondi alternativi: gli hedge funds come paradigma dominante

I fondi alternativi, pur rientrando nel fenomeno del risparmio gestito, costituiscono una *species* leggermente diversa rispetto ai comuni fondi di investimento. Precisa Annunziata: *“Sebbene le due categorie non coincidano perfettamente, i fondi speculativi vengono generalmente associati con gli hedge fund, di cui rappresenterebbero, per l'appunto, l'omologo: l'assimilazione è valida soltanto in parte in quanto i fondi speculativi si prestano, in realtà, ad “accogliere” tipologie più ampie e diversificate di quelle che tradizionalmente, in letteratura, vengono ricondotte nell'ambito della famiglia degli hedge funds.”*<sup>40</sup>

I fondi speculativi non possono essere oggetto di sollecitazione<sup>41</sup> all'investimento e devono prevedere un investimento iniziale maggiore-uguale a 500.000 euro<sup>42</sup>.

Tali fondi, a differenza dei riservati, possono essere offerti a qualsiasi investitore, nel rispetto dei requisiti di cui sopra, anche se ovviamente il

---

*d'Italia spettano, nell'ambito del TUF, poteri sia di controllo che di regolamentazione dell'attività degli intermediari e dei mercati; talvolta, tali poteri spettano in via esclusiva alla Banca d'Italia; in altri casi, essi devono esercitarsi in concomitanza con quelli spettanti alla Consob, o ad altre Autorità. Il criterio generale in base alla quale risultano ripartire le competenze tra queste due autorità è di tipo funzionale, e ciò nel senso che alla Consob e alla Banca d'Italia sono attribuiti compiti che non dipendono dalla tipologia dei soggetti sottoposti a vigilanza, ma che derivano piuttosto dalla natura dei controlli e dei compiti svolti. Alla Consob spettano, dunque, poteri che attengono al controllo sulla trasparenza e sulla correttezza dei soggetti sottoposti a vigilanza; alla Banca d'Italia, invece, spettano compiti che attengono al controllo dei rischi, ai mezzi proprio di cui gli intermediari devono dotarsi, ed all'organizzazione interna.”*

40 Prefazione in MANULI A, MANULI E, MELACCIO, *Gli hedge fund parlano italiano*, Jackson Libri 2003

<sup>41</sup> BOIDO, Organizzazione e politiche di offerta degli hedge funds, in *Analisi Finanziaria*, n.41, 2001. 227

<sup>42</sup> ROSSI, *Hedge Funds: una forma di investimento per pochi*, *Economia e management*, 2, 2005

particolare requisito minimo economico di ingresso limita lo spettro dei potenziali risparmiatori interessati.

Inoltre tale categoria è da considerare tra le diverse tipologie di fondi come la più libera dal punto di vista della strategia di investimento e di eventuali limitazioni di carattere quantitativo e qualitativo.

Il Regolamento del Fondo deve però sottolineare l'elevato grado di rischio dell'investimento e la particolare natura dello stesso<sup>43</sup>.

I fondi speculativi non possono essere oggetto di sollecitazione all'investimento, in passato era stabilito un limite massimo di partecipati (prima 100 poi 200) eliminato nel 2008.

Nel Regolamento del fondo devono essere indicati i beni in cui investono, i limiti all'investimento, che possono essere diversi da quelli previsti per gli OICR armonizzati, ma devono sempre rispettare le disposizioni in materia di attività riservate e l'esigenza di assicurare un frazionamento degli investimenti coerente con gli obiettivi di ottimizzazione del portafoglio.

Gli hedge funds adottano strategie che gli permettono di essere poco correlati con l'andamento del mercato<sup>44</sup>. Impiegano, inoltre, strategie per limitare i rischi attraverso tecniche di copertura, chiamate di hedging<sup>45</sup>, e strategie più

---

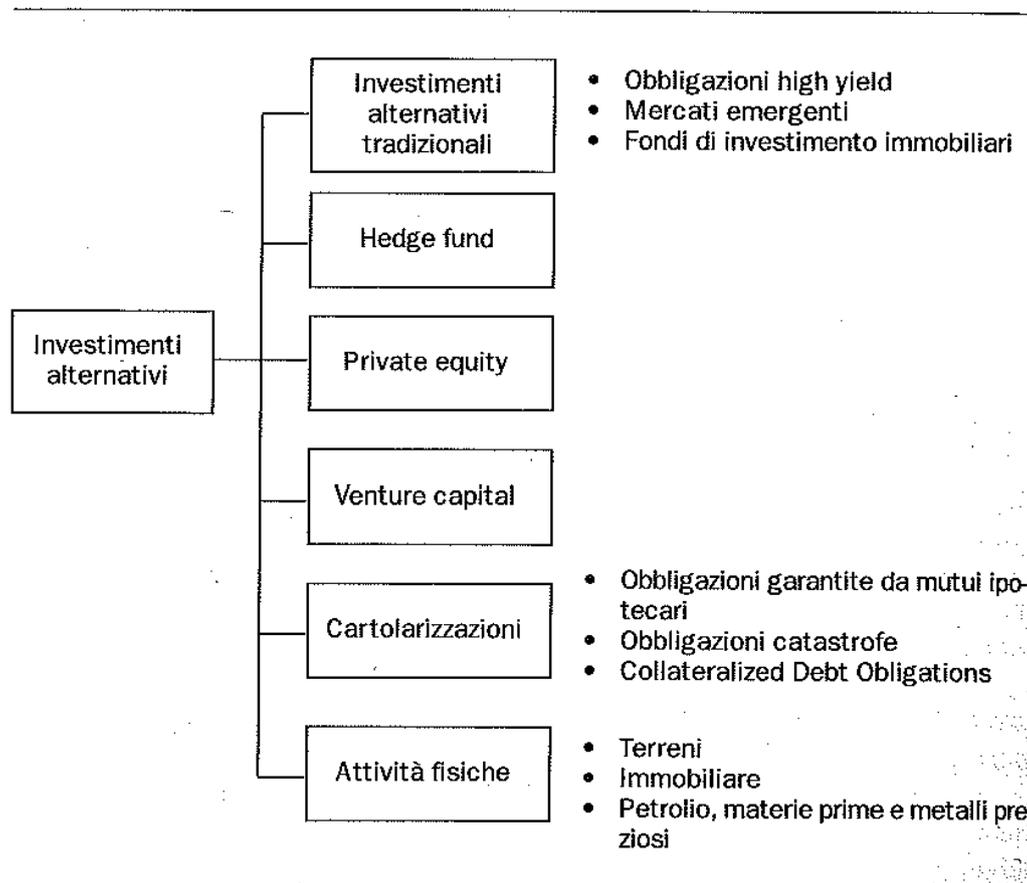
<sup>43</sup> In passato addirittura tali fondi erano destinati alla gestione da parte di particolari SGR apposite.

<sup>44</sup> v. LAZZARI, *Economia e Finanza degli Hedge funds*, Banca Impresa e Società, n. 3, 2000, fascicolo 3, 383

<sup>45</sup> Annex IX IMPACT ASSESSMENT Accompanying the document COMMISSION DELEGATED REGULATION supplementing Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council with regards to exemptions, general operating conditions, depositories, leverage, transparency and supervision, 95: "Hedging arrangement: combinations of trades on derivative instruments and/or security positions which do not necessarily refer to the same underlying asset and where those trades on derivative instruments and/or security positions are concluded with

speculative. All'interno della categorie dei fondi alternativi possiamo far rientrare gli hedge funds (che ne costituiscono la forma paradigmatica), i fondi di private equity<sup>46</sup> e di venture capital.

Di seguito uno schema illustrativo:



**NICHELE, STAFANINI, Hedge Funds – Investire per generare rendimenti assoluti, Finanza e mercati, Il Sole 24 ore, 2002**

the sole aim of offsetting risks linked to positions taken through the other derivative instruments and/or security positions.

Sulla finalità di copertura si veda CAPRIGLIONE, *I prodotti "derivati": strumenti per la copertura dei rischi o per nuove forme di speculazione finanziaria?*, Banca, Borsa, 1995, I, 359

<sup>46</sup> Annex IX IMPACT ASSESSMENT Accompanying the document COMMISSION DELEGATED REGULATION supplementing Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council with regards to exemptions, general operating conditions, depositories, leverage, transparency and supervision, 95: "Private equity: equity capital that is not quoted on a public exchange. Private equity consists of investors and funds that make investments directly into non-listed companies or conduct buyouts of public companies that result in a delisting of public equity. The majority of private equity consists of institutional investors and accredited investors who can commit large sums of money for long periods of time."

Tale precisazione risulta necessaria in quanto l'oggetto della Direttiva AIFMD su cui si concentrerà la nostra analisi menziona i fondi alternativi e non gli hedge funds, però per semplicità la parte descrittiva dell'analisi si concentrerà necessariamente su tale tipologia di fondo alternativo, in quanto principali rappresentanti della categoria<sup>47</sup>.

Prima di analizzare le singole caratteristiche risulta prioritario cercare di fornire una definizione di hedge fund, secondo STEFANINI *“un hedge fund è uno strumento di investimento che fornisce differenti caratteristiche di rischio/rendimento rispetto agli investimenti tradizionali in azioni e obbligazioni”*<sup>48</sup>.

La ragione per cui gli stessi possono essere considerati delle forme di investimento alternative sta nella particolare strategie di investimento e di gestione non sottostante a particolare vincoli legali, ma finalizzata al raggiungimento dell'obiettivo prefissato: rendimenti positivi a bassa volatilità, avulsi dall'andamento del mercato.

Tra le principali differenze con i fondi comuni ritroviamo anche il differente metodo di valutazione della performance: mentre nei primi la valutazione è relativa, in quanto basata rispetto ad un indice di riferimento (*benchmark*), nel caso dei fondi hedge non esiste un benchmark di riferimento ma solo una valutazione in termini assoluti, poiché disinteressata dall'andamento generale del mercato.

---

<sup>47</sup> MONTI, LEGUEL, *Gestione alternativa: gli Hedge Funds nei portafogli tradizionali*, Rivista Aiaf, luglio 2000, n.25

<sup>48</sup> STEFANINI, *Hedge Funds Strategie di investimento*, Finanza e mercati, Il Sole 24 ore, 2005

Altra differenza sostanziale risiede nel fatto che mentre i fondi comuni risultano sottoposti e regolamentati dalle istituzioni di vigilanza, con precise regole in materia di composizione di portafoglio, struttura organizzativa e processi utilizzabili, al contrario non essendoci una vincolante normativa in materia di hedge fund, gli stessi hanno piena libertà nella scelta degli strumenti finanziari da utilizzare, strategie di investimento, stile di gestione e struttura organizzativa<sup>49</sup>.

A seguito di tali ragioni, l'industria complessiva degli hedge funds è dominata da grande eterogeneità.

In ragione di ciò, è difficile dare una definizione univoca di hedge funds<sup>50</sup>, soprattutto in funzione del fatto che tale istituto è nato ed ha avuto maggiore sviluppo nel mondo anglosassone, in particolare negli Stati Uniti<sup>51</sup>.

Gli hedge funds sono fondi fondati da gestori con caratteristiche esemplari e che grazie a tale credibilità nel mondo economico si spingono verso percorsi di

---

<sup>49</sup> Per la particolarità del caso italiano v. Annunziata *Prefazione in MANULI A, MANULI E, MELACCIO, Gli hedge fund parlano italiano, Jackson Libri 2003*: "La specialità del caso italiano, rispetto a quanto si rinviene in altri ordinamenti o sistemi, è rappresentata dal fatto che i fondi speculativi vengono sottoposti alla generale disciplina di vigilanza, prevista per le altre tipologie di gestione collettiva. Viene, cioè, ad essere superato uno dei tratti distintivi dell'universo degli hedge fund, quale tipicamente declamato, e cioè il fatto di essere per l'appunto, un universo tendenzialmente "unregulated". Nel caso italiano, di contro, si assiste – a quanto consta per la prima volta nel pur variegato panorama internazionale – all'introduzione di una tipologia di fondo "alternativo" che si incardina perfettamente nel sistema generale dei soggetti e dei prodotti finanziari sottoposti a vigilanza pubblica, sulla base della disciplina di settore.

<sup>50</sup> In materia di hedge funds, si veda ATIYH-A.WALTERS, "Hedge funds – an overview", *Journal of International Banking and Financial Law*, vol. 19, n. 5, May 2004, ATTI DELLA CONFERENZA, *Hedge fund Conference*, organizzata da Borsa Italiana S.p.A, Milano, 28 giugno 2001, ATTI DELLA CONFERENZA, *Hedge funds e Fondi di fondi: alla ricerca della performance assoluta*, Milano, 9 ottobre 2001, BANCA D'ITALIA, "Struttura e tecniche operative degli hedge funds", *Bollettino economico*, febbraio 1995, n.24, BASILICO, *La gestione attiva si fa con gli hedge*, *Il Sole 14 Ore*, 29 settembre 1999, BAUMS-CAHN, *Hedge Funds Risk and Regulation*, De Gruyter Recht, Berlin, 2004

<sup>51</sup> Per un quadro generale del diverso sistema finanziario si veda SOROS, *Soros on Soros: Staying Ahead of the Curve*, New York: John Wiley & Sons, Inc, 1995, *passim* e SOROS, *The Alchemy of Finance*, New York: John Wiley & Sons, Inc, 2003, *passim*

investimento più rischiosi della media. Per quanto riguarda le caratteristiche fisiologico-strutturali: devono avere un limitato numero di partecipanti (requisito eliminato nell'ordinamento italiano); avere minimo di ingresso economico elevato; essere dotati di un livello di liquidità inferiore. In merito, invece, alle componenti dinamiche della strategie di investimento, essi possono utilizzare gli strumenti della vendita allo scoperto e della leva finanziaria. Esiste una particolarità anche in merito agli interessi dei soggetti coinvolti che, a seguito della partecipazione al capitale e alla remunerazione dei gestori, risultano allineati, eliminando ipotetici problemi di *moral hazard*.

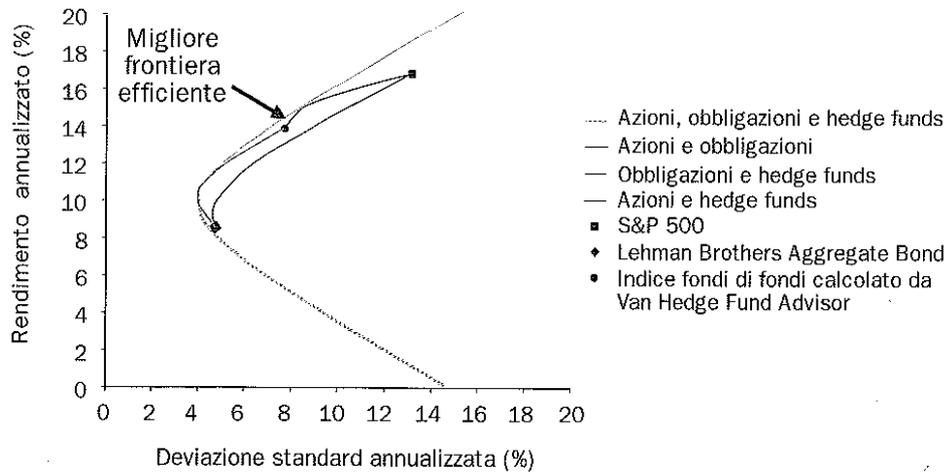
Tale allineamento avviene prevedendo da un lato delle commissioni di gestione sulle performance realizzate (solitamente superiori a quelle utilizzate negli altri fondi) e una commissione in misura fissa sul volume degli asset gestiti.

Le caratteristiche di un hedge fund risulterebbero complessivamente:

- utilizzo di particolari forme societarie;
- utilizzo varietà di strumenti finanziari (vendita allo scoperto, leverage, derivati);
- partecipazione al capitale dei manager/retribuzione dei manager legata alla performance;
- soglie minime di ingresso elevate, di conseguenza particolare natura degli investitori.

Secondo numerosi studi, definire tali fondi “speculativi” in ragione della maggiore rischiosità sarebbe poco corretto, in quanto gli stessi a parità di

condizioni sembrerebbero generare un rendimento annualizzato superiore a portafogli costituiti da azioni o obbligazioni. (come mostrato in tabella)



NICHELE, STAFANINI, Hedge Funds – Investire per generare rendimenti assoluti, Finanza e mercati, Il Sole 24 ore, 2002

### 1.3 Caratteristiche e struttura degli hedge funds

Al fine di comprendere al meglio il funzionamento di un hedge funds è bene approfondire le peculiarità che lo contraddistinguono.

Un primo aspetto, rilevante nella già nella fase costitutiva, è quello dell'ammontare minimo di sottoscrizione.

A tal riguardo, l'accesso a tale particolare veicolo di risparmio gestito risulta limitato ad investitori istituzionali o a persone fisiche in possesso di elevate risorse economiche. Le prime figure, in quanto tra le poche dotate delle capacità tecniche necessarie per poter valutare la qualità del prodotto<sup>52</sup>, le seconde poiché si presume che in presenza di un esborso elevato siano

<sup>52</sup> Gli investitori istituzionali sono soliti investire in tali tipologie di fondi per diverse finalità: i) Diversificazione: in quanto lo strumento degli hedge funds ha ridotta correlazione con la gestione ordinaria dell'investitore, per cui porta ad un'ottima diversificazione di portafoglio; ii) Miglioramento della performance: diviene un effetto fisiologico della diversificazione, riducendo la volatilità dell'investimento; iii) creazione di prodotti collegati: nel caso limite dei fondi di hedge. In tal caso di divengono l'elemento principale dell'intero investimento.

consapevoli dell'elevato rischio e di conseguenza la tutela fornita dalle istituzioni economiche venga limitata.

La stessa soglia di ingresso può variare all'interno di una forbice molto ampia: da 100.000 a 5.000.000 di dollari e oltre nell'esperienza statunitense.

	<i>Media</i>	<i>Mediana</i>	<i>Moda</i>
Dimensione del fondo	90 milioni	22 milioni	10 milioni
Minimo investimento richiesto	630.729	250.000	250.000
Management fee	1,3%	1,0%	1,0%
Performance fee	16,7%	20,0%	20,0%
Esperienza del gestore:			
– nella securities industry	17 anni	15 anni	10 anni
– nella gestione di portafogli	12 anni	10 anni	10 anni

*Percentuale di fondi con le seguenti caratteristiche:*

Il manager è un investment adviser registrato	68
Il fondo prevede un hurdle rate	18
Il fondo prevede un high water mark	87
Il fondo certifica il suo bilancio o le performance	96
Il manager ha almeno 500.000 dollari investiti nel fondo	79

Fonte: Van Money Manager Research, Inc., Nashville, TN, Usa.

Inoltre la richiesta del gestore potrebbe variare in base alla fase di vita del fondo; prevedendo nella fase iniziale una quota di ingresso inferiore, e al raggiungimento di livelli soddisfacenti in base alle sue previsioni, richiedere quote molto superiori alla previsione iniziale.

La richiesta è strettamente legata al volume in gestione ritenuto ottimale in base alla strategia di investimento adottata, in quanto più grande è il patrimonio gestito meno flessibile e fungibile è sul mercato.

Secondo aspetto di rilievo è la particolare struttura commissionale<sup>53</sup>. In tal senso, il gestore percepisce delle commissioni di sottoscrizione (al momento

<sup>53</sup> Nella composizione della remunerazione, la peculiarità presente negli hedge fund è data dall'elevata componente della performance fee, che in alcuni casi arriva a raggiungere la soglia del 25%.

Inoltre la struttura della remunerazione si differenzia totalmente da quella caratterizzante i mutual funds, in quanto in tale caso essa risulta fortemente legata, al contrario, agli asset tenuti in gestione, quindi alla management fee).

dell'ingresso nel fondo) delle commissioni di riscatto (al momento dell'uscita dal fondo) e delle c.d. “*performance fees*”, cioè legate all'andamento dell'investimento, di misura solitamente compresa tra l'1 e il 2% e percepite mensilmente o trimestralmente.

La remunerazione del gestore sarà così composta: COMMISSIONE DI INGRESSO + COMMISSIONE DI USCITA + COMMISSIONE DI GESTIONE ANNUALE (o *management fee*<sup>54</sup>) + COMMISSIONE DI INCENTIVO (o *performance fee*<sup>55</sup>).

---

STEFANINI, *Investment strategies of hedge funds*, Wiley Finance, 2006. 42: “*Some funds have become famous for their performance, their size, the aura of mystery surrounding them – since they release information only to their investors and are closed to new investors – and for their commissions, which have been said by some investors to be “outrageous”. Most hedge funds charge their clients with performance fees accounting for about one of fifth of profits, but you can get as high as one fourth, one third or even half the gains generated by hedge fund. A hedge fund’s rewarding system is asymmetric. Fund managers receive a portion of the profits but do not share in the losses. If a manager suffers a loss, he tends to take on greater risk showing a profit again. The best way to solve this asymmetry is when managers also own fund units, i.e., when they share a personal interest in the fund management: managers invest their own savings in the same place where hedge fund customers put their money. Ownership is a direct and powerful incentive that can guarantee a careful asset management.*”

ATHANASSIOU, *Hedge Fund Regulation in the European Union*, Kluwer Law International, 2009, 72: “*Hedge funds typically charge an annual “management” or “advisory” fee to cover operational costs (normally ranging from 1% to 2% of assets), as well as proportional participation or “incentive-based” fee, ranging from 20% to 50% of their net fund return often subject to a water-mark. This composite fee structure accounts for one of the crucial differences between hedge funds and other type of (regulated) funds. Whilst the lucrative hedge fund fee structure is not unjustified, considering the industry’s higher investment returns, hedge fund compensation arrangements and, in particular, their incentive-based philosophy, have not infrequently been portrayed as a serious hedge-fund “risk factor”, accounting for some, at least, of their managers, reckless investment decisions. It is telling that some commentators have asserted that the collection, by fund managers, of performance-based fee is nothing short of the raison d’être of the industry and that hedge funds are a “compensation scheme masquerading as an asset class”.*”

<sup>54</sup> STUART-MCCRARY, *How to Create & Manage a hedge fund*, Wiley Finance 2002 102 “*Hedge funds assess a flat fee based on the asset under management. The fee is usually between 1 percent and 2 percent per year. However, the fees are generally assessed monthly (or at least as frequently as investors are allowed to enter and exit the fund). For example, for a fund assessing 2 percent per year, 0.1667 percent of the assets (2%/12) may be charged each month. The fee applies to the NAV of the fund. This fee generally due whether the fund makes or loses money. Despite the sound of the phrase “net asset value”, the fee is actually applied to the investors’ equity in the fund. In other words, the netting reduces the asset value by the liabilities of the fund. The fund manager may assess a fee to the fund in aggregate or assess each investor*”

Le Performance fees costituisce la forma di incentivo rafforzata riconosciuta al gestore, evidenziandone il ruolo totalmente da protagonista nel rendimento totale del fondo.

Le varianti di tale struttura incentivante consistono principalmente in due ulteriori meccanismi di incentivo: l'*high water mark* e l'*hurdle rate*.

L'*high water mark*<sup>56</sup> rappresenta una soglia di rendimento residuale al di sotto del quale il gestore non ha diritto a percepire nessuna commissione di incentivo. Il gestore quindi non riceverà alcun compenso legato all'incentivo fino al recupero delle perdite subite. Ovviamente, la *ratio* di tale previsione consiste nella protezione dell'investitore che in caso di rendimento basso si troverebbe a corrispondere una performance fee "ingiustificata". Il tasso di rendimento minimo è indicato nel Regolamento del fondo e può essere legato a diverse variabili discrezionali.

---

*individually, depending on how the partnership records are maintained. Usually the limited and general partners are assessed the same fees."*

<sup>55</sup> STUART-MCCRARY, *How to Create & Manage a hedge fund*, Wiley Finance 2002, 103: "Hedge funds charge a performance fee, typically 20 percent of the return. For example, if the fund experiences a 10 percent return in a month, an incentive fee of 20 percent of that amount (not divided by 12 because there are nominal, not annualized returns) is charged to the fund and indirectly to the investors. Typically, incentive fees are not refunded if the fund experiences a loss in subsequent months."

<sup>56</sup> STUART-MCCRARY, *How to Create & Manage a hedge fund*, Wiley Finance 2002, 103: "Although incentive fees are generally not refunded following a loss, the investors are usually protected so that the manager earns no fee for making back a loss. In a typical structure, returns are determined by the NAV of a unit of participation in a fund. Each time the NAV reaches a new high level, the incentive fee is assessed. When a decline in NAV occurs (a loss is experienced), no incentive fee is assessed until the NAV exceeds the highest NAV used for incentive fee calculations. Some funds maintain the high-water marks for each individual investor and may trace multiple high-water marks on individuals if they add to their investments after a loss."

TRENNERT, *New Markets, New Strategies*, Mc Graw-Hill Professional, New York 2005: "the reference is to a provision in the fee agreement requiring the fund to achieve a minimum rate of return or to recoup any losses by new profits before its manager can claim his or her incentive fee."

L'*hurdle rate*<sup>57</sup> prevede il conseguimento della performance fee soltanto sulla quota parte di rendimento eccedente ad un tasso predeterminato – pari ad un tasso di mercato scelto o indicato in forma fissa. Per tale motivo risulta una clausola più restrittiva dell'*high water mark* poiché il gestore non preleverà il compenso legato alla performance in caso di diminuzione di valore del fondo.

Il ruolo primario del gestore, viene ulteriormente confermato, dalla veste che esso assume, nel caso degli hedge fund, di imprenditore in prima persona. I gestori quindi sono sottoscrittori dello stesso fondo, trasmettendo di conseguenza maggiore fiducia ai soggetti investitori (allineando gli interessi e limitando ipotetici problemi di *moral hazard*) e rappresentando un elevato elemento di responsabilizzazione. Il binomio potere-responsabilità raggiunge, negli hedge fund, la sua massima espressione. Tale interdipendenza è confermata oltre che dall'*high water mark* e dall'*hurdle rate* anche dalla partecipazione in prima persona. Il gestore può arrivare in alcuni casi anche a possedere la quota di maggioranza del fondo, esplicitando in maniera chiara e forte l'elevato livello di sicurezza nelle proprie capacità. Inoltre tale partecipazione riesce a rendere la struttura del fondo maggiormente gestibile, aumentando la velocità delle decisioni e rafforzando sempre più l'elemento personalistico che caratterizza la struttura nella sua interezza.

Ulteriore elemento peculiare degli hedge funds è costituito dal particolare orizzonte temporale di durata. Essendo una forma di investimento alternativa, la particolare strategia di investimento richiede tempi di realizzazione più

---

<sup>57</sup> STUART-McCRARY, *How to Create & Manage a hedge fund*, Wiley Finance 2002, 106: "A variation on the incentive fee sets a rate below which no incentive fees are collected. For example, if a fund has a 6 percent hurdle rate (annual), then incentives fees are collected only on the return that exceeds 6 percent in a year (or 0,50 percent in a given month).

lunghi rispetto ai canonici, necessitando, quindi, di una immobilizzazione più lunga dei capitali degli investitori. Si definisce *lock-up period*: la soglia temporale all'interno di cui, l'investitore non può richiedere il rimborso delle quote.

Le quote risultano, pertanto, vincolate per un periodo che oscilla solitamente tra i 3 e i 12 mesi e che in alcuni casi può arrivare anche a 5 anni. Tale caratteristica sottolinea ancora una volta l'alto livello di rischiosità degli hedge funds o quanto meno la scarsa fungibilità dell'investimento che, solitamente, diviene immobilizzato per periodi più o meno lunghi.

L'esistenza di tale clausola rafforza l'attività gestoria del fondo garantendo: maggiore certezza sulla disponibilità delle somme da gestire, assenza di problemi burocratici legati all'ingresso/uscita dei sottoscrittori (ed elimina la possibilità di ingresso per gli investitori con brevi orizzonti temporali), risulta coerente ad una pianificazione di medio termine, elimina il pericolo dell'eccesso di richieste di rimborso e del conseguente danno che potrebbe creare all'intera strategia di investimento.

L'ultimo elemento di dettaglio degli hedge funds è costituito dalla trasparenza nei confronti del mercato. Solitamente e tradizionalmente tale tipologia di fondi è stata contraddistinta da una scarsa tendenza alla diffusione di informazioni e dati relativi alla gestione nel complesso e alla composizione del portafoglio e livello di leva utilizzato nello specifico<sup>58</sup>.

---

<sup>58</sup> Ovviamente la frequenza e il dettaglio delle informazioni diffuse per il singolo fondo, in mancanza di una disciplina unitaria, dipendono dal Paese d'origine e dalla scelta discrezionale del singolo gestore. Anche se la tendenza diffusa ormai negli ultimi anni è quella di aumentare la qualità e il volume dei flussi informativi, consentendo anche l'accesso agli investitori ai dati del fondo.

Nel caso dei fondi comuni, il livello di informativa quotidiana è molto elevato, basti pensare al calcolo del valore della quota del fondo<sup>59</sup>.

Proprio su tale aspetto è incentrata l'analisi complessiva, nella valutazione dunque dell'impatto sull'efficienza che una disciplina più rigida in materia di trasparenza può dare.

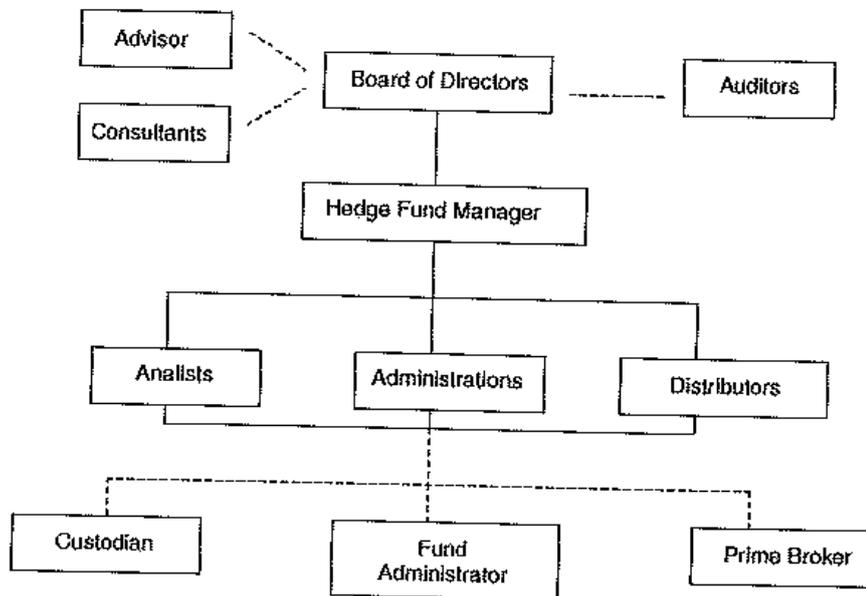
La mancanza di trasparenza nei confronti dell'investitore deriva, oltre che dalla limitatezza di informazioni ricevute dal gestore, anche dalla scarsa comprensione dell'estremo tecnicismo che governa la strategia di investimento<sup>60</sup>.

---

<sup>59</sup> STUART-McCRARY, *How to Create & Manage a hedge fund*, Wiley Finance 2002, 112: "Mutual funds typically calculate and publish the net asset value (NAV) of their shares daily. Hedge funds frequently calculate their NAV only on days when entry and exit is possible (monthly or quarterly) and do not make the NAVs available to the general public. Mutual funds publish complete details of their positions, including issues and quantities, albeit only quarterly and with a delay. Hedge funds tend not to provide these details to the public at large and some will not provide them to any investor."

<sup>60</sup> Si è in presenza dei noti fenomeni che la letteratura economica definisce "asimmetria informativa" e "razionalità limitata". In quanto nel primo caso, il gestore possiede un bagaglio di informazioni largamente superiore rispetto all'investitore, mentre nel secondo caso, appare pacifico affermare che l'investitore non può arrivare a comprendere nella sua interezza e nella sua complessità l'operato e la gestione del fondo di cui è sottoscrittore. Bisogna però specificare che una piccola garanzia per il sottoscrittore è data dalla prassi ormai consolidata della certificazione del bilancio annuale da parte del fondo.

La composizione di un hedge fund, dal punto di vista delle interazioni e ruoli tra i soggetti coinvolti può essere schematizzata come segue:



A, MANULI E, MELACCIO, *Gli hedge fund parlano italiano*, Jackson Libri 2003

Tale struttura paradigmatica è applicabile con gli opportuni adattamenti ai singoli ordinamenti statali. Come sottolineato già in precedenza il ruolo dominante e centrale all'interno dell'intera struttura è ricoperto dall'*Hedge Fund Manager*, per l'elevata autonomia che caratterizza la sua attività, capace di determinare l'esito dei rendimenti e l'approccio in termini di rischio dell'intera strategia di investimento.

Auditor e Advisor sono i soggetti che insieme ai Consultant supportano l'azione del Board nella definizione strategica del Fondo. I primi con compiti di controllo e gestione del rischio, i secondi fornendo una consulenza continuativa in materia legale (soprattutto in fase autorizzativa) e strategica (soprattutto nelle scelte di posizionamento geografico e sul mercato).

#### 1.4 Tecniche e strategie di investimento principali:cenni

Come già sottolineato in precedenza, il Regolamento del Fondo costituisce il documento principale su cui si fonda il rapporto tra l'investitore e il gestore. Tale documento indica oggetto e caratteristiche dell'investimento e in taluni casi (peraltro rari) potrebbe limitare la strategia di investimento inserendo particolari restrizioni<sup>61</sup>.

Tale sistema incentiva, ancora una volta, lo stretto legame esistente tra l'andamento in termini di performance del fondo e la remunerazione del gestore. (legata solo per una piccola parte ai volumi gestiti e per la maggior parte legata invece alle commissioni di performance).

La minore dimensione degli hedge funds, rispetto ai fondi comuni, determina una totale flessibilità nell'evoluzione della strategie di investimento, permettendo agli stessi di reagire repentinamente ai diversi stimoli ricevuti dal mercato e di adattarsi in maniera agevole agli svariati contesti macroeconomici. Inizialmente gli hedge funds offrivano agli investitori una forma di copertura rispetto ai mutamenti endogeni del mercato, cercando di limitare i rischi potenziali, eseguendo operazioni speculari di acquisto a titolo definitivo di titoli azionari e contemporaneamente eseguendo operazioni di *short selling* sui titoli in ribasso, cercando di bilanciare la totale performance del portafoglio. Con il passare del tempo, l'attività caratteristica raggiunse sempre più connotati tipici dell'attività speculativa, incentivata anche dalla nascita e

---

<sup>61</sup> Ovviamente ciò nella prassi non avviene, in quanto una delle caratteristiche peculiari degli hedge funds è proprio data dall'ampiezza della delega. Nelle altre tipologie di fondo, l'attività di investimento è vincolata dall'influenza data dal benchmark, cioè il parametro oggettivo di riferimento nella misura della rischiosità del fondo. Ciò conferma anche il differente obiettivo di fondo, costituito per gli hedge funds dall'ottenimento del rendimento in termini assoluti, mentre per i fondi comuni dal raggiungimento di performance relative dunque legate ad indici oggettivi.

diffusione dei prodotti derivati, in quanto strumenti caratterizzati da elevatissima rischiosità<sup>62</sup>.

Sul legame tra l'instabilità di mercato e l'attività degli hedge funds esistono posizioni contrastanti: per alcuni, tali fondi riducono la volatilità in quanto operano secondo dinamiche razionali: vendendo posizioni corte quando i prezzi salgono e comprando quando scendono; per altri invece i fondi alternativi svolgono un ruolo di guida e modello per il mercato, suscitando negli altri operatori comportamenti di emulazione, incanalando le scelte allocative nella stessa direzione e ampliando la portata di eventuali errori.

Tra le principali caratteristiche della strategia di investimento dei fondi<sup>63</sup> alternativi abbiamo l'utilizzo dello short selling<sup>64</sup>.

Secondo Borsa Italiana: *“La vendita allo scoperto (o short selling) è un'operazione finanziaria che consiste nella vendita di strumenti finanziari non posseduti con successivo*

---

<sup>62</sup> Negli hedge funds ancor più che negli altri veicoli di investimento è centrale l'attività di brokeraggio, in quanto essendo il portafoglio caratterizzato da un'ampia flessibilità necessita di variazioni frequenti, al fine di mantenere il profilo di rischio potenziale desiderato e approfittare di eventuali improvvise oscillazioni dei prezzi dei titoli appetibili.

<sup>63</sup> per le altre strategie di investimento v. NICHELE, STAFANINI, Hedge Funds – Investire per generare rendimenti assoluti, Finanza e mercati, Il Sole 24 ore, 2002: *“Caratteristica comune delle strategie di investimento è l'abilità del gestore dell'hedge fund nell'attività di securities selection e di market timing, ossia rispettivamente, la capacità di selezionare i titoli ritenuti non correttamente valutati dal mercato e la scelta del momento più opportuno in cui assumere o chiudere le posizioni. Le principali strategie di investimento possono essere utilizzate singolarmente per caratterizzare un singolo hedge fund, oppure possono essere combinate tra loro nella gestione dello stesso fondo. Le principali strategie sono: 1) arbitraggio sui titoli a reddito fisso (fixed income arbitrage); 2) long/short equity; 3) equity market neutral; 4) arbitraggio sulle obbligazioni convertibili (convertible bond arbitrage); 5) eventi societari (event driven) 5.1) arbitraggio su fusioni e acquisizioni (merger arbitrage) 5.2) società in difficoltà (distressed securities); 6) macro; 7) settoriali; 8) mercati emergenti (emerging markets); 9) vendite allo scoperto (short selling); 10) index arbitrage; 11) managed futures; 12) statistical arbitrage*

*Si veda anche, LEDERMAN - KLEIN, Hedge Funds - Investment and portfolio strategies for the institutional investor, 1995, passim*

<sup>64</sup> Per approfondire le azioni che possono diventare oggetto di short selling v. MANULI A, MANULI E, MELACCIO, Gli hedge fund parlano italiano, Jackson Libri 2003, *passim*

*riacquisto. Questa operazione si effettua se si ritiene che il prezzo al quale gli strumenti finanziari si riacquisteranno sarà inferiore al prezzo inizialmente incassato attraverso la vendita. Nel caso in cui si verificasse quanto detto, il rendimento complessivo dell'operazione sarà positivo; al contrario risulterà negativo se il prezzo dello strumento è aumentato.”<sup>65</sup>*

---

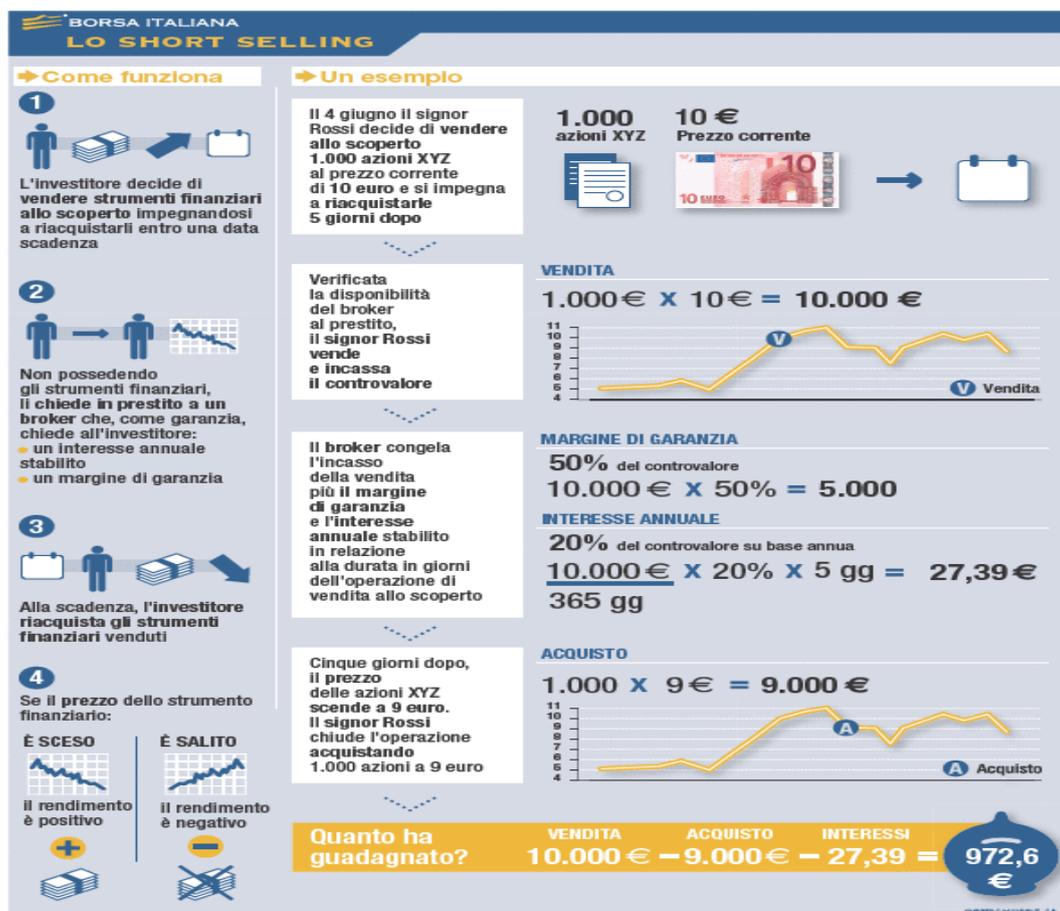
<sup>65</sup><http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/short-selling.htm> “Colui che decide di vendere strumenti finanziari allo scoperto, non essendo in possesso degli stessi, deve richiederli in prestito ad un broker e, entro una certa scadenza, riacquistare gli strumenti per riconsegnarli al cedente. Solitamente, per il prestito suddetto, viene pagato un interesse annuale al broker in relazione alla durata in giorni dell'operazione di vendita allo scoperto. Oltre a pretendere l'interesse annuale stabilito (che può variare anche in base al singolo titolo), il broker richiede un margine di garanzia per l'operazione (ad esempio il 50% del controvalore scambiato). La logica che sta dietro ad una operazione di vendita allo scoperto è invertita rispetto a quella di una normale operazione, la quale prevede prima l'acquisto e poi la vendita dello strumento e che può quindi essere utilizzata in fasi di discesa dei mercati. Ricordiamo inoltre che il profitto potenziale in caso di vendita allo scoperto, è ridotto rispetto ad una normale operazione di acquisto con successiva vendita. Se infatti non c'è un limite superiore all'apprezzamento del valore di uno strumento finanziario, c'è un limite inferiore pari a zero. Parallelamente, in virtù di questa considerazione, per il venditore allo scoperto la perdita potenziale è illimitata. E' questo il motivo per cui, come detto in precedenza, il broker non solo congela i fondi provenienti dalla vendita allo scoperto, a garanzia e copertura del successivo riacquisto, ma richiede anche un ulteriore importo (il margine di garanzia) per tutelarsi dalla possibilità che il venditore riesca a ricoprirsi riacquistando i suddetti strumenti finanziari con prezzi considerevolmente maggiori a quelli di vendita.”

Per una migliore comprensione si veda:

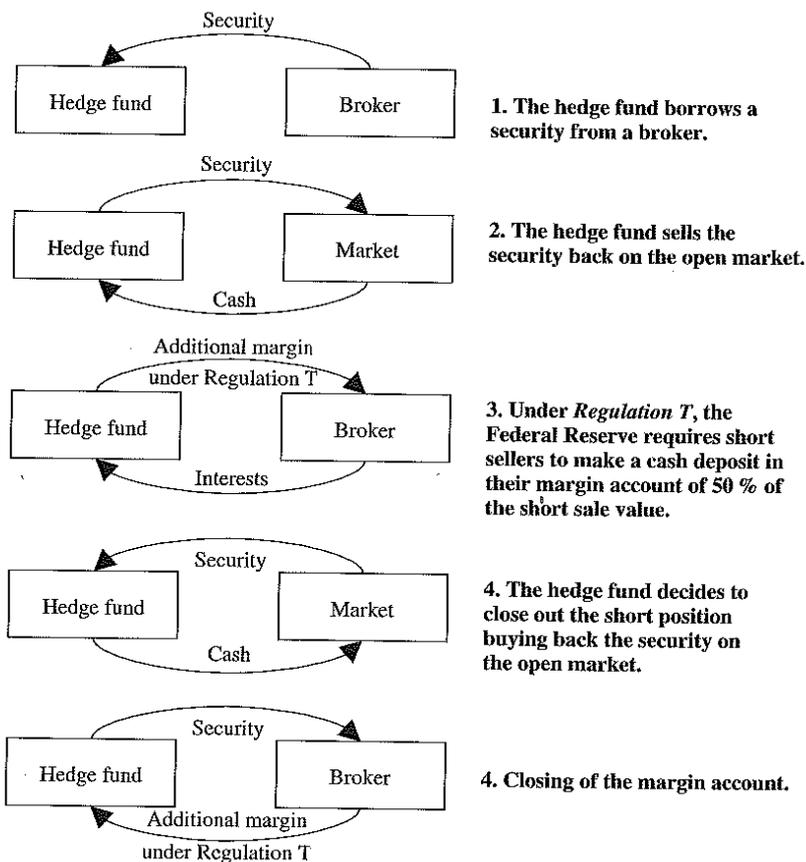
Essendo lo short selling basato sulla previsione del venditore, diviene nuovamente di fondamentale importanza la capacità dell'investitore, poiché otterrà un profitto pari alla differenza tra il prezzo incassato al momento della vendita e il prezzo sostenuto il giorno della chiusura della posizione, ovviamente al netto della commissione incassata dal broker<sup>66</sup>.

Lo stesso short selling è però limitato o sottoposto a particolari condizioni dall'ordinamento di appartenenza del fondo.

Per quanto riguarda l'utilizzo specifico dello short selling da parte dei fondi alternativi ci si può riferire al seguente schema:



<sup>66</sup> Risulta immediato notare come il guadagno potenziale derivante da un'operazione di short selling è caratterizzato da un limite ben preciso, cioè l'intero valore monetario incassato al momento della vendita (il profitto sarebbe pari a tale valore, qualora per assurdo il valore di vendita sarebbe prossimo allo zero) mentre il rischio derivante da un apprezzamento del titolo è infinito.



STEFANINI, *Investment strategies of hedge funds*, Wiley Finance, 2006 p 30

Il portafoglio di un hedge fund risulta quindi costituito da posizioni lunghe in azioni sottovalutate controbilanciate da posizioni corte in azioni sopravvalutate, allo scopo di limitare o annullare il rischio sistemico del mercato. Il gestore deve riuscire a sfruttare i potenziali disallineamenti temporanei tra il valore stimato del titolo e il valore nominale di mercato. Banalmente, se il valore è ritenuto dall'investitore superiore a quello di mercato allora si acquisterà una posizione lunga, mentre, se il valore è valutato come inferiore rispetto all'effettiva quotazione, si assumerà una posizione corta. Oltre alla valutazione di natura quantitativa e in termini assoluti, diviene fondamentale la scelta del corretto *timing* tra vendita e acquisto<sup>67</sup>.

<sup>67</sup>MANULI A, MANULI E, MELACCIO, *Gli hedge fund parlano italiano*, Jackson Libri 2003, Il successo della strategia long/short equity dipende in gran parte dalla conoscenza e esperienza

Un'altra delle strategie principali utilizzate dai gestori di hedge funds è l'arbitraggio su obbligazioni convertibili<sup>68</sup>. La strategia si basa sull'acquisto di obbligazioni convertibili, coperta dalla vendita contestuale di un numero di azioni della medesima società, in funzione di copertura. Più nello specifico, viene acquistata l'obbligazione convertibile e venduta allo scoperto l'azione sottostante, cercando di neutralizzare l'eventuale volatilità del prezzo dell'azione. La variazione del prezzo dell'opzione convertibile al cambiamento del prezzo del sottostante o dell'opzione determina il numero delle azioni da

---

che il fund manager ha acquisito in uno specifico mercato o settore, per tale motivo esistono alcune differenti sottoclassi all'interno degli hedge Fund che utilizzano tale strategia: i) Sector funds: fondi specializzati nell'acquisto e vendita di titoli appartenenti ad un unico settore; ii) Emerging Market Funds: ricercano paesi, mercati, settori con buone potenzialità di sviluppo e in genere si tratta di fondi con portafogli molto diversificati allo scopo di sfruttare un maggior numero di opportunità e, trattandosi in genere di investimenti con esito incerto, di non rischiare troppo capitale su una sola posizione; iii) Euro-equity funds: fondi specializzati nei mercati azionari europei, essendo complesso per un gestore avere una competenza globale su tutti i mercati; Global/International funds: fondi che assumono posizioni lunghe e corte in tutti i mercati azionari del mondo. Categoria molto rara a causa della difficoltà nello studio contemporaneo di più mercati azionari.

<sup>68</sup> sulla natura delle obbligazioni convertibili v. CAPARRELLI, "Economia dei Mercati Finanziari. Il Mercato Azionario", McGraw Hill, 1998, pag.25 e seg. *"Le obbligazioni convertibili sono strutture composte da una obbligazione con cedola (fissa o variabile) e un'opzione di acquisto dell'azione della stessa (con procedimento diretto) o di una terza società (procedimento indiretto); il possessore del titolo ha la facoltà di decidere se convertire (esercitare l'opzione), ritirare l'azione dando in cambio l'obbligazione oppure se mantenere il titolo in portafoglio. Il possessore della convertibile percepisce un interesse periodico e, nell'ipotesi di non conversione, ha diritto al rimborso del capitale a scadenza.; se converte acquisisce i diritti tipici dell'azione che ottiene. Per l'emittente, la convertibile ha il vantaggio rispetto al "puro" prestito obbligazionario di un basso onere per interessi; la differenza tra i due tassi è parte del costo della facoltà che il risparmiatore paga. Nel procedimento indiretto, gli emittenti sono due ed hanno un "rating" differente: la società che emette le azioni e l'intermediario che colloca le convertibili; la prima ha un "rating" peggiore del secondo che si indebita ad un tasso migliore di quello che potrebbe spuntare la società"*

MANULI A, MANULI E, MELACCIO, Gli hedge fund parlano italiano, Jackson Libri 2003: *"Un'obbligazione convertibile è un ibrido tra uno strumento a reddito fisso e un titolo azionario; essa comprende, infatti, una clausola che garantisce al detentore il diritto (e non l'obbligo) di convertire tale obbligazione in un numero predeterminato di azioni della società emittente, in un qualsiasi momento antecedente la scadenza del titolo stesso (nel calcolo del rapporto di conversione, cioè del numero di azioni in cui è possibile convertire l'obbligazione, la società terrà quindi conto di essere venditrice di un diritto di opzione di tipo Americano."*

vendere allo scoperto, ed essendo tale variazione mutevole nel tempo, essa richiede numerosi aggiustamenti *day-by-day*.

L'obiettivo dell'investimento è dunque quello di individuare le obbligazioni convertibili in vendita ad un prezzo inferiore rispetto al valore storico ed effettuare transazioni che possano neutralizzare eventuali sconvolgimenti del mercato. Al fine del raggiungimento di tale obiettivo, diviene fondamentale la corretta individuazione dell'*hedge ratio*, cioè del coefficiente che determina il numero di azioni da vendere allo scoperto per un corretto controbilanciamento delle fluttuazioni del prezzo dell'obbligazione convertibile. Per far ciò, l'investitore deve individuare correttamente il peso che la parte azionaria assume rispetto all'obbligazione convertibile e come si modifica il prezzo complessivo del titolo al variare del sottostante.

Tale strategia viene erroneamente identificata come una strategia di arbitraggio. Con il termine arbitraggio si intende la possibilità di generare guadagni attraverso attività finanziarie grazie al disallineamento tra mercati diversi, senza essere sottoposti a rischi rilevanti. In realtà, la strategia di *convertible arbitrage* è sottoposta a parecchi rischi (rischio di credito, rischio di variazione dell'interesse, rischio di riduzione della disponibilità liquida del gestore), sebbene limitabili grazie alla bravura del gestore.

Ulteriore caratteristica peculiare degli hedge funds, forse la principale è costituito dall'impiego della leva finanziaria<sup>69</sup>. Tale aspetto, fortemente

---

<sup>69</sup> Per il sistema delle garanzie di tali finanziamenti (Prime brokerage), si veda LENER, *Le garanzie nei finanziamenti dei fondi hedge (il cd prime brokerage)*, Banca borsa, 2007, 22 e LENER, *Il contratto di prime brokerage*, in Contratti del mercato finanziario, Torino 2011, 895

caratterizzante i fondi speculativi, ha portato spesso a definire gli hedge funds come “*leveraged funds*”.

L'utilizzo della leva finanziaria consiste nella possibilità in capo al fondo di assumere prestiti in proporzione al capitale gestito, entro un limite ben preciso e specificato dall'ordinamento di appartenenza e diverso in base alla diversa tipologia del veicolo di investimento. L'utilizzo della leva, consistendo nell'accesso al credito al fine di accrescere il rendimento del capitale conferito presenta fisiologicamente notevoli rischi, amplificando sia il guadagno che le perdite potenziali. Da un punto di vista quantitativo, il grado di leverage corrisponde al rapporto tra il controvalore totale delle attività e il capitale netto anche se più precisamente andrebbe calcolato, aggiungendo una ponderazione in termini di rischio<sup>70</sup>.

La portata della leva dipende da svariati fattori: tipo di strategia intrapresa, natura delle attività finanziarie in portafoglio, tasso di rischiosità degli investimenti, attitudine al rischio del gestore e soprattutto costo del leverage che per generare rendimenti positivi dovrà necessariamente essere inferiore al rendimento atteso della gestione. Quindi ad esempio qualora l'oggetto principale dell'investimento mobiliare corrisponda a titoli di Stato allora la portata della leva potrà essere ampia mentre nel caso di investimento in titoli emessi da soggetti residenti in stati emergenti, l'impiego della leva sarà necessariamente più ridotto. Ovviamente tale meccanismo non è sempre così semplice e lineare.

---

<sup>70</sup> Considerando che le strategie di investimento degli hedge funds implicano l'assunzione di posizioni corte su titoli azionari, porre per il calcolo del grado di leverage a numeratore il valore delle posizioni complessivamente assunte e al denominatore il totale degli asset sarebbe inappropriato, in quanto non darebbe la reale dimensione di tale rapporto.

L'utilizzo della leva è condizionato anche da un fattore di natura esogeno: il livello di liquidità del mercato.

Le modalità di utilizzo della leva sono svariate: oscillano dall'attività di acquisto di titoli a credito all'utilizzo di pronti contro termine<sup>71</sup> passando per swap, opzioni, futures e in generale finanza strutturata. Bisogna comunque sottolineare che gli hedge funds non sono gli unici intermediari a fare uso del leverage: svariate istituzioni finanziarie come le grandi banche di investimento hanno dei *leverage ratio* in media molto più elevati rispetto agli hedge funds.

Nel caso italiano, il Provvedimento della Banca d'Italia dell'8 maggio 2012, contenente il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, specifica al Titolo V Sezione 2 Paragrafo 3.1.1: *“Il regolamento dei fondi chiusi che assumono partecipazioni in società (es.: fondi di private equity o venture capital) indica se è possibile – nel rispetto delle riserve di attività previste dall'ordinamento – concedere prestiti funzionali o complementari all'acquisto o alla detenzione di partecipazioni, prevedendone modalità e limiti (cfr. Titolo V, Capitolo III).”*

Tale limite viene elevato nel caso dei fondi immobiliari in quanto il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio prevede al Titolo V Sezione 5 Paragrafo 6.2: *“Gli OICR possono assumere prestiti, direttamente o tramite società controllate, nel limite massimo del 60 per cento del valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari, delle partecipazioni in società immobiliari e delle parti di altri fondi*

---

<sup>71</sup> STEFANINI, Hedge Funds Strategie di investimento, Finanza e mercati, Il Sole 24 ore, 2005: *“il repurchase agreement o Repos è il contratto col quale un operatore che dispone di titoli si impegna a venderli a una controparte, una banca o altra istituzione finanziaria, e a ricomprarli in un momento successivo a un prezzo più alto, ottenendo in cambio i fondi di cui necessita. L'accordo è in tal modo garantito dai titoli dati in pegno, e la differenza fra il prezzo forward (o prezzo a termine) e il prezzo spot (o prezzo a pronti) rappresenta l'interesse percepito dal datore di fondi. L'operazione, per quest'ultimo, rappresenta un impiego di fondi, e dal suo punto di vista è un reverse repo.”*

*immobiliari, e del 20 per cento del valore degli altri beni. Entro tale limite complessivo, i fondi immobiliari possono assumere prestiti, fino al limite del 10 per cento del valore complessivo netto del fondo, per effettuare rimborsi anticipati in occasione di nuove emissioni di quote<sup>72</sup>.” Mentre per gli altri fondi chiusi: “Gli OICR possono assumere prestiti, anche per effettuare rimborsi anticipati in occasione di nuove emissioni di quote, entro il limite massimo del 10 per cento del valore complessivo netto del fondo.”*

In materia di fondi speculativi<sup>73</sup>, il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio prevede al Titolo V Sezione 7 sancisce una libertà maggiore a favore di tali fattispecie, prevedendo: *“I fondi speculativi investono il proprio patrimonio nei beni indicati nel regolamento del fondo<sup>74</sup>. Il regolamento dei fondi speculativi può stabilire limiti diversi da quelli previsti nel presente Capitolo, fermi restando il rispetto delle disposizioni in materia di attività riservate e l’esigenza di assicurare un frazionamento degli investimenti coerente con gli obiettivi di ottimizzazione del portafoglio. I fondi di fondi*

---

<sup>72</sup> Non pochi dubbi ha suscitato in dottrina l’interpretazione del seguente criterio per il calcolo del valore degli immobili, precisato sempre dal Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio prevede al Titolo V Sezione 5 Paragrafo 6.2: *“Il valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari, da utilizzare come riferimento per calcolare il limite di assunzione di prestiti dei fondi immobiliari, è pari alla media tra il costo storico e il valore determinato in base ai criteri di valutazione del patrimonio del fondo, previsti nel Titolo V, Capitolo IV (valore attuale). Qualora il valore attuale degli immobili sia inferiore al costo storico degli stessi e resti tale per almeno un esercizio, il valore di riferimento per calcolare il limite di assunzione dei prestiti è il valore attuale.”*

<sup>73</sup> La nota intergrativa del rendiconto del fondo, nel caso degli speculativi dovrà inoltre fornire indicazioni circa:

- l’utilizzo del Prime Broker indicandone denominazione e caratteristiche;
- il valore massimo e medio del rapporto percentuale raggiunto nell’anno tra l’importo dei finanziamenti ricevuti e il valore dei beni costituiti a garanzia del finanziamento nonché tra questi ultimi e il totale delle attività;
- il livello massimo e medio di leva finanziaria che il fondo ha raggiunto nel periodo, calcolato come rapporto tra la somma delle posizioni lunghe e corte (comprensive dei prodotti derivati) e il valore complessivo netto del fondo, indicando le operazioni poste in essere con finalità di copertura;
- i consulenti esterni (denominazione, residenza, ecc..) di cui la SGR si è avvalsa per l’attività di investimento.

<sup>74</sup> Tali beni possono essere anche diversi da quelli indicati nell’art. 4, comma 2, del D.M

*possono investire il patrimonio in OICR (fondi di primo livello) che a loro volta investano in altri OICR (fondi di secondo livello) solo ove questi ultimi siano direttamente investiti in strumenti finanziari diversi dagli OICR”.*

## 2. DISCIPLINA COMUNITARIA DEI FONDI ALTERNATIVI DI INVESTIMENTO

*“Sono convinto che scrivere prosa non dovrebbe essere diverso dallo scrivere poesia; in entrambi i casi è ricerca d'un'espressione necessaria, unica, densa, concisa, memorabile”*

(Calvino, *Lezioni Americane*)

### 2.1 La genesi della disciplina comunitaria: dalla UCITS alla AIFMD

Il processo di regolamentazione della materia da parte delle istituzioni europee è stato caratterizzato nel corso degli anni da diverse fasi, dotate di intensità diverse e caratterizzate da scelte strategiche spesso poco omogenee.

La crisi finanziaria del 2008 ha inevitabilmente messo a nudo la necessità di pervenire ad una omogenea regolamentazione in materia di fondi alternativi, evidenziando la debolezza complessiva dell'intero sistema finanziario e la responsabilità (reale o meno) a carico dell'industria dei fondi alternativi<sup>75</sup>.

---

<sup>75</sup> LUCIANO, La Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi, Contratto e impresa/Europa n. 2/2011, 607: *“dobbiamo ancora osservare che la crisi ha reso manifesta la vulnerabilità del sistema finanziario mondiale, e dimostrato che i rischi legati un settore possono pregiudicare rapidamente tutto il sistema finanziario e bancario, con imprevedibili conseguenze a catena per tutti gli intermediari e per la stabilità del sistema economico. Gli hedge fund e, in minor misura, i fondi di private equity, erano stati accusati, se non di aver direttamente causato la crisi, di aver contribuito ad aggravarne la portata. Di fatto, in seguito a (i) un incremento dell'insolvenza degli investitori, (ii) un inizio di richieste di rimborso e di liquidazione delle quote e (iii) una forte diminuzione della leva concessa dalle banche, i fondi cominciarono a liquidare i loro assets in massa, frequentemente sotto il prezzo di mercato, facendo precipitare le relative quotazioni e, verosimilmente, compromettendo anche la liquidità dei mercati. Per siffatte ragioni, entro la fine del 2008 e la metà del 2009, tutte le autorità di vigilanza sotto la cui giurisdizione erano costituiti dei fondi speculativi regolamentarono o consentirono l'inserimento di gates o la*

Come sottolinea GUFFANTI<sup>76</sup>: “La gestione efficiente della dimensione transfrontaliera del rischio richiede un approccio coordinato alla sorveglianza dei processi di gestione dei rischi e meccanismi chiari che consentano alle Autorità di vigilanza di gestire detti rischi, sia a livello nazionale che a livello europeo, tramite una collaborazione effettiva basata sullo scambio di informazioni. Per tali ragioni, in occasione del vertice di Londra dell'aprile 2009, i membri del G20 convennero sulla necessità di registrare i fondi speculativi, o i loro gestori, e di imporre loro l'obbligo di fornire su base continuativa le opportune informazioni alle autorità di vigilanza o di regolamentazione. Ciò contribuì a dare risalto all'inappropriatezza dell'intero impianto normativo, conseguenza della frammentazione delle fonti sia da un punto di vista contenutistico (essendo la materia disciplinata dalle disposizioni di diritto comune, diritto societario e diritto comunitario) che a causa di potenziali conflitti tra diversi ordinamenti potenzialmente applicabili. L'assunto di

---

costituzione di side pockets. I gates sono misure specifiche per dilatare i flussi di rimborso agli investitori, mentre i side pockets sono veicolo stabiliti specialmente per trasferirvi beni o investimenti illiquidi presenti nel portafogli dei fondi. Tali fondi di investimento, in particolare, sono vulnerabili ad una serie di rischi, che producono effetti diretti non solamente sugli investitori di quei fondi, ma rappresentano altresì una minaccia per i creditori, per le controparti delle transazioni e, anche, per la stabilità e l'integrità dei mercati finanziari nel loro complesso. In considerazione dei fattori ricordati, lo stesso legislatore comunitario indicò nella relazione accompagnatoria alla proposta di Direttiva che la nuova disciplina era stata concepita per rispondere a questioni che esigevano l'adozione di disposizioni specificamente applicabili ai gestori dei fondi di investimento alternativi e alle loro attività, includendo specificamente quelle di carattere transfrontaliero”

Report of the Alternative Investment Expert Group, European Commission Internal Markets and Services DD, July 2006: “There is little evidence to suggest that hedge funds threaten financial stability. Some concerns have been expressed, for instance about the growing impact of hedge funds on the revenues of investment banks (revenue dependence). However, the difficulties triggered by the failure of the world's largest hedge fund (LTCM) in 1998 have prompted the tightening up of controls as investment banks have significantly improved the way in which they manage their exposures to hedge funds (greater selectivity, more collateralisation etc). Several public and private initiatives have been launched to improve the risk management practices of the counterparties to hedge funds, and these have led to sounder practices. They specifically address areas such as banks' policies and procedures when dealing with institutions employing leverage, information gathering and credit analysis, exposure measures and the monitoring of such exposures, credit limits, and the link between credit enhancement tools (e.g. financial collateral or additional termination events) and the specific characteristics of such high-leverage institutions.”

<sup>76</sup> GUFFANTI, La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni, Le Società 10/2011

*fondo alla base di tale approccio e` che i gestori di fondi di investimento alternativi sono responsabili della gestione di un volume consistente di attività finanziarie nell'Unione e – rappresentando volumi significativi di scambi sui mercati degli strumenti finanziari - possono contribuire a diffondere o ad amplificare i rischi in tutto il sistema finanziario. Questi rischi, che si presentano sotto molteplici forme, non soltanto interessano gli investitori nei fondi stessi, ma possono avere anche ripercussioni per i creditori, per le controparti e, quindi, per la stabilità dei mercati.”*

La stessa Direttiva AIFMD nei primi considerando ha specificato come:  
*‘L’impatto dei gestori sui mercati in cui operano è in gran parte benefico, ma le recenti difficoltà finanziarie hanno messo in rilievo il fatto che le attività dei gestori possono anche contribuire a diffondere o ad amplificare i rischi in tutto il sistema finanziario. Risposte nazionali non coordinate rendono difficile una gestione efficiente di tali rischi. Pertanto, la presente direttiva mira a stabilire disposizioni comuni in materia di autorizzazione e vigilanza dei gestori per fornire un approccio uniforme ai rischi connessi e al loro impatto sugli investitori e sui mercati nell’Unione.’<sup>77</sup>* In generale, le forme di investimento collettivo sono state disciplinate a livello comunitario mediante le diverse versioni, susseguitesesi nel tempo, di due Direttive: la UCITS<sup>78</sup> e la AIFMD. Di

---

<sup>77</sup> Direttiva 2011/61/UE, p. 1

<sup>78</sup> Il termine UCITS sta per: “Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directives”. In realtà per UCITS si intende il corpus di più singoli provvedimenti, spesso costituiti da Direttive e Regolamenti disciplinanti la medesima materia.

Precisa ASSOGETIONI ([www.assogestioni.it](http://www.assogestioni.it)): “La Direttiva 85/611/CEE e successive modificazioni è stata la prima di una serie di direttive in materia di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari attraverso cui il legislatore europeo perseguiva l’obiettivo di consentire ai fondi di investimento collettivo di tipo aperto la libera commerciabilità su tutto il mercato dell’Unione, sulla base di una singola autorizzazione da parte di uno stato membro. Il recepimento non uniforme da parte dei singoli stati membri e il limitato numero di veicoli di investimento offerti, riassumibili sostanzialmente nella sola fattispecie del fondo comune aperto, hanno provocato l’inefficacia del provvedimento, se non addirittura il suo fallimento. Non a caso la direttiva è stata successivamente modificata. Una prima proposta conosciuta come UCITS II non ha mai visto la

contro, i singoli ordinamenti nazionali<sup>79</sup>, pur caratterizzati da fisiologici particolarismi<sup>80</sup>, hanno mostrato una convergenza verso i modelli delineati dalla normativa comunitaria. L'evidente differenza che caratterizza l'esperienza europea rispetto a quella anglosassone consiste nella volontà di disciplinare e sottoporre a vigilanza l'hedge funds, pur riservando alla particolare tipologia di

---

*luce per mancanza di accordo in seno al consiglio; la UCITS III entrata in vigore nel dicembre 2001 allarga le prospettive dei fondi europei prevedendo la possibilità di compiere operazioni sino a quel momento vietate (utilizzo di prodotti derivati, della leva finanziaria e short selling). Le Direttive 2001/107 e 2001/108 che riguardano rispettivamente il prospetto semplificato e l'eliminazione degli ostacoli alla commercializzazione transfrontaliera di quote di fondi di investimento collettivo hanno ulteriormente modificato la disciplina in oggetto. La materia degli OICR è stata completamente rivoluzionata dalla cosiddetta UCITS IV. Il 13 gennaio 2009 il Parlamento Europeo ha approvato la direttiva UCITS IV, che una volta entrata in vigore dovrà essere recepita a livello nazionale entro il 1° luglio del 2011. La direttiva UCITS IV pone le basi per una profonda trasformazione del mercato europeo, introducendo una regolamentazione del passaporto del gestore che, contrariamente a quanto previsto fino ad oggi, consente ai fondi comuni autorizzati in uno Stato Membro di essere gestiti da una SGR insediata in un altro Stato Membro e da questo autorizzata, purché siano soddisfatti alcuni requisiti. Questa innovazione dovrebbe favorire un considerevole sviluppo del mercato grazie anche ad una riduzione dei costi, pur preservando comunque un elevato livello di tutela degli investitori. La normativa comunitaria prevede che una SGR sia soggetta alla vigilanza prudenziale dello Stato Membro di origine, a prescindere dal fatto che questa costituisca una succursale o operi in regime di libera prestazione di servizi in un altro Stato Membro. In tali circostanze, pertanto, la società deve rispettare le norme in materia di organizzazione poste dallo Stato Membro di origine. La SGR deve invece osservare la disciplina dello Stato ospitante gli OICVM gestiti, sia per quanto concerne la loro costituzione sia in relazione al loro funzionamento. Inoltre la direttiva introduce norme relative alle strutture master-feeder che interessano direttamente i fondi hedge; la nuova disciplina consente ad un OICVM feeder di investire parte o tutto il proprio patrimonio in un OICVM master così da favorire lo sviluppo di nuove opportunità di business ed incrementare allo stesso tempo l'efficienza della politica di investimento. Infine si prevede un significativo cambiamento del contenuto e delle modalità di presentazione delle informazioni fornite agli investitori tramite l'introduzione del key investor informations. Il nuovo documento informativo, che si sostituirà al prospetto semplificato e conterrà le informazioni essenziali che i potenziali investitori devono ricevere prima della sottoscrizione di un OICVM. Tale documento, che si caratterizza per la sua brevità, deve riportare secondo uno schema predefinito le informazioni indicate dalla direttiva e deve consentire all'investitore un agevole confronto, soprattutto su costi e profili di rischio. Il documento ha dunque la funzione di porre l'investitore nelle condizioni di valutare correttamente l'opportunità dell'investimento e di adottare così decisioni pienamente consapevoli."*

<sup>79</sup> Per approfondimenti, si veda KAAL, *Hedge funds regulation via basel III*, *Vanderbilt Journal of Transnational Law* 389, Marzo 2011, *passim*

<sup>80</sup> SAPONARO, *Orientamenti comunitari su OICVM e società di gestione in correlazione con la disciplina nazionale*, *Le Società* 2002, *passim*

investimento una certa autonomia nel rapporto tra gestore e investitore<sup>81</sup>. In particolare, tale maggiore flessibilità e libertà nell'organizzazione è controbilanciata dalle restrizioni in merito alla possibilità di sottoscrizione delle quote del fondo da parte del pubblico (realizzato consentendo l'investimento soltanto a particolari categorie di soggetti). Le due direttive sopracitate (UCITS e AIFMD) possono essere definite come due versioni speculari del medesimo disegno comunitario: la prima avente ad oggetto i fondi comuni di investimento, la seconda i fondi alternativi, ricomprendendo, dunque, tutti quei soggetti non rientranti nell'ambito di applicazione della UCITS. Infatti, i fondi oggetto della Direttiva vengono individuati per differenza, ovvero hedge funds, fondi di private equity, fondi di venture capital, fondi immobiliari, fondi di materie prime, infrastrutturali e altri particolari tipologie di fondi istituzionali.

Il processo di emanazione della Direttiva AIFMD (direttiva 2011/61/UE) è stato oggetto di un lungo dibattito, sia a livello comunitario che a livello nazionale<sup>82</sup>. Il dibattito circa la possibilità di una normativa europea a livello comunitario, poi conclusosi con l'emanazione della Direttiva OICVM

---

<sup>81</sup> FERRAN, The Regulation of Hedge Funds and Private Equity: A Case Study in the Development of the EU's Regulatory Response to the Financial Crisis, European Corporate Governance Institute Law Working Paper No. 176/2011, *passim*

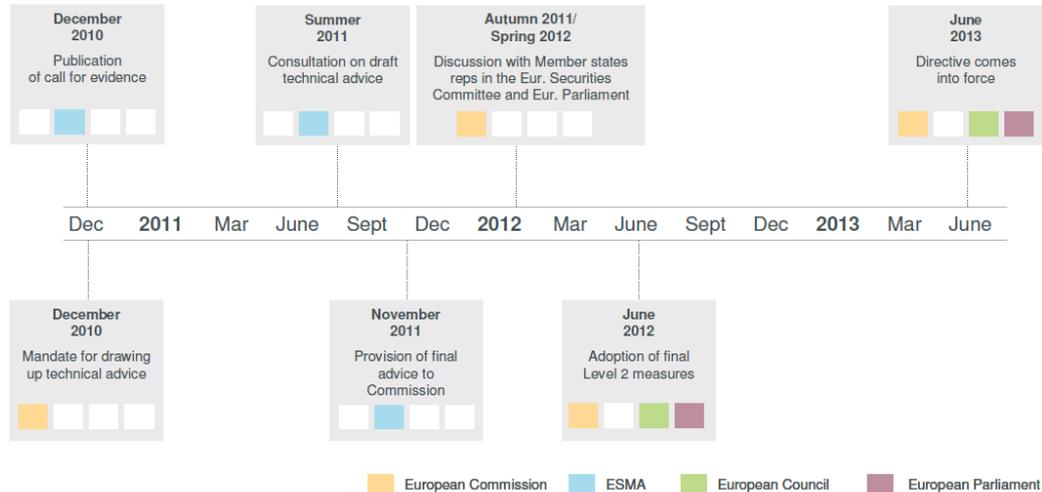
<sup>82</sup> CAROTENUTO, Le misure attuative della Direttiva sui gestori dei fondi di investimento alternativi ("AIFMD), Orrick, Herrington & Sutcliffe, Newsletter gennaio 2012, 1: *"La Direttiva sui gestori di fondi alternativi di investimento è stata adottata nel rispetto della procedura Lamfalussy, introdotta nel 2001 allo scopo di rafforzare il quadro europeo della regolamentazione del settore finanziario. Tale procedura si compone di quattro livelli: adozione della legislazione quadro (livello 1), emanazione di misure esecutive di dettaglio da parte della Commissione europea, su delega del Parlamento e del Consiglio (livello 2), elaborazione tecnica da parte dell'ESMA di misure di esecuzione che assicurino una trasposizione omogenea e coerente delle disposizioni di livello 1 e 2 (livello 3), e verifica da parte della Commissione del recepimento della legislazione europea nel diritto nazionale (livello 4)"*

(Direttiva 2009/65/CE), comincia nel luglio 2005, attraverso la costituzione di alcuni gruppi di esperti incaricati di migliorare l'efficienza del mercato europeo. Le prime relazioni<sup>83</sup>, risalenti al 2006, divenute poi di fondamentale importanza nei "considerando" della direttiva, furono sottoposte a pubblica consultazione. Nel novembre 2010 viene dato un primo mandato per l'elaborazione di un provvedimento in materia di fondi alternativi, successivamente realizzato sotto la forma di Direttiva con l'obbligo di recepimento per i singoli stati entro giugno 2013. In realtà tale termine di recepimento fa riferimento soltanto ad alcuni precisi aspetti della Direttiva, in quanto viene lasciato ai singoli Stati un termine più ampio per attuare le innovazioni radicali. Entro il 22 luglio 2017, la Commissione Europea avrà il compito di riesaminare la Direttiva alla luce dei risultati acquisiti nel corso dei primi anni di applicazione della stessa. In particolare, dovrà verificare l'impatto che la Direttiva ha avuto sui diversi soggetti: gli investitori, i fondi alternativi e i gestori dei fondi. A seguito delle evidenze che emergeranno, la Commissione valuterà successivamente la possibilità di emendare il documento. Di seguito, uno schema di riepilogo:

---

<sup>83</sup> LUCIANO, La Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi, Contratto e impresa/Europa n. 2/2011, 607: "In particolare, il legislatore europeo ha fatto proprie le conclusioni del gruppo di esperti riguardo (i) alla costituzione di un mercato interno per gli hedge fund e i fondi di private equity, (ii) ad un'autorizzazione unica che consenta di commercializzare i fondi in tutti i Paesi membri, (iii) ad un regime di c.d private placement e (iv) ai limiti per l'utilizzazione della leva finanziaria (leverage). Per finire, si noti come le conclusioni del gruppo di esperti, effettuate prima dell'avvento della crisi, fossero concentrate principalmente sull'apertura del mercato e, marginalmente, sulla regolamentazione dei fondi e dei loro gestori."

## Level 2 - Approximate Timeline



## BLACK ROCK, Alternative Investment fund Managers Directive (AIFMD): An Overview and Analysis, View Point, May 2011

La Direttiva, entrata in vigore il 21 luglio 2011, introduce delle misure aventi come obiettivo generale quello di creare un mercato interno europeo dei “gestori di fondi di investimento alternativi”. Come sottolinea Ghelmi<sup>84</sup>: *“Come suggerito dalla stessa rubrica della norma essa si preoccupa di disciplinare non tanto i fondi di investimento alternativi, a causa della grande eterogeneità degli stessi nei diversi Stati membri dell’Unione che ne renderebbe complicata l’armonizzazione (così il considerando 10 della Direttiva), bensì i gestori di questi ultimi.”*

Nel novembre 2011, l’ESMA<sup>85</sup> (European Securities and Markets Authority) pubblicò una relazione contenente gli esiti della consultazione sulle norme di dettagli della Direttiva AIFMD. Il testo finale della Direttiva ha implementato l’originaria proposta della Commissione Europea, avente l’obiettivo di limitare la possibilità per gli investitori europei di acquistare prodotti gestiti fuori

<sup>84</sup> GHELMINI, La Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi, Diritto Bancario, aprile 2012, 1

<sup>85</sup> The European Securities and Markets Authority is the successor body to CESR, continuing work in the securities and markets area as an independent agency and also with the other two former level three committees. <http://www.esma.europa.eu>

dall'Unione europea. Più in particolare la Direttiva manterrebbe la possibilità per gli investitori professionali di investire in prodotti finanziari di “qualità”, caratterizzati da elevata trasparenza, tutele per i soggetti e controllo continuo del rischio. Di contro, ovviamente, la conformità richiesta a tale provvedimento ha portato un aumento dei costi per i gestori e un aumento della complessità degli stessi veicoli di investimento.

### **2.2.1 La Direttiva 2011/61/UE (AIFMD): Obiettivi**

La Direttiva AIFMD delinea nella parte iniziale le ragioni che nel corso degli ultimi anni hanno portato all'emanazione di diversi provvedimenti in materia di gestione collettiva del risparmio. La AIFMD non è altro che il risultato di un processo lento e di mediazione tra i diversi ordinamenti coinvolti. Questa ha come fine ultimo quello di creare delle regole comuni per l'autorizzazione e la vigilanza dei fondi di investimento alternativi, garantendo un soddisfacente livello medio di tutela.

Oltre a fini squisitamente garantisti, la Direttiva ha l'obiettivo di creare un contesto favorevole all'aumento della commercializzazione transfrontaliera, permettendo ai gestori di commercializzare i fondi alternativi in tutto il mercato interno, anche in ragione dell'introduzione del c.d. “*passaporto europeo*”.

Nel complesso la Direttiva mira a:

- Offrire ai gestori sopra una certa soglia dimensionale una dettagliata regolamentazione ed una vigilanza efficace;
- Definire le tipologie di rischio inerenti gli investimenti alternativi;
- Tutelare gli interessi degli investitori e la salvaguardia degli investimenti;

- Ampliare la trasparenza nei confronti del mercato;
- Facilitare e promuovere la commercializzazione dei fondi alternativi nell'intero territorio dell'Unione Europea.

### **2.2.2 La Direttiva 2011/61/UE (AIFMD): Ambito di applicazione e determinazione del gestore**

I criteri determinanti ai fini dell'individuazione dell'ambito di applicazione sono di una duplice natura: il primo che attiene alla natura del veicolo di investimento e in relazione al volume del patrimonio gestito; il secondo si basa, invece, sulla nazionalità del gestore, del fondo o sul mercato di commercializzazione.

Innanzitutto la Direttiva, come detto in precedenza, si applica ai soggetti che esercitano abitualmente l'attività di gestione di FONDO – prescindendo: i) dal fatto che il fondo sia di tipo chiuso o aperto, ii) dalla forma giuridica adottata dal fondo; iii) dalla quotazione o meno dello stesso.

Pertanto precisa LUCIANO: *“L'ambito della Direttiva è assai esteso (in applicazione dell'“approccio omnicomprensivo” seguito dalla Commissione), poiché un fondo è definito come qualsiasi organismo d'investimento collettivo, compresi i relativi comparti, che raccolga capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in conformità di una politica di investimento<sup>86</sup> predefinita e a beneficio di tali investitori, e che non sia già autorizzato in*

---

<sup>86</sup> Il documento in consultazione dell'ESMA, recante le line guide in merito ai concetti fondamentali dell'AIFMD precisa in merito alla politica di investimento: *“ESMA considers that a defined investment policy should be understood as a policy about how the pooled capital in the undertaking is to be managed to generate a return for the investors from whom it has been raised. Given the support received, ESMA saw merit in setting out factors that could, singly or cumulatively, tend to indicate the existence of such a policy. These factors should contribute to ensuring a common understanding on how the existence of a defined investment policy should be determined. The determination of factors tending to indicate the existence of a defined*

*virtù della direttiva OICVM. La forma giuridica (società, trust, altro contratto o forma imposta dalla legge), il tipo aperto o chiuso, la quotazione o meno sono del tutto irrilevanti. Dovrebbe altresì essere notato come i gestori non siano abilitati a gestire OICVM sulla base della mera autorizzazione ricevuta ai sensi della Direttiva in esame: a tal fine, l'ordinamento europeo prevede altre regole ed impone un'autorizzazione ad hoc. La conseguenza è che sebbene la Direttiva sia stata intesa come una reazione politica alla crisi finanziaria globale e sia stata spesso descritta come diretta al solo settore degli investimenti « alternativi » – segnatamente, gli hedge fund e i fondi di private equity – il suo impatto sarà de facto assai più esteso<sup>87</sup>.*

Tale estensione, allarga lo spettro delle tipologie dei fondi interessati, arrivando ad includere, oltre alle fattispecie canoniche di fondi alternativi come gli hedge funds e i fondi di private equity, anche i fondi di real estate, di infrastrutture, di

---

*investment policy should be without prejudice to the fact that competent authorities and market participants should not consider that the absence of all or any one of them conclusively demonstrates that no such policy exists.”*

*“IX. Guidelines on ‘defined investment policy’*

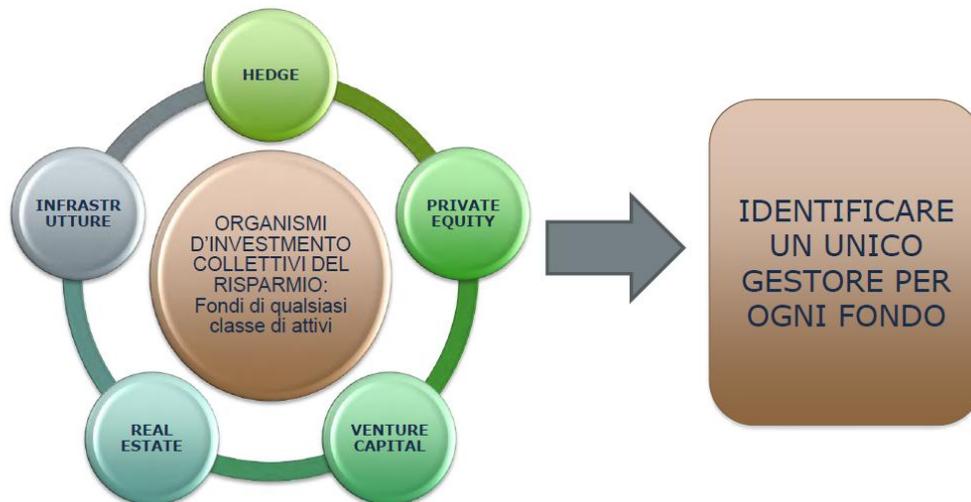
*16. An undertaking which has a policy about how the pooled capital in the undertaking is to be managed to generate a pooled return for the investors from whom it has been raised should be considered to have a defined investment policy for the purposes of the AIFMD. The factors that could, singly or cumulatively, tend to indicate the existence of such a policy are the following ones:*

- (a) the investment policy is determined and fixed, at the latest by the time that investors’ commitments to the undertaking become binding on them;*
- (b) the investment policy is set out in a document which becomes part of or is referenced in the rules or instruments of incorporation of the undertaking;*
- (c) the undertaking or the entity managing it has an obligation (however arising) to investors, which is legally enforceable by them, to follow the investment policy, including all changes to it;*
- (d) the investment policy specifies investment guidelines, with reference to criteria including the following:*
  - (i) to invest in certain categories of asset, or conform to restrictions on asset allocation;*
  - (ii) to pursue certain strategies;*
  - (iii) to invest in particular geographical regions;*
  - (iv) to conform to restrictions on leverage;*
  - (v) to conform to minimum holding periods; or*
  - (vi) to conform to other restrictions designed to provide risk diversification.”*

87 LUCIANO, La Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi, Contratto e impresa/Europa n. 2/2011

materie prime, le società di investimento quotate e non e ogni altri fondo diverso dai fondi comuni<sup>88</sup>.

Riassumendo quindi:



Lussemburgo, la nuova piattaforma AIFMD, Salone del Risparmio Milano 18/04/2013, Bonn Steichen & Partners

La Direttiva inserisce delle precise esenzioni, riguardo:

- a) le imprese di investimento, quali veicoli di gestione di un patrimonio familiare che investono il patrimonio privato degli investitori senza raccogliere capitale esterno;
- b) le holding: *“sono definite come quelle società con una partecipazione azionaria in una o più altre società, il cui obiettivo commerciale è realizzare una strategia o delle strategie imprenditoriali attraverso le sue imprese figlie, e che sia una società le cui azioni sono ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato dell’Unione e che opera per*

---

<sup>88</sup> BLACK ROCK, *Alternative Investment fund Managers Directive (AIFMD): An Overview and Analysis*, View Point, May 2011: “in spite of the Directive’s name, it covers not only hedge funds and private equity funds, but also following: real estate funds, Luxembourg SIFs (specialized investment funds), Irish QIFs (qualifying investor funds), Dutch FGRs (fonds voor de gemene rekening), German Spezialfonds, UK Investment Trusts, UK charity funds, UK NURS (non-UCITS Retail scheme) and UK unauthorized unit trusts. The AIFMD also captures US bank collective trusts and US’40 Act funds marketed within the EU. Investors who currently invest in AIF therefore include: retail investors, high net worth individuals, charities, distributors, fund of funds, pension funds, insurance companies, corporations, institutions on government entities.”

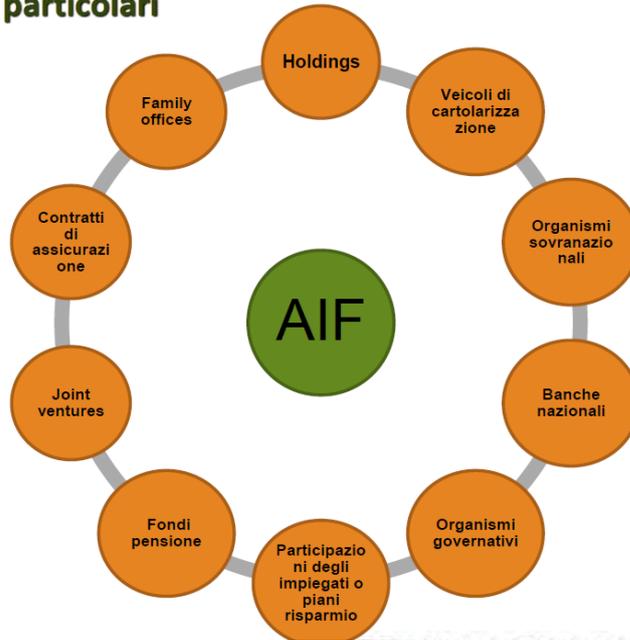
*proprio conto, ovvero che non sia costituita con lo scopo di generare utili mediante disinvestimenti delle imprese figlie. Infatti, mentre esonera certe società holding industriali, molte altre holding non hanno i requisiti necessari per beneficiare dell'esclusione e ricadono entro i confini della Direttiva<sup>89</sup>.”*

- c) enti pensionistici aziendali o professionali;
- d) istituzioni sopranazionali;
- e) governi nazionali, regionali, locali o altre istituzioni che gestiscono fondi destinati al finanziamento dei regimi di sicurezza sociale e dei sistemi pensionistici;
- f) gli enti attraverso cui vengono realizzati i meccanismi di partecipazione dei lavoratori al capitale;
- g) le società di cartolarizzazione;
- h) i contratti assicurativi;
- i) le joint venture

---

<sup>89</sup> LUCIANO, La Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi, Contratto e impresa/Europa n. 2/2011

## Esenzioni particolari



[Lussemburgo, la nuova piattaforma AIFMD, Salone del Risparmio Milano 18/04/2013, Bonn Steichen & Partners](#)

Considerando che la Direttiva non disciplina i fondi di investimento alternativi, gli stessi continuano ad essere regolati e vigilati ai sensi dell'ordinamento nazionale di appartenenza.

La seconda caratteristica su cui si basa il primo criterio si riferisce al volume delle attività gestite, prevedendo: una esenzione ai gestori di fondi di investimento alternativi che, direttamente o indirettamente:

- a) *gestiscono portafogli di Fondi le cui attività gestite, comprese eventuali attività acquisite mediante la leva finanziaria, non superano in totale la soglia di 100 milioni di euro; ovvero*
- b) *gestiscono portafogli di Fondi le cui attività gestite non superano in totale la soglia di 500 milioni di euro, quando i portafogli di Fondi sono investiti in Fondi che non ricorrono alla leva finanziaria e non prevedono il diritto di rimborso esercitabile per un periodo di cinque anni a decorrere dalla data di investimento iniziale in ciascun Fondi. In prima istanza, parrebbe possibile affermare che tali limiti quantitativi siano troppo bassi per essere*

*ritenuti idonei a limitare l'applicazione della Direttiva ai soli Fondi con rilevanza sistemica, come sarebbe stato lecito aspettarsi in considerazione degli obiettivi di fondo della Direttiva<sup>90</sup>.*

*I GEFLA "esclusi" dalla Direttiva per ragioni dimensionali soggiacciono, comunque, ad una serie di obblighi minimali di trasparenza (art. 3, comma 3),*

*tra cui il dovere di:*

- a) registrarsi presso le autorità competenti del loro Stato membro d'origine;*
- b) identificare se stessi e i Fondi che gestiscono presso le autorità competenti del loro Stato membro d'origine all'atto della registrazione;*

---

<sup>90</sup> LUCIANO, La Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi, Contratto e impresa/Europa n. 2/2011, 612: "questo significativo innalzamento del livello di esenzione è giustificato dal fatto che i gestori di un unleveraged Fund non sono ritenuti pericolosi per la stabilità finanziaria"

*"Il documento di consultazione pubblicato dall'AESFEM contiene ulteriori dettagli relativi alle soglie dimensionali che delimitano l'ambito della Direttiva, al trattamento dei gestori i cui attivi dei loro fondi superino occasionalmente ovvero scendano al di sotto delle soglie rilevanti, come pure alle procedure che i gestori non inclusi nell'ambito della normativa europea ed intenzionati a sottoporsi volontariamente (oppure a essere esclusi) alla Direttiva dovrebbero seguire. In particolare:*

- a) la soglia dovrebbe essere calcolata basandosi sul valore totale degli attivi dei fondi in gestione, includendo anche gli attivi acquistati sfruttando la leva finanziaria;*
- b) gli attivi in gestione dovrebbero essere normalmente calcolati sulla base del valore netto degli attivi ("VNA") del portafoglio del fondo (compresi gli attivi acquistati usando la leva). L'AESFEM sta svolgendo delle consultazioni finalizzate a verificare se un metodo di computo alternativo possa essere adottato (per esempio, basandosi sui costi di acquisto degli attivi detenuti), in particolare, per i fondi chiusi;*
- c) l'AESFEM ha suggerito che dovrebbe essere ammessa l'applicazione di un approccio "look through" per il calcolo degli attivi in gestione, cosicché le partecipazioni incrociate possano essere escluse, a condizione di alcuni adattamenti rispetto all'esposizione con leva;*
- d) la soglia dovrebbe essere calcolata annualmente utilizzando il VNA più recente. Ad ogni modo, è stato suggerito che i gestori siano richiesti di monitorare l'ammontare dell'attivo in gestione su base trimestrale. Tuttavia, nessuna specifica prescrizione è stata stabilita dall'AESFEM nel documento di consultazione riguardo a questo processo di monitoraggio trimestrale;*
- e) nessuna autorizzazione sarà imposta per i superamenti temporanei della soglia (a patto che tale situazione non persista per un periodo superiore ai tre mesi);*
- f) i piccoli gestori intenzionati a conformarsi spontaneamente alla Direttiva dovrebbero avanzare la richiesta di autorizzazione alla loro autorità nazionale. Mentre i gestori che desiderino uscire dall'ambito applicativo della Direttiva, poiché non gestiscono più fondi che eccedano la soglia che impone il rilascio dell'apposita autorizzazione, dovrebbero notificare alla propria autorità nazionale la loro intenzione, ma dovranno comunque rispettare le condizioni minime cui si è accennato, inclusa l'autorizzazione necessaria.*

*c) fornire informazioni sulle strategie di investimento dei Fondi che gestiscono alle autorità competenti del loro Stato membro d'origine all'atto della registrazione;*

*d) fornire periodicamente alle autorità competenti del loro Stato membro d'origine informazioni sui principali strumenti in cui negoziano e sulle principali esposizioni e più importanti concentrazioni dei Fondi che gestiscono al fine di consentire alle autorità competenti di monitorare efficacemente il rischio sistemico; e*

*e) notificare alle autorità competenti del loro Stato membro d'origine il fatto di non soddisfare più le condizioni di esclusione dalla Direttiva.<sup>91</sup>*

Il secondo criterio di identificazione dell'ambito di applicazione è incentrato, invece, sulla territorialità del fondo, del gestore o sullo stato destinatario della commercializzazione.

Pertanto, la Direttiva si applica:

- a tutti i Gestori di fondi alternativi che gestiscono fondi alternativi UE o non UE, a prescindere dalla commercializzazione all'interno dell'Unione;
- ai Gestori di fondi alternativi non UE che gestiscono fondi alternativi UE, a prescindere dalla commercializzazione all'interno dell'Unione;
- ai Gestori di fondi alternativi non UE che commercializzano nell'Unione fondi alternativi UE o non UE.

---

<sup>91</sup> GUFFANTI, La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni, *Le Società* 10/2011



**Lussemburgo, la nuova piattaforma AIFMD, Salone del Risparmio Milano 18/04/2013, Bonn Steichen & Partners**

Come abbiamo già precisato in precedenza, la Direttiva sembra disciplinare l'attività dei gestori, piuttosto che quella dei Fondi. Infatti le norme in essa contenute, si applicano sia ai gestori stabiliti nell'UE che a quelli residenti in Stati terzi ma che intendano commercializzare i fondi presso investitori residenti negli Stati dell'Unione.

Per tale motivo sarà necessario individuare, per ogni fondo di investimento alternativo, un gestore unico responsabile del rispetto della Direttiva AIFMD.

Un gestore viene definito, pertanto, come la persona giuridica che svolge abitualmente la gestione di uno o più fondi, intendendosi per "attività di gestione": la gestione del portafoglio o la gestione del rischio più una serie di attività definite dalla Direttiva come supplementari (esternalizzabili o delegabili)<sup>92</sup>.

---

<sup>92</sup> Allegato I, Direttiva 2011/61/UE (AIFMD): 1. Funzioni minime di gestione degli investimenti che un GEFIA svolge nella gestione di un FONDO:

- a) gestione del portafoglio;
- b) gestione del rischio.

2. Altre funzioni supplementari che un GEFIA può svolgere durante la gestione collettiva di un FONDO:

a) amministrazione:

- i) servizi legali e contabili relativi alla gestione del fondo;
- ii) servizio di informazione per i clienti;
- iii) valutazione e determinazione del prezzo, anche ai fini delle dichiarazioni fiscali;
- iv) verifica dell'osservanza della normativa applicabile;
- v) tenuta del registro dei detentori delle quote/azioni;
- vi) distribuzione dei proventi;
- vii) emissione e rimborso delle quote/azioni;

Aggiunge GUFFANTI<sup>93</sup>: *“Come ormai ricorrente nelle direttive in materia finanziaria, e` imposto un perimetro netto all’attivita` del gestore, essendo questo strumentale rispetto alle attivita` di vigilanza. La gestione del rischio diventa cosi` un tratto ineludibile dell’attivita` del Gestori. Conseguentemente, la gestione del rischio, seppur rimanendo concettualmente distinta dall’attivita` di gestione in senso stretto, ne diviene un elemento complementare e necessario (art. 6, comma 5, lett. d). Sotto questo profilo, la Direttiva si distacca dall’impostazione contenuta nella Direttiva UCITS IV, la quale non include l’attivita` di gestione del rischio tra le funzioni ricomprese nell’attivita` di gestione. Ovviamente, il Gestori non puo` essere autorizzato a prestare soltanto le funzioni supplementari. E ` quindi dubbio che in futuro possa essere autorizzata una SGR di sola “promozione” di fondi alternativi, dovendo la stessa necessariamente essere autorizzata all’attivita` di gestione del portafoglio e del rischio (art. 6, comma 5).”*

La Direttiva specifica che il gestore puo` essere:

- a) un gestore esterno, cioe` la persona giuridica nominata dal fondo o per conto del fondo e di conseguenza responsabile della gestione del fondo;
- b) qualora la forma giuridica del fondo consenta la gestione interna e l’organo di amministrazione scelga di non nominare un gestore esterno, il fondo stesso che e` da considerare autorizzato in qualita` di gestore.

---

viii) regolamento dei contratti, compreso l’invio dei certificati;

ix) tenuta delle registrazioni contabili;

b) commercializzazione;

c) attivita` collegate agli attivi dei FONDO, segnatamente i servizi necessari a soddisfare gli obblighi fiduciari del GEFIA, la gestione delle strutture, attivita` di amministrazione dei beni immobili, consulenze a imprese sulla struttura del capitale, la strategia industriale e le questioni collegate, consulenze e servizi in materia di fusioni e acquisizione di imprese nonche` altri servizi collegati alla gestione del FONDO e alle societ` e altre attivita` in cui ha investito

<sup>93</sup> GUFFANTI, La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni, Le Societa` 10/2011, 1181

### 2.2.3 La Direttiva 2011/61/UE (AIFMD): Regime autorizzativo

L'articolo 6 della Direttiva impone un obbligo a carico degli Stati membri destinatari: assicurare che ciascun gestore non amministri fondi, a meno che lo stesso sia debitamente autorizzato conformemente alla Direttiva o soddisfi in maniera continuativa le condizioni di autorizzazione.

A seguito dell'autorizzazione, il Fondo può svolgere l'attività di gestione, sia la commercializzazione di fondi alternativi gestiti presso investitori professionali, costituiti in Stati dell'Unione<sup>94</sup>. Ai sensi dell'art. 6 comma 4, i singoli stati membri possono autorizzare esplicitamente i singoli gestori (in automatico non potrebbero svolgere attività diverse da quelle prima specificate) a svolgere i servizi di: i) gestione di portafogli di investimento, compresi quelli detenuti da fondi pensione ed enti pensionistici aziendali o professionali, in linea con i mandati conferiti dagli investitori su base discrezionale e individuale; ii) servizi ausiliari comprendenti: consulenza in materia di investimenti, custodia e amministrazione di azioni o quote di organismi di investimento collettivo, ricezione e trasmissione di ordini riguardanti strumenti finanziari.

---

<sup>94</sup> Per un confronto con la UCITS, GUFFANTI, La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni, *Le Società* 10/2011, 1181: *“Tra le varie norme che regolano il rilascio ed il contenuto dell'autorizzazione, merita di essere qui segnalata la previsione secondo la quale l'autorizzazione ad operare come GEFIA e` distinta, ed autonoma, dall'autorizzazione ad operare come Oicvm, dato che gli Oicvm e i Fondo si differenziano sia per le strategie di investimento che perseguono, sia per il tipo di investitori cui si rivolgono. Dunque, un GEFIA potra` si` gestire anche un Oicvm, ma sulla base di un'ulteriore autorizzazione ai sensi della direttiva UCITS IV. Specularmente, un gestore autorizzato a gestire fondi armonizzati ai sensi della direttiva UCITS IV dovra` ottenere l'autorizzazione ai sensi della Direttiva ove intenda gestire anche fondi alternativi. Dunque, un'impostazione simile a quella oggi in vigore in Italia, secondo la quale una SGR che intenda estendere la propria operativita` (limitata, ad esempio, alla gestione di fondi armonizzati) alla gestione di fondi speculativi deve darne preventiva comunicazione alla Banca d'Italia. La Direttiva non impone, invece, obblighi autorizzativi alle imprese d'investimento e agli enti creditizi per poter fornire servizi d'investimento, quali la gestione di portafogli individuali, in relazione al Fondo.”*

I Gestori quindi dovranno fornire, contestualmente alla domanda di autorizzazione nei confronti dello Stato membro, alcune precise informazioni:

- i. informazioni sui soggetti che svolgono sostanzialmente l'attività di gestore del fondo di investimento alternativo;
- ii. informazione sull'identità degli azionisti o dei soci del gestore, indicando esplicitamente gli importi delle partecipazioni;
- iii. un programma di attività che delinei la struttura organizzativa del gestore, inserendo nelle specifico le modalità di adesione agli obblighi imposti dalla presente Direttiva;
- iv. informazioni in materia di prassi e politiche di remunerazione;
- v. modalità di adozione di deleghe e sub-deleghe a terzi delle funzioni del gestore;
- vi. informazioni in merito alle strategie di investimento, tipi di fondi sottostanti (specificando qualora si tratti di fondo di fondi), politica del gestore sull'uso della leva finanziaria<sup>95</sup>, profili di rischio<sup>96</sup>;

---

<sup>95</sup> La Direttiva 2011/61/UE, specifica nei Considerando 49 e ss: *“Dato che è possibile per un GEFIA ricorrere alla leva finanziaria e, in determinate circostanze, contribuire ad accrescere i rischi sistemici o al disordine sui mercati, occorre imporre obblighi specifici a carico dei GEFIA che fanno ricorso alla leva finanziaria. Le informazioni necessarie per individuare, sorvegliare e rispondere a tali rischi non sono state raccolte in maniera uniforme in tutta l'Unione e scambiate tra gli Stati membri in modo da individuare potenziali fonti di rischi per la stabilità dei mercati finanziari nell'Unione. Per porre rimedio a questa situazione, specifiche prescrizioni dovrebbero applicarsi ai GEFIA che fanno un ricorso sostanziale alla leva finanziaria al livello del FONDO. Tali GEFIA dovrebbero essere tenuti a comunicare le informazioni relative al livello generale della leva finanziaria utilizzata, della leva finanziaria derivante dal prestito di contante o di titoli e della leva finanziaria derivante da una posizione detenuta in derivati, dal riutilizzo di attività e dalle principali fonti di leva finanziaria nel loro FONDO. Le informazioni raccolte dalle autorità competenti dovrebbero essere condivise con altre autorità nell'Unione, con l'AESFEM e con il Comitato europeo per il rischio sistemico (CESR) istituito dal regolamento (UE) n. 1092/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, relativo alla vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario nell'Unione europea e che istituisce il Comitato europeo per il rischio sistemico ( 1 ), in modo da promuovere un'analisi collettiva dell'impatto della leva finanziaria dei FONDI gestiti dai GEFIA sul sistema finanziario dell'Unione, nonché una risposta comune. Nel caso in cui uno o più FONDI gestiti da un GEFIA costituiscano potenzialmente un'importante fonte di rischio di controparte per un ente creditizio o per altri istituti di importanza*

- vii. regolamento e documenti costitutivi di ogni fondo che il gestore amministra;
- viii. informazioni sulle disposizioni adottate per la nomina del depositario<sup>97</sup>.

---

*sistemica in altri Stati membri, tali informazioni dovrebbero essere condivise anche con le autorità competenti.*

<sup>96</sup> La Direttiva 2011/61/UE, specifica nel Considerando 50: *“Onde garantire un’adeguata valutazione dei rischi rappresentati dal ricorso alla leva finanziaria da parte di un GEFIA in relazione ai FONDI che gestisce, il GEFIA dovrebbe dimostrare che i limiti della leva finanziaria per ciascun FONDO gestito sono ragionevoli e di rispettare tali limiti in ogni momento. Ove la stabilità e l’integrità del sistema finanziario possano essere minacciate, le autorità competenti dello Stato membro d’origine del GEFIA dovrebbero poter imporre limiti al livello di leva finanziaria che un GEFIA può utilizzare nei FONDI di sua gestione. L’AESFEM e il CESR dovrebbero essere informati di qualsiasi intervento compiuto a tale riguardo”*

<sup>97</sup> La Direttiva 2011/61/UE, specifica nei Considerando 37 e ss.: *“Il depositario dovrebbe essere responsabile del monitoraggio appropriato dei flussi di cassa del FONDO, assicurando in particolare che il denaro e i contanti degli investitori appartenenti al FONDO, o al GEFIA che agisce per conto del fondo, siano registrati correttamente su conti intestati al FONDO o al GEFIA che agisce per conto del fondo oppure al depositario che agisce per conto del FONDO per la custodia di attività del FONDO, tra cui la custodia degli strumenti finanziari che possono essere registrati in un conto di strumenti finanziari aperto nei libri contabili del depositario e di tutti gli strumenti finanziari che possono essere fisicamente consegnati a quest’ultimo, nonché per la verifica della proprietà di tutte le altre attività detenute dal FONDO o dal GEFIA per conto del fondo stesso. All’atto di garantire che il denaro degli investitori sia correttamente registrato in un conto di liquidità, il depositario dovrebbe tener conto dei principi di cui all’articolo 16 della direttiva 2006/73/CE della Commissione, del 10 agosto 2006, recante modalità di esecuzione della direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti di organizzazione e le condizioni di esercizio dell’attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di tale direttiva.*

Un depositario dovrebbe agire in modo onesto, leale, professionale e indipendente, nell’interesse del FONDO o degli investitori del FONDO.

Un depositario dovrebbe poter delegare la custodia delle attività a terzi, i quali, a loro volta, dovrebbero poter delegare tale funzione. Tuttavia, sia la delega sia la subdelega dovrebbe essere oggettivamente giustificata e soggetta a rigorosi requisiti in materia di idoneità dei terzi incaricati della funzione delegata, come pure riguardo alla competenza, alla cura e alla diligenza dovute di cui dovrebbe dar prova il depositario per scegliere, designare e controllare i terzi in questione.

Il terzo cui sia delegata la custodia delle attività dovrebbe poter mantenere un conto separato comune per più FONDO, un cosiddetto «conto omnibus».”

Il depositario dovrebbe essere responsabile di ogni perdita subita dal GEFIA, dal FONDO e dagli investitori. La presente direttiva distingue tra la perdita di strumenti finanziari tenuti in custodia e altri tipi di perdita. In caso di una perdita diversa da quella di strumenti finanziari in custodia, il depositario dovrebbe essere responsabile in caso di dolo o di negligenza. Qualora il depositario detenga in custodia attività e tali attività vadano perse, il depositario dovrebbe esserne responsabile, salvo non sia in grado di dimostrare che tale perdita è legata a un evento esterno al di fuori di ogni ragionevole controllo, le cui conseguenze sarebbero state inevitabili nonostante ogni ragionevole sforzo per evitarle. In tale contesto, un depositario non dovrebbe, ad esempio,

La Direttiva prevede dunque che ogni fondo dovrà affidarsi ad un depositario diverso dal gestore, previsione già sancita in alcuni ordinamenti degli stati membri, come nel caso dell'Italia.

L'autorità comunitaria competente dovrà custodire un registro centrale pubblico che identifichi ciascun gestore autorizzato ai sensi della Direttiva, specificando l'elenco dei Fondi dallo stesso gestiti e/o commercializzati all'interno dell'Unione.

Le autorità competenti per lo Stato membro di origine dovranno rilasciare apposita autorizzazione, a seguito della verifica: i) del rispetto delle condizioni imposte dalla Direttiva; ii) dell'esistenza di un capitale iniziale e fondi propri conformi (di cui meglio si dirà in seguito); iii) della presenza a carico delle persone che svolgono l'attività di gestione dei fondi dei requisiti di onorabilità e professionalità, in rapporto alle strategie di investimento; iv) dell'idoneità ai fini della prudente e sana gestione in capo ai azionisti e ai soci del gestore; v) della coincidenza dello stesso Stato membro come sede amministrativa principale e sede legale del gestore.

---

poter invocare situazioni interne come un atto fraudolento commesso da un dipendente per esonerarsi dalle proprie responsabilità.

Il depositario dovrebbe inoltre essere ritenuto responsabile in caso di perdita degli strumenti finanziari la cui custodia è stata delegata a terzi. Tuttavia, purché il depositario sia espressamente autorizzato a esonerarsi dalle proprie responsabilità subordinatamente al trasferimento contrattuale di tali responsabilità ai terzi in questione, sulla base di un contratto scritto tra il depositario e il FONDO o il GEFIA che agisce per conto del FONDO, contratto in cui tale esonero è oggettivamente giustificato, e purché i terzi in questione possano effettivamente essere ritenuti responsabili della perdita in forza di un contratto tra il depositario e tali terzi, il depositario dovrebbe potersi esonerare dalle proprie responsabilità se è in grado di dimostrare di aver agito con la competenza, la cura e la diligenza dovute e di aver soddisfatto le specifiche prescrizioni previste per la delega. Prescrivendo la necessità di un trasferimento per via contrattuale della responsabilità a terzi, la presente direttiva intende attribuire effetti esterni a tale contratto, rendendo i terzi direttamente responsabili nei confronti del FONDO o degli investitori di tale fondo per la perdita di strumenti finanziari detenuti in custodia.

Entro tre mesi dalla presentazione della domanda completa, le autorità competenti, dello Stato membro d'origine, comunicano per iscritto al gestore l'esito della procedura di autorizzazione.

Resta valida, in capo all'autorità competente la possibilità di revoca dell'autorizzazione in casi di :

- mancato utilizzo della stessa per un periodo superiore a dodici mesi;
- cessazione dell'attività da almeno sei mesi;
- presentazione da parte del Gestore di documenti falsi o attestazioni mendaci;
- sopravvenuta inosservanza delle condizioni di rilascio dell'autorizzazione;
- violazione delle disposizioni della Direttiva; ovvero
- revoca dell'autorizzazione in base alle disposizioni nazionali applicabili al Gestore in questione.

#### **2.2.4 La Direttiva 2011/61/UE (AIFMD): Requisiti patrimoniali**

La Direttiva stabilisce i requisiti patrimoniali minimi a carico dei gestori di fondi alternativi, distinguendo una soglia minima di 300.000 euro nel caso di gestori interni (nel caso in cui il fondo agisca anche in qualità di gestore, ipotesi ammessa ovviamente soltanto nel caso in cui il fondo stesso sia strutturato in una forma giuridica che lo consenta<sup>98</sup>) e di 125.000 euro per i gestori esterni di fondi (persone giuridiche esterne, nominate dal fondo o per conto dello stesso, responsabili della gestione del fondo).

---

<sup>98</sup> Il fondo dovrà comunque essere conforme alle previsioni della Direttiva AIFMD e non dovrà agire come gestore esterno in altri fondi.

Il capitale minimo necessario risulta, peraltro, di modesta entità rispetto a quanto previsto per le Società di gestione del risparmio previste dall'ordinamento italiano (1.000.000 di euro). Solitamente la previsione di un di una soglia di capitale minimo tenderebbe a scoraggiare l'ingresso sul mercato di soggetti che possano svolgere attività economico-finanziarie "temerarie".

La finalità di limitazione del rischio è sostenuta dalle norme in merito alla adeguatezza patrimoniale.

La Direttiva prevede all'articolo 9 comma 3 una particolare disciplina: *"Quando il valore dei portafogli dei FONDI gestiti dal GEFLA supera 250.000 euro, il GEFLA fornisce un importo supplementare di fondi propri. Detto importo supplementare di fondi propri è equivalente allo 0,02 % dell'importo per il quale il valore dei portafogli del GEFLA supera i 250.000 euro, ma il totale richiesto del capitale iniziale e dell'importo aggiuntivo non supera tuttavia 10.000.000 euro."*<sup>99</sup>

Il provvedimento, a conferma delle sue finalità prudenziali, sancisce che i fondi a gestione interna e i gestori esterni, per far fronte a potenziali rischi di responsabilità professionali derivanti dall'attività di gestione<sup>100</sup>, debbano:

- disporre di fondi propri aggiunti, in grado di coprire eventuali rischi di responsabilità derivanti da negligenza professionale;

---

<sup>99</sup> La Direttiva aggiunge al comma 6 che: *"Gli Stati membri possono dispensare i GEFIA dall'obbligo di fornire fino al 50 % dell'importo supplementare di fondi propri di cui al paragrafo 3 se essi beneficiano di una garanzia di pari importo fornita da un ente creditizio o da un'impresa di assicurazione con sede legale in uno Stato membro, oppure in un paese terzo purché siano soggetti a norme prudenziali che le autorità competenti ritengono equivalenti a quelle stabilite dal diritto dell'Unione."*

<sup>100</sup> BORGILI, *La responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare*, Le Società, 1983, *passim*

- siano titolari di un'assicurazione sulla responsabilità civile professionale per negligenza professionale proporzionata ai rischi coperti.

I fondi propri e gli eventuali fondi aggiuntivi, stanziati al fine di coprire gli eventuali potenziali rischi, di cui sopra, dovranno comunque essere investiti in liquidità o attività rapidamente convertibili in contanti che non includano posizioni speculative.

Tale elemento costituisce un'innovazione, in quanto non prevista per le altre istituzioni di carattere finanziario; questa particolare previsione sottolinea ancora una volta la necessità di limitare le attività “rischiose per i fondi” ma di contro potrebbe portare ad una limitazione eccessivamente penalizzante dell'attività di gestione, escludendo di fatto la possibilità per i gestori stessi di investire nei fondi dagli stessi amministrati<sup>101</sup>.

---

<sup>101</sup> LUCIANO, La Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi, Contratto e impresa/Europa n. 2/2011, 615: “ in altri termini, lo scopo è di coprire i rischi di perdite conseguenti alle attività del gestore per le quali esso sia legalmente responsabile. Un elenco delle tipologie di rischio che dovranno essere coperte, il quale tuttavia non deve ritenersi esaustivo, è fornito dal documento di consultazione pubblicato dall'AESFEM. In base ai contenuti di tale documento, è ragionevole affermare che l'unico tipo di perdita che l'AESFEM non si aspetta sia coperto è la perdita di valore della quota del fondo dovuta alle avverse condizioni di mercato. L'AESFEM, nel documento poc'anzi richiamato, sottolinea che il livello di copertura assicurativa richiesto potrebbe dimostrarsi superiore rispetto al requisito alternativo dei propri fondi aggiuntivi (v. supra), tuttavia, mostra di essere convinta che ciò sia giustificato, a ragione della maggiore incertezza giuridica e del rischio di insolvenza collegato all'assicurazione. Inoltre, è doveroso esprimere serie perplessità circa la possibilità che le imprese di assicurazione provvedano alla copertura di rischi di tal genere e circa i costi da sostenere per ottenere una simile assicurazione, ove fosse resa disponibile. Sebbene si debba riconoscere che una simile assicurazione è del tutto normale per i gestori di fondi e le altre società di investimento, deve altresì risaltare che ciò non è usualmente obbligatorio. Posta tale premessa, per cui le altre forme di società di investimento non devono detenere un'assicurazione di tal fatta e neppure conservare l'interezza del loro capitale in forma liquida, si può immediatamente constatare come ciò possa verosimilmente generare il rischio che i gestori dei fondi alternativi siano posti in una seria posizione di svantaggio competitivo rispetto ad altri tipi di società d'investimento, e ciò avverrebbe nonostante queste altre società possano amministrare fondi a favore di investitori non professionali e, pertanto, possano essere soggetti ad un rischio professionale ancora maggiore. Se già ciò non bastasse, sempre con riguardo all'assicurazione per la responsabilità professionale, l'AESFEM nel suo documento di consultazione ha presentato delle misure ulteriormente onerose. Qualora tali proposte venissero adottate dalla Commissione, i gestori (che, è bene ribadirlo, possono amministrare esclusivamente fondi diretti ad investitori professionali) sarebbero sottoposti a requisiti di capitalizzazione e di assicurazione assai più

La Direttiva sottopone i gestori alla necessità di elaborare una corretta politica di individuazione dei rischi, separando anche da un punto di vista strutturale le funzioni di gestione del rischio dalle unità operative. Prevedono, nel dettaglio, le linee-guida dell'ESMA la creazione di una struttura permanente di gestione del rischio, con determinati oneri e responsabilità e l'effettuazione periodica di appositi stress test al fine di controllare in continuo il rischio di liquidità.

### **2.2.5 La Direttiva 2011/61/UE (AIFMD): Condizioni operative**

Il Capo III della Direttiva AIFMD sancisce in linea generale le condizioni operative dei gestori di fondi alternativi, inserendo nel dettaglio la regolamentazione specifica in merito ad alcune materie.

In merito ai requisiti generali, la Direttiva, confermando quanto delineato dalla UCITS, prevede che i gestori dei fondi:

- operino onestamente, con competenza, cura, diligenza e correttezza richieste dall'esercizio dell'attività svolta;
- agiscano nel miglior interesse dei fondi di investimento alternativi o degli investitori degli stessi e in generale dell'integrità del mercato;
- dispongano delle risorse e delle procedure necessarie per il corretto svolgimento delle attività, utilizzandole in modo efficace;
- adottino delle specifiche misure in materia di conflitti di interesse, gestendoli e controllandoli (qualora ciò non fosse possibile comunicando gli stessi in modo comunque da evitare conseguenze negative per gli interessi del fondo e degli investitori);

---

gravosi rispetto a quelli applicabili ad istituzioni di servizi finanziari di altro tipo, le quali non mettono a rischio il loro proprio capitale e possono commercializzare agli investitori al dettaglio.

- rispettino tutti gli obblighi regolamentari applicabili ai gestori, al fine di promuovere gli interessi del fondo, degli investitori, garantendo l'integrità del mercato;
- trattino senza discriminazioni gli investitori del fondo (tranne che sia lo stesso regolamento del fondo a prevedere un trattamento di favore)

Il Regolamento Delegato UE N.231/2013 della Commissione del 19 dicembre 2012, aggiunge poi un principio generale di ampio respiro: *“applica politiche e procedure per prevenire gli abusi, in particolare quelli che secondo ragionevoli previsioni potrebbero mettere in pericolo la stabilità e l'integrità del mercato.”*

Lo stesso Regolamento Delegato, negli articoli 18- 21 impone ai gestori: un determinato grado di diligenza nelle attività di investimento, una adeguata conoscenza delle attività dei fondi, politiche e procedure scritte in materia di diligenza dovuta, tali da assicurare la coerenza delle scelte di investimento.

Particolare menzione deve esser fatta per le disposizioni in materia di politiche di remunerazione<sup>102</sup>.

Singolare risulta, anzitutto, la stessa nozione di “politica di remunerazione” in quanto la stessa arriva a ricomprendere: qualsiasi somma pagata direttamente

---

<sup>102</sup> Tematica di particolare importanza in relazione all'attuale contesto economico, come sottolineato da VISCO in *Economia e Finanza dopo la crisi, Conferenza a Classi Riunite del Governatore della Banca d'Italia, Accademia dei Lincei, 8 marzo 2013*: *“Le autorità di vigilanza devono poter periodicamente esaminare le politiche e le prassi di governo societario adottate dagli intermediari. Anche le politiche di remunerazione vanno riviste, al fine di allineare meglio i compensi ai risultati reddituali di lungo periodo corretti per il rischio e di evitare gestioni miopi o inutilmente rischiose. In particolare, la parte variabile dei compensi destinati alle figure aziendali che influenzano il processo di assunzione dei rischi va corrisposta sulla base di misure che valutino adeguatamente la performance corretta per il rischio, a livello sia individuale, sia di unità operativa, sia di impresa; i premi devono essere legati al conseguimento di risultati stabili, non semplicemente frutto di operazioni straordinarie; anche le “buonuscite” dei manager devono basarsi in maniera chiara ed efficace sui risultati conseguiti, nonché su una più generale valutazione del loro operato; il compenso deve essere differito per un periodo di tempo sufficiente a verificare l'effettiva buona qualità della gestione.*

dal fondo, includendo le commissioni di performance e l'eventuale trasferimento di quote o di azioni nel fondo.

Gli Stati hanno l'obbligo di imporre l'applicazione di prassi e politiche remunerative, espressione di una sana e corretta gestione del rischio e coerenti con il regolamento del fondo, ad una serie molto ampia di soggetti (senior manager, *risk taker*, soggetti con funzione di controllo, impiegati che percepiscono una remunerazione che li rende assimilabili alle categorie precedenti)<sup>103</sup>.

L'allegato II della Direttiva AIFMD enuncia i principi su cui fondare una corretta politica di remunerazione:

- i. coerenza con una sana ed efficace gestione del rischio al fine evitare un'assunzione di rischio non congrua con regolamento e documenti costitutivi del fondo;
- ii. conformità alla strategia aziendale, obiettivi, valori e interessi del gestore e del fondo;
- iii. sottoposizione della stessa al vaglio periodico da parte dell'organo di direzione del gestore;
- iv. riesame interno almeno annuale da parte di soggetti indipendenti, inteso a verificare il reale rispetto delle politiche e delle procedure adottate;
- v. dipendenza tra la remunerazione dei soggetti aventi funzione di controllo e gli obiettivi dagli stessi conseguiti;

---

<sup>103</sup> La Direttiva AIFMD arriva a ricomprendere espressamente all'art. 13 le seguenti categorie: *"alle categorie di personale tra cui gli alti dirigenti, i soggetti che assumono il rischio, il personale che svolge funzioni di controllo e qualsiasi dipendente che riceva una remunerazione complessiva che lo collochi nella stessa fascia remunerativa dell'alta direzione e dei soggetti che assumono il rischio, le cui attività professionali abbiano un impatto rilevante sui profili di rischio dei GEFIA o dei FONDO che gestiscono"*

- vi. controllo da parte del comitato per le remunerazioni<sup>104</sup> dei compensi attribuiti ai responsabili di alto livello delle funzioni di controllo dei rischi e della conformità;
- vii. qualora la remunerazione venga legata ai risultati, la stessa deve essere il risultato di valutazioni del singolo, dell'unità aziendale interessata e dei risultati generali del gestore sulla base di criteri finanziari di natura oggettiva;
- viii. la valutazione dei risultati dovrà essere effettuata in un quadro pluriennale basato su risultati di lungo termine;
- ix. eccezionalità della remunerazione variabile garantita solo in caso di assunzione di nuovo personale e per il primo anno;
- x. adeguato bilanciamento delle componenti variabili e fisse della remunerazione, dando misura preponderante alla parte fissa;
- xi. attribuzione dell'indennizzo per risoluzione anticipata del contratto in maniera coerente ai risultati ottenuti, soprattutto in modo da non ricompensare i fallimenti;
- xii. rettifica completa della misurazione dei risultati al fine di fornire una reale rappresentazione della realtà aziendale;

A tali previsioni, si aggiungono degli accorgimenti di natura “quantitativa” in materia di remunerazione, prevedendo per i soggetti che svolgano attività dirigenziale:

---

<sup>104</sup> Lo stesso allegato II della Direttiva AIFMD prevede che i gestori di fondi alternativi significativi per le loro dimensioni, per le dimensioni dei fondi che gestiscono, per la loro organizzazione interna e la natura, per la portata e la complessità delle loro attività debbano istituire un comitato per le remunerazioni. Il comitato dovrà essere costituito in modo da esprimere giudizi competenti e indipendenti su politiche e prassi remunerative e sugli eventuali incentivi per la gestione del rischio. Tale comitato è necessariamente presieduto da un membro da un amministratore non esecutivo del gestore.

- a) almeno il 50% della remunerazione variabile deve essere pagato in quote o azioni del Fondo rilevante o equivalenti interessi, salvo che in alcune limitate circostanze;
- b) almeno il 40% (elevabile al 60% ove la componente variabile sia particolarmente alta) della remunerazione variabile deve essere scaglionata su un periodo di tempo appropriato rispetto al ciclo di vita della politica di rimborso e dei rischi dei fondi amministrati e in ogni caso, di almeno 3-5 anni;
- c) la remunerazione variabile deve essere concessa e pagata solo se sostenibile rispetto alla situazione finanziaria complessiva del gestore e deve essere giustificata con riferimento alle performance del singolo comparto di investimento, del fondo e del soggetto interessato;
- d) il totale della remunerazione variabile deve essere ridotto qualora il gestore o il fondo rilevante sia stato oggetto di una performance negativa;
- e) la valutazione della performance deve essere basata su di un quadro di diversi anni che sia appropriato al ciclo di vita del fondo amministrato, e l'effettivo pagamento deve essere spalmato su di un periodo che tenga debitamente conto delle politiche di rimborso del fondo amministrato e dei rischi dell'investimento e, in relazione alla remunerazione variabile, deve incorporare un completo meccanismo di aggiustamento per integrare tutti i rilevanti rischi presenti e futuri;
- f) la remunerazione variabile garantita deve essere eccezionale e limitata al primo anno dopo l'assunzione;
- g) le componenti fisse e variabili della remunerazione devono essere opportunamente bilanciate, con la componente fissa che deve rappresentare una porzione sufficientemente alta

*così da consentire alla remunerazione variabile da essere assolutamente flessibile (fino a divenire pari a zero)*<sup>105</sup>.

La Direttiva AIFMD impone anche delle misure volte alla prevenzione dei conflitti di interessi, ricalcando – anche in questo caso - l'impostazione fornita dalla Direttiva UCITS IV.

Il principio generale enunciato dalla Direttiva impone che gli Stati esigano dai gestori, sottoposti alla disciplina comunitaria, l'adozione di accorgimenti e procedure mirate al fine di individuare, prevenire e gestire i conflitti di interessi che possano sorgere tra i soggetti direttamente o indirettamente legati al gestore e al fondo di investimento alternativo<sup>106</sup>.

Qualora gli accorgimenti adottati dal fondo non riescano a risolvere il conflitto, il gestore dovrà dare *disclosure*<sup>107</sup> ai soggetti interessati prima di agire,

---

<sup>105</sup> LUCIANO, La Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi, Contratto e impresa/Europa n. 2/2011, *passim*

<sup>106</sup> in merito alle differenze rispetto alla disciplina dettata dalla MIFID v. GUFFANTI, La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni, Le Società 10/2011, 1181: "La disciplina sui conflitti si differenzia rispetto all'impostazione contenuta nella MiFID con riguardo ai GEFIA autorizzati al servizio di gestione discrezionale di portafogli. Essi potranno investire la totalità, od una parte, del portafoglio di un cliente in quote o azioni del Fondo che gestiscono, a condizione di ricevere la previa autorizzazione generale del cliente (art. 12, comma 2). L'autorizzazione del cliente - quale metodologia di gestione del conflitto (derivante dall'investimento in quote o azioni di un Fondo gestito dal medesimo GEFIA) - è infatti un'impostazione risalente alla Direttiva 93/22/CE ed ormai superata dalla MiFID relativamente ai servizi di investimento e, quindi, anche al servizio di gestione su base individuale.

Sebbene disallineata rispetto a quanto previsto in generale per i servizi di investimento, la disposizione risolve positivamente le perplessità che altrimenti potrebbero derivare dalla presenza di un conflitto di interessi "strutturale" (qual è quello insito nelle c.d. gestioni in fondi "della casa") in un quadro normativo, nel quale i conflitti devono essere evitati, e non soltanto gestiti. Ovviamente, l'autorizzazione del cliente permette l'investimento in tali fondi, ma non esonera il GEFIA dal dovere di rispettare le regole di condotta, tra cui il dovere di agire nel miglior interesse degli investitori (art. 12, comma 1).

<sup>107</sup> In merito alle modalità di comunicazione dei conflitti di interesse, v. art. 36 Regolamento Delegato UE N.231/2013 della Commissione del 19 dicembre 2012: "Le informazioni da comunicare agli investitori in materia di conflitti di interesse sono fornite su un supporto durevole o tramite sito Internet.

Qualora le informazioni di cui al paragrafo 1 siano fornite tramite sito Internet e non siano indirizzate personalmente all'investitore, sono soddisfatte le condizioni seguenti:

specificando nel dettaglio natura, fonte del conflitto e procedura adottata per la risoluzione dello stesso.

Il Regolamento Delegato UE N.231/2013 della Commissione del 19 dicembre 2012 identifica le tipologie di conflitto di interesse<sup>108</sup>, cioè i casi in cui il gestore stesso, un soggetto rilevante, o una persona avente legame di controllo diretto o indiretto con il gestore:

- a) è probabile che realizzi un guadagno finanziario o eviti una perdita finanziaria a spese del fondo o dei suoi investitori;
- b) abbia un interesse distinto da quello del fondo nel risultato del servizio prestato o dell'attività eseguita a favore del fondo o dei suoi investitori o di un cliente o dell'operazione realizzata per conto del fondo o di un cliente;
- c) ha un incentivo finanziario o di altra natura a privilegiare:
  - gli interessi di un Organismo di investimento collettivo valori mobiliari (OICVM), di un cliente o di un gruppo di clienti o di un altro fondo rispetto agli interessi del fondo,
  - gli interessi di un investitore rispetto agli interessi di un altro investitore o gruppo di investitori dello stesso fondo;
- d) esegue le stesse attività per il fondo e per un altro fondo, un OICVM o un cliente; o

---

*a) l'investitore deve essere stato informato dell'indirizzo del sito Internet e della pagina sul sito Internet in cui possono essere reperite le informazioni e aver acconsentito alla fornitura delle informazioni con tali modalità;*  
*b) le informazioni devono essere aggiornate;*  
*c) le informazioni devono essere continuamente accessibili tramite tale sito per il periodo di tempo ragionevolmente necessario all'investitore per consultarle."*

<sup>108</sup> In materia di conflitto di interesse si veda, LENER, *Il conflitto di interesse nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*, Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza a cura di Granelli-Stella, Milano, 2007, *passim* e LENER, *Conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva, L'attuazione della MiFid in Italia*, a cura D'Apice, Bologna 2010, *passim*

e) riceve o riceverà da una persona diversa dal fondo o dai suoi investitori un incentivo in relazione alle attività di gestione collettiva di portafogli fornite al fondo, sotto forma di denaro, di beni o di servizi, diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente fatturate per tale servizio

Nell'ambito, invece, della Governance<sup>109</sup> del gestore, la normativa impone una netta separazione dei compiti e delle responsabilità che possano risultare incompatibili tra loro e potenzialmente fonte di conflitti di interesse.

L'art. 15 della Direttiva AIFMD prevede una netta separazione nella struttura del gestore, sia sotto il profilo funzionale che gerarchico, delle funzioni di gestione di rischio dalle strutture operative (o più nel dettaglio, quelle dedicate alla gestione del portafoglio)<sup>110</sup>.

I singoli Stati dovranno esaminare, in base al principio di proporzionalità, la reale separazione funzionale e gerarchica delle funzioni di rischio. Lo stesso gestore dovrà esaminare, almeno annualmente, l'adeguatezza dei sistemi di gestione del rischio adottati.

I gestori devono assicurare che i rischi associati alle singole strategie di investimento dei fondi<sup>111</sup> gestiti siano conformi al profilo di rischio adottato,

---

<sup>109</sup> Per il funzionamento e disciplina della Governance dei gestori, si veda CORVESE, *La disciplina degli esponenti aziendali e dei partecipanti al capitale delle SICAV, delle SIM, e delle SGR, Intermediari finanziari mercati e società quotate*, a cura di Patroni Griffi-Sandulli-Santoro, Torino, 1999, *passim*

<sup>110</sup> Previsione facilmente ottemperabile dai gestori di grandi dimensioni, diversamente potrebbe risultare molto impegnativa per i soggetti minori, ove la struttura risulta meno gerarchizzata e strutturata con un eventuale aumento esponenziale dei costi di gestione.

<sup>111</sup> L'Art. 44 Regolamento Delegato UE N.231/2013 della Commissione del 19 dicembre 2012: *"I limiti di rischio qualitativi e quantitativi per ciascun FONDO riguardano almeno i seguenti rischi:*

- a) il rischio di mercato;*
- b) il rischio di credito;*
- c) il rischio di liquidità;*
- d) il rischio di controparte;*

che lo stesso profilo di rischio sia proporzionato alle dimensioni del fondo, alla struttura di portafoglio e alle relative strategie di investimento definiti dal prospetto e dai documenti promozionali del fondo.

Inoltre ai sensi del il Regolamento Delegato UE N.231/2013 della Commissione del 19 dicembre 2012, i gestori devono istituire e mantenere una funzione permanente di gestione del rischio che assicuri il rispetto delle previsioni sancite dalla Direttiva AIFMD.

Inoltre, dovrà essere esplicitamente fissato da parte del gestore, il livello massimo di utilizzo della leva finanziaria per ogni singolo fondo di investimento alternativo<sup>112</sup>.

Per il calcolo dell'esposizione del fondo, il Regolamento Delegato UE N.231/2013 della Commissione del 19 dicembre 2012, che integra la Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda deroghe, condizioni generali di esercizio, depositari, leva finanziaria,

---

*e) il rischio operativo.”*

<sup>112</sup> Per il calcolo della leva finanziaria, v. art. 6 Regolamento Delegato UE N.231/2013 della Commissione del 19 dicembre 2012, che integra la Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda deroghe, condizioni generali di esercizio, depositari, leva finanziaria, trasparenza e sorveglianza: *“La leva finanziaria del FONDO è espressa dal rapporto tra l'esposizione e il valore patrimoniale netto del FONDO. L'esposizione derivante da strutture finanziarie o giuridiche controllate dal FONDO cui partecipano terzi è inclusa nel calcolo dell'esposizione qualora le strutture di cui trattasi siano create specificamente per aumentare direttamente o indirettamente l'esposizione a livello del FONDO. Per i FONDO la cui politica di investimento fondamentale consista nell'acquisire il controllo di società o emittenti non quotati, il GEFIA non include nel calcolo della leva finanziaria le esposizioni esistenti a livello di tali società ed emittenti non quotati, a condizione che il FONDO o il GEFIA che opera per conto del FONDO non debba sostenere perdite potenziali superiori al suo investimento nella società o nell'emittente in questione.*

*Il GEFIA esclude le operazioni di assunzione in prestito concluse se sono di natura temporanea e pienamente coperte dagli impegni contrattuali di capitale degli investitori del FONDO.*

*Il GEFIA dispone di procedure adeguatamente documentate per calcolare conformemente al metodo lordo e al metodo degli impegni l'esposizione di ciascun FONDO che gestisce. Il calcolo è eseguito in modo costante nel tempo.”*

trasparenza e sorveglianza, prevede due metodi: il metodo degli impegni e il metodo lordo (art.7 e 8).

Una specifica disciplina è prevista per la gestione della liquidità: i gestori devono adottare una sistema adeguato di gestione della liquidità e procedure idonee al monitoraggio costante del rischio di liquidità dei fondi anche rispetto alle obbligazioni sottostanti. Al fine di monitorare tale rischio, i gestori devono effettuare periodicamente degli *stress test*, sia in condizioni di liquidità normali che eccezionali, accertando che le strategie di investimento dei singoli fondi siano coerenti al profilo di liquidità e alla politica di rimborso.

Il Regolamento Delegato UE N.231/2013 prevede specifiche disposizioni in materia di controlli aziendali di secondo e terzo livello, obbligando i gestori a istituire e mantenere permanentemente: una funzione di *compliance* efficace e indipendente con delle precise responsabilità (previste dalla normativa) e una funzione di audit interno, separata e indipendente dalle altre funzioni e attività dei gestori.

I gestori dovranno dotarsi inoltre di risorse umane e tecniche appropriate alla corretta gestione dei fondi; prevedendo una buona organizzazione amministrativo-contabile e procedure di controllo interno adeguate.

Ulteriore aspetto di fondamentale importanza è costituito dalle norme in materia di valutazione. Il processo di valutazione del fondo e la conseguente comunicazione agli investitori diviene di maggiore importanza per i fondi aperti e per i fondi in cui i compensi risultano strettamente legati alle performance ottenute. I gestori dovranno far in modo che per ogni fondo gestito vengano stabilite procedure adeguate e uniformi, tali da garantire una

valutazione corretta e indipendente e la comunicazione di tali informazioni agli investitori. La valutazione delle attività e il calcolo del valore netto delle quote dovrà avvenire almeno una volta l'anno<sup>113</sup>.

Rimangono di competenza dei singoli paesi le norme sul calcolo del valore patrimoniale netto per quota o azione del fondo.

Dal punto di vista strutturale, i gestori assicurano che la funzione di valutazione sia esercitata:

- a) da un valutatore esterno, ossia una persona fisica o giuridica indipendente dal fondo, dal gestore di detto fondo e da qualsiasi altra persona che abbia stretti legami con il fondo o il gestore; ovvero
- b) dal gestore stesso, a condizione che la funzione di valutazione sia funzionalmente indipendente dalla gestione del portafoglio e dalla politica retributiva e altre misure garantiscano che i conflitti d'interesse siano mitigati e che non sia esercitata un'influenza indebita sui dipendenti.

Le previsioni in materia di valutazione sono completate dal Regolamento Delegato UE N.231/2013: prevedendo l'istituzione di politiche e procedure che garantiscano un processo di valutazione solido, trasparente, completo e adeguatamente motivato. Soprattutto dovranno essere indicati i modelli e i criteri di selezione per le fonti dei prezzi e dei dati di mercato, mediante l'utilizzo di fonti indipendenti, quando possibile e appropriato.

---

<sup>113</sup> Art. 19 Direttiva AIFMD: *"In caso di FONDO di tipo aperto, tali valutazioni e calcoli sono inoltre effettuati con una frequenza adeguata sia alle attività detenute dal FONDO che alla frequenza di emissione e di rimborso del medesimo. Per i FONDO di tipo chiuso, tali valutazioni e calcoli sono effettuati anche in caso di aumento o riduzione del capitale da parte del FONDO in questione."*

Non è previsto l'obbligo di nomina dell'esperto esterno, però qualora la valutazione venga effettuata dallo stesso gestore, la vigilanza potrebbe richiedere che le politiche e le procedure di valutazione vengano verificate esternamente.

### **2.2.6 La Direttiva 2011/61/UE (AIFMD): Obblighi di trasparenza**

La Direttiva delinea a carico dei gestori un livello minimo di informativa necessaria nei confronti delle autorità di vigilanza e degli investitori dei fondi.

Anzitutto, ogni gestore deve per ciascun fondo, che rientri nell'applicazione della Direttiva, elaborare una relazione annuale, a disposizione degli investitori e delle autorità competenti per gli Stati membri, per ogni esercizio.

Tale relazione annuale dovrà contenere necessariamente:

- a) il bilancio d'esercizio o lo stato patrimoniale<sup>114</sup>;
- b) il conto dei redditi e delle spese dell'esercizio;
- c) un relazione sulle attività svolte nell'esercizio;
- d) importi retributivi versati dal gestore nel corso dell'esercizio, distinguendo tra retribuzione fissa e variabile;
- e) importo aggregato delle remunerazioni suddiviso per alta direzione e membri del personale del gestore, il cui operato abbia un impatto rilevante sui profili di rischio del fondo.

---

<sup>114</sup> La Direttiva AIFMD prevede che nella redazione dei documenti di natura contabile vengano applicate le norme dello Stato membro d'origine del Fondo. Tali dati vengono controllati da una o più persone abilitate per legge alla revisione dei conti conformemente alla direttiva 2006/43/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2006, relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati.

Il contenuto della relazione sulle attività svolte nell'esercizio, non precisato al momento dell'emanazione della Direttiva AIFMD, (punto c, sopra) è stato successivamente delineato dal Regolamento Delegato UE N.231/2013.

Tale Regolamento ha previsto che la relazione debba contenere:

- un quadro della attività di investimento nell'esercizio o periodo e un quadro del portafoglio del Fondo a chiusura dell'esercizio o periodo;
- un quadro del rendimento del Fondo nell'esercizio o periodo.

Viene specificato, inoltre, che la relazione dovrà contenere un'analisi equa ed equilibrata delle attività e del rendimento del Fondo, con dettagliata menzione dei rischi e delle incertezze economiche a cui il Fondo è potenzialmente esposto<sup>115</sup>.

Parte rilevante della Direttiva AIFMD è quella delle informazioni agli investitori. L'articolo 23 della Direttiva prevede che per ciascuno dei Fondi in gestione, il gestore debba mettere a disposizione degli investitori, conformemente ai documenti costitutivi del fondo, le seguenti informazioni:

1. una descrizione della strategia e degli obiettivi di investimento del Fondo, informazioni in merito al luogo in cui il Fondo di destinazione è stabilito e su dove sono stabiliti i fondi sottostanti se il fondo è un fondo di fondi, una descrizione dei tipi di attività in cui il fondo può investire, le tecniche che può utilizzare e tutti i rischi associati, ogni eventuale restrizione all'investimento applicabile, le circostanze in cui il

---

<sup>115</sup> Analisi basata su indicatori fondamentali di rendimento, finanziari ed extrafinanziari. Inoltre le informazioni riportate dovranno essere conformi alle disposizioni nazionali applicabili al luogo di stabilimento del Fondo. Le informazioni riportate nella relazione sulle attività svolte nell'esercizio fanno parte della relazione degli amministratori o dei gestori degli investimenti, se è prassi presentarla contestualmente al bilancio del Fondo.

Fondo può utilizzare la leva finanziaria, i tipi e le fonti di leva finanziaria autorizzati e i rischi associati, ogni eventuale restrizione all'utilizzo della leva finanziaria e tutte le disposizioni relative al riutilizzo di garanzie finanziarie e di attività, nonché il livello massimo di leva finanziaria che il gestore è autorizzato ad utilizzare per conto del Fondo;

2. una descrizione delle procedure secondo le quali il Fondo può cambiare la sua strategia di investimento o la sua politica di investimento, o entrambe;
3. una descrizione delle principali implicazioni giuridiche del rapporto contrattuale stabilito ai fini dell'investimento, comprese le informazioni sulla giurisdizione, la legge applicabile e l'eventuale esistenza di strumenti giuridici che prevedano il riconoscimento e l'esecuzione delle sentenze sul territorio in cui è stabilito il Fondo;
4. l'identità del gestore, del depositario del Fondo, del revisore e di ogni altro prestatore di servizi, nonché una descrizione dei loro doveri e dei diritti degli investitori;
5. una descrizione di qualsiasi funzione di gestione delegata<sup>116</sup>;
6. una descrizione della procedura di valutazione del Fondo e della metodologia di determinazione del prezzo per la valutazione;
7. una descrizione della gestione del rischio di liquidità del FONDO, inclusi i diritti di rimborso in circostanze normali e in circostanze

---

<sup>116</sup> LENER, *Gestore unico e deleghe nella gestione, La disciplina delle gestioni patrimoniali, SGR, Fondi comuni e SICAV*, Quaderno Assogestioni, n. 23, Roma, 2000

- eccezionali e gli accordi esistenti con gli investitori in materia di rimborso;
8. una descrizione di tutte le commissioni, i costi e le spese e dei loro importi massimi, sostenuti direttamente o indirettamente dagli investitori;
  9. una descrizione del modo in cui il gestore garantisce l'equità di trattamento degli investitori e, quando un investitore ottiene un trattamento preferenziale o il diritto di ottenere un trattamento preferenziale, una descrizione del trattamento preferenziale, il tipo di investitori che ottengono tale trattamento preferenziale nonché, ove pertinente, i loro legami giuridici o economici con il Fondo o il gestore;
  10. l'ultima relazione annuale;
  11. la procedura e le condizioni per l'emissione e la vendita di quote o azioni;
  12. l'ultimo valore patrimoniale netto del Fondo o l'ultimo prezzo di mercato della quota o azione del fondo, conformemente alla disciplina dettata dalla Direttiva;
  13. ove disponibile, il rendimento storico del Fondo;
  14. l'identità dell'intermediario principale e una descrizione di tutte le disposizioni significative del Fondo con i suoi intermediari principali e il modo in cui sono gestiti i relativi conflitti di interesse e la clausola contenuta nel contratto con il depositario relativa alla possibilità di trasferire e riutilizzare le attività del FONDO e informazioni su

qualsiasi trasferimento di responsabilità all'eventuale intermediario principale;

Oltre alle informazioni di cui sopra, i gestori devono eseguire delle comunicazioni periodiche agli investitori:

- a) la percentuale di attività del fondo oggetto di disposizioni speciali a causa della natura illiquida<sup>117</sup>;
- b) qualsiasi nuova misura adottata per gestire la liquidità del Fondo<sup>118</sup>;
- c) il profilo di rischio attuale del Fondo e i sistemi di gestione dei rischi utilizzati dal gestore<sup>119</sup>

---

<sup>117</sup> Regolamento Delegato UE N.231/2013 ha successivamente chiarito le modalità di tali comunicazioni prevedendo che il gestore: *“a) presenta un quadro dei meccanismi speciali applicati, specificando se si configurano come fondi istituiti per lo smobilizzo delle attività illiquide (side pockets), soglie per la dilazione del rimborso (gates) o altro meccanismo analogo, e indicando la metodologia di valutazione applicata alle attività che ne sono oggetto e le modalità con cui le spese di gestione e le commissioni legate al rendimento si applicano loro; b) comunica tali informazioni nell'ambito della relazione periodica del FONDO agli investitori, secondo quanto previsto nel regolamento o nei documenti costitutivi del FONDO, ovvero contestualmente al prospetto o alla documentazione promozionale, e comunque, come minimo, quando è messa a disposizione la relazione annuale a norma dell'articolo 22, paragrafo 1, della direttiva 2011/61/UE.”*

<sup>118</sup> Regolamento Delegato UE N.231/2013: il gestore: *“a) comunica agli investitori, per ogni FONDO gestito diverso da un fondo chiuso che non ricorre alla leva finanziaria, le modifiche dei sistemi e procedure di gestione della liquidità di cui all'articolo 16, paragrafo 1, della direttiva 2011/61/UE considerate significative ai sensi dell'articolo 106, paragrafo 1; b) comunica immediatamente agli investitori se decide di attivare soglie per la dilazione del rimborso, fondi istituiti per lo smobilizzo delle attività illiquide o analoghi meccanismi speciali ovvero se decide la sospensione dei rimborsi; c) fornisce un quadro delle modifiche delle disposizioni inerenti alla liquidità, siano esse meccanismi speciali o no. Se pertinenti, sono incluse nelle informazioni le condizioni a cui il rimborso è permesso e le circostanze nelle quali si applica la discrezionalità del gestore. Sono altresì incluse le restrizioni di voto o di altro tipo che possono essere esercitate, la durata dei periodi di lock-up ovvero le disposizioni sull'ordine di precedenza nei rimborsi o sul calcolo proporzionale relativamente alle soglie per la dilazione del rimborso e alle sospensioni.*

<sup>119</sup> Regolamento Delegato UE N.231/2013: *“La comunicazione del profilo di rischio del FONDO a norma dell'articolo 23, paragrafo 4, lettera c), della direttiva 2011/61/UE, specifica: a) le misure per appurare la sensibilità del portafoglio del FONDO ai principali rischi sostanziali cui il FONDO è o potrebbe essere esposto; b) se i limiti di rischio fissati dal GEFIA sono stati superati o rischiano di esserlo e, se il superamento è avvenuto, la descrizione delle circostanze e le misure correttive adottate.”*

In materia di leva finanziaria, i gestori dovranno effettuare delle comunicazioni ben specifiche. In particolare, dovranno comunicare agli investitori: eventuali modifiche al livello massimo della leva utilizzabile dal gestore per conto del Fondo; la misura complessiva della leva finanziaria utilizzata dal Fondo.

L'ultima tipologia di obbligo informativo a cui sono sottoposti i gestori è quella degli obblighi di segnalazione alle autorità competenti.

Un primo obbligo sembrerebbe di carattere generale, in quanto è previsto che il gestore comunichi “regolarmente” alle autorità dello Stato membro le informazioni sui principali mercati e strumenti in cui negozia per i fondi gestiti. La disposizione è stata successivamente integrata e completata, anche in questo caso, dall'articolo 110 del Regolamento Delegato UE N.231/2013:

*“nella segnalazione alle autorità competenti, le informazioni seguenti:*

- a) i principali strumenti in cui negozia, compresa la suddivisione fra strumenti finanziari e altre attività, e strategie di investimento del Fondo con la relativa concentrazione geografica e settoriale;*
- b) i mercati di cui è membro o in cui negozia attivamente;*
- c) la diversificazione del portafoglio del Fondo, comprese, ma non esclusivamente, le esposizioni principali e le concentrazioni più importanti.”*

Il gestore deve inoltre comunicare alle autorità, per ogni singolo Fondo gestito:

- a) la percentuale di attività del Fondo oggetto di disposizioni speciali a causa della loro natura illiquida;
- b) qualsiasi nuova misura adottata per gestire la liquidità del Fondo;

- c) il profilo di rischio attuale del Fondo e i sistemi di gestione dei rischi utilizzati dal gestore per gestire il rischio di mercato, il rischio di liquidità, il rischio di controparte e altri rischi incluso il rischio operativo;
- d) informazioni sulle principali categorie di attività in cui il Fondo ha investito;
- e) i risultati delle prove di stress eseguite in conformità delle norme sulla gestione del rischio.

La periodicità delle informazioni da fornire alle autorità competenti è cadenzata in base al volume delle attività gestite dal singolo gestore<sup>120</sup>.

I gestori che utilizzano in modo considerevole la leva finanziaria (ove per considerevole si intende, a norma del Regolamento Delegato UE N.231/2013, quando l'esposizione del Fondo, calcolata con il metodo degli impegni, risulti superiore al triplo del valore del patrimonio netto) daranno opportuna evidenza alle autorità di vigilanza e agli investitori.

Più in generale, gli Stati membri utilizzano le informazioni fornite da i gestori per determinare l'impatto potenziale dell'utilizzo della leva rispetto all'aumento del rischio sistemico del sistema finanziario e complessivamente dell'ipotetica riduzione della crescita a lungo termine dell'intero sistema economico.

---

<sup>120</sup> Art. 110 Regolamento Delegato UE N.231/2013: *“Le informazioni di cui ai paragrafi 1 e 2 sono segnalate:*

*a) a cadenza semestrale dai GEFIA che gestiscono portafogli di FONDO per un totale di attività gestite, calcolato a norma dell'articolo 2, superiore alle soglie di 100 milioni di EUR o di 500 milioni di EUR previste all'articolo 3, paragrafo 2, rispettivamente lettere a) e b), della direttiva 2011/61/UE, ma non superiore a 1 miliardo di EUR, per ciascun FONDO UE gestito e per ciascun FONDO commercializzato nell'Unione;*

*b) a cadenza trimestrale dai GEFIA che gestiscono portafogli di FONDO per un totale di attività gestite, calcolato a norma dell'articolo 2, superiore a 1 miliardo di EUR, per ciascun FONDO UE gestito e per ciascun FONDO commercializzato nell'Unione;*

*c) a cadenza trimestrale dai GEFIA soggetti agli obblighi di cui alla lettera a), del presente paragrafo, relativamente a ciascun FONDO il cui totale delle attività gestite, comprese quelle acquisite mediante leva finanziaria, è superiore a 500 milioni di EUR, per detto FONDO;*

*d) a cadenza annuale dai GEFIA, per ciascun FONDO gestito che non ricorre alla leva finanziaria e che, in base alla propria politica di investimento fondamentale, investe in società ed emittenti non quotati per acquisirne il controllo.”*

Per il raggiungimento di tale obiettivo, in modo da tutelare a pieno gli investitori, vengono riservati alcuni poteri di intervento a carico delle autorità statali. Tali poteri consistono: nella possibilità di fissare i limiti di utilizzo della leva per i singoli gestori (quando tale provvedimento possa assicurare la stabilità e l'integrità del sistema finanziario); imporre altre restrizioni alla gestione. L'opportunità di limitare l'uso della leva è stata più volte criticata dagli addetti ai lavori, soprattutto, paradossalmente, quando la previsione di tale limite è da contestualizzare ai periodi di crisi economica come quello attuale.

### **2.3 La Creazione di un mercato unico europeo**

Come specificato all'inizio del presente capitolo, il fine ultimo della Direttiva AIFMD è quello di creare le condizioni per la creazione di un mercato unico europeo dei fondi d'investimento alternativi, proprio come è stato precedentemente realizzato per i fondi comuni di investimento.

La commercializzazione sarà autorizzata al completamento di un'apposita procedura e sarà limitata a particolari categorie di soggetti cioè gli investitori professionali, come definiti dalla direttiva MiFID<sup>121</sup>.

---

<sup>121</sup> Sulla inappropriata applicazione della nozione di investitore professionale offerta dalla MiFid per gli investimenti a lungo termine come i fondi v. LUCIANO, La Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi, Contratto e impresa/Europa n. 2/2011, 635: *“La definizione proposta dalla MiFID di investitori professionali non è particolarmente appropriata per gli investitori in fondi. Nonostante essa includa la maggior parte dei tradizionali investitori istituzionali (con pochi problemi circa le nuove o piccole società che fanno parte di gruppi di dimensioni maggiori, i soggetti non regolamentati e le istituzioni che non investono principalmente in strumenti finanziari), essa prevede pure un processo di opt-up che è predisposto per ricomprendere altri investitori esperti. Malauguratamente, quel sistema di opt-up richiede di conformarsi con test che sono predisposti per coloro che fanno frequentemente trading di strumenti finanziari piuttosto che investimenti a lungo termine, fondi e altre classi di asset. In particolare, gli hyper net worth individual e i family office potrebbero restare esclusi.”*

In realtà, molti ordinamenti nazionali, prevedono già alcune esenzioni quando la commercializzazione di strumenti finanziari è effettuata solo nei confronti di investitori professionali.

Il procedimento per la commercializzazione all'interno dello Stato membro di origine del gestore consiste nella trasmissione di:

- a) Una lettera di notifica, comprendente il programma delle operazioni che identificano il Fondo che il gestore intende commercializzare e le informazioni sul luogo in cui il Fondo è stabilito;
- b) il regolamento o i documenti costitutivi del Fondo;
- c) l'identità del depositario del Fondo;
- d) una descrizione del Fondo o ogni altra informazione messa a disposizione degli investitori;
- e) informazioni sul luogo in cui il Fondo di destinazione è stabilito se il Fondo è un Fondo di alimentazione;
- f) eventuali informazioni supplementari di cui all'articolo 23, paragrafo 1, per ciascun Fondo che il gestore intende commercializzare;
- g) se del caso, informazioni sulle modalità stabilite per impedire che quote o azioni del Fondo siano commercializzate presso investitori al dettaglio, anche qualora il gestore faccia ricorso a soggetti indipendenti per fornire i servizi di investimento in relazione al Fondo.

Successivamente, entro venti giorni dal ricevimento del fascicolo, le autorità comunicano al gestore l'accettazione o meno della documentazione; da tale momento il gestore potrà commercializzare nel singolo Stato d'origine<sup>122</sup>.

Per la commercializzazione da parte del gestore, in stati membri diversi da quello di origine, la procedura è analoga, salvo qualche differenza nella documentazione da allegare che sarà la seguente:

- a) Una lettera di notifica, comprendente il programma delle operazioni che identificano il Fondo che il gestore intende commercializzare e le informazioni sul luogo in cui il Fondo è stabilito;
- b) il regolamento o i documenti costitutivi del Fondo;
- c) l'identità del depositario del Fondo;
- d) una descrizione del Fondo o ogni altra informazione messa a disposizione degli investitori;
- e) informazioni sul luogo in cui il Fondo di destinazione è stabilito se il Fondo è un Fondo di alimentazione;
- f) eventuali informazioni supplementari di cui all'articolo 23, paragrafo 1, per ciascun Fondo che il gestore intende commercializzare;
- g) l'indicazione dello Stato membro o degli Stati membri in cui intende commercializzare presso investitori professionali le quote o le azioni del Fondo;
- h) informazioni sulle modalità adottate per la commercializzazione dei Fondo e, laddove pertinente, le informazioni sulle modalità adottate per impedire la

---

<sup>122</sup> Nel caso di modifica significativa delle informazioni necessarie per la commercializzazione, il gestore dovrà avvertire le autorità competenti almeno un mese prima dell'attuazione e attendere il riscontro. Qualora una modifica renda il gestore non conforme alla Direttiva, al gestore potrà essere vietata la commercializzazione.

commercializzazione delle quote o delle azioni del Fondo presso gli investitori al dettaglio, anche qualora il gestore faccia ricorso a soggetti indipendenti per fornire i servizi di investimento in relazione al Fondo.

Una delle modalità attraverso cui la Direttiva intende realizzare il mercato unico europea consiste nell'introduzione di un "passaporto" commerciale, strumento che permetterebbe la commercializzazione dei fondi, a seguito della sola procedura di notificazione svolta nello Stato membro di stabilimento del gestore. Tale commercializzazione, come si è detto, sarebbe però limitata ai soli investitori professionali<sup>123</sup>.

---

<sup>123</sup> Ai sensi della Direttiva MIFID 2004/39/CE, Per clienti professionali si intendono coloro che posseggono l'esperienza, la conoscenza e la competenza necessaria per prendere le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che in tal modo possono assumersi.

I clienti professionali si distinguono tra quelli, per se, collocati nella categoria in base ad una valutazione astratta del legislatore comunitario ed i soggetti che possono invece richiedere tale classificazione, su richiesta.

I clienti professionali sono suddivisi, inoltre, in clienti professionali privati e clienti professionali pubblici, in base al Testo Unico della Finanza, nuovo articolo 6, comma 2 quinquies introdotto dal d.lgs. 164 del 17 Settembre 2007 che ha modificato il TUF, la definizione dei criteri di identificazione dei clienti professionali privati è rimessa alla CONSOB; la definizione di quelli pubblici è, invece, rimessa al Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Il nuovo Regolamento Intermediari della CONSOB elenca coloro che vengono qualificati come clienti professionali privati per tutti i servizi e gli strumenti di investimento. Tra questi sono individuati gli investitori istituzionali che operano nei mercati finanziari, italiani o esteri, quali:

- 1) banche
- 2) SIM e Imprese di Investimento
- 3) Altri Istituti Finanziari Autorizzati o Regolamentati
- 4) Imprese di Assicurazioni
- 5) Organismi di Investimento Collettivo e Società di Gestione del Risparmio
- 6) Fondi Pensione e Società di Gestione di tali Fondi
- 7) Negoziatori per Conto Proprio di Mercati e Strumenti Derivati su Mercati
- 8) Soggetti che svolgono esclusivamente la Negoziazione per Conto Proprio su Mercati di Strumenti Finanziari e aderiscono indirettamente al Sistema di Liquidazione nonché al Sistema di Compensazione e Garanzia
- 9) Altri Investitori Istituzionali, tra cui rientrano le Fondazioni Bancarie e altri soggetti che siano qualificate controparti qualificate in base all'ordinamento dello Stato Comunitario in cui hanno sede
- 10) Agenti di Cambio

In aggiunta a tali soggetti, sono considerati investitori professionali anche gli investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre operazioni finanziarie, i governi nazionali ed i corrispondenti uffici e le imprese di grandi dimensioni.

Qualora un gestore decida di commercializzare un fondo UE in altri Stati, dovrà completare la procedura di notifica, i singoli Stati non potranno, però, prevedere ulteriori obblighi a carico del gestore.

Discorso diverso, nel caso in cui la commercializzazione avvenga nei confronti della clientela *retail*<sup>124</sup>, poichè in tal caso sarà fatta salva la facoltà per

---

Per le imprese di grandi dimensioni la normativa, in particolare, prevede una serie di requisiti, stabilendo che, per essere considerate investitori professionali, tali imprese debbano presentare, a livello di singole società, almeno due dei seguenti requisiti dimensionali:

Totale di Bilancio: 20.000.000,00 Euro

Fatturato Netto: 40.000.000,00 Euro

Fondi Propri: 2.000.000,00 Euro

Nei confronti di tutti i soggetti su elencati, da ritenersi pertanto clienti professionali di diritto, l'intermediario deve, prima di qualunque prestazione di servizi, informarli della loro classificazione e del trattamento che ne discende di diritto, salvo diverso accordo.

Per coloro che in precedenza erano già classificati tra gli operatori qualificati di diritto, la CONSOB ha chiarito che non è strettamente necessaria una apposita comunicazione, stante la sostanziale continuità tra il precedente ed il nuovo regime. Con riferimento ai nuovi obblighi informativi, una adeguata valutazione dovrà essere effettuata per coloro che erano stati classificati come operatori qualificati sulla base di un'apposita dichiarazione in cui il cliente si era dichiarato in possesso di specifiche competenze in materia finanziaria.

<sup>124</sup> Ai sensi della Direttiva MIFID 2004/39/CE, i clienti al dettaglio sono i clienti ritenuti privi delle specifiche competenze professionali necessarie per orientare in maniera consapevole le proprie decisioni in materia di investimento.

La normativa MIFID non indica in modo esplicito quali soggetti debbano essere classificati come rientranti in tale categoria; essa viene individuata in via residuale, facendo confluire nella stessa tutti i clienti che non sono o non possono essere trattati come clienti professionali o controparti qualificate.

Tali clienti risultano essere i più bisognosi di tutela, infatti beneficiano del più alto grado di protezione sancito dalla normativa di riferimento.

Con riferimento agli obblighi informativi che ricadono sull'intermediario, nei confronti della clientela già esistente alla data del 1° Novembre 2007 gli operatori non saranno tenuti ad informare coloro che, sulla base di questa nuova ripartizione, risultino di diritto clienti al dettaglio, laddove già precedentemente considerati come tali; al contrario, sarà necessario fornire una specifica informativa ai clienti i quali, in passato classificati come retail, siano, in forza del recepimento della MIFID, passati di diritto ad una diversa categoria.

Allo stesso tempo, l'intermediario sarà tenuto ad informare il cliente circa la facoltà riconosciutagli dalla nuova normativa di richiedere una diversa classificazione avvertendolo contestualmente delle variazioni in termini di minore protezione cui andrebbe incontro qualora decidesse di esercitare tale diritto

Per le modalità di individuazione della tipologia di clientela v. CESR (THE COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS) La Direttiva MiFid Guida per il consumatore: "Prima di fornire un servizio d'investimento, la Banca ha il dovere di classificare ciascun investitore come Cliente al dettaglio (Retail) o Cliente Professionale. Il Cliente al dettaglio (Retail) ha diritto al massimo livello di tutela, infatti, la MiFID prevede una protezione maggiore per gli investitori con minore conoscenza ed esperienza negli investimenti (Clienti Retail), mentre gli investitori con maggiore conoscenza ed esperienza in materia (Clienti Professionali) ricevono una protezione

il singolo Stato di autorizzare l'offerta, prevedendo eventualmente ulteriori tutele per gli investitori, a condizione che le stesse non risultino più rigorose rispetto alla disciplina prevista per i fondi stabiliti nello Stato membro.

La disciplina della Direttiva, dovrebbe essere estesa in futuro anche alla commercializzazione transfrontaliera con Stati non facenti parte dell'Unione.

Dovrebbe essere ammessa la passaportazione per la commercializzazione ad investitori professionali di:

- fondi di investimento alternativi non residenti in Stati Ue ma gestiti da un Gestore che risiede nell'UE;
- fondi di investimento alternativi Ue gestiti da gestori non UE;

---

minore. Fra i Clienti Professionali rientrano le banche, i governi, i fondi pensionistici, le grandi società e, in via eccezionale, alcune persone fisiche.

Il Regolamento Intermediari disciplina nel dettaglio le informazioni da richiedere ai Clienti. In particolare: "Le informazioni relative alla conoscenza ed esperienza di un Cliente o potenziale Cliente, includono i seguenti elementi:

- Tipi di servizi, operazioni e strumenti finanziari con i quali il Cliente ha dimestichezza;
- La natura, il volume e la frequenza delle operazioni su strumenti finanziari realizzate dal Cliente e il periodo durante il quale queste operazioni sono state eseguite;
- Il livello di istruzione, la professione o, se rilevante, la precedente professione del Cliente";
- Le informazioni riguardanti la situazione finanziaria di un Cliente o potenziale Cliente includono, laddove pertinenti:
  - Dati sulla fonte e sulla consistenza del suo reddito regolare;
  - Le sue attività, comprese le attività liquide, i suoi investimenti e beni immobili, ed i suoi impegni finanziari regolari
- Le informazioni riguardanti gli obiettivi di investimento di un Cliente o potenziale Cliente includono, laddove pertinenti:
  - Dati sul periodo di tempo per il quale desidera conservare l'investimento;
  - Le sue preferenze in materia di rischio;
  - Il suo profilo di rischio;
  - Le finalità dell'investimento"

Sulla base delle informazioni raccolte, gli intermediari devono valutare l'adeguatezza, ovvero devono individuare le operazioni e gli investimenti in prodotti finanziari che:

- Corrispondano ai loro obiettivi di investimento;
- Comportino l'assunzione di rischi che, per esperienze e conoscenze possedute in materia di investimenti in prodotti finanziari, siano in grado di comprendere;
- Comportino l'assunzione di rischi che siano finanziariamente in grado di sopportare

Nell'ambito del Test di Appropriatezza la Banca valuterà le informazioni raccolte nel questionario relative alla conoscenza ed esperienza negli investimenti:

Se la Banca ritiene che il Cliente abbia la conoscenza e l'esperienza necessarie per comprendere i rischi associati, allora può procedere con l'operazione. Qualora la Banca viceversa ritenga, sulla base delle informazioni ottenute, che l'operazione non sia appropriata per il Cliente, lo deve necessariamente avvertire di tale situazione. Se il Cliente insiste nel voler procedere con l'operazione, deve assumersene il rischio.

- fondi di investimento alternativi non UE e gestiti da gestori non UE.

Tale possibilità diverrà effettiva trascorsi tre anni dal processo di attuazione, periodo di tempo, ritenuto necessario dal legislatore Comunitario per una prima valutazione di impatto della Direttiva.

Ovviamente però per i casi non UE, sarà necessaria una autorizzazione preventiva da parte dello stato membro. Tale autorizzazione verrà concessa soltanto:

- qualora siano previsti appositi accordi di cooperazione tra i due Stati;
- il paese non UE non faccia parte della lista dei paesi non cooperativi del FATF;
- il paese non UE abbia firmato con l'altro stato un accordo che rispetta l'art. 26 del modello di convenzione OCSE, in materia fiscale.

In attesa dell'ipotesi di conferimento del passaporto anche nei casi non UE, i singoli Stati mantengono comunque la facoltà di autorizzare gli stessi. Dal 2018, invece il passaporto sarà l'unico regime applicabile.

Per i casi non UE, si possono riassumere 4 fasi di applicazione della Direttiva AIFMD:

- 1) Prima del luglio 2013, i gestori non UE possono commercializzare i fondi agli investitori, mediante autorizzazione dello Stato di destinazione;
- 2) Dal 2013 al 2015, limitata applicazione della Direttiva AIFMD per i gestori non UE;
- 3) Dal 2015 al 2018, possibilità di scelta per i Fondi e Gestori non UE tra la piena applicazione della Direttiva o la sottoposizione agli ordinamenti nazionali;

- 4) Dal 2018, verranno abolite le discipline nazionali, per cui Gestori e Fondi non UE dovranno necessariamente rispettare la Direttiva.

### 3. ANALISI DI IMPATTO DELLA REGOLAMENTAZIONE: LA NUOVA DISCIPLINA DEI FONDO ALTERNATIVI, PESO O RISORSA?

*“A questo proposito i commentatori dicono: «La retta comprensione di un fatto, e il fraintendimento di questo stesso fatto, non si escludono a vicenda per intero»”.*

*(Franz Kafka, Il Processo)*

#### 3.1 La scelta di disciplinare i gestori

Come abbiamo in precedenza visto, la Direttiva AIFMD risponde all’esigenza del legislatore comunitario di completare la regolamentazione di ambiti non totalmente disciplinati dall’ordinamento comunitario o nazionale. Tale esigenza deve essere rispettata al fine di limitare la vulnerabilità dei mercati finanziari, messa in luce negli ultimi anni dalla incombente crisi del settore.

Per quanto non possano essere ritenuti responsabili direttamente i gestori dei fondi alternativi, l’attività di molti di essi è stata macchiata da problemi di liquidità, causati anche dalla particolare natura dei fondi gestiti, che hanno messo a repentaglio l’intera efficienza del mercato<sup>125</sup>.

Le stesse autorità comunitarie hanno individuate delle macroaree di rischio su cui si fonda l’attività dei fondi alternativi, distinguendo ovviamente in relazione al modello d’impresa utilizzato.

---

<sup>125</sup> Sulla tesi della bassa responsabilità dei fondi alternativi nella globale crisi dei mercati finanziari, si veda MASCIANDARO, *Più coraggio contro la finanza tossica*, Il Sole 24 ore, 16 marzo 2013

Le macroaree così individuate attengono a: rischi macroprudenziali<sup>126</sup> (sistemici), rischi microprudenziali, protezione degli investitori, efficienza e integrità del mercato, impatto sul mercato in ambito di controllo societario e in materia di acquisizione di partecipazioni di controllo di società da parte dei gestori dei fondi alternativi.

La valutazione costi/benefici della Direttiva deve cercare di misurare la sostanziale efficacia ed efficienza della regolamentazione, soprattutto in ragione di un fenomeno avente dimensione transfrontaliera, anche al di fuori dell'Unione Europea<sup>127</sup>.

Ulteriore fattore di criticità è costituito dalla frammentarietà della normativa in materia, in quanto i singoli ordinamenti statali disciplinano in modo e con intensità differente l'attività dei gestori.

La Direttiva AIFM è stata frutto di un lungo processo dialettico, realizzatosi mediante il coinvolgimento di una serie di soggetti (legislatori nazionali, investitori, associazioni di categoria, gestori di fondi, banche depositarie).

---

<sup>126</sup> Sul dibattito in materia di rischi macroprudenziali si veda: ANGELINI, NERI, PANETTA "Monetary and macroprudential policies," Banca d'Italia, Temi di discussione, 801, marzo 2011 e ANGELINI, NICOLETTI-ALTIMARI, VISCO "Macroprudential, microprudential and monetary policies: conflicts, complementarities and trade-offs", Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 140, novembre 2012

<sup>127</sup> IMPACT ASSESSMENT Accompanying the document COMMISSION DELEGATED REGULATION supplementing Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council with regards to exemptions, general operating conditions, depositories, leverage, transparency and supervision: "While the UCITS fund sector, with almost 6trn€ of assets under management in the EU, is much larger than the AIF sector, the latter nevertheless manages assets worth almost 2.2trn€ (end September 2011). The assets under management within AIF amount to 18% of the EU's GDP or more than the GDP of France or the United Kingdom in the year 2010. More than two thirds (68%) of the assets of AIF are held by institutional investors, 70 per cent of which are comprised of pension funds and insurance companies. It is important to note that many AIF are managed by external managers. This holds in particular for hedge funds, where the manager might be based in the EU while the fund is domiciled in, say, the Cayman Islands, to name a typical case."

La mancata esistenza di una regolamentazione unitaria del fenomeno può: da un lato ostruire l'attività di vigilanza nei confronti dei soggetti gestori, alimentando quindi preoccupazioni di natura generale, e, dall'altro, rallentare un processo di integrazione del mercato, funzionale nel futuro alla creazione di un mercato unico europeo. La mancanza di un mercato unico europeo è da considerarsi svantaggiosa per gli stessi gestori, in quanto questi non potrebbero allargare la distribuzione transfrontaliera dei prodotti, non arrivando così a sfruttare eventuali economie di scala, determinate dall'aumento dei volumi gestiti.

In mancanza di una disciplina organica, le informazioni raccolte dai singoli Stati in materia di gestori di fondi alternativi avviene in maniera non coordinata e diversa, arrivando a costituire necessariamente fonte di incertezza per gli investitori.

La Direttiva AIFMD ha quindi il compito di creare un *corpus* di norme idoneo ed efficiente, da un punto di vista soggettivo e cioè in materia di fondi di investimento alternativi ma auspica anche che vengano sostenute iniziative trasversali in materie comunque rilevanti per tale tematica, quali la vendita allo scoperto e le acquisizioni societarie di partecipazioni di controllo.

In linea di principio, la Direttiva AIFMD vuole sensibilizzare i gestori affinché compiano azioni proporzionate ai rischi comunicati agli investitori e soprattutto opportunamente differenziate.

Nella scelta di disciplinare i gestori dei fondi e non i fondi stessi si è tenuto conto della natura "svuotata" del fondo di investimento, come soggetto privo di autonomia economica e giuridica, poiché il gestore rimane il principale

autore delle decisioni relative alla gestione e, soprattutto, di quelle decisioni ritenute determinanti per gli investitori.

Il gestore è responsabile dell'uso della leva finanziaria, della governance e dei sistemi di controllo interno del rischio, della procedura in materia di conflitti di interesse, rapporti con le controparti e le autorità, custodia e valutazione degli strumenti gestiti.

Prima di analizzare in chiave critica le novità introdotte dalla Direttiva AIFMD, si ritiene opportuno precisare in via preliminare le ragioni della mancanza di autonoma personalità giuridica in capo al fondo.

Al fine di definire la natura giuridica del fondo comune e, in ultima istanza, se lo stesso abbia o meno un'autonoma soggettività, è opportuno richiamare in questa sede il percorso normativo che ha prima istituito e poi disciplinato, in varie tappe, la gestione collettiva del risparmio.

La questione maggiormente rilevante risiede nella possibilità di sostenere la chiara configurazione di autonoma soggettività giuridica del fondo di investimento oppure, al contrario, la qualificazione dello stesso come patrimonio separato della società che lo ha istituito.

L'individuazione della natura giuridica dei fondi comuni di investimento (mobiliari o immobiliari) non è del tutto agevole. Il legislatore, a partire dalla legge n. 77 del 1983, che per prima istituì i fondi comuni di investimento mobiliari aperti e poi, successivamente, con altre disposizioni i fondi chiusi e quelli di investimento immobiliare, non ha fornito indicazioni esplicite in merito alla natura degli stessi. La materia è stata poi oggetto di dettagliata e puntuale disciplina nel TUF, nonché nelle disposizioni regolamentari emanate

in base ad esso. Il TUF, tuttavia, come nel prosieguo rappresentato, pur chiarendo in maniera definitiva il regime normativo applicabile ai fondi di investimento, nulla prevede in merito alla “natura” giuridica dell’istituto<sup>128</sup>.

E’ stato, infatti, rilevato che la normativa italiana, sebbene non abbia voluto riconoscere al fondo un’autonoma personalità giuridica, ha reso comunque lo stesso fondo titolare di obbligazioni attive e passive che vengono in essere a seguito della sua gestione.

---

<sup>128</sup> Diversi orientamenti dottrinali: Uno dei primi orientamenti qualificava il fondo comune di investimento come “comunione” a scopo di godimento tra i partecipanti al fondo. In base a tale opinione, la proprietà del fondo non spetterebbe pertanto alla società di gestione ma apparterebbe pro quota ai sottoscrittori. Solo i sottoscrittori sarebbero infatti comproprietari dei valori mobiliari che costituiscono il fondo, in proporzione della somma dagli stessi conferita, e la SGR gestirebbe il fondo nel loro interesse, in forza di un rapporto simile al mandato.

Tale teoria è per lo più abbandonata dalla dottrina recente; numerose sono, infatti, le critiche sollevate. Non si è ritenuto il fondo comune d’investimento riconducibile alla figura della comunione in quanto sono sostanzialmente differenti i rapporti instaurati tra i partecipanti alla comunione e i beni ricadenti nella stessa, dai rapporti tra i partecipanti al fondo ed il fondo stesso.

Anzitutto diverso è lo scopo della comunione rispetto ai fondi comuni di investimento; la comunione si sostanzia in una situazione statica in cui più soggetti mettono in comune beni al fine di trarne i frutti e le utilità che da essa derivano a prescindere dall’esercizio di un’attività. Diversamente per i fondi comuni di investimento, il fine di godimento si sostanzia in una attività intrinsecamente dinamica.

Già da una prima lettura degli art. 1105 c.c. si evince come, nella comunione, siano diversi i poteri che i comunisti possono esercitare sui beni ricadenti in comunione. Essi infatti, in quanto proprietari della cosa, hanno il diritto di disporre e amministrarla, di contro i sottoscrittori non sono titolari dei medesimi diritti e non possono nemmeno influire sull’attività svolta dalla SGR e ciò sarebbe in contrasto con l’art. 1105 c.c., il quale prevede che tutti i soggetti in comunione hanno il diritto di amministrare la cosa. L’unico diritto che invece viene riconosciuto ai sottoscrittori consiste nel diritto di credito ossia il diritto al rimborso delle quote possedute.

Successivamente, si era teorizzata la nozione di patrimonio senza soggetto, riconoscendo al fondo comune una soggettività giuridica distinta sia da quella della società di gestione, che da quella dei singoli partecipanti.

In ultimo, i fondi comuni di investimento sono stati qualificati come patrimonio separato. Secondo tale teoria, la costituzione del fondo comune di investimento fa sorgere un patrimonio separato da quello della SGR e dei partecipanti, qualificato dallo scopo cui è destinato. Rispetto a tale patrimonio separato, alla SGR spetta la titolarità di una situazione giuridica reale il cui contenuto presenta elementi tipici della proprietà, ma che è caratterizzato da un vincolo finalistico da cui deriva l’obbligo in capo alla società di gestire il patrimonio nell’interesse dei partecipanti. Si attuerebbe una separazione ed autonomia del patrimonio destinato all’attività di investimento in favore dei risparmiatori, distinto da quello proprio della SGR.

Sul piano normativo, in tema di separazione patrimoniale, sebbene nulla viene disposto in merito alla “natura” giuridica dell’istituto, si richiama l’art. 1, comma 1, lett. j) del TUF, che definisce infatti il fondo come “il patrimonio autonomo raccolto, mediante una o più emissioni di quote, tra una pluralità di investitori con la finalità di investire lo stesso sulla base di una predeterminata politica di investimento; suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti; gestito in monte, nell’interesse dei partecipanti e in autonomia dai medesimi”. Tale previsione fornisce un punto di partenza per l’analisi della qualificazione giuridica del fondo comune di investimento.

La definizione fornita dal citato articolo 1 del TUF, è peraltro confermata e ripresa poco oltre nel medesimo TUF, all’art. 36, comma 6, ove viene ulteriormente ribadito che il fondo costituisce patrimonio autonomo, e perciò distinto dal patrimonio della SGR, dal patrimonio dei singoli partecipanti del fondo, e da ogni altro patrimonio gestito dalla società. Su tale patrimonio, non sono ammesse, quindi, azioni di creditori della SGR o nell’interesse della stessa, e i creditori dei partecipanti al fondo possono rivalersi solo limitatamente all’ammontare delle quote di partecipazione versate dai loro debitori nel fondo stesso<sup>129</sup>.

La tesi della mancata soggettività giuridica dei fondi di investimento trova puntuale e rigoroso riconoscimento nella sentenza della Cassazione Civile, sez. I, 15 luglio 2010, n. 16605, la quale riconduce i fondi comuni di investimento alla fattispecie dei patrimoni separati. Tale sentenza rappresenta un

---

<sup>129</sup> A ulteriore conferma della autonomia e separazione del patrimonio del fondo è intervenuto recentemente il legislatore, il quale, con il d.l. 78 del 2010, incidendo sull’articolo testé richiamato, ha introdotto il principio in base al quale “delle obbligazioni contratte per suo conto, il fondo comune di investimento risponde esclusivamente con il proprio patrimonio”.

significativo precedente giurisprudenziale, in quanto affronta in maniera approfondita il tema, discusso solo dalla dottrina risalente, appena citata, e poco trattato dalla giurisprudenza, della natura giuridica dei fondi di investimento e del rapporto della SGR con il patrimonio dei fondi.

La Cassazione giunge alla conclusione che i fondi comuni di investimento sono privi di personalità giuridica basandosi anzitutto sulla nozione di autonomia, intesa in generale come potere di un soggetto di autodeterminare – almeno parzialmente, ma in modo significativo – le proprie scelte e le linee guida del proprio agire. Di tale potere, per quanto sopra illustrato, i fondi comuni di investimento sono del tutto privi, come pure di qualsiasi struttura organizzativa minima propria, con rilevanza esterna.

Ciò che tuttavia rende più di ogni altra cosa difficile configurare il fondo comune di investimento alla stregua di un soggetto autonomo di diritto è l'assenza di una struttura organizzativa minima, di rilevanza anche esterna, come ad esempio si riscontra nelle associazioni o nelle società di persone.

### **3.2 Aree di rischio individuate dalla Direttiva AIFMD**

Da una analisi della Direttiva AIFMD è possibile individuare un elenco delle principali aree di rischio e una serie di elementi e ambiti di significatività della disciplina enunciata.

Tra le aree di rischio è possibile distinguere:

- Rischi macroprudenziali (sistemic): Esposizione diretta di banche al settore dei fondi di investimenti alternativi (soprattutto con rilevante ricorso alla leva finanziaria); Effetti prociclici dovuti alla concentrazione di

- rischi in determinati settori del mercato trasferiti alle controparti mediante variazione dei prezzo delle attività e della liquidità complessiva del mercato;
- Rischi microprudenziali: deficit nei sistemi interni di gestione del rischio soprattutto con riferimento al rischio di mercato, al rischio di liquidità ai rischi di credito e ai rischi operativi;
  - Protezione degli investitori: mancata trasparenza in merito alla politica di investimento, livello e gestione del rischio, governance e assetti societari;
  - Efficienza e integrità del mercato: Possibili impatti della vendita allo scoperto sull'intero funzionamento del mercato gestito e possibili comportamenti manipolativi;
  - Impatto sul mercato in ambito di controllo societario e in materia di acquisizione di partecipazioni di controllo di società da parte dei gestori dei fondi alternativi: assenza di trasparenza su operazioni di acquisto di partecipazioni in società quotate da parte dei gestori, problemi di allineamento di interessi in materia di remunerazione legata agli incentivi, lacunosi assetti sociali e governance non coerenti con la struttura societaria.

Tra i punti salienti della normativa vi è il calcolo del *leverage*<sup>130</sup>, in quanto tale valore può esercitare un'influenza determinante sui mercati, determinando rischi sistemici. La Direttiva AIFMD offre diversi metodi per la determinazione del *leverage*, stante la eterogeneità della categoria dei fondi

---

<sup>130</sup> Annex IX IMPACT ASSESSMENT Accompanying the document COMMISSION DELEGATED REGULATION supplementing Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council with regards to exemptions, general operating conditions, depositories, leverage, transparency and supervision: *"leverage is a general term for any technique to multiply gains and losses. Leverage can be generated by borrowed money that a fund employs to increase buying or selling power and increase its exposure to an investment or by using derivative instruments that embed already leverage. It is expressed as a ratio between the exposure of an AIF and its Net Asset Value.*

alternativi. In base alla tipologia di fondo in esame varia sostanzialmente la strategia di investimento adottata e soprattutto l'oggetto dell'investimento stesso; per tale motivo ogni singola tecnica di calcolo del *leverage* si fonderà su diversi parametri.

I diversi metodi di calcolo potrebbero costituire per i singoli gestori motivo di confusione e di incertezza, aprendo spiragli di discrezionalità rischiosi per gli investitori.

Ulteriori punti focali della Direttiva AIFMD sono costituiti dalla particolare e innovativa disciplina in merito al ruolo del depositario e soprattutto in ragione a particolari limitazioni e condizioni all'attività dello stesso.

Infine, elemento caratterizzante la Direttiva è il crescente e intenso obbligo di *reporting* alle autorità competenti. Obbligo che permetto quanto meno di controllare l'operato dei gestori, nei pochi casi in cui lo stesso non viene limitato o subordinato alla normativa comunitaria e nazionale, raggiunto mediante la previsione di una trasmissione continua di informazioni sullo stato dell'investimento e dell'esistenza di esplicite condizioni funzionali all'ottenimento dell'autorizzazione (mediante dettagliata elencazione di requisiti per la registrazione).

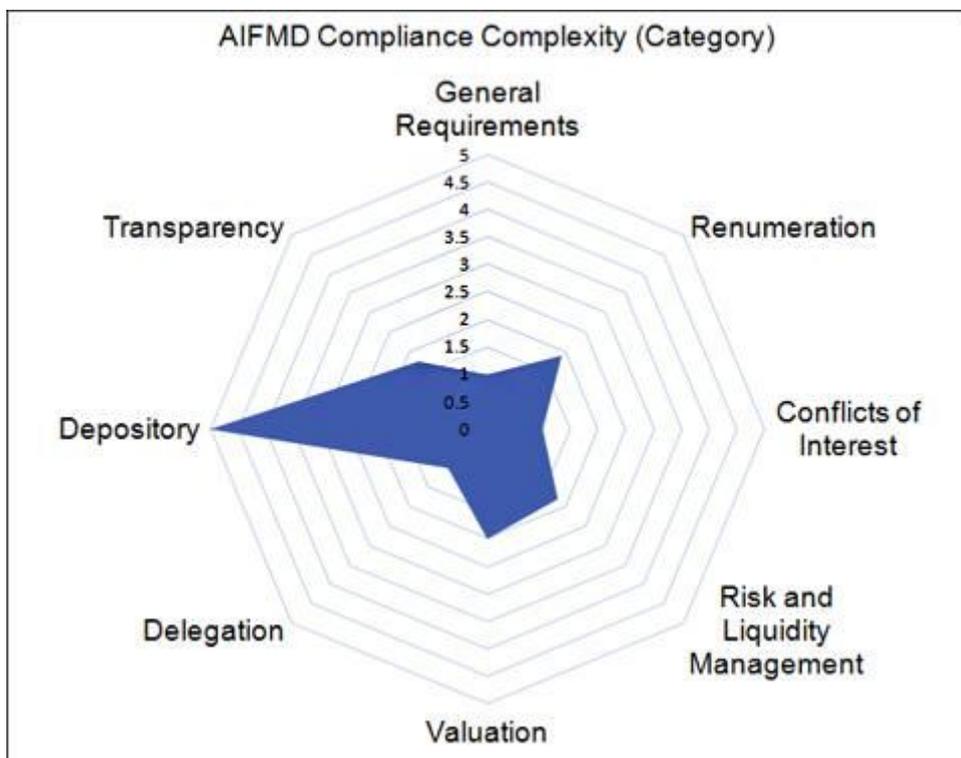
### 3.3 Impatto economico per i soggetti destinatari della Direttiva AIFMD

Una delle principali valutazioni circa l'impatto della Direttiva AIFMD sui gestori e sul mercato è necessariamente di ordine economico.

Risulta che la Direttiva AIFMD imponga ai gestori dei fondi costi approssimabili a 3,2 miliardi di Euro, in relazione principalmente alla modifica della struttura legale del soggetto e alla riorganizzazione dell'intero modello di business, in funzione anche della ricerca di una rinnovata efficienza.

Ovviamente a ciò si aggiungono gli eventuali costi di trasferimento dei fondi da paesi extra-UE (domiciliati solitamente in Stati con trattamenti fiscali di maggior favore) all'interno dell'Unione.

Nel dettaglio, è possibile anche attribuire un diverso peso agli ambiti affrontati dalla Direttiva AIFMD, in base al diverso livello di *compliance* richiesto:



Ovviamente, l'aumento dei costi a carico dei gestori potrebbe tramutarsi in un ribaltamento degli stessi nei confronti degli investitori, con una conseguente diminuzione dei profitti.

I costi periodici di compliance normativa sembrerebbero ammontare a 311 milioni di euro, nella tabella seguente sono ripartiti in ordine al tipo di costo e alla diversa natura del fondo alternativo (distinguendo i costi da sostenere una tantum e i costi periodici appunto):

**Table 2: Summary of costs (basis points unless otherwise noted)**

	Hedge funds	Private equity	Venture capital	Real estate	Investment trusts
<b>One-off costs</b>					
Disclosure to investors	0.3	0.0	0.0		
Delegation restructuring	8.25	8.25		8.25	
Relocating / re-domiciling	39.9	19.7	19.7	0.9	
Legal structures	14.1	14.1	14.1	14.1	63.5
<b>Total one-off costs (bp)</b>	<b>62.5</b>	<b>42.1</b>	<b>33.8</b>	<b>23.2</b>	<b>63.5</b>
<b>Total one-off costs (€ million)</b>	<b>1404</b>	<b>756</b>	<b>45</b>	<b>451</b>	<b>543</b>
<b>Ongoing costs</b>					
Disclosure to investors	0.1	0.0	0.0		
Disclosure re portfolio companies	0.0	2.9	3.7	0.0	0.0
Delegation	0.2	0.2		0.2	
Valuator	0.9	4.3	9.2		
Capital		1.5	1.9		
Depository		5	10		
<b>Total ongoing costs (bp)</b>	<b>1.2</b>	<b>13.8</b>	<b>24.8</b>	<b>0.2</b>	
<b>Total ongoing costs (€ million)</b>	<b>27</b>	<b>248</b>	<b>33</b>	<b>3</b>	

A tali costi di natura squisitamente economica bisogna aggiungere la maggiore responsabilità del soggetto depositario (la cui struttura e il cui modello di business dovranno essere implementati ai sensi della Direttiva AIFMD) e di conseguenza il probabile aumento degli importi richiesti dallo stesso ai gestori. I rigidi requisiti richiesti nell'ambito dei soggetti depositari potrebbe portare gli stessi a non volere offrire tale servizio ai fondi alternativi di investimento, preferendo circoscrivere la propria clientela ai fondi comuni.

Come dimostra la tabella, la nuova disciplina ha un diverso impatto in base alla diversa *species* di fondo all'interno dell'ampio *genus* dei fondi alternativi.

Il settore degli hedge funds ad esempio è quello che riflette le maggiori perplessità in ordine alla nuova disciplina, in quanto si tratta di un settore già poco accessibile per la clientela comunitaria, basti pensare che il 94% degli hedge funds mondiale è domiciliato in Stati extra-UE.

La stessa introduzione di limiti rigidi in ordine all'utilizzo della leva finanziaria potrebbe penalizzare oltremodo il settore degli hedge funds che come abbiamo visto fonda le proprie peculiarità su particolari strategie di investimento che a causa delle nuove limitazioni potrebbero risultare non praticabili.

In particolar modo, i maggiori costi di trasparenza verso il mercato e verso le autorità di vigilanza, soprattutto in materia di utilizzo della leva, dovranno essere controbilanciati da un vistoso aumento del volumi d'affari (grazie magari alla maggiore fiducia degli investitori nei confronti di un veicolo finanziario ritenuto tipicamente "rischioso" dai non addetti ai lavori).

Gli hedge funds dovranno creare delle apposite strutture interne idonee alla produzione e alla trasmissione delle informazioni necessarie, con relativi costi di aumento del personale.

Ai costi di trasparenza si aggiungono, come detto prima, i costi del soggetto depositario e i costi necessari per il processo di valutazione (soprattutto nella commercializzazione di strumenti over-the-counter).

L'analisi di impatto effettuata nell'emanazione della normativa comunitaria ha confrontato 5 potenziali livelli di disciplina della materia: il mantenimento dello status quo (con la conseguente eterogeneità normativa dei singoli ordinamenti), la autoregolamentazione (strumento molto utilizzato negli ultimi anni nel campo del diritto societario), l'ingerenza normativa a livello nazionale, europeo o internazionale. Da tale studio è emersa la necessità di un'azione legislativa vincolante a livello comunitario, indispensabile per la tutela del mercato e degli azionisti, avente come obiettivo l'innalzamento degli standard di vigilanza. L'azione normativa si è poi espressa su diversi livelli, mantenendo degli orientamenti di ordine generale a livello comunitario e lasciando la possibilità ai singoli stati, per alcune specifiche materie, di integrare mediante il recepimento a livello nazionale.

Ovviamente il coordinamento tra i singoli stati sarà requisito imprescindibile per la produzione di una efficace e efficiente disciplina "concertata" su più livelli. Una attività non perfettamente coordinata potrebbe compromettere l'intero risultato, ignorando come l'operatività transfrontaliera sia elemento caratterizzante l'oggetto di tale disciplina.

L'azione legislativa è stata guidata dalla convinzione che la creazione di una disciplina di stampo comunitario possa finalmente garantire livelli soddisfacenti di controllo del rischio, garantendo un contesto ideale alla distribuzione nel mercato europeo di fondi alternativi di investimento.

La normativa europea dovrebbe essere ovviamente sostenuta e completata da provvedimenti internazionali nella medesima direzione.

La legittimità Comunitaria dell'iniziativa legislativa risulta sostenuta dal principio di sussidiarietà<sup>131</sup>, in ragione della natura squisitamente transfrontaliera del rischio e del necessario livello di armonizzazione in materia di requisiti strutturali dei soggetti e delle informazioni da comunicare alla vigilanza.

### 3.4 Il ruolo del depositario

Analogamente a quanto accade per i fondi comuni di investimento, è necessario che i beni dei fondi alternativi vengano depositati presso un unico soggetto avente sede legale o una branch nello Stato di residenza del fondo<sup>132</sup>.

---

<sup>131</sup> Si veda BOCHICCHIO, Adeguamento alla direttive comunitarie e ordine pubblico in materia di disciplina dei mercati mobiliari, *Giurisprudenza Commerciale*, 1999-II, II, 296

<sup>132</sup> L'art. 83 del Regolamento Delegato UE N.231/2013, specifica i requisiti del contratto tra fondo e depositario. Tale contratto dovrà contenere almeno:

*"a) descrizione dei servizi prestati dal depositario e delle procedure adottate per ogni tipologia di attività nelle quali il FIA può investire e che sono poi affidate al depositario;*

*b) descrizione delle modalità di esercizio della funzione di custodia e di sorveglianza, secondo le tipologie di attività e le aree geografiche in cui il FIA intende investire. Relativamente alle funzioni di custodia la descrizione include gli elenchi dei paesi e le procedure per aggiungervi un paese o, secondo i casi, per depennarlo. È assicurata la conformità alle informazioni comunicate nel regolamento, nei documenti costitutivi e nella documentazione promozionale del FIA per quanto attiene alle attività in cui questo può investire;*

*c) dichiarazione secondo cui ogni eventuale delega di funzioni di custodia lascia impregiudicata la responsabilità del depositario, a meno che questo non se ne sia esonerato in conformità dell'articolo 21, paragrafo 13 o 14, della direttiva 2011/61/UE;*

La Direttiva AIFMD ammette l'utilizzo di depositari non residenti in paesi UE, qualora esistano accordi di cooperazione tra gli Stati e una sorta di

- 
- d) periodo di validità del contratto e condizioni applicabili alla sua modifica e risoluzione, compresa la descrizione delle situazioni che possono determinarne la risoluzione e della procedura di risoluzione, così come, ove applicabili, le procedure cui il depositario deve attenersi per trasmettere tutte le informazioni pertinenti al successore;
- e) obblighi di riservatezza applicabili alle parti in conformità alle pertinenti disposizioni di legge e regolamentari. Detti obblighi non ostano alla facoltà delle autorità competenti di accedere alla documentazione e alle informazioni pertinenti;
- f) mezzi e procedure con cui il depositario trasmette al GEFIA o al FIA tutte le informazioni pertinenti di cui necessita per l'esecuzione delle sue funzioni, compreso l'esercizio dei diritti connessi alle attività, e per permettere al GEFIA e al FIA di disporre tempestivamente di un quadro generale accurato dei conti del FIA; IT 22.3.2013 Gazzetta ufficiale dell'Unione europea L 83/49;
- g) mezzi e procedure con cui il GEFIA o il FIA trasmettono al depositario tutte le informazioni pertinenti di cui necessita per l'esercizio delle sue funzioni, ovvero provvedono a che esso vi abbia accesso, comprese procedure atte ad assicurare che il depositario riceva informazioni dalle altre parti nominate dal FIA o dal GEFIA;
- h) indicazione dell'eventuale facoltà del depositario, o del terzo cui sono delegate funzioni di custodia a norma dell'articolo 21, paragrafo 11, della direttiva 2011/61/UE, di riutilizzare le attività affidategli, e delle eventuali condizioni cui tale riutilizzo è subordinato;
- i) procedure da seguire quando è ipotizzata una modifica del regolamento, dei documenti costitutivi o della documentazione promozionale del FIA, con illustrazione delle situazioni in cui il depositario deve essere informato ovvero in cui la modifica è subordinata al suo accordo preliminare;
- j) tutte le informazioni necessarie che devono essere scambiate tra, da un lato, il FIA, il GEFIA o il terzo che opera per conto del FIA o del GEFIA e, dall'altro, il depositario in relazione alla vendita, alla sottoscrizione, al rimborso, all'emissione, all'annullamento e al riacquisto di quote o azioni del FIA;
- k) tutte le informazioni necessarie che devono essere scambiate tra il FIA, il GEFIA, il terzo che opera per conto del FIA o del GEFIA e il depositario in relazione all'esercizio della funzione di sorveglianza e controllo da parte del depositario;
- l) qualora le parti del contratto prevedano di affidare a terzi parte delle rispettive funzioni, l'impegno a comunicare periodicamente gli estremi dei terzi nominati e, a richiesta, le informazioni sui criteri applicati alla loro selezione e le azioni previste per monitorarne le attività;
- m) informazioni sui compiti e sulle responsabilità delle parti del contratto per quanto riguarda gli obblighi in materia di prevenzione del riciclaggio dei proventi di attività illecite e del finanziamento del terrorismo;
- n) informazioni su tutti i conti in contante aperti a nome del FIA, o a nome del GEFIA che opera per conto del FIA, e procedure atte ad assicurare l'informazione del depositario in caso di apertura di un nuovo conto a nome del FIA o a nome del GEFIA per conto del FIA;
- o) particolari delle procedure di attivazione di livelli successivi di intervento predisposte dal depositario, compresa l'indicazione delle persone nel FIA e/o nel GEFIA che esso deve contattare all'avvio di una tale procedura;
- p) impegno del depositario a informare il GEFIA quando constata che la separazione delle attività non è, o non è più, sufficiente a tutelare dall'insolvenza di un terzo cui sono delegate funzioni di custodia a norma dell'articolo 21, paragrafo 11, della direttiva 2011/61/UE in una data giurisdizione;
- q) procedure atte a permettere al depositario di indagare, per quanto rientra nelle sue funzioni, sulla condotta del GEFIA e/o del FIA e di valutare la qualità delle informazioni trasmesse, anche mediante l'accesso ai libri contabili del FIA e/o del GEFIA ovvero mediante visite sul posto;
- r) procedure atte a permettere al GEFIA e/o al FIA di esaminare le prestazioni del depositario per quanto riguarda le sue obbligazioni contrattuali."

“mutuo riconoscimento” in merito alla disciplina di vigilanza e regolamentazione prudenziale.

Il considerando 94 del Regolamento Delegato UE N.231/2013 specifica che: “Per assicurare un livello elevato di tutela degli investitori, la direttiva 2011/61/UE prevede una serie esauriente di requisiti inerenti al depositario del FIA. Occorre quindi specificare chiaramente i diritti e gli obblighi concreti rispettivi del depositario, del GEFIA e/o del FIA e dei terzi. Il contratto scritto deve comprendere tutti gli elementi necessari affinché il depositario, ovvero il terzo cui sono delegate funzioni di custodia a norma della direttiva 2011/61/UE, garantisca una custodia adeguata di tutte le attività del FIA e affinché il depositario eserciti correttamente le funzioni di sorveglianza e controllo. Per permettere al depositario di valutare e monitorare il rischio di custodia, il contratto deve fornire sufficienti particolari sulle categorie di attività in cui il FIA può investire e coprire le aree geografiche in cui esso intende investire. Deve altresì prevenire l’azzardo morale, in quanto il GEFIA tende ad assumere le decisioni di investimento a prescindere dai rischi di custodia visto che, nella maggior parte dei casi, la responsabilità incombe al depositario.

Il depositario ha il compito di custodire gli strumenti finanziari di proprietà del fondo e di garantire che gli stessi vengano registrati in conti separati, per ogni singolo fondo, in modo da garantirne una pronta e chiara identificazione.

Oltre a tali compiti di natura “statica”, il depositario deve monitorare, costantemente, il corretto trasferimento dei flussi di cassa da/verso il fondo alternativo di investimento, garantendo soprattutto che i pagamenti al

momento della sottoscrizione delle quote, avvengano conformemente alla legge. A tali obblighi, si aggiungono alcune funzioni supplementari:

- verifica la conformità legislativa e regolamentare delle operazioni di vendita/emissione, riacquisto/rimborso delle quote del Fondo;
- verifica la conformità del calcolo del valore delle quote (NAV) alle procedure di valutazione<sup>133</sup>;
- segue le istruzioni del gestore, accertando che le stesse siano impartite in conformità ai limiti legali o regolamentari;
- verifica che le operazioni in materia di interessi vengano eseguite in conformità a quanto disposto dal regolamento del fondo.

Il ruolo previsto a carico dei soggetti depositari costituisce un ulteriore presidio a tutela degli investitori, in quanto, prevede una forma di controllo *ex ante* sul rispetto dei criteri e delle condizioni sancite del regolamento del fondo.

I depositari hanno la possibilità di delegare alcune attività di custodia, rispettando però delle precise condizioni e mantenendo, in ogni caso, una sorta di responsabilità oggettiva, qualora non riesca a dimostrare che *“la perdita è imputabile ad un evento esterno al di fuori del suo ragionevole controllo, le cui conseguenze sarebbero state inevitabili nonostante ogni ragionevole sforzo per evitarle.”*<sup>134</sup>.

---

<sup>133</sup> Il Considerando 108 del Regolamento Delegato UE N.231/2013 specifica a tal riguardo che: *“Il depositario deve adoperarsi al massimo per assicurare l’attuazione effettiva di politiche e procedure di valutazione adeguate riguardo alle attività del FIA, effettuando controlli a campione ovvero verificando la corrispondenza fra la variazione nel tempo del calcolo del valore patrimoniale netto e quella di un dato parametro. Nello stabilire le proprie procedure il depositario deve avere una visione chiara delle metodologie di valutazione applicate dal GEFIA o dal valutatore esterno per stabilire il valore delle attività del FIA. La frequenza di tali controlli deve essere in linea con la frequenza con cui è effettuata la valutazione delle attività del FIA.”*

<sup>134</sup> Regolamento Delegato UE N.231/2013 *“In presenza di una delega di funzioni di custodia inerenti ad altre attività a norma della direttiva 2011/61/UE, è probabile, nella maggior parte dei casi, che la delega verta su funzioni amministrative. Se delega funzioni di registrazione, il depositario è quindi tenuto ad attuare e seguire una procedura appropriata e documentata per*

Il depositario è sottratto dalla responsabilità per la perdita di strumenti finanziari, in caso di sub-deposito, qualora dimostri:

- piena conformità legale della delega delle funzioni di custodia;
- esistenza di un contratto scritto tra depositario e terzo, con espressa menzione del trasferimento di responsabilità, con conseguente diritto di rivalsa del fondo nei confronti del terzo:

---

*accertarsi che il delegato soddisfi in ogni momento le condizioni stabilite all'articolo 21, paragrafo 11, lettera d), della direttiva 2011/61/UE. Per garantire un livello sufficiente di tutela delle attività occorre stabilire alcuni principi cui attenersi nell'ambito della delega della custodia. Ai fini della delega di funzioni di custodia è importante stabilire alcuni principi fondamentali che dovranno essere applicati concretamente in tutto il processo di delega. Tali principi non vanno considerati esaustivi, né per quanto riguarda la previsione di tutti i particolari dell'esercizio della competenza, della cura e della diligenza dovute da parte del depositario, né in termini di descrizione di tutte le iniziative che questo deve prendere in applicazione dei principi stessi. L'obbligo di monitorare costantemente il terzo cui sono state delegate funzioni di custodia deve concretarsi nel verificare che esso svolga correttamente tutte le funzioni delegategli e che adempia al contratto di delega. Il terzo deve agire onestamente e in buona fede nel miglior interesse del FIA e dei relativi investitori e nel rispetto dei requisiti di regolamentazione e di vigilanza, e deve esercitare la cura, la diligenza e la competenza che è lecito attendersi, in circostanze analoghe, da un operatore estremamente prudente della corrispondente professione finanziaria. Il depositario deve riesaminare, tra l'altro, gli elementi valutati nel corso del processo di selezione e di nomina e inquadrarli in prospettiva raffrontandoli con l'evoluzione del mercato.*

*Nel delegare funzioni di custodia, il depositario deve accertarsi che sia rispettato l'obbligo imposto dall'articolo 21, paragrafo 11, lettera d), punto iii), della direttiva 2011/61/UE e che le attività dei FIA suoi clienti siano tenute opportunamente separate. Scopo di tale obbligo è soprattutto assicurare che le attività del FIA non vadano perdute a causa dell'insolvenza del terzo cui sono delegate le funzioni di custodia. Per ridurre al minimo tale rischio nei paesi il cui diritto fallimentare non ammette gli effetti della separazione, occorre che il depositario attui ulteriori iniziative: potrebbe informare al riguardo il FIA, o il GEFIA che opera per conto del FIA, affinché di tali aspetti del rischio di custodia si tenga debitamente conto nella decisione di investimento, oppure adottare i provvedimenti possibili nella giurisdizione interessata per tutelare al massimo le attività dall'insolvenza in conformità del diritto ivi vigente. Potrebbe altresì proibire i disavanzi temporanei nelle attività del cliente, ricorrere ad ammortizzatori ovvero instaurare meccanismi che vietino di usare il saldo debitore di un cliente per compensare il saldo creditore di un altro. Siffatte misure, sebbene riducano il rischio di custodia cui il depositario è esposto quando delega funzioni di custodia, lasciano immutato l'obbligo di restituire gli strumenti finanziari o di pagarne l'importo corrispondente in caso di perdita, per il quale è discriminante il rispetto delle prescrizioni della direttiva 2011/61/UE.*

*La responsabilità del depositario a norma dell'articolo 21, paragrafo 12, secondo comma, della direttiva 2011/61/UE scatta in caso di perdita di uno strumento finanziario che il depositario stesso, o il terzo delegato, ha in custodia, a meno che il depositario non sia in grado di dimostrare che la perdita è imputabile ad un evento esterno al di fuori del suo ragionevole controllo, le cui conseguenze sarebbero state inevitabili nonostante ogni ragionevole sforzo per evitarle. È opportuno distinguere le perdite di tale tipo dalle perdite su investimenti subite dagli investitori a causa della diminuzione del valore delle attività in seguito ad una decisione di investimento.”*

- esistenza di un contratto scritto tra Fondi/Gestori e soggetto depositario, con espressa indicazione dell'esonero da responsabilità per il depositario sulla base di ragioni preventivamente indicate.

Il trasferimento di natura contrattuale della responsabilità del soggetto depositario è da considerare una innovazione totale, prevista dalla nuova normativa, in quanto di norma il sub-deposito non poteva mai comportare un trasferimento o limitazione della responsabilità in capo al depositario.

Da un punto di vista critico, si può valutare tale scelta in ragione del particolare contesto dei fondi alternativi. Infatti, nel caso ad esempio di *hedge funds*, si assiste all'utilizzo di una lunga catena di soggetti depositari e sub-depositari e per tale motivo far gravare l'intera responsabilità a carico del primo depositario sarebbe iniquo (costituirebbe una grande sproporzione tra i vari soggetti) e soprattutto inefficace per gli investitori.

## Conclusioni

L'analisi fin qui svolta ha avuto come duplice obiettivo descrivere il fenomeno dei fondi alternativi dal punto di vista economico, delineando caratteristiche (aspetto “statico”) e strategie e tecniche di investimento (aspetti “dinamici”), e analizzare il profilo strettamente normativo (esaminando l'evoluzione legislativa in materia – passando da una assenza di disciplina alla nuova Direttiva AIFMD).

Le valutazioni effettuabili, allo stato attuale, risultano ovviamente di natura prospettica, pertanto bisognerà attendere come verrà adattato il panorama normativo al reale contesto economico.

Soprattutto il giudizio finale dipenderà, non solo dall'abilità nella tecnica legislativa utilizzata dal legislatore europeo e dalla presunta o meno sensibilità economica mostrata, ma principalmente dalla capacità di recepimento dei singoli Stati membri, aventi il difficile compito di trasferire i principi “generalisti” dettati dalla normativa al particolarismo locale.

Piuttosto che aver la presunzione di creare modelli completi e autosufficienti, gli Stati occidentali avranno il compito di valutare e comprendere gli errori e le difficoltà dell'intera economia, e in particolar modo del sistema finanziario (in quanto prima vittima sacrificale di ogni comportamento “spregiudicato”).

I nuovi paradigmi dovranno necessariamente tener conto di parametri ben definiti, coerenti e adeguati all'economia reale, unici in grado di garantire affidabilità nel tempo.

Come ha sottolineato magistralmente Ignazio Visco nella Conferenza a Classi Riunite all'Accademia dei Lincei, 8 marzo 2013: *“La crisi ha dimostrato che non si*

*sarebbe mai dovuta adottare una politica di “benevolo distacco” nei confronti degli sviluppi della finanza. Ne è conseguito un profondo ripensamento del quadro regolamentare e di vigilanza, soprattutto a livello internazionale. In un mercato finanziario globalizzato, con operatori di grandi dimensioni, l’azione individuale di singole autorità nazionali è destinata a fallire. Per le stesse ragioni i confini della vigilanza devono essere ampliati in modo da ricomprendere tutti gli intermediari rilevanti, indipendentemente dallo specifico settore finanziario di appartenenza. In questo intervento ho discusso il lavoro avviato, i risultati raggiunti, le aree in cui sono necessari sforzi ulteriori.”*

Le moderne economie non vogliono e non possono più permettere atteggiamenti che contemplino il “benevolo distacco”, da parte di tutti i soggetti operanti sul mercato, in primis gli stessi intermediari che dovranno agire con competenza e *buona fede*.

Le elaborazioni del passato dovranno essere riadattate al presente, utilizzate con buon senso e con la piena consapevolezza di quanto le stesse siano state frutto della trasposizione teorica di fenomeni empirici, contestualizzabili solo a determinati periodi storici con precisi substrati socio-politici.

Le grandi teorie economiche ispiratrici di ogni processo decisionale, dovranno allo stesso tempo adattarsi e tener conto di come le istituzioni nel concreto riescano ad incidere sulle condotte dei cittadini, ancor prima che degli investitori.

Indubbiamente, il lavoro svolto dal legislatore europeo può risultare apprezzabile, in ragione soprattutto degli sforzi effettuati a tutela degli investitori e dei risparmiatori, soggetti sempre più indeboliti dal particolare

contesto socio-economico e necessitanti di nuove tutele, in grado di fornire una rinnovata fiducia nei confronti dell'intero sistema finanziario mondiale.

La Direttiva ha più volte tenuto conto di come certe pratiche, evidenziate da una prassi ormai consolidata, non abbiano ricevuto un opportuno sostegno normativo, portando spesso gli operatori a comportamenti inefficienti e deresponsabilizzati.

Esempi dello spiccato interesse verso quelle che in passato erano state considerate “linee d’ombra” normative sono: la dettagliata disciplina del *leverage* (spesso demonizzato come primo fattore di pericolo caratterizzante l’operatività dei fondi speculativi); e le novità in materia di soggetto depositario (creando una forma “preventiva” di controllo formale, e allineando la responsabilità dei soggetti coinvolti nell’eventuale sub-deposito alla reale operatività dei fondi alternativi di investimento).

Pietra angolare della nuova disciplina è la forte intensificazione dell’attività di *reporting* nei confronti delle autorità, sia nella fase genetica del veicolo di investimento (delle informazioni necessarie per l’ottenimento dell’autorizzazione) che in quella caratteristica (cioè di tutti i dettagli sulle modalità e stato di investimento).

Bisogna anche sottolineare come nel confronto con la disciplina italiana, la normativa comunitaria non sia valutabile come quella “rivoluzione copernicana” che forse i soggetti operanti nel settore parevano attendere, in quanto appaiono numerosi ed evidenti i punti di tangenza tra i due Ordinamenti. In positivo, tale affinità si traduce necessariamente in minori

costi di adeguamento a carico dei veicoli di investimento italiani, già molto vicini ai requisiti richiesti dalla Direttiva AIFMD.

Alla luce di tali osservazioni, difficilmente la nuova normativa potrà avere un impatto negativo nei confronti del mercato europeo degli *alternative investment funds*, soprattutto in un orizzonte di medio periodo.

Riflessione diversa, probabilmente, dovrà essere concepita con l'ultima fase dell'*escalation* normativa sul passaporto europeo. In tal caso i paesi, come l'Italia, con un mercato di fondi alternativi Italiani poco sviluppato, potranno essere penalizzati a scapito degli altri maggiormente competitivi.

Di grande valore risulta, indubbiamente, l'individuazione delle macroaree di rischio, espressione del fine ultimo di tutela e protezione degli investitori, consumatori e di ogni operatore del mercato, creando le basi per una forma di vigilanza sovrastatale, potenziale garanzia di tutela onnicomprensiva.

Sarà necessario stimare il reale impatto economico che la Direttiva imporrà ai soggetti interessati, nella speranza che un aumento dei costi di *compliance* non venga ribaltato nei confronti degli investitori, innescando un vortice che si traduca in una totale diminuzione dei profitti dell'intero settore. (considerando le già espresse perplessità in settori, come quello degli hedge funds, già poco accessibili per la clientela comunitaria e che rischierebbero di diventare monopolio incontrastato di ordinamenti d'oltreoceano).

Inoltre limitare l'utilizzo della leva ancor prima che risultare penalizzante, contrasterebbe in maniera strutturale, in ragione a come tale elemento risulti non solo fondamentale ma caratterizzante nella particolare *species* dei fondi alternativi (ancor più negli *hedge funds*).

La normativa in esame costituisce, senza dubbio, un ottimo auspicio nei confronti della futura produzione legislativa comunitaria, magari in settori, altrettanto influenti sulla stabilità e “salute” dei mercati finanziari, ormai soggetti ad una serie enorme di fattori e fenomeni destabilizzanti.

Sicuramente, la faticosa strada intrapresa dal legislatore comunitario dovrà essere accompagnata, come si è detto più volte precedentemente, da una responsabilizzazione “omnidirezionale” dei *player* coinvolti nell'intero processo economico, abbandonando o quanto meno limitando le rendite di posizione, gli individualismi e le asimmetrie informative, ormai patologie immanenti del mondo economico globalizzato.

## **Bibliografia**

- ANGELINI, NERI, PANETTA "Monetary and macroprudential policies," Banca d'Italia, Temi di discussione, 801, marzo 2011
- ANGELINI, NICOLETTI-ALTIMARI, VISCO "Macroprudential, microprudential and monetary policies: conflicts, complementarities and trade-offs", Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 140, novembre 2012
- ANNUNZIATA, Gestione collettiva del risparmio e nuove tipologie di fondi comuni di investimento, L'ordinamento finanziario Italiano a cura di Francesco Capriglione, Padova, 2005
- ANNUNZIATA, in Enciclopedia del diritto, voce Impresa di investimento, 571; Pisani, Sub art. 19, in G. Campobasso
- ANNUNZIATA, Fondi riservati, in Contratti del mercato finanziario, Torino 2011
- ANNUNZIATA, Fondi speculativi, in Contratti del mercato finanziario, Torino, 2011
- ANNUNZIATA, La disciplina del mercato mobiliare, Torino, 2012
- ANTONUCCI, Le società di investimento a capitale variabile, in Intermediari finanziari mercati e società quotate, a cura di Patroni Griffi Sandulli-Santoro, Torino, 1999
- ARQUILLA-NORBERTO, I fondi comuni di investimento riservati ad investitori istituzionali, Corriere tributario, vol. 24, fasc. 1, 2001
- ATHANASSIOU, Hedge Fund Regulation in the European Union, Kluwer Law International, 2009

- ATIYH-A.WALTERS, “Hedge funds – an overview”, *Journal of International Banking and Financial Law*, vol. 19, n. 5, May 2004
- ATTI DELLA CONFERENZA, Hedge fund Conference, organizzata da Borsa Italiana S.p.A, Milano, 28 giugno 2001
- ATTI DELLA CONFERENZA, Hedge funds e Fondi di fondi: alla ricerca della performance assoluta, Milano, 9 ottobre 2001
- BANCA D’ITALIA, “Struttura e tecniche operative degli hedge funds”, *Bollettino economico*, febbraio 1995, n.24
- BASILICO, La gestione attiva si fa con gli hedge, *Il Sole 14 Ore*, 29 settembre 1999
- BAUMS-CAHN, *Hedge Funds Risk and Regulation*, De Gruyter Recht, Berlin, 2004
- BISOGNI, Il “Fondo di Fondi”, La disciplina delle gestioni patrimoniali. *SGR, Fondi, comuni e SICAV, Quaderno Assogestioni*, n. 23, 2000, 285
- BLACK ROCK, *Alternative Investment fund Managers Directive (AIFMD): An Overview and Analysis, View Point*, May 2011
- BOCHICCHIO, Adeguamento alla direttive comunitarie e ordine pubblico in materia di disciplina dei mercati mobiliari, *Giurisprudenza Commerciale*, 1999-II, II, 296
- BOIDO, Nuovi strumenti del risparmio gestito: gli hedge funds, *Analisi Finanziaria* n.17, 1995
- BOIDO, Organizzazione e politiche di offerta degli hedge funds, in *Analisi Finanziaria*, n.41, 2001

- BONN STEICHEN & PARTNERS, Lussemburgo, la nuova piattaforma AIFMD, Salone del Risparmio Milano 18/04/2013
- BORGILLI, La responsabilità per la gestione dei fondi comuni di investimento mobiliare, Le Società, 1983
- CAMPOBASSO, Diritto Commerciale, vol. 2 Diritto delle Società, 2011
- CAPARRELLI, "Economia dei Mercati Finanziari. Il Mercato Azionario", McGraw Hill, 1998
- CAPRIGLIONE, I prodotti “derivati”: strumenti per la copertura dei rischi o per nuove forme di speculazione finanziaria?, Banca, Borsa, 1995
- CAPRIGLIONE, Globalizzazione, crisi finanziaria e mercati: una realtà su cui riflettere, Concorrenza e mercato, 2012
- CARDI, La riforma della vigilanza sui mercati finanziari negli Stati Uniti e in Europa, Contratto e Impresa Europa, 2010
- CAROTENUTO, Le misure attuative della Direttiva sui gestori dei fondi di investimento alternativi (“AIFMD), Orrick, Herrington & Sutcliffe, Newsletter gennaio 2012
- CESR (THE COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS) La Direttiva MiFid Guida per il consumatore
- CORVESE, La disciplina degli esponenti aziendali e dei partecipanti al capitale delle SICAV, delle SIM, e delle SGR, Intermediari finanziari mercati e società quotate, a cura di Patroni Griffi-Sandulli-Santoro, Torino, 1999
- COSTI, Fondi comuni di investimento: profili organizzativi, Banca Borsa e titoli di credito, 1984

- CAVANNA, Fondi comuni di investimento e SICAV, in Tratt. Dir. Priv., diretto da Pietro Rescigno, XVI, 2a ed., Torino, 2008
- CULLEN-PARRY, Hedge funds, London, 2001
- D'ANGERIO, DELLA VALLE, REDAELLI, URSINO, Risparmio gestito, fondi di investimento in risalita. La svolta dalla raccolta netta tra luglio e settembre in Il Sole 24 ore 24, 10 novembre 2012
- D'APICE, Il fondo speculativo: quadro normativo di riferimento, Quaderno di Ricerca Assogestioni n.23, 2000
- DELOITTE LLP, AIFMD technical summary an overview, 2012
- ESMA, Guidelines Guidelines on key concepts of the AIFMD
- FERRAN, The Regulation of Hedge Funds and Private Equity: A Case Study in the Development of the EU's Regulatory Response to the Financial Crisis, European Corporate Governance Institute Law Working Paper No. 176/2011
- FERRO-LUZZI, Le gestioni patrimoniali, in Giur. Comm., 1992
- FOSCHINI, Il diritto del mercato finanziario, Milano, 2008
- GHIELMI, La Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi, Diritto Bancario, aprile 2012
- GIULIANI-LAZZARI, Un'analisi comparata degli hedge funds, Liuc paper n.130, Serie Financial Markets and Corporate Governace 4, suppl. a Agosto 2003
- GUFFANTI, La Direttiva sui fondi alternativi: prime considerazioni, Le Società 10/2011

- KAAL, Hedge funds regulation via basel III, Vanderilt Journal of Transnational Law 389, Marzo 2011
- LAZZARI, Economia e Finanza degli Hedge funds, Banca Impresa e Società, n. 3, 2000
- LEDERMAN - KLEIN, Hedge Funds - Investment and portfolio strategies for the institutional investor, 1995
- LENER, Gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari nel diritto comunitario, Foro Italiano, 1989
- LENER, Le società di investimento a capitale variabile, Trattato delle società per azioni, a cura di Colombo-Portale, volume X, Torino, 1993
- LENER, Gestore unico e deleghe nella gestione, La disciplina delle gestioni patrimoniali, SGR, Fondi comuni e SICAV, Quaderno Assogestioni, n. 23, Roma, 2000
- LENER, Il conflitto di interesse nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive, Il conflitto di interessi nei rapporti di gestione e rappresentanza a cura di Granelli-Stella, Milano, 2007
- LENER, Le garanzie nei finanziamenti dei fondi hedge (il cd prime brokerage), Banca borsa, 2007
- LENER, Conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva, L'attuazione della MiFid in Italia, a cura D'Apice, Bologna 2010
- LENER, Il contratto di prime brokerage, in Contratti del mercato finanziario, Torino 2011

- LUBRANO, Commento all'art. 39, in Testo Unico della Finanza, Commentario diretto da G.F Campobasso, Torino 2002:
- LUCIANO, La Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi, Contratto e impresa/Europa n. 2/2011
- MAFFEI, I fondi comuni di investimento chiusi, Quaderno di Ricerca Assogestioni n.23, 2000
- MASCIANDARO, Più coraggio contro la finanza tossica, Il Sole 24 ore, 16 marzo 2013
- MANGIA, Tassi bassi, è l'ora di rischiare gli hedge fund vanno all'attacco, La Repubblica 8 aprile 2013
- MANULI A, MANULI E, MELACCIO, Gli hedge fund parlano italiano, Jackson Libri 2003
- MIOLA, La gestione collettiva del risparmio nel t.u.f.: profili organizzativi, in Banca, Borsa, 2001, I
- MONTI, LEGUEL, "Gestione alternativa: gli Hedge Funds nei portafogli tradizionali", Rivista Aiaf, Luglio 2000, n. 25
- NAPOLETANO, Osservatorio la risposta europea alla crisi del debito sovrano: il rafforzamento dell'unione economica e monetaria. Verso l'unione bancaria, Banca borsa tit. cred. 2012, 06, 747
- NICHELE, STAFANINI, Hedge Funds – Investire per generare rendimenti assoluti, Finanza e mercati, Il Sole 24 ore, 2002
- ONADO, I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte, Bari, 2009

- PRESTI, Mezzi e fini della nuova regolazione finanziaria in Banca borsa titoli di credito 2010, 02, 208
- RADICATI DI BROZOLO, Gestione collettiva del risparmio e operatori comunitari: il TUF viola il trattato CE, Banca, Borsa, 1999, I
- ROSSI, Hedge funds: una forma di investimento per pochi, Economia e management, 2, 2005
- RIVIERE, The Future of Hedge Fund Regulation: A Comparative Approach, International finance seminar, April 2010
- SAPONARO, Orientamenti comunitari su OICVM e società di gestione in correlazione con la disciplina nazionale, Le Società, 2002
- SHADAB, The law and economics of hedge funds: financial innovation and investor protection, Berkeley Business Law Journal, 2009
- SHILLER, Finanza shock. Come uscire dalla crisi dei mutui subprime, Milano, 2008 (ed. or. The Subprime Solution. How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about it, Princeton, 2008)
- SOROS, Soros on Soros: Staying Ahead of the Curve, New York: John Wiley & Sons, Inc, 1995
- SOROS, The Alchemy of Finance, New York: John Wiley & Sons, Inc, 2003
- STEFANINI, Hedge Funds Strategie di investimento, Finanza e mercati, Il Sole 24 ore, 2005
- STEFANINI, Investment strategies of hedge funds, Wiley Finance, 2006
- STIGLITZ, La globalizzazione e i suoi oppositori, Torino, 2003 (ed. or. Globalization and Its Discontents, 2003)

- STUART-McCRARY, *How to Create & Manage a hedge fund*, Wiley Finance, 2002
- TONELLI, *Le società di gestione del risparmio*, in AA.VV., *Intermediari finanziari mercati e società quotate*, Torino, 1999
- TOSATO, *L'integrazione europea ai tempi della crisi dell'euro*, Riv. dir. internaz. 2012, 03, 681
- VELLA, *Il Rischio questo sconosciuto*, *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2009, n.1, IL MULINO, p. 161
- VELLA, *La finanza è bella: regole per viverla meglio*, *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2012, n.1, IL MULINO, p. 215;
- VENTURI, *Globalizzazione, interconnessione dei mercati e crisi finanziaria. identificazione di possibili interventi correttivi*, Banca borsa tit. cred. 2009, fascicolo 1
- VISCO, *Economia e Finanza dopo la crisi*, Conferenza a Classi Riunite del Governatore della Banca d'Italia, Accademia dei Lincei, 8 marzo 2013

## Fonti normative

### Ordinamento Italiano

- Decreto Legislativo n. 58/1998 - Testo Unico della Finanza (Testo integrato e aggiornato a ottobre 2012)
- Regolamento Consob n. 11971 di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernente la disciplina degli emittenti - (Testo integrato e aggiornato a maggio 2012)
- Regolamento Consob n. 16190 recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari (Testo integrato e aggiornato a maggio 2012)
- Regolamento Consob n. 16191 recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di mercati (Testo integrato e aggiornato a giugno 2010)
- Provvedimento Banca D' Italia 8 maggio 2012, Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio
- Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006, Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche
- Circolare n. 164 del 25 giugno 1992, Istruzioni di Vigilanza per gli Intermediari del Mercato Mobiliare
- Circolare n. 277 del 20.7.2010, Linee guida per l'analisi di impatto della regolamentazione

➤ Comunicazione congiunta CONSOB/Banca d'Italia relativa all'attuazione degli Orientamenti sui sistemi e controlli in un ambiente automatizzato per le imprese di investimento emanati dall'ESMA il 22 dicembre 2011, in attuazione della Direttiva 2004/39/CE (MiFID).

## **Ordinamento Comunitario**

➤ Direttiva 93/22/CE del Consiglio, del 10 maggio 1993, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari

➤ Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio

➤ Direttiva 2006/73/CE della Commissione, del 10 agosto 2006, recante modalità di esecuzione della direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti di organizzazione e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di tale direttiva

➤ Regolamento (CE) n. 1287/2006 della Commissione, del 10 agosto 2006, recante modalità di esecuzione della direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda gli obblighi in materia di registrazioni per le imprese di investimento, la comunicazione delle operazioni, la trasparenza del mercato, l'ammissione degli strumenti finanziari alla negoziazione e le definizioni di taluni termini ai fini di tale direttiva

- Direttiva 88/220/CE del Consiglio del 22 marzo 1988 che modifica la direttiva 85/611/CEE concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (o.i.c.v.m.), per quanto riguarda la politica d'investimento di alcuni o.i.c.v.m.
- Direttiva 2001/107/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 gennaio 2002, che modifica la direttiva 85/611/CEE del Consiglio concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) al fine di regolamentare le società di gestione e i prospetti semplificati
- Direttiva 2001/108/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 gennaio 2002, che modifica la direttiva 85/611/CEE del Consiglio concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), con riguardo agli investimenti OICVM
- Direttiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'8 Giugno del 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
- Regolamento Delegato UE N.231/2013 della Commissione del 19 dicembre 2012, che integra la Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda deroghe, condizioni generali di esercizio, depositari, leva finanziaria, trasparenza e sorveglianza