



LE MISURE ATTUATIVE DELLA DIRETTIVA SUI GESTORI DEI FONDI DI INVESTIMENTO ALTERNATIVI (“AIFMD”)

Con la pubblicazione della relazione finale del 16 novembre 2011 (la “**Relazione**”), l’ESMA¹ ha reso noti gli esiti delle consultazioni sulle norme di dettaglio della Direttiva 2011/61/CE in materia di gestori di fondi di investimento alternativi, entrata in vigore il 21 luglio 2011 e da implementarsi da parte degli Stati membri dell’UE entro il 22 luglio 2013 (la “**Direttiva**”)².

Sulla base della Relazione, la Commissione definirà, nei prossimi mesi, le ulteriori disposizioni attuative richieste dal legislatore europeo allo scopo di favorire la più ampia armonizzazione tra gli Stati membri dell’UE.

La Direttiva disciplina le attività di gestione di tutti i fondi di investimento alternativi (i “**FIA**”)³ che non rientrano nell’ambito di applicazione della Direttiva 2009/65/CE del 13 luglio 2009 (la cd. *UCITS IV*), e mira a stabilire disposizioni comuni sul regime di autorizzazione e vigilanza dei gestori dei FIA (i “**Gestori**”), allo scopo di garantire un approccio uniforme ai rischi connessi alle loro attività, onde evitare il ripetersi degli effetti prodotti in occasione della recente crisi dei mercati finanziari.

La notevole varietà dei FIA, da un lato, e la constatazione, dall’altro, che qualunque tentativo di regolamentazione di tali fondi sarebbe stato vano, hanno indotto il legislatore europeo ad intervenire direttamente sui Gestori e ad affidare ai singoli Stati membri il compito di regolamentare i FIA stabiliti nel proprio territorio.

A cura del Dipartimento Italiano di Corporate Law.

Giovanni Carotenuto

Of Counsel

gcarotenuto@orrick.com

Giuseppe Di Gesù

Trainee

Il presente documento è una nota di studio. Quanto nello stesso riportato non potrà pertanto essere utilizzato o interpretato quale parere legale né utilizzato a base di operazioni straordinarie né preso a riferimento da un qualsiasi soggetto o dai suoi consulenti legali per qualsiasi scopo che non sia un’analisi generale delle questioni in esso affrontate.

La riproduzione del presente documento è consentita purché ne venga citato il titolo e la data accanto all’indicazione: Orrick, Herrington & Sutcliffe, Newsletter.

¹ L’ESMA, *European Securities and Markets Authority*, è la nuova Autorità europea di vigilanza sui mercati finanziari, con sede a Parigi ed operativa a partire dal 1° gennaio 2011, che ha sostituito il Comitato europeo delle Autorità nazionali di regolamentazione dei valori mobiliari (CESR).

² La Direttiva sui gestori di FIA 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).

³ Il settore dei FIA, che a fine 2008 gestiva attività per circa 2000 miliardi di euro, comprende, a titolo di esempio, fondi speculativi, di *private equity*, *venture capital*, fondi immobiliari, infrastrutturali e di materie prime.

In breve, la disciplina di cui alla Direttiva prevede:

- (i) il rilascio in favore di quei Gestori che superino determinate soglie dimensionali di un'autorizzazione da parte delle Autorità competenti dello Stato membro d'origine;
- (ii) l'obbligo di stabilimento all'interno dell'UE per i Gestori, con possibilità di delegare alcune funzioni di amministrazione a soggetti esteri;
- (iii) l'introduzione di limiti al ricorso, da parte dei Gestori, alla leva finanziaria, nonché del potere delle competenti Autorità nazionali (di concerto con l'ESMA) di intervenire in casi di eccezionale gravità;
- (iv) la concessione, entro il 2015, del passaporto europeo anche ai Gestori non UE che svolgono attività di gestione e/o commercializzazione di FIA all'interno dell'UE, nonché ai Gestori UE che gestiscono FIA non UE, purché si conformino alle disposizioni della Direttiva;
- (v) la previsione di un regime transitorio (tre anni dall'introduzione del passaporto per i Gestori non UE) durante il quale il regime del passaporto coesisterà con i regolamenti inerenti il collocamento privato delle unità dei FIA vigenti nei singoli Stati membri;
- (vi) la soppressione, entro il 2018, dei regimi nazionali relativi al collocamento privato e con la previsione del solo passaporto europeo.

Ambito di applicazione della Direttiva e autorizzazione dei Gestori

La Direttiva, che si applica⁴ ai:

- (i) Gestori UE di uno o più FIA comunitari o extracomunitari;
- (ii) Gestori non UE di uno o più FIA comunitari; e ai
- (iii) Gestori non UE che commercializzano FIA comunitari o extracomunitari;

che superino determinate soglie dimensionali, sottopone l'attività di gestione dei FIA alla preventiva autorizzazione da parte delle competenti Autorità dello Stato membro d'origine.

Per i Gestori di FIA cumulativi che non superino la soglia dei 100 milioni di euro e per quelli che - facendo ricorso alla leva finanziaria o non concedendo agli investitori l'esercizio dei diritti di riscatto nei cinque anni successivi alla data di costituzione di ciascun fondo - non superino la soglia dei 500 milioni di euro⁵, la Direttiva prevede, invece, un regime di vigilanza *ad hoc*.

Tali Gestori, infatti, pur non necessitando di un'apposita autorizzazione per poter operare, dovranno registrarsi presso le Autorità competenti dello Stato membro d'origine e adeguarsi ai requisiti minimi di trasparenza previsti dalla Direttiva, salvo che decidano di sottoporsi volontariamente alle regole di cui alla Direttiva.

Nella domanda di autorizzazione, il candidato Gestore dovrà fornire, *inter alia*:

- informazioni sulle persone che conducono di fatto l'attività di gestione, l'identità degli azionisti o dei soci e gli importi delle partecipazioni detenute da questi ultimi;
- un programma che delinea la struttura organizzativa, le prassi remunerative seguite e le modalità di delega o subdelega a terzi delle funzioni da eseguire per suo conto; nonché
- il regolamento, i documenti costitutivi e le informazioni rilevanti di ogni FIA che esso intende gestire.

⁴ La Direttiva non si applica invece (i) alle società di partecipazione finanziaria, (ii) agli enti pensionistici aziendali o professionali che ricadono nell'ambito della Direttiva 2003/41/CE, (iii) alle istituzioni sopranazionali, istituzioni europee e organizzazioni internazionali, (iv) alle banche centrali nazionali, (v) agli organi o alle istituzioni nazionali, regionali e locali che gestiscono fondi a sostegno della sicurezza sociale e dei sistemi pensionistici, (vi) ai regimi di partecipazione o a quelli di risparmio dei lavoratori, e (vii) alle società veicolo di cartolarizzazione.

⁵ Secondo l'ESMA, la determinazione di tali soglie dovrebbe fondarsi sul calcolo del valore delle attività gestite da ciascun Gestore, comprese quelle acquisite facendo ricorso alla leva finanziaria.

L'autorizzazione è rilasciata trascorsi tre mesi dalla domanda. Resta ferma la facoltà di revoca dell'autorizzazione nei 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.

Capitale iniziale e fondi propri

Gli Stati membri provvedono affinché ciascun FIA abbia un solo Gestore, che agisca in qualità di:

- (i) Gestore esterno: persona giuridica esterna, nominata dal FIA o per conto di quest'ultimo, che è responsabile della gestione del fondo e provvista di un capitale iniziale di almeno 125 mila euro; ovvero
- (ii) Gestore interno: nel caso in cui il FIA agisca anche in qualità di Gestore. Tale ipotesi è ammessa solo quando il FIA possieda una forma giuridica adeguata, soddisfi tutti i requisiti previsti per i Gestori ai sensi della Direttiva e non agisca in qualità di Gestore esterno di altri FIA. Il capitale iniziale richiesto in tale circostanza non può essere inferiore a 300 mila euro⁶.

Inoltre, per far fronte ai potenziali rischi di responsabilità professionali derivanti dalle attività di gestione, sia i FIA a gestione interna che i Gestori esterni:

- dispongono di fondi propri aggiuntivi, adeguati a coprire i potenziali rischi di responsabilità derivanti da negligenza professionale; ovvero

⁶ Si noti che, quando il valore dei portafogli dei FIA gestiti dal singolo Gestore supera la soglia di 250 milioni di euro, il Gestore dovrà mettere a disposizione fondi propri per lo 0,2% circa dell'importo eccedente tale soglia. In ogni caso, tali fondi propri non possono superare i 10 milioni di euro.

- sottoscrivono un'assicurazione sulla responsabilità civile professionale per negligenza professionale adeguata ai rischi coperti.

Conflitti di interesse

Il legislatore comunitario impone ai Gestori l'obbligo di adottare ogni misura ragionevole per individuare i conflitti di interesse che possono sorgere, nel corso della gestione, tra i soggetti direttamente o indirettamente legati al Gestore, al FIA o, più in generale, ad un OICVM gestito. Qualora tali misure non siano sufficienti a risolvere un conflitto di interessi, il Gestore dovrà comunicare ai soggetti interessati, prima di agire per loro conto, la natura generale e la fonte del conflitto, nonché la procedura di gestione di tale conflitto.

Al riguardo, la Relazione riconosce, in via esemplificativa, che un conflitto di interessi possa realizzarsi ogniqualvolta un Gestore, o una persona ad esso direttamente o indirettamente collegata:

- realizzi un profitto o eviti una perdita a spese del FIA o dei suoi investitori;
- sia interessato, durante lo svolgimento dell'attività di gestione del FIA, a conseguire un risultato diverso da quello da conseguirsi nell'interesse del fondo gestito;
- conduca la medesima attività per due FIA distinti, ovvero per un OICVM o un cliente diversi dal FIA gestito;
- accetti incentivi, nello svolgimento dell'attività di gestione collettiva del risparmio prestata per il FIA, da un soggetto diverso dal FIA e in forme differenti dalle commissioni e dagli emolumenti normalmente previsti per la prestazione di quel servizio.

Gestione del rischio e della liquidità

La Direttiva impone ai Gestori di adottare una politica appropriata di individuazione, monitoraggio e gestione dei rischi cui è esposto ciascun FIA da essi gestito, nonché di separare, sotto il profilo funzionale e gerarchico, le funzioni di gestione del rischio dalle unità operative.

In relazione a ciò, l'ESMA suggerisce la creazione di una struttura permanente di gestione del rischio, cui attribuire oneri e responsabilità distinti da quelli usualmente previsti per le altre funzioni operative, compresa la funzione di gestione del portafoglio.

È prevista altresì l'adozione, da parte di ciascun Gestore, di un sistema adeguato di gestione della liquidità, che preveda l'effettuazione periodica di stress test o l'adozione di altre procedure che permettano di controllare il rischio di liquidità cui ciascun FIA è sottoposto.

Requisiti organizzativi: Valutazione dell'attività dei FIA

I Gestori assicurano che la valutazione delle attività di ciascun FIA sia resa in modo corretto, indipendente e conforme alle disposizioni di cui alla Direttiva, al diritto nazionale applicabile, oltre che ai documenti costitutivi del FIA.

La valutazione, da effettuarsi almeno una volta l'anno, dovrà svolgersi con frequenza adeguata alle attività detenute dal fondo quando il FIA è di tipo aperto.

Nello specifico, la valutazione può essere esercitata, alternativamente:

- (i) da un valutatore esterno; o
- (ii) dal Gestore stesso, a condizione che tale attività sia svolta indipendentemente dalle altre funzioni operative (tra cui la gestione del portafoglio).

Il valutatore è responsabile nei confronti del Gestore per ogni perdita da questo subita in conseguenza della negligenza del valutatore esterno o della volontaria mancata esecuzione dei suoi compiti.

Requisiti organizzativi: Depositario

La recente crisi finanziaria ha evidenziato l'esigenza di separare la custodia dei patrimoni dalle funzioni di gestione dei FIA e la necessità di distinguere il patrimonio degli investitori da quello del Gestore.

Per questo motivo, la Direttiva prevede che, per ogni FIA gestito, il Gestore assicuri la nomina di un unico depositario (il “**Depositario**”), stabilito:

- (i) nel caso di FIA UE, nello Stato membro d'origine del FIA stesso; e
- (ii) nel caso di FIA non UE, nel Paese terzo dove è stabilito il FIA, nello Stato membro d'origine del Gestore o nello Stato membro di riferimento del Gestore.

Possono assumere la qualifica di Depositario:

- gli enti creditizi con sede legale nell'Unione europea, autorizzati in base alla Direttiva 2006/48/CE⁷;
- le imprese di investimento aventi sede legale nell'UE, autorizzate in conformità alla Direttiva 2006/49/CE o che possiedano, in ogni caso, fondi propri non inferiori a 730 mila euro⁸; ovvero
- un'altra categoria di istituto rientrante tra quelle che gli Stati membri hanno stabilito possano essere scelte come depositario ai sensi della *UCITS IV*.

Il Depositario assicura, in generale, l'adeguato monitoraggio dei flussi di cassa del FIA e il rispetto delle procedure previste per la sottoscrizione di quote o azioni del FIA medesimo.

In caso di perdita di strumenti finanziari tenuti in custodia, egli è inoltre tenuto a restituire prontamente al FIA o al Gestore che agisce per conto del FIA uno strumento finanziario di tipo identico e di valore corrispondente a quello perduto.

Il Depositario non può delegare a terzi le attività cui è tenuto, ad eccezione dell'attività di custodia degli strumenti finanziari, affidata, previo consenso del FIA o del Gestore interessati, ad un soggetto terzo che:

⁷ La cd. *Capital Requirement Directive* del 14 luglio 2006, sull'accesso all'attività degli enti creditizi ed al suo esercizio.

⁸ Come disposto dalla direttiva 2006/49/CE del 14 luglio 2006 sull'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi (cd. *Capital Adequacy Directive*).

- sia dotato di strutture e competenze adeguate e proporzionate all'attività delegatagli;
- sia sottoposto ad una regolamentazione prudenziale e ad una vigilanza efficaci, nonché ad una verifica contabile periodica esterna; e
- separi le attività dei clienti del Depositario da quelle sue proprie, da un lato, e da quelle del Depositario, dall'altro.

Ogni eventuale delega a terzi lascia comunque impregiudicata la responsabilità del Depositario, salvo che quest'ultimo:

- abbia soddisfatto tutti i requisiti previsti dalla Direttiva per la delega ad un soggetto terzo delle attività originariamente demandategli;
- abbia espressamente trasferito al terzo, mediante contratto scritto, la responsabilità derivante dalla custodia degli strumenti finanziari del FIA o del Gestore che agisce per conto del FIA, garantendo a questi ultimi il diritto di rivalersi sul terzo in caso di perdita degli strumenti finanziari;
- sia stato esonerato, mediante contratto scritto, dal FIA o dal Gestore che agisce per conto del FIA, dalla responsabilità del Depositario.

Va segnalato, infine, il particolare rilievo attribuito dalla Relazione alle condizioni cui deve sottostare il Depositario stabilito in un Paese terzo. Tra queste:

- la sottoscrizione di meccanismi di cooperazione e scambio di informazioni tra l'Autorità dello Stato membro in cui è prevista la commercializzazione di quote o azioni del FIA non UE e la competente Autorità dello Stato d'origine del Depositario;
- la predisposizione da parte del Paese terzo di una regolamentazione prudenziale, di requisiti patrimoniali minimi e di vigilanza, nonché di condizioni operative equivalenti alle regole applicabili nell'UE ai sensi della Direttiva; e
- la previsione di adeguate sanzioni per i casi di violazione da parte del Depositario dei requisiti previsti dalla Direttiva e normativa di attuazione.

Obblighi di trasparenza

Entro sei mesi dalla scadenza di ciascun esercizio, i Gestori di FIA devono mettere a disposizione degli investitori che ne facciano richiesta una relazione annuale contenente, *inter alia*, i dati contabili di ciascun FIA UE gestito o commercializzato nell'UE, una relazione sulle attività svolte, nonché eventuali modifiche significative alle informazioni già fornite agli investitori.

Tra le principali informazioni che il Gestore dovrà fornire agli investitori, effettivi o potenziali, rilevano:

- la politica di investimento adottata;
- la descrizione del tipo di attività svolta;
- l'eventuale utilizzo della leva finanziaria;
- la politica dei riscatti in condizioni normali e in condizioni eccezionali;
- le procedure di valutazione, custodia, amministrazione e gestione dei rischi;
- la valutazione delle commissioni, dei costi e delle spese associati all'investimento.

Sono previsti, infine, ulteriori oneri informativi nei confronti delle competenti Autorità dello Stato d'origine, aventi ad oggetto:

- i principali strumenti in cui i Gestori negoziano;
- i mercati di cui essi sono membri o in cui negoziano attivamente;
- le principali esposizioni e le concentrazioni più importanti di ogni FIA che gestiscono; e
- il livello generale di leva finanziaria eventualmente utilizzato per ogni FIA gestito.

Resta fermo il potere della suddetta Autorità di richiedere al Gestore, ai fini di un efficace monitoraggio del rischio sistemico, informazioni supplementari rispetto a quelle fornitegli.

Gestori di tipi specifici di FIA

Determinate categorie di Gestori che, in forza del tipo di attività esercitata, espongono la propria attività di investimento a rischi aggiuntivi, soggiacciono, *inter alia*, ad obblighi informativi più

stringenti. In particolare, i Gestori che utilizzano sistematicamente la leva finanziaria, sono tenuti a dimostrare la ragionevolezza dei limiti della leva per ciascun FIA gestito, e a rispettare tali limiti in ogni momento⁹.

Resta fermo il potere dell'Autorità competente dello Stato membro d'origine del Gestore di imporre limiti al livello di leva finanziaria utilizzabile da quest'ultimo, quando la stabilità del sistema finanziario, nel suo insieme, possa essere compromesso.

Particolare attenzione è poi rivolta ai Gestori che acquisiscono il controllo di società non quotate e di emittenti quotati.

Nell'ipotesi in cui un FIA acquisti, detenga o ceda azioni di una società non quotata o di un emittente quotato, il Gestore è infatti tenuto a comunicare alle Autorità competenti la proporzione dei diritti di voto in possesso del FIA, al variare di determinate soglie percentuali¹⁰.

È inoltre previsto che, nel caso di acquisizione del controllo di uno dei soggetti sopra specificati, il Gestore ne dia comunicazione alla società interessata, agli azionisti e alle Autorità competenti.

La Direttiva, inoltre, impedisce al Gestore che controlla una società non quotata da meno di ventiquattro mesi l'esercizio di qualunque azione (compreso l'esercizio del diritto di voto, per conto del FIA, in seno agli organi direttivi della società in questione) volta ad agevolare, sostenere o ordinare l'eventuale distribuzione o riduzione di capitale, il rimborso di azioni, o l'acquisto di azioni proprie da parte della società. Il legislatore intende limitare, in tal modo, il fenomeno della cd. "spoliazione delle attività", attuabile dai Gestori che acquisiscono il controllo della società al solo scopo di realizzare un profitto immediato.

Tali obblighi non si applicano alle piccole e medie imprese o alle società veicolo finalizzate

all'acquisto, alla detenzione o all'amministrazione di immobili¹¹.

Gestione e commercializzazione di FIA UE e non UE da parte di un Gestore UE

La Direttiva garantisce al Gestore UE autorizzato la possibilità di commercializzare quote o azioni di FIA UE:

- (i) nel proprio Stato membro d'origine, mediante un passaporto concesso dall'Autorità dello Stato membro d'origine, a cui sia stata preventivamente trasmessa una notifica contenente le informazioni relative a ciascun FIA UE che il Gestore intende commercializzare;
- (ii) in uno Stato membro diverso da quello di origine, nel rispetto della medesima procedura sopra riportata, e con l'ulteriore onere per l'Autorità dello Stato membro d'origine di inoltrare la notifica ricevuta dal Gestore alle Autorità dello Stato membro ospitante (*i.e.* quello in cui il Gestore intende commercializzare il FIA).

Nel caso di gestione di FIA UE stabiliti in altri Stati membri, è invece previsto che il Gestore comunichi all'Autorità dello Stato membro d'origine informazioni:

- sullo Stato membro ospitante in cui intende gestire il FIA direttamente o per il tramite di una succursale;
- sul FIA da gestire, sui servizi offerti e sul programma di gestione del fondo; nonché
- in merito alla succursale mediante cui intende gestire il FIA.

L'Autorità dello Stato membro d'origine, verificata la compatibilità della richiesta con le disposizioni della Direttiva, inoltra la stessa all'Autorità dello Stato membro ospitante e ne dà comunicazione al Gestore, il quale può, da quel momento in poi, svolgere liberamente l'attività di gestione.

⁹ Il calcolo della leva, sostiene ESMA nella sua Relazione, dovrebbe essere espresso come il rapporto tra l'esposizione del FIA e il valore netto delle sue attività (cd. *NAV*).

¹⁰ Tali soglie corrispondono al 10%, 20%, 30%, 50% e 75% del capitale sociale.

¹¹ È comprensibile, in questo caso, il proposito del legislatore di evitare inutili svantaggi alla crescita delle start-up e al settore del venture capital.

Tali disposizioni si applicano altresì al caso di gestione e/o commercializzazione di FIA non UE, a condizione che:

- il Gestore soddisfi integralmente i requisiti di cui alla Direttiva;
- sussistano adeguati meccanismi di cooperazione tra le Autorità competenti dello Stato membro d'origine del Gestore e le Autorità di vigilanza del Paese terzo in cui il FIA non UE è stabilito; e che
- il Paese terzo in cui il FIA non UE è stabilito non sia ricompreso tra i Paesi o i territori non cooperativi previsti dal GAFI¹².

Gestione e Commercializzazione di FIA UE e non UE da parte di un Gestore non UE

Allo scopo di creare un quadro regolamentare e di vigilanza armonizzato per le attività svolte da tutti i Gestori di FIA all'interno dell'UE, la Direttiva dispone che i Gestori non UE possono conformarsi alle disposizioni previste per i Gestori UE a partire dal 2015, subordinatamente all'emanazione di un atto delegato da parte della Commissione.

In conseguenza di ciò, i Gestori non UE, che intendono gestire e/o commercializzare FIA UE o non UE, potranno richiedere un'autorizzazione preventiva all'Autorità competente dello Stato di riferimento, da individuarsi in base al luogo in cui il singolo FIA (o la maggior parte dei FIA che il Gestore intende commercializzare e/o gestire) è stabilito, ovvero al luogo in cui è gestita la maggior parte delle attività del FIA.

Affinché il Gestore non UE possa ottenere l'autorizzazione preventiva sarà necessaria l'intermediazione di un rappresentante legale stabilito nello Stato membro di riferimento, chiamato altresì a verificare, al rilascio dell'autorizzazione, che le attività svolte dal Gestore siano conformi alla Direttiva.

Poteri delle Autorità e dell'ESMA

La Direttiva prevede espressi obblighi di informativa nei riguardi delle Autorità nazionali, nonché doveri di cooperazione tra le stesse, e tra queste e l'ESMA.

A quest'ultima è affidato il compito di dirimere le eventuali controversie tra le Autorità nazionali in merito alla valutazione degli obblighi di cooperazione o coordinamento cui esse sono tenute, nonché alla mancata osservazione di tali obblighi.

All'ESMA sono inoltre attribuiti poteri di intervento atti a vietare o limitare la gestione dei FIA o la commercializzazione di quote o azioni dei FIA, nell'ipotesi in cui il corretto funzionamento e l'integrità dei mercati finanziari europei siano posti in pericolo, e ciò non sia adeguatamente contrastato dall'Autorità dello Stato membro interessato.

Osservazioni conclusive

La decisione di regolamentare i Gestori discende dalla difficoltà riscontrata dal legislatore europeo di definire un quadro normativo omogeneo in relazione a prodotti finanziari, quali i FIA, caratterizzati da una forte eterogeneità.

Tale approccio è stato accolto favorevolmente dagli operatori di settore, ritenuto idoneo a ristabilire negli investitori il giusto grado di fiducia rispetto a quelle categorie di prodotti (tra cui, appunto, i FIA) finora sfuggite ad una politica di vigilanza di livello europeo.

Tuttavia, gli obblighi di cui alla Direttiva si tradurranno inevitabilmente in un incremento dei costi gestionali. A denunciarlo è stata, di recente, l'*Alternative Investment Management Association*, secondo cui le disposizioni della Direttiva che stabiliscono, in particolare, la responsabilità del Depositario per la perdita degli *asset* degli investitori produrranno un aumento dei costi di gestione per circa 6 miliardi di sterline, corrispondenti a più dell'1% dei ricavi annuali dell'industria del settore.

A ciò si aggiunga che, ove non accompagnata da analoghi interventi a livello extracomunitario, la

¹² Organismo intergovernativo per la promozione di politiche per il contrasto del riciclaggio di denaro di origine illecita e del finanziamento al terrorismo.

Direttiva potrà essere facilmente elusa mediante il trasferimento di attività al di fuori del perimetro normativo comunitario, con ciò pregiudicando la

competitività di interi settori dell'industria europea (tra cui quello del *private equity*).