



# DALLA COMMISSIONE NUOVE REGOLE PER FAR CIRCOLARE I FONDI DI INVESTIMENTO IN EUROPA. IN LUSSEMBURGO NON PIACCIONO.

MARINA MASTRANGELO\*

*Il 12 marzo 2018 la Commissione Europea ha pubblicato alcune proposte di modifica alla disciplina comunitaria in materia di fondi di investimento, in particolare alle Direttive UCITS (organismi di investimento collettivo armonizzati) e AIFM (gestori di FIA, i fondi di investimento alternativi come gli hedge fund), al fine di sviluppare un mercato unico dei fondi di investimento, rimuovendo gli ostacoli che ad oggi, di fatto, impediscono ai fondi di beneficiare della libertà di circolazione in ambito comunitario.*

Partendo dalla constatazione che, nonostante la concessione *ex lege* del passaporto europeo ai prodotti istituiti o gestiti in conformità alle predette direttive, solo il 37% degli UCITS ed il 3% del FIA risultano attualmente registrati per la vendita in più di tre Stati membri dell'Unione, la proposta di modifica si pone l'obiettivo di facilitare la distribuzione *cross-border* dei fondi di investimento, armonizzando pratiche locali ad oggi divergenti e favorendo al contempo un abbattimento dei costi delle attività transfrontaliere.

Le principali proposte di modifica delle Direttive UCITS e AIFM avanzate dalla Commissione, ed intese peraltro ad allineare per taluni aspetti le due discipline, riguardano i seguenti argomenti:

---

\* Studio Gentili & Partners - m.mastrangelo@gentili.com



- i) le strutture locali di agevolazione per gli investitori
- ii) la procedura di de-registrazione dei fondi
- iii) le attività di *pre-marketing* dei fondi alternativi.

Riguardo al punto i), preso atto che ormai sono ampiamente diffuse le tecnologie digitali e i mezzi di comunicazione a distanza, che consentono di interagire direttamente con il gestore del fondo, la Commissione propone di sopprimere quelle disposizioni della Direttiva UCITS che, di fatto, consentono agli Stati membri di imporre agli UCITS di adottare strutture locali per effettuare i pagamenti ai detentori di quote (dividendi, rimborsi) e per la diffusione di informazioni e documenti. In particolare, la proposta di direttiva prescrive espressamente che gli Stati membri non impongano agli UCITS (o relative società di gestione) di dotarsi di una presenza fisica a livello locale, fermo restando l'obbligo che lo UCITS stabilisca strutture idonee al fine di garantire la trattazione degli ordini di sottoscrizione e rimborso delle quote, informare gli investitori in merito a come impartire gli ordini e alle modalità di pagamento, facilitare la gestione delle informazioni relative all'esercizio, da parte degli investitori, dei diritti derivanti dall'investimento nello UCITS e, infine, mettere a disposizione di questi ultimi la documentazione d'offerta dello UCITS. È, tuttavia, posto come obbligatorio che tali compiti siano svolti nella lingua ufficiale dello Stato in cui lo UCITS è commercializzato ed è prevista, altresì, la possibilità che essi vengano affidati ad un soggetto terzo, a condizione che l'incarico sia conferito con contratto scritto che ne specifichi i compiti e che lo UCITS fornisca ad esso tutte le informazioni e i documenti pertinenti. Si propone, inoltre, che le stesse norme trovino applicazione anche con riguardo ai GEFIA (i gestori di fondi di investimento alternativi) autorizzati alla commercializzazione transfrontaliera dei fondi presso investitori al dettaglio.

Passando al punto successivo, la proposta di direttiva introduce una disciplina, ad oggi mancante, in tema di de-registrazione di UCITS, prevedendo che il fondo possa cessare la commercializzazione delle proprie quote in uno Stato membro in cui è stata notificata l'attività, purché siano soddisfatte tutte le seguenti condizioni: in tale Stato non vi sia alcun investitore o non ve ne siano più di 10 che, complessivamente, rappresentano meno dell'1% delle attività gestite dallo UCITS; lo UCITS indirizzi a ciascun investitore e pubblici per almeno 30 giorni lavorativi un'offerta di riacquisto totalitaria, senza addebito di spese, di tutte le quote dello UCITS detenute dagli investitori nello Stato membro ospitante e l'intenzione di



far cessare la commercializzazione nello Stato membro sia resa nota mediante un supporto pubblicamente disponibile con il quale lo UCITS viene abitualmente commercializzato e che sia adeguato al tipico investitore in UCITS. La cessazione della commercializzazione dovrebbe inoltre costituire oggetto di specifica notifica, su impulso dello UCITS, tra le Autorità di Vigilanza coinvolte, vale a dire tra l'Autorità dello Stato membro d'origine dello UCITS e quella dello Stato membro ospitante e si dovrebbe in ogni caso garantire agli investitori rimanenti le informazioni accurate sull'attività che i fondi continuano a svolgere (anche se non più commercializzati). Disposizioni sostanzialmente analoghe sono previste anche per la cessazione della commercializzazione di FIA.

Con riferimento al terzo aspetto, considerato che, nella pratica, si manifesta la necessità per i gestori di fondi alternativi (GEFIA) di sondare l'interesse degli investitori verso una particolare idea o strategia di investimento e che tale argomento è affrontato in modo divergente, o non è affrontato affatto, nei vari ordinamenti nazionali, la Commissione UE propone di adottare una disciplina armonizzata delle attività di *“pre-commercializzazione”* di FIA, definendola come segue: *“la fornitura diretta o indiretta di informazioni su strategie o su idee di investimento da parte del GEFIA o per suo conto agli investitori professionali domiciliati o registrati nell'Unione per sondarne l'interesse per un FIA non ancora istituito”*. A tale proposito, la proposta di direttiva ammette un'attività di *pre-marketing* rispetto al FIA tranne nei casi in cui le informazioni presentate facciano riferimento ad un FIA già istituito, consentano agli investitori di impegnarsi a sottoscriverne le quote ed equivalgano ai documenti costitutivi o d'offerta o alla modulistica di sottoscrizione o a documenti analoghi (siano essi in forma di progetto o in versione finale) del FIA non ancora istituito. In sostanza, non sarà consentita, in fase di pre-marketing, la consegna di materiale promozionale, neanche in forma di progetto. Nel rispetto delle predette condizioni, la pre-commercializzazione di FIA è da intendersi consentita e non richiede notifiche preventive all'Autorità di Vigilanza competenti.

Alle proposte di modifica alle Direttive UCITS e AIFM, si affianca l'emanazione di una proposta di regolamento contenente norme di dettaglio e procedure supplementari applicabili tanto agli UCITS quanto ai gestori di FIA, con riferimento a talune materie che, a parere della Commissione, necessitano di una disciplina armonizzata e direttamente applicabile – attraverso lo strumento del regolamento – in tutti gli Stati membri, con



riguardo:

- i) ai contenuti delle comunicazioni di marketing relativi a UCITS e FIA: si propone che tali comunicazioni siano identificabili come tali, presentino in modo chiaro i rischi e i rendimenti dell'acquisto di quote dello UCITS o del FIA in questione e che le informazioni ivi contenute siano corrette, chiare e non fuorvianti; la proposta prevede, altresì, che, quando ai sensi dell'ordinamento nazionale è richiesta la previa notifica della comunicazione di marketing all'Autorità competente (per la verifica della conformità alle norme nazionali sulla commercializzazione), questa si pronunci entro 10 giorni lavorativi decorrenti dal giorno lavorativo successivo alla data di ricevimento della notifica;
- ii) alla facilità di accesso, attraverso i siti web delle Autorità nazionali, alle informazioni sui requisiti per la commercializzazione di UCITS o FIA previsti dalle norme locali; in particolare si richiede che ciascuna Autorità nazionale competente pubblichi online tutte le disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative nazionali applicabili in tema di requisiti per la commercializzazione di UCITS e FIA e le relative sintesi, almeno in una lingua di uso corrente nell'ambiente della finanza internazionale; è previsto altresì che quanto sopra sia comunicato all'ESMA, unitamente al collegamento ipertestuale verso il sito web dell'Autorità competente in cui tali informazioni sono pubblicate;
- iii) all'armonizzazione di spese e oneri dovuti alle Autorità per l'autorizzazione e registrazione di UCITS e FIA e per l'esercizio della vigilanza sugli stessi; in particolare si sancisce il principio secondo cui spese e oneri imposti dall'Autorità devono essere proporzionati ai compiti di vigilanza svolti ed inoltre l'obbligo per le Autorità competenti di pubblicare e gestire, nel proprio sito web, banche dati centrali contenenti l'elenco di tali spese e oneri o, nel caso, delle metodologie di calcolo, almeno in una lingua comunemente utilizzata nell'ambiente della finanza internazionale;
- iv) infine, alla creazione, presso l'ESMA, di una banca dati europea accessibile al pubblico tramite il web, di tutti i GEFIA e gestori di UCITS nonché dei prodotti da essi gestiti e commercializzati nei diversi paesi comunitari.

Come nota di cronaca si segnala che, in seguito all'emanazione delle



proposte di modifica delle menzionate direttive, l'Associazione lussemburghese dell'industria dei fondi di investimento (ALFI), ha prontamente emesso una nota di commento al testo, nella quale, pur apprezzando e lodando lo sforzo della Commissione nel tentativo di abbattere le barriere alla commercializzazione transfrontaliera dei fondi, ne ha sottolineato la scarsa efficacia rispetto al fine dichiarato. Riservandosi di argomentare in seguito ed in modo più approfondito in merito agli aspetti della proposta ritenuti particolarmente critici, l'ALFI si è limitata a censurarla sottolineando che essa non assicura quel livello di armonizzazione richiesto per rimuovere effettivamente quelle pratiche locali che costituiscono ad oggi un ostacolo a distribuzione *cross-border* dei fondi, sostenendo altresì che essa avrebbe potuto avere un ambito di applicazione più ampio, ad esempio estendendo la disciplina del *pre-marketing* al mondo degli UCITS, anziché limitarla al settore dei FIA.

1. Contrariamente a quanto avvenuto in Lussemburgo, per il momento Assogestioni non ha preso pubblicamente posizione riguardo alle proposte di modifica avanzate della Commissione, essendosi limitata, attraverso una propria circolare esplicativa, a darne notizia agli associati e a descriverne i contenuti, senza tuttavia rilasciare commenti di sorta.

Per completezza, si segnala che il testo normativo proposto contiene anche indicazioni di modifica dei regolamenti comunitari in tema di fondi europei per il venture capital (EUVECA) e di fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSEF) al fine di introdurre, anche in questi casi, la definizione e la relativa disciplina dell'attività di *pre-marketing*, in linea con quanto suggerito in tema di FIA.