

Dipartimento di Economia e Finanza
cattedra di Diritto dei mercati finanziari

Le nuove regole per la gestione dei FIA

Il caso particolare dei Fondi di credito

Relatore:

Prof.ssa Pellegrini Mirella

Candidato:

Capezzuoli Ranchi Marco

Matr. 657321

Correlatore

Prof. Di Noia Carmine

Indice

Capitolo 1- La crisi e le prospettive di ripresa economica

1.1 La crisi finanziaria del 2009	3
1.2 La prospettiva di una ripresa economica, il progetto Europa	6
1.3 La stabilità dei fondi comuni di investimento	9
1.4 L'opportunità di investimento nei fondi comuni	12

Capitolo2 - Il quadro normativo di riferimento in Italia

2.1 Da Interitalia alla legge n.77 del 1983	16
2.2 La legge n.77 del 1983	24
2.2 La Direttiva UCITS	28
2.3 Il Testo unico della finanza	32
2.4 La Direttiva UCITS III	38
2.5 La Direttiva UCITS IV	42
2.6 La Direttiva AIFMD	46
2.7 La Direttiva UCITS V	50

Capitolo 3 - Fondi comuni di investimento: Ipotesi di classificazione

3.1 Forme di classificazione	55
3.2 Classificazione secondo la direttiva di riferimento, UCITS e FIA	57
3.3 La classificazione secondo il Regolamento ministeriale	61
3.4 Eltif e fondi di debito	68

Capitolo 4 - L'opportunità di investimento in fondi di credito

4.1 I fondi di credito	76
4.2 Atlante : il fondo che sosterrà il sistema bancario	86
Conclusioni	91
Bibliografia	98

Capitolo - 1

La crisi e le prospettive di ripresa economica

1.1 La crisi finanziaria del 2009

La crisi finanziaria è un fenomeno che ha avuto il suo inizio negli Stati Uniti nel 2006, i suoi presupposti però, risalgono al 2003¹. In quest'anno cominciò ad aumentare in modo significativo l'erogazione di mutui ad alto rischio (mutui *subprime*²), ossia concessi a clienti che, in condizioni normali, non sarebbero risultati idonei a ottenere credito poiché non in grado di fornire sufficienti garanzie.

*"I fattori che hanno stimolato la crescita dei mutui subprime sono riconducibili, tra l'altro, alle dinamiche del mercato immobiliare statunitense e allo sviluppo delle cartolarizzazioni"*³. In quegli anni infatti, negli Stati Uniti, i prezzi delle abitazioni erano cresciuti in maniera costante e significativa, generando la cosiddetta bolla immobiliare. Tale dinamica era favorita dalla politica monetaria accomodante della Federal Reserve (FED), che mantenne i tassi d'interesse su valori storicamente bassi fino al 2004, in risposta all'attacco terroristico dell'11 settembre⁴.

Bassi tassi equivalevano a un minor costo del denaro per i prenditori dei fondi, e quindi per le famiglie che richiedevano mutui ipotecari, e questo stimolò la domanda di abitazioni, alimentandone ulteriormente i relativi prezzi. La bolla immobiliare, inoltre, rendeva conveniente la concessione di mutui da parte delle istituzioni finanziarie che, in caso d'insolvenza del mutuatario, potevano rivalersi attraverso il pignoramento e la rivendita dell'abitazione.

Il sistema creditizio americano non si faceva scrupoli nell'offrire mutui *subprime*, potendo contare sulle operazioni di cartolarizzazione, che erano

¹ Cfr. sul punto Capriglione F., *Crisi a confronto (1929 e 2009). Il caso italiano*, Cedam, 2009.

² Il termine, in particolare il prefisso "sub-", fa riferimento alle condizioni inferiori a quelle ottimali del *prime loan*, considerando il maggior grado di rischio, del rapporto di obbligazione.

³ Cit. Approfondimento sul sito Consob riguardo alla crisi finanziaria del 2007-2009, consultabile al seguente indirizzo <http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>.

⁴ Cfr. Capriglione F., *"Globalization, Financial Crisis and Markets: Reality to Be Considering"* (Globalizzazione, crisi finanziaria e mercati: una realtà su cui riflettere), Concorrenza e Mercato, Forthcoming, 2012.

frequenti e consentivano di smobilizzare questi nuovi crediti dagli attivi delle banche. La cartolarizzazione consentiva, apparentemente, di liberarsi del rischio d'insolvenza in capo ai prenditori dei fondi e indeboliva così l'incentivo a valutare correttamente l'affidabilità dei clienti. Le società veicolo, dal canto loro, finanziavano l'acquisto dei mutui cartolarizzati mediante l'offerta agli investitori di titoli a breve termine⁵. I titoli cartolarizzati furono sottoscritti da molti investitori sia negli USA sia in Europa.

Le operazioni di cartolarizzazione generarono prodotti strutturati molto complessi, poco standardizzati e poco liquidi essi, erano poi scambiati prevalentemente *over the counter* (OTC), ossia al di fuori dei mercati regolamentati, e in assenza di prezzi significativi⁶. Le agenzie di rating a causa dei loro modelli, poco sofisticati e non adeguati a questa tipologia di prodotti finanziari usati per le stime del rischio, assegnarono rating molto generosi. Così nel 2004, quando la FED alzò i tassi come risposta alla ripresa economica, i mutui divennero sempre più costosi e aumentarono i casi d'insolvenza. Questo causò una diminuzione della domanda e un aumento dell'offerta⁷ nel mercato degli immobili con conseguente scoppio della bolla immobiliare e contrazione del valore delle ipoteche a garanzia dei mutui esistenti.

All'inizio del 2007 le istituzioni finanziarie più coinvolte nell'erogazione dei mutui *subprime* registrarono pesanti perdite. Le agenzie di rating effettuarono dei declassamenti degli istituti di credito in questione e i titoli cartolarizzati persero completamente il loro valore e la loro liquidabilità. Le società veicolo, a quel punto, chiesero fondi alle banche che avevano emesso i titoli e che avevano garantito linee di liquidità. Il mercato interbancario sperimentò così un forte aumento dei tassi e una significativa contrazione della disponibilità delle banche a concedere credito ad altri istituti finanziari. Questo condusse alcuni tra i maggiori istituti di credito statunitensi verso il fallimento, evitato grazie all'intervento del Tesoro di concerto con la FED. La banca d'investimento Lehman Brothers,

⁵ Le società veicolo (Special purpose vehicle - SPV) presentavano all'attivo gli impieghi a medio e lungo termine ceduti dalle banche e al passivo titoli a breve termine (c.d. Asset backed commercial paper – ABCP), garantiti dalle attività bancarie cedute e assistiti da linee di liquidità messe a disposizione dalle banche stesse. Una modalità alternativa di cartolarizzazione prevedeva l'emissione dei cosiddetti Collateralised Debt Obligations (CDO) sempre tramite apposite società veicolo (spesso indicate anch'esse con la sigla CDO) e operazioni di ricartolarizzazione, nelle quali le attività sottostanti erano in prevalenza titoli strutturati.

⁶ Prezzi utilizzabili per una loro valutazione condivisa dagli operatori di mercato.

⁷ Dovuta ai numerosi immobili pignorati ai creditori insolventi e rimessi sul mercato.

tuttavia, non ricevette aiuti statali⁸ o supporto da soggetti privati e avviò le procedure fallimentari il 15 settembre 2008. Questo innescò un intenso periodo d'instabilità di tutto il sistema finanziario e di sfiducia verso di esso.

*“Il carattere bancocentrico dei sistemi finanziari e la globalizzazione in atto hanno, poi, consentito che s’innescasse un perverso effetto domino le cui ripercussioni hanno investito, tra gli altri, alcuni paesi europei la cui fragilità economica ha trovato nella crisi un eludibile elemento catalizzatore”*⁹. La crisi in poco tempo si trasformò in una “crisi globale” estendendosi dal mercato dei prodotti strutturati ai quelli azionari, in particolare ai titoli delle società del settore finanziario, e progressivamente all'intero sistema finanziario mondiale, evidenziando un elevato grado di interconnessione¹⁰. Questo dimostrò i limiti delle forme di raccordo fra le economie di diversi Stati nel predisporre strumenti idonei a circoscrivere gli effetti di un fenomeno di tale portata¹¹.

In breve tempo, la crisi finanziaria si trasferì all'economia reale provocando una caduta di reddito e occupazione, causato dalla restrizione del credito bancario a famiglie e imprese, il crollo dei mercati azionari e dei prezzi delle abitazioni (c.d. effetto ricchezza). Il progressivo deterioramento delle aspettative di famiglie e imprese, portò inoltre, ripercussioni su consumi e investimenti. In questa situazione le capacità reattive dei diversi paesi sono risultate molto differenti, mettendo alla luce un enorme divario tra i paesi dell'area occidentale nell'attivare misure in grado di far ripartire la crescita. Infatti, se ad oggi possiamo affermare che l'America è uscita dalla recessione¹², grazie ad un tempestivo ed

⁸ La decisione delle autorità di lasciar fallire un'istituzione finanziaria, con un'ampia e rilevante operatività al di fuori degli Usa, scosse profondamente la fiducia degli operatori portando ad un clima di fortissima tensione e incertezza sui mercati. Il *default* Lehman Brothers provocò preoccupazioni sulla solidità di altre banche d'affari e timori per gli effetti dell'esposizione verso questi istituti di tutti gli altri partecipanti al mercato. Il brusco aumento del rischio di controparte percepito dagli operatori determinò una nuova drastica riduzione della liquidità sul mercato dei depositi interbancari e un aumento dei tassi a breve termine, nonostante le banche centrali, come si dirà di seguito, avessero già avviato massicce iniezioni di liquidità.

⁹ Cit. Capriglione F., “La finanza come fenomeno di dimensione internazionale”, Cur. Capriglione F., *“Manuale di diritto bancario e finanziario”*, CEDAM, 2015, p. 96.

¹⁰ Cfr. Vegas G., “La crisi e il futuro del mercato dei capitali”, articolo pubblicato sul sito Consob, il 18 maggio 2011.

¹¹ Cfr. Capriglione F., G Semeraro, *“Crisi finanziaria e dei debiti sovrani: l'Unione Europea tra rischi ed opportunità”*, 2012, UTET giuridica.

¹² A confermarlo sono i recenti dati congiunturali pubblicati negli USA che confermano la ripresa dell'attività economica, confortata dall'aumento dei consumi e dell'occupazione, cfr. l'editoriale, *“I dati confermano la ripresa ciclica degli USA”*, visionabile su www.repubblica.it.

efficace intervento politico-economico, non si può dire lo stesso dell'Europa, che fatica a trovare una via d'uscita.

1.2 La prospettiva di una ripresa economica e il progetto Europa

Il Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco, in occasione delle considerazioni finali riferite all'anno 2015, ha detto: *“Nel 2015 l'economia italiana è tornata a crescere per la prima volta dall'avvio della crisi del debito sovrano. Vi sono chiari segnali positivi, soprattutto per la domanda interna. L'attività economica rimane però lontana dai livelli precedenti la crisi; è soggetta alle stesse incognite che gravano sull'economia globale ed europea¹³”*. L'Istat conferma le stime di crescita dell'Italia anche nel primo trimestre del 2016, nel quale il tasso di crescita risulta dello 0,3% rispetto al trimestre precedente e dell'1% nei confronti del primo trimestre del 2015¹⁴. Infatti, il settore manifatturiero, quello dei servizi e, lentamente, quello immobiliare hanno riscontrato un andamento che fa ben sperare in un graduale recupero dell'economia.

Dopo una contrazione prolungata si è riavviata l'accumulazione di capitale, sia per le imprese che per i privati, e con essa la possibilità di investire, anche se in questo ambito, siamo ancora al di sotto dei valori pre crisi. L'andamento della domanda estera è il principale fattore d'incertezza nel settore degli investimenti¹⁵. Il costo del credito si è sensibilmente ridotto e le banche ricominciano timidamente a erogare prestiti specialmente alla clientela con più solide condizioni patrimoniali¹⁶. Per l'Italia e per tutta la comunità europea, in questo momento, l'obiettivo di innalzare la capacità di crescita dell'economia¹⁷ è imprescindibile, sia nella sua dimensione quantitativa, sia sul piano qualitativo.

Il progetto di formazione di un'Unione europea resiste da anni a formidabili tensioni, dalla crisi finanziaria globale a quella dei debiti sovrani fino a quella del sistema bancario, le quali hanno trovato alimento nell'incompletezza

¹³ Cit. Visco I., *“Considerazioni finali del governatore”*, intervento del Governatore della Banca d'Italia del 31 maggio 2016 in occasione della relazione riferita all'anno 2015, p. 8.

¹⁴ Dati scaricabili dal sito dell'ISTAT.

¹⁵ Secondo le imprese si sono intensificati i rischi geopolitici, che hanno un impatto negativo sull'attività economica, sia per effetto diretto sulle esportazioni, sia per la maggiore cautela che inducono nei piani di investimento.

¹⁶ Ad esempio imprese di grosse dimensioni operanti nel settore manifatturiero.

¹⁷ E quindi il tasso di crescita potenziale, questo può essere stimolato con misure appropriate, dipende dalle decisioni di accumulazione, dai meccanismi di allocazione delle risorse.

dell'Unione economica e monetaria del Vecchio continente¹⁸. Nell'estate 2015, il Presidente del Consiglio europeo Jean-Claude Juncker pubblica il Rapporto *"Completare l'unione economica e monetaria dell'Europa"*¹⁹ preparato con i presidenti del Consiglio, dell'Eurogruppo e della BCE²⁰. Questo rapporto prevede misure concrete per realizzare un'ulteriore condivisione della sovranità tra gli Stati membri che hanno l'euro come moneta unica²¹.

In un recente provvedimento, riguardo al sistema bancario, si è pressoché annullata la possibilità di utilizzare risorse pubbliche, nazionali o comuni, come strumento di prevenzione e gestione delle crisi. Secondo il Governatore Ignazio Visco, *"[...] a fronte di un fallimento del mercato, un intervento pubblico tempestivo può evitare una distruzione di ricchezza, senza necessariamente generare perdite per lo Stato, anzi spesso producendo guadagni. Andrebbero recuperati più ampi margini per interventi di questo tipo, per quanto di natura eccezionale"*²². La Commissione europea però, esclude aiuti di stato, prima di tutto per contrastare comportamenti opportunistici delle banche. Secondariamente per non ledere la concorrenza tra imprese e in risposta a vicende occorse in sistemi bancari diversi da quello italiano, direttamente colpiti dalla crisi finanziaria globale e sostenuti largamente con questa pratica. Attraverso la condivisione delle perdite da parte di azionisti e creditori subordinati e con le misure di salvataggio interno (c.d. *bail-in*)²³, che prevedono il possibile coinvolgimento di altri creditori, si è deciso di proteggere i contribuenti, imponendo invece un costo diretto a risparmiatori e investitori.

È da tempo in atto il tentativo di creare un'unione bancaria europea²⁴. Per garantire un supporto finanziario alle banche in dissesto, mantenendo costi

¹⁸ Cfr. Capriglione F., *"È possibile recuperare il sogno europeo?"*, articolo pubblicato sulla rivista aperta contrada il 13 maggio 2014.

¹⁹ A sostegno di precedenti Relazioni redatte dai suoi predecessori come ad esempio la Relazione *"Verso un'autentica unione economica e monetaria"* presentata dall'allora Presidente del Consiglio europeo Herman Van Rompuy Presidente del Consiglio europeo.

²⁰ Il presidente del Vertice euro, Donald Tusk, il presidente dell'Eurogruppo, Jeroen Dijsselbloem, il presidente della Banca centrale europea, Mario Draghi, e il presidente del Parlamento europeo, Martin Schulz.

²¹ Cfr. F. Capriglione, A. Troisi, *"L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi: la difficile conquista di una dimensione europea"*, 2014, UTET giuridica.

²² Cit. Intervento del Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco del 31 maggio 2016 in occasione della relazione *"Considerazioni finali del governatore"* riferita all'anno 2015 p. 14.

²³ Secondo la Direttiva Europea BRRD (*"Bank Recovery and Resolution Directive"*, direttiva n. 2014/59/EU) e i relativi decreti attuativi (d.lgs. 16 novembre 2015, n. 180 e d.lgs. 16 novembre 2015, n. 181).

²⁴ Cfr. Capriglione F., *"L'unione bancaria europea: una sfida per un'Europa più unita"*, 2013, UTET giuridica.

minimi per i contribuenti e per l'economia reale la Comunità europea è intervenuta favorendo la costituzione di un meccanismo di risoluzione unico (SRM)²⁵. Secondo il Governatore Visco però, i contributi versati dalle banche, inizialmente suddivisi in comparti nazionali, verranno messi in comune in tempi lunghi e non traspare una chiara determinazione a farne effettivamente uso. L'Unione europea peraltro, non ha autorizzato la richiesta avanzata dall'Italia, di istituire una società per la gestione dei crediti deteriorati, la così detta “*bad bank*” nazionale.

La ripresa dell'economia è strettamente collegata alla possibilità del sistema offrire finanziamento alle imprese e alla clientela *retail*. Le banche, che in Italia sono sempre state l'intermediario incaricato di svolgere questo compito, sono oppresse da una profonda crisi di liquidità. Il motivo di questa è da ricercare, oltre che nella stringente normativa europea la quale aspira a garantire un sistema stabile, nell'enorme mole di crediti deteriorati accumulati durante il periodo di insolvenza.

In questo scenario difficile uno strumento finanziario che sembra promettere grandi soluzioni sono i fondi comuni di investimento. Dal 2011, in Italia, stanno prendendo piede nuove categorie di fondi comuni che investono in *assetclass* innovativi e che consentono di produrre esternalità positive per tutto il sistema finanziario. Questo nuovo comparto di OICR infatti può assolvere diversi ruoli all'interno del sistema come quello di finanziatori delle PMI, nel caso dei fondi sui mini bond; oppure il ruolo equivalente di una SPV, come accade per i fondi che investono in crediti e altri ancora di cui parleremo più avanti. Questi sono senz'altro ottimi presupposti per poter considerare questa categoria di prodotti finanziari come possibile “propulsore” del nostro sistema finanziario verso una ripresa economica. Nel prossimo paragrafo affronteremo una tematica, che ad avviso dello scrivente, è imprescindibile per ricoprire il ruolo appena descritto, e cioè “la stabilità”.

²⁵ Questo organismo è formato da un'autorità di risoluzione a livello dell'UE (il Comitato di risoluzione unico) e da un fondo di risoluzione comune, finanziato dal settore bancario.

1.3 La stabilità dei fondi comuni di investimento

Ogni crisi porta con sé dei cambiamenti, e mentre gli antieuropeisti contestano duramente le scelte prese in sede UE, i governi dei diversi Stati riflettono su cosa imparare da questo periodo nero per l'economia. Questa fase di recessione ha portato alla luce le carenze del sistema rischiando di compromettere il progetto alla base dell'Unione Europea²⁶, dunque come è possibile evitare future derive dei corsi borsistici?

I risultati conseguiti nei summit internazionali (G7, G8 ed ora G20)²⁷ hanno trovato esternazione nell'avvio di un processo di riforma regolamentare e della supervisione, orientato verso il principio di "sostenibilità finanziaria". *"Le proposte comunitarie in considerazione non si presentano come una mera risposta temporanea volta a contrastare gli squilibri dei mercati, ma si propongono quale presupposto per l'adozione di best police new proceedings e technical standards che assicurino la regolare funzionalità della finanza, sì da superare gli evidenti limiti del lamfalussy framework"*²⁸.

Si è ritenuto quindi necessario, ostacolare quegli strumenti finanziari che hanno reso complesso e opaco il mercato dei capitali e individuare e promuovere, invece, quegli elementi che superata la crisi hanno consentito una ripartenza economica. Nell'ambito di tale indagine, il riferimento ai fondi d'investimento, è suggerito dai dati quantitativi che hanno mostrato una sostanziale indifferenza al crollo di sfiducia generalizzato da parte degli investitori. Invero, i risparmi affidati a strutture professionalmente orientate alla sana e prudente gestione, con particolare riguardo al comparto degli OICR, hanno subito solo indirettamente le conseguenze della crisi²⁹. Nello specifico, si è registrata una riduzione delle somme gestite e un andamento negativo dovuto alla chiusura delle pregresse linee di credito concesse dalle banche e al deflusso degli investitori istituzionali specialmente dai fondi speculativi.

²⁶ Cfr. Capriglione – Troisi, L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi, UTET Giuridica, 2014.

²⁷ Cfr. Figà Talamanca, *"introduzione al diritto commerciale internazionale"*, Torino 2009, p.30 ove si evidenzia il rapporto tra un approccio globale alla regolazione e alla nascita di una nuova *"lex mercatoria"*.

²⁸ Cit. Lemma V., *"Crisi finanziaria e stabilità dei fondi immobiliari"*, *"Scritti in onore di Francesco Capriglione"*, Cedam, 2010, p. 1229.

²⁹ Queste possono ricondursi alle forti tensioni di liquidità ed alla diminuzione delle valutazioni dei propri portafogli, nonché alla raccolta degli enti creditizi, che hanno cercato nella raccolta del risparmio, una via suppletiva alla contrazione del mercato interbancario.

Per evitare che la scarsa liquidità e l'elevata volatilità del mercato costringessero i gestori ad attivare la procedura della liquidazione di questa tipologia di fondi, il Governo è intervenuto, con il D.L. n.185 del 2008, convertito nella legge 2 del 2009. Nello specifico, l'art. 14, comma 6 della suddetta, consente alle SGR di sospendere i rimborsi in presenza di richieste complessivamente superiori al quindici per cento del valore complessivo netto del fondo (cc.dd. *gates*). E ancora, introduce una procedura di scissione parziale del fondo, per isolare le attività illiquide³⁰, attraverso la costituzione di un nuovo organismo di tipo chiuso finalizzato alla mera dismissione del patrimonio scisso (definito come "*side pocket*", ma più simile sostanzialmente a un "*bad fund*")³¹. Il comma ottavo dell'art. 14, infine, abroga i limiti massimi imposti al numero dei partecipanti previsti da norme di legge o da relativi regolamenti di attuazione per favorire il recupero della liquidità necessaria allo svolgimento dell'originaria politica di investimento.

Questi interventi della normativa, appena descritti, riguardano solamente la categoria di fondi meno affidabili e cioè quelli speculativi. Nel resto dei settori del risparmio gestito in questi anni, si è registrata una generale tendenza al consolidamento, specialmente in quelli che utilizzano politiche d'investimento nel lungo periodo come i fondi immobiliari³².

A contenere gli effetti della crisi, conservando un buon livello di fiducia e mantenendo la stabilità del comparto degli OICR, sono stati diversi fattori caratterizzanti questi strumenti finanziari. Primo tra tutti il regolamento del fondo, che oltre ad essere il documento in cui si sostanzia la disciplina contrattuale dei rapporti tra il partecipante e le sue controparti, fissa concretamente i contorni dell'attività di gestione e definisce gli spazi operativi a disposizione del gestore per le scelte d'investimento³³. È dunque possibile, far riferimento al regolamento dell'OICR per conoscerne la politica di gestione,

³⁰ L'art.14, comma 6, lett. b) della legge 2/2009, in questo caso di specie, specifica che questo può avvenire solo nei casi eccezionali in cui la cessione di attività illiquide del fondo, necessaria per far fronte alle richieste di rimborso, possa pregiudicare l'interesse dei partecipanti.

³¹ Cfr. sul punto, De Poli, "*Crisi finanziaria e salvataggio delle banche inglesi*". *Il banking act 2009, supplemento al n.1 della Rivista trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2009, p.31 e, in particolare, nt. 82 ove spiega la *ratio dello "splitting"*, quale soluzione ponte volta ad isolare i "*bad assets*".

³² Cfr sul punto Lemma V., "*Crisi finanziaria e stabilità dei fondi immobiliari*", "*Scritti in onore di Francesco Capriglione*", Cedam, 2010, p. 1235.

³³ Le esternalità positive della corretta amministrazione di un ente finanziario sono state evidenziate da Brescia Morra – Morera – Nuzzo, *Banche e banchieri. Pesi e contrappesi nella gestione delle banche*, in *Analisi giuridica dell'economia 2004*, p.3 segg.

l'individuazione degli organi competenti per la scelta degli impieghi e i criteri di ripartizione degli investimenti medesimi³⁴. *“Ed invero, l'individuazione dello «scopo del fondo» e la determinazione delle «politiche di investimento» vincolano l'azione della società di gestione al perseguimento di obiettivi predeterminati”; sicchè è in tale ambito regolamentare che assume rilievo disciplinare la preferenza accordata ai profili economici degli impieghi (Vuoi proponendo per quelli che meglio assicurano rendimenti costanti nel tempo, vuoi optando per altri che consentono più facilmente di realizzare plusvalenze da ripartire tra i partecipanti al momento del disinvestimento delle attività acquisite)*³⁵.

Determinanti per la stabilità dei fondi, sono risultate anche le tutele specifiche previste dalla disciplina delle operazioni che interessano il patrimonio del fondo, identificati nei “divieti di carattere generale”³⁶ che, nello specifico, non consentono né vendite allo scoperto né investimenti in strumenti finanziari emessi dalla SGR che gestisce il fondo. E ancora, i limiti sugli investimenti posti in essere per garantire una corretta diversificazione del portafoglio³⁷. Ulteriore vincolo che merita considerazione in quest'esame riguarda gli strumenti derivati, dove si prevede che l'esposizione complessiva non possa superare il valore complessivo netto del fondo³⁸. Vi sono poi le regole che limitano la possibilità d'indebitamento di un fondo secondo una certa leva finanziaria.

Tutti questi presidi specifici a difesa della trasparenza, della liquidità e quindi della stabilità di un OICR hanno permesso, a questo comparto di prodotti finanziari, di superare la crisi e la successiva volatilità, conseguendo risultati economici soddisfacenti per gli investitori. In considerazione di questo, è coerente affermare, che i fondi comuni d'investimento soddisfano le rinnovate esigenze di prudenza imposte dal mercato e di tutela dei risparmiatori³⁹.

³⁴ In base all' adesso art. 37 del TUF.

³⁵ Cit. Lemma V., “Crisi finanziaria e stabilità dei fondi immobiliari”, *“Scritti in onore di Francesco Capriglione”*, Cedam, 2010, p. 1239.

³⁶ Stabiliti dal Provvedimento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005, Titolo V, Capitolo 3, Sezione 2, comma 2.

³⁷ La Banca d'Italia ha imposto alle SGR di indicare, nel regolamento del fondo, le politiche di frazionamento volte a limitare i rischi

³⁸ Cfr. provvedimento della Banca d'Italia 14 aprile 2015, Titolo V, Capitolo III, Sezione IV, paragrafo 3 p.V.3.14-15.

³⁹ Infatti, l'effettività dell'oggetto d'investimento interagisce sul legame tra rischio e rendimento, ponendosi quale parametro di riferimento per un corretto svolgimento dell'iniziativa finanziaria secondo linee di sviluppo predeterminate e validate dall'organo di vigilanza. Cit. Lemma V., “Crisi finanziaria e stabilità dei fondi immobiliari”, *“Scritti in onore di Francesco Capriglione”*, Cedam, 2010, p. 1240.

1.4 L'opportunità d'investimento nei fondi comuni

Da oltre cinquant'anni, i fondi comuni d'investimento rappresentano una preziosa risorsa al servizio del risparmio delle famiglie e della crescita del nostro Paese. Il loro contributo allo sviluppo di un moderno mercato dei capitali è stato fondamentale e oggi esistono protagonisti di primo piano nell'offerta dei servizi di gestione professionale del risparmio.

Osservando i numerosi episodi che hanno caratterizzato la storia di questi prodotti, è possibile identificare due elementi di fondo che hanno svolto un ruolo cruciale nel determinarne le alterne fasi di sviluppo e che, ancora oggi, rappresentano punti di snodo per la crescita dell'industria.

Il primo è rappresentato dall'assetto regolamentare. Disporre di norme ben strutturate è essenziale per un settore che, anche in considerazione della tutela costituzionale riconosciuta al risparmio, risulta fortemente regolato. Da quando agli inizi degli anni ottanta, colmando un ritardo non più tollerabile, anche l'Italia si è dotata di una legge sui fondi comuni, l'evoluzione normativa ha accompagnato e influenzato, talvolta anche in maniera importante, lo sviluppo del mercato. Il recepimento della direttiva UCITS avvenuto nel 1992, l'emanazione del Testo Unico della Finanza nel 1998, la Legge sul risparmio del 2005, l'adeguamento della disciplina nazionale all'evoluzione delle direttive europee (UCITS III nel 2005 e UCITSIV nel 2012 e UCITS V nel 2015) ed infine il recepimento della direttiva AIFMD, sono le tappe più significative del lungo tratto di strada percorso dalla normativa di settore.

Essa, come ampiamente documentato, ha contribuito e contribuirà sempre di più a determinare la varietà e l'opportunità delle diverse opzioni di business a disposizione delle società di gestione. La scelta di istituire un fondo in Italia piuttosto che in Lussemburgo, di progettare e proporre al mercato prodotti e *assetclass* innovativi o, ancora, quella dell'impostazione delle proprie politiche commerciali sono solo alcuni, rilevanti esempi in cui le regole giocano un ruolo fondamentale. Pertanto essenziale assicurare che queste siano costantemente orientate allo sviluppo del mercato e al beneficio dei risparmiatori. Sotto questo profilo, l'allargamento del processo europeo di armonizzazione alla disciplina delle società di gestione di fondi alternativi e, specialmente, le recenti proposte in

materia di fondi di investimento a lungo termine (ELTIF) e di fondi di credito, rappresentano una preziosa opportunità.

Per i gestori si potrà quindi aprire la possibilità di ampliare la propria offerta nella direzione di prodotti specializzati in *assetclass* non tradizionali, come i crediti le infrastrutture, le piccole e medie imprese o il finanziamento della ricerca, potendo beneficiare di un passaporto valido per il collocamento anche presso il pubblico *retail*. Questo, a sua volta, avrà la possibilità di investire in fondi comuni strutturalmente orientati a lungo termine e di forte impatto sull'economia reale.

Sempre con riferimento all'assetto regolamentare, risulterà inoltre importante assicurare che la competizione tra i diversi prodotti finanziari offerti ai risparmiatori si svolga su un piano di sostanziale parità. In questo contesto l'equiparazione del trattamento fiscale dei fondi italiani con quello dei prodotti esteri, le norme in materia di trasparenza e di commercializzazione dei prodotti bancari e assicurativi e la disciplina dei prodotti finanziari illiquidi, rappresentano esempi importanti di attuazione del concetto di *level-playingfield*. Un concetto che dovrà ispirare costantemente lo sviluppo della disciplina dei prodotti d'investimento e la prassi di vigilanza. Del resto, il valore aggiunto dell'industria non si misurerà soltanto in termini di soluzioni di prodotto e di servizio per la clientela, ma anche dalla capacità di continuare a fornire un valido contributo alla crescita della cultura della *corporate governance* tra gli emittenti e all'affermazione del ruolo degli investitori istituzionali all'interno del mercato finanziario italiano.

Dal dato storico emerge che un altro elemento in grado di orientare in modo significativo la direzione e l'intensità dello sviluppo del mercato dei fondi, è la capacità dell'industria, da un lato di mantenere vivo il processo di innovazione, dall'altro lato di sviluppare con continuità il rapporto con la distribuzione. Innovazione di prodotto, architettura aperta, multicanalità e contendibilità oggi sono realtà concrete e consolidate nel nostro mercato. Ne beneficiano le numerose categorie d'investitori, dal piccolo risparmiatore al cliente istituzionale, che ricorrono ai fondi comuni per soddisfare i loro variegati bisogni d'investimento. Altro beneficiario è il sistema bancario, che sta attraversando un profondo periodo di crisi, da una parte dovuto alla sfiducia degli investitori, maturata a seguito delle recenti vicende di cronaca finanziaria, e dall'altra

all'enorme mole di crediti *non performing* che pesano sugli attivi delle banche. La recente costituzione di un fondo denominato Atlante è stata vista dal governo e dal sistema come l'unico modo per soccorrere alcuni istituti di credito in enorme difficoltà. La ridefinizione dell'architettura di supervisione europea dovuta in parte all'introduzione di soggetti che assumono come riferimento operativo una dimensione transazionale *"impone un più intenso coordinamento delle singole autorità di vigilanza nazionali (secondo il modello di collaborazione previsto dall'art. 56 della Direttiva 2004/39/CE) ovvero l'istituzione di un'agenzia internazionale"*^{40,41}.

Ed è proprio sul terreno dell'innovazione, in particolare su quello della ricerca di nuove soluzioni di intermediazione del risparmio, che si gioca la prossima fondamentale sfida per l'industria dei fondi⁴².

Le società di gestione amministrano una fetta importante e crescente delle risorse del paese, ciò consentirà loro di giocare un ruolo centrale nel processo di ripresa dell'economia italiana ed europea. Ci si aspetta, dunque che in maniera trasparente, prudente e finanziariamente efficiente, le SGR possano soccorrere il sistema creditizio e portare masse crescenti di risparmio delle famiglie verso l'economia reale⁴³.

Tuttavia affinché ciò possa avere una rapida e pratica realizzazione, considerata la particolare natura illiquida di questa nuova *assetclass*, è necessaria che la politica, superando le incertezze del passato, riconosca al risparmio orientato al lungo termine lo status di "obiettivo di *policy*", anche grazie ad uno specifico regime di favore, anche (ma non solo) di carattere fiscale.

In questo elaborato, lo scrivente, intende ripercorrere l'evoluzione normativa che ha subito la disciplina in materia di fondi comuni d'investimento per comprenderne appieno la loro natura. Dopo aver descritto alcune ipotesi di

⁴⁰ Cfr. sul punto il Rapporto "Verso un'autentica unione economica monetaria" presentato nel 2012 dal Presidente del consiglio europeo e preparato insieme ai presidenti della commissione dell'Eurogruppo e della BCE.

⁴¹ Cit. Lemma V., "Crisi finanziaria e stabilità dei fondi immobiliari", *"Scritti in onore di Francesco Capriglione"*, Cedam, 2010, p. 1241.

⁴² Ci troviamo in un periodo in cui il sistema finanziario italiano ed europeo, ancora largamente dipendente dal credito bancario, sarà sempre meno in grado di fornire da solo al sistema produttivo, quindi all'economia reale, un ammontare di risorse adeguato al finanziamento della ripresa e dello sviluppo. La situazione è particolarmente penalizzante per le imprese di minori dimensioni per le quali risulta più difficile far fronte alla restrizione creditizia sostituendo i prestiti bancari con altri mezzi di finanziamento.

⁴³ Attraverso le nuove tipologie di fondi come quelli ad esempio che investono sulle obbligazioni di imprese non quotate (cc.dd. fondi di minibond).

classificazione, il lavoro si concentrerà sui fondi d'investimento alternativo che impiegano parte del loro patrimonio, o tutto, in crediti.

Il fine è quello di analizzare il ruolo importante, che essi giocano, nella ripresa economica e, allo stesso tempo, la loro grande appetibilità come prodotto finanziario in cui investire. Infatti, se questi da un lato sono indispensabili per offrire un servizio al sistema bancario, di alleggerimento degli attivi, dall'altro offre agli investitori un utile strumento per diversificare il proprio portafoglio finanziario e orientarlo nella direzione di una maggiore efficienza.

Riconoscendo la flessibilità, l'utilità e introducendoli nell'ordinamento, le istituzioni potranno dimostrare una convinta e attenta partecipazione a quella che a tutti gli effetti è la sfida più importante per il futuro della nostra economia: traghettare il sistema di finanziamento delle imprese dall'attuale sistema banco-centrico verso un modello in cui un mercato dei capitali più grande e soluzioni d'investimento orientate verso orizzonti temporali più ampi, siano in grado di intercettare e convogliare il risparmio a favore della ripresa.

Capitolo 2

Il quadro normativo di riferimento in Italia

2.1 Da Interitalia alla legge n.77 del 1983

La storia dei fondi comuni d'investimento, così come quella di ogni altra istituzione bancaria, finanziaria e assicurativa, affonda le proprie radici nella notte dei tempi. Infatti, l'idea di investire collettivamente per diversificare il rischio, assumere le migliori risorse professionali e sfruttare le economie di scala nel processo organizzativo si può ritrovare in ogni società in cui ci fosse una sviluppata classe media composta da commercianti e artigiani.

Ripercorrere però, questa strada delle origini richiederebbe un lavoro più ampio e più specifico di quanto questo elaborato si prefigga di fare. Ci concentreremo perciò sulla storia dei fondi comuni d'investimento nel nostro paese, l'Italia.

Nel nostro ordinamento è presente un impianto giuridico complesso, stratificato nel tempo e che tiene conto di un sub-strato di diritto civile che non c'è nei sistemi di common law, in particolare nel sistema anglosassone, dove questi fondi sono nati. Questo aspetto ha caratterizzato la normativa italiana.

La comparsa dei primi fondi comuni d'investimento nel nostro Paese coincise con l'ultima fase del cosiddetto "miracolo economico"⁴⁴ italiano. Dai primi anni '50, lasciatisi alle spalle il periodo della ricostruzione post-bellica, l'economia crebbe a ritmi particolarmente sostenuti, mentre la sua struttura andò incontro a importanti trasformazioni, che incisero segni profondi nel tessuto sociale e culturale del Paese. I responsabili della politica monetaria si adoperarono a indirizzare a favore della crescita economica, le risorse provenienti da questo *boom* agendo contemporaneamente su due leve. Da un lato l'impegno fu rivolto a rafforzare il sistema creditizio⁴⁵.

⁴⁴ Periodo della storia d'Italia di forte crescita economica e sviluppo tecnologico, compreso tra gli anni cinquanta e anni settanta del XX secolo.

⁴⁵ Dopo la guerra, l'azione di ricostruzione del tessuto finanziario si era concentrata sull'aumento del numero degli sportelli bancari, in modo da poter intercettare e

Dall'altro lato fu perseguito con successo l'obiettivo di aumentare le emissioni obbligazionarie e azionarie delle imprese, in una logica complementare rispetto ai finanziamenti bancari⁴⁶.

Anche il mercato di borsa, che per molto tempo giocò un ruolo relativamente marginale nell'orientamento dei flussi finanziari, beneficiò dell'accresciuto interesse per l'investimento mobiliare. Nella seconda metà degli anni '50, infatti, crebbe in maniera particolarmente rapida e nel 1960 arrivò a toccare per la prima volta un livello di capitalizzazione pari al 30% del PIL.

L'introduzione dei fondi comuni nel mercato finanziario italiano trovò quindi un clima particolarmente favorevole. Infatti questi, rappresentarono una risposta particolarmente adatta per quelle fasce di clientela che, spinte dall'evoluzione dei bisogni finanziari e attratte dal clima di euforia dei mercati, furono più interessate ad "entrare" in borsa, ma lo fecero diversificando i rischi e con la consulenza di operatori professionali.

Un altro importante fattore di agevolazione d'ingresso dei fondi comuni esteri nel nostro mercato fu rappresentato dall'assenza di specifici vincoli normativi. Parliamo in un periodo storico (che tuttavia si rilevò di breve durata) in cui furono progressivamente allentati i rigidi controlli valutari ereditati dal periodo bellico, pertanto la sottoscrizione di strumenti finanziari istituiti fuori dai nostri confini fu relativamente semplice.

Nell'ottobre del 1960, il Banco Ambrosiano, l'*Hardy & Co.* di Francoforte e la *Hentsch & Cie* di Ginevra istituirono *Interitalia*, il primo fondo comune aperto specializzato nell'investimento in titoli azionari e obbligazionari di emittenti italiani. Il fondo (di diritto lussemburghese) fu gestito dalla *Compagnie pour l'Administration d'Investment Trust S.A.*, società nel cui consiglio siedono i rappresentanti delle tre banche. L'istituto milanese svolse la funzione di depositario dei valori del fondo e ne curò il collocamento in Italia. La politica

mobilitare ampie fette di risparmio ancora tesaurizzato. Nel 1950 più del 12% delle attività finanziarie delle famiglie era ancora rappresentato da biglietti e monete.

⁴⁶ Particolarmente importante era stato il contributo fornito dalle azioni: tra il 1950 e il 1961 queste non erano mai scese al di sotto di un terzo del totale delle passività complessive delle imprese. Le famiglie, dal canto loro, avevano progressivamente aumentato l'investimento in azioni (quotate e non), al punto che nel 1960 la loro incidenza sui portafoglio finanziario aveva raggiunto il livello record del 35% Dati macroeconomici scaricabili dal sito di Banca d'Italia <https://www.bancaditalia.it/statistiche/tematiche/stat-storiche/stat-storiche-moneta/index.html>.

d'investimento prevedeva che il patrimonio del fondo fosse impiegato esclusivamente nell'acquisto di titoli di emittenti italiani. La proporzione tra azioni, obbligazioni e liquidità doveva essere determinata di volta in volta dal comitato di gestione, l'incidenza dei titoli non ammessi alla negoziazione nelle borse ufficiali italiane fu limitata al 20% e l'insieme dei titoli emessi da società con meno di dieci anni di vita non doveva superare il 5%. Inoltre furono previsti limiti alla concentrazione dell'investimento in strumenti del medesimo emittente (5% del patrimonio) e limiti cosiddetti soggettivi alla quota di azioni o obbligazioni detenute rispetto al totale emesso (10%). Non fu la prima volta che l'Ambrosiano promosse iniziative commerciali nel settore dei fondi comuni d'investimento⁴⁷.

Per comprendere quanto queste iniziative furono in linea con le più innovative tendenze europee, può essere utile notare che con l'eccezione del Regno Unito e dell'Olanda, dove i trust godevano di una lunga tradizione, nel resto del Vecchio Continente i fondi comuni cominciarono a svilupparsi solo sul finire degli anni '50.

Nel marzo del 1963, il clima di relativo liberismo valutario fu confermato da un decreto ministeriale che autorizzò i residenti ad acquistare titoli azionari, quote di fondi comuni d'investimento e titoli obbligazionari, emessi e pagabili all'estero, purché iscritti nei listini pubblicati dalle borse estere o da organi a esse collegati. Le negoziazioni e il conseguente regolamento del prezzo di acquisto dovevano aver luogo, tramite la Banca d'Italia o le aziende di credito da essa autorizzate, nel rispetto delle disposizioni valutarie vigenti. Tutto questo senza alcun vincolo sulla nazionalità degli emittenti degli strumenti in cui era investito il patrimonio dei fondi⁴⁸.

Nel 1965 la lista dei fondi collocati dall'Ambrosiano contava otto prodotti: ai tre già nominati, nel frattempo, si sono aggiunti Unifonds (uno dei più grandi fondi tedeschi per patrimonio, istituito nel 1956 da Union Investments), Intertec (istituito nel 1962, specializzato in "titoli tecnici e scientifici e promosso tramite la

⁴⁷ Nel gennaio dello stesso anno, sotto l'impulso dell'allora consigliere delegato Carlo A. Canesi, la banca ha acquisito una partecipazione nella società tedesca *Europa und Übersee Kapitalanlagegesellschaft*, gestore dei fondi Europafonds I (specializzato in titoli europei) e Atlanticfonds (orientato all'investimento su entrambe le sponde dell'Atlantico).

⁴⁸ Cfr. Balletta F., *Caratteristiche del mercato mobiliare italiano negli anni '60 e '70 del Novecento*, *Rivista di storia finanziaria*-Napoli, 1998.

partecipata Sogefina), Inespa (che investe in titoli spagnoli), Chemical Fund (fondo americana istituito nel 1938) e Television-Electronics Fund⁴⁹.

Nella seconda metà del 1963, alla comparsa delle prime tensioni inflazionistiche e a fronte di un rapido deterioramento della bilancia commerciale (entrambi conseguenze di un'economia in fase di "surriscaldamento"), il governatore della Banca d'Italia Guido Carli intervenne con una stretta creditizia particolarmente pesante. Questa scelta sancì la fine del periodo denominato "miracolo economico" Italiano. infatti, a seguito di questo intervento di politica monetaria, nel 1964 per la prima volta da decenni, il PIL crebbe meno del 4% su base annua⁵⁰.

Allo shock macroeconomico seguì l'avvio della crisi del mercato borsistico. La crisi della borsa è innescata da alcune importanti scelte di politica economica, maturate in un clima politico che vedeva con favore una maggiore presenza statale nell'economia e non nascondeva la propria diffidenza nei confronti del capitalismo finanziario⁵¹. I provvedimenti di natura fiscale, in particolare l'applicazione della cedolare sui dividendi, furono alla base della massiccia fuga di capitali all'estero (in particolar modo verso la Svizzera) che si registrò nel biennio 1963-64 e del moltiplicarsi di operazioni di arbitraggio fiscale a danno di un ordinato sviluppo delle contrattazioni.

La borsa per lunghi anni perse la sua funzione di strumento per l'allocazione efficiente e competitiva del risparmio a favore dell'economia reale. A causa della pressoché totale assenza di moderne regole di funzionamento del mercato e di tutela dei partecipanti, il *parterre* diventò sempre più spesso teatro di speculazioni e scorribande più adatte alle cronache giudiziarie che non a quelle finanziarie. Misfatti che segneranno per molto tempo la reputazione del mercato e minarono la fiducia dei risparmiatori nei confronti della borsa e dell'investimento in azioni.

Quanto questa situazione preoccupasse le autorità monetarie fu evidente nelle parole che Guido Carli pronunciò il 31 maggio del 1966 davanti

⁵⁰ Dati macroeconomici scaricabili dal sito di banca d'Italia .

⁵¹ Tra queste scelte meritano di essere ricordate: la nazionalizzazione dell'industria elettrica, approvata nel dicembre del 1962 (che ha portato alla scomparsa dal mercato di un elevato numero di "azioni guida") e l'introduzione dell'imposta cedolare d'acconto sui dividendi, con la quale si rende operativa la nominatività dei titoli azionari, avvenuta l'anno successivo.

Cfr. Arcelli M., Storia economia e società in Italia: 1947-1997, Laterza, 1997.

all'assemblea della Banca d'Italia: *"Se desideriamo mantenere il sistema produttivo esposto agli impulsi della concorrenza internazionale e al tempo stesso in condizione di non subire menomazioni, dobbiamo porci l'obiettivo di aumentare la forza di resistenza finanziaria delle unità produttive nelle quali si articola, mediante provvedimenti che ne rendano più elastica la gestione agevolando il finanziamento con capitali di rischio e limitando quindi l'estensione ulteriore dell'indebitamento. A tal fine occorre istituire un ordinamento tributario che non alteri fundamentalmente i costi relativi delle varie forme di finanziamento"*⁵². Inoltre, secondo Carli, si sarebbe potuto conseguire il medesimo obiettivo con l'istituzione dei fondi comuni d'investimento (italiani), ostacolata dalla mancata approvazione del progetto di legge allora in discussione.

Parallelamente in Europa, l'IOS (*Investors Overseas Services*), la più grande organizzazione off-shore al mondo specializzata nella gestione e nel collocamento di fondi comuni cominciò a collocare quote di fondi presso il personale militare di stanza nelle basi americane presenti nel Vecchio Continente. I primi investitori Italiani iniziarono quindi ad aderire, si trattò tuttavia di un'attività clandestina, giacché fondata sul trasferimento di denaro oltre frontiera al di fuori del canale bancario, prescritto dalla disciplina già allora in vigore.

Banca d'Italia vide di buon occhio le iniziative di alcuni istituti italiani di partecipare all'istituzione e alla gestione di fondi anche a seguito delle parole che pronunciò Guido Carli nelle considerazioni finali per il 1968: *"Nell'attesa di una disciplina, che autorizzi anche in Italia la costituzione di fondi comuni e in presenza di un crescente sforzo di penetrazione da parte dei collocatori di titoli esteri, abbiamo ritenuto opportuno consentire alle banche italiane di inserirsi nel mercato, partecipando non solo ai consorzi di emissione, ma anche all'amministrazione di fondi comuni esteri e al collocamento di loro parti presso risparmiatori italiani e stranieri"*⁵³. In questo modo la destinazione dei capitali nazionali, sia pure entro determinati limiti, fu decisa con l'intervento di banche italiane. Lo stesso governatore, nella seconda metà del 1967, decise di appoggiare l'iniziativa dell'IOS di istituire Fonditalia (un fondo lussemburghese prevalentemente investito nel mercato italiano e a questo destinato) e di dare

⁵² Cit. Carli Guido, Considerazioni finali del 1966, consultabili nella pagina https://www.bancaditalia.it/chi-siamo/storia/governatori-direttori-general/CF_1960_1981.pdf.

⁵³ Cit. Carli Guido, Considerazioni finali del 1966, consultabili nella pagina https://www.bancaditalia.it/chi-siamo/storia/governatori-direttori-general/CF_1960_1981.pdf.

vita l'anno seguente a Fideuram, la società rete di diritto italiano alla quale fecero capo gli agenti che operavano nel Paese.

Per il mercato italiano dei fondi si trattò di un momento di svolta, l'istituzionalizzazione della rete dell'IOS presente sul nostro territorio fu una manovra che consentì negli anni seguenti la nascita e lo sviluppo del sistema delle reti di promotori finanziari⁵⁴. Nella primavera del 1970, a seguito di una serie di gravi errori imprenditoriali, d'investimenti spregiudicati, di eccessi e di veri e propri abusi l'IOS si avviò verso un crollo rapido e spettacolare, cui farà seguito un lungo tramonto che lascerà ampi strascichi di polemiche e di battaglie giudiziarie. In queste circostanze particolarmente drammatiche, ulteriormente aggravate dall'acuirsi delle tensioni valutarie, diventò di primaria importanza assicurare la tutela dei risparmi e limitare il più possibile gli effetti reputazionali negativi che l'intera vicenda avrebbe potuto esercitare su un mercato dei fondi comuni tanto necessario per il nostro paese quanto ancora poco sviluppato. Così che nell'ottobre del 1970 l'IMI, dietro pressioni del Tesoro e della Banca d'Italia, acquistò dall'IOS il 51% del capitale di Fideuram e della società di gestione di Fonditalia. All'epoca la rete italiana conta circa 1.500 agenti con 60 mila clienti e il patrimonio di Fonditalia sfiorava i 150 miliardi di lire. La definitiva scissione della rete italiana dal gruppo che le aveva dato i natali si completò quattro anni più tardi, con l'acquisto del restante 49% per una spesa complessiva di 10 milioni di dollari.

Alla fine degli anni '60 inizio '70 la differenza tra i tassi interni, fermi al livello del 1964, e quelli esteri, sempre in crescita per contrastare l'inflazione, raggiunse livelli particolarmente elevati portando con sé forti tensioni sul fronte valutario favorendo l'esportazione dei capitali. Il nostro ordinamento, in questo decennio, registrò quindi il ripristino e in molti casi l'introduzione *ex novo* di un fitto complesso di leggi e provvedimenti amministrativi di carattere valutario, finalizzati a porre sotto lo stretto controllo delle autorità di politica economica l'intero sistema dell'interscambio commerciale e dei flussi finanziari con l'estero⁵⁵. I risparmiatori italiani privi dell'alternativa si dirigono quindi nella

⁵⁴ Un modello che svolgerà un ruolo fondamentale nella diffusione nel nostro paese della cultura del risparmio gestito, di cui i fondi comuni rappresentano la migliore sintesi.

⁵⁵ Anche i fondi comuni furono colpiti da questo provvedimento, ad eccezione di quelli che investivano almeno la metà del proprio portafoglio in titoli italiani, secondo un'impostazione che ricorda quella dei fondi "nazionali" proposti dall'IOS già da qualche anno. Venne inoltre varato un provvedimento di carattere ancor più incisivo, in base al quale i residenti possono investire esclusivamente nei fondi comuni

direzione quasi obbligata dei depositi bancari, che pagano tassi di interesse nominali elevati. Il risparmio delle famiglie, sempre più isolato dal resto del mondo, si ritrova in questo modo anche intrappolato nella liquidità.⁵⁶

Nell'ultimo scorcio degli anni '70, in parallelo con la ripresa della borsa, il mercato dei fondi mostrò i primi importanti segnali di recupero. Oltre che della ripresa delle quotazioni, i fondi comuni beneficiarono anche dei primi effetti del processo di disintermediazione, che vide progressivamente calare il peso del sistema bancario nell'intermediazione dei flussi finanziari. Questo processo fu innescato nella seconda metà degli anni '70 dalla decisione delle autorità monetarie di finanziare il crescente disavanzo pubblico con titoli di Stato. Le banche, preoccupate di perdere la propria egemonia, assecondarono con poco entusiasmo il processo di disintermediazione del risparmio e si limitarono a curare il collocamento dei titoli di stato presso le famiglie, mentre mantennero un atteggiamento particolarmente tiepido e diffidente nei confronti dei fondi comuni. Di conseguenza, la ripresa dei flussi venne guidata in massima parte dai prodotti collocati dalle reti Fideuram e Dival.

I nuovi ingenti flussi di ordini, attirati verso la borsa da un processo autoalimentato di previsioni rialziste, insieme ai massicci aumenti di capitale deliberati da numerose società quotate, determinarono gravi episodi d'instabilità⁵⁷ che misero in evidenza la fragilità del mercato mobiliare, incapace di assorbire in maniera ordinata flussi di risorse molto maggiori rispetto al passato, a causa delle scarso numero di titoli e delle ridotte dimensioni del flottante.

Tuttavia era ormai evidente la tendenza alla crescita di un mercato, uno sviluppo che era destinato a beneficiare dell'ingresso dei fondi italiani, ormai sempre più vicino. Fin dall'inizio degli anni '70 la persistente debolezza del mercato di borsa e l'aggravamento dello squilibrio della struttura finanziaria delle

preventivamente autorizzati dal Ministero del Commercio con l'Estero. L'autorizzazione fu subordinata all'impegno da parte della società di gestione a investire in titoli italiani almeno la metà del risparmio raccolto nel Paese.

⁵⁶Cfr. Arcelli M., Storia economia e società in Italia:1947-1997, Laterza, 1997.

⁵⁷ Tra questi episodi rientra la crisi dell'estate del 1981, che costrinse il Ministero del Tesoro a sospendere le contrattazioni per tre giorni (per la prima volta dal dopoguerra) e che ebbe un ruolo propulsivo decisivo sulle vicende legislative. Oppure quella dell'anno successivo, quando gli avvenimenti connessi al salvataggio del Banco Ambrosiano si ripercossero sulla borsa, che archiviò l'anno con una performance negativa in controtendenza con quanto accadde nelle principali piazze finanziarie del mondo. In questa seconda occasione anche la raccolta dei fondi comuni subì un arresto momentaneo, a conferma del suo carattere spiccatamente pro-ciclico.

imprese sollecitarono nuove iniziative parlamentari e governative per disciplinare i fondi comuni⁵⁸.

Solo fino alla crisi della borsa dell'estate del 1981⁵⁹, una crisi che potremmo definire "da crescita", a rimettere in moto il processo legislativo. Questa volta, finalmente, con risultati concreti.

⁵⁸ Ad esempio Ddl n.16(1972), Ddl n.314, (1972) Ddl n. 95, 8 aprile (1974).

⁵⁹Per approfondimenti Cfr. Consob, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 1981*, scaricabile sul sito Consob all'indirizzo:

https://www.google.it/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=3&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKEwj38KvN0eDJAhWKHxoKHT2DAPgQFggnMAI&url=http%3A%2F%2Fwww.consob.it%2Fdocumenti%2FPubblicazioni%2FRelazione_annuale%2Frel1981.pdf&usg=AFQjCNEdg1oXMUIEdb2dHx1Xki6u0NbmwQ&sig2=-SSI-HD7Boq9-vvT6hFwNA&bvm=bv.110151844,d.d2s .

2.2 La legge n.77 del 1983

La crisi della borsa italiana che si consumò nell'estate del 1981 generò perdite medie superiori al 15% nel giro di solo due settimane. Questi avvenimenti resero sempre più evidente che il mercato finanziario presentasse caratteristiche strutturali ormai inadeguate allo sviluppo dell'economia e al crescente flusso di risparmio, sempre alla ricerca di nuovi sbocchi, e indussero il governo a intervenire con provvedimenti di riforma e di sostegno. Le lacune del nostro ordinamento risultavano ancora clamorose, non si prevedeva alcuna disciplina per le negoziazioni che non "passassero" attraverso i mercati regolamentati; non si dettavano le norme necessarie per la nascita di investitori istituzionali, come i fondi comuni; mancava una disciplina dei servizi di investimento mobiliare capace di consentire lo sviluppo "regolamentato" degli stessi.

Nel contempo anche con riferimento agli sviluppi registrati negli ordinamenti di altri paesi, da un lato, si palesava l'esigenza "[...]dell'estensione della regolamentazione, tradizionalmente limitata ad alcuni settori a tutti i settori del mercato mobiliare in ragione della loro crescita dimensionale e della loro sempre più intensa utilizzazione da parte di un crescente numero di investitori"; dall'altro, si prospettava che la regolamentazione delle funzioni di intermediazione in valori mobiliari avrebbe dovuto articolarsi in una disciplina dei soggetti intermediari e in una disciplina delle attività, cos' da "... prefigurare per la prima volta la figura della società di intermediazione mobiliare quale operatore polifunzionale e tuttavia specializzato, chiaramente ispirato dal modello francese e da quello inglese"⁶⁰.

A risposta di questa esigenza, a colmare alcune delle lacune del mercato, il 23 marzo 1983 con il numero 77⁶¹, venne emanata la legge che dettò una disciplina generale dell'appello al pubblico risparmio. La predetta legge costituì una tappa fondamentale nella progressiva formazione dell'ordinamento speciale del mercato mobiliare, anche perché introdusse (art. 1-10) nel nostro paese il

⁶⁰ Cit. Ferrarini, "La riforma dei mercati finanziari e il testo unico" in AA.VV., "La riforma dei mercati finanziari. Dal decreto Eurosim al testo unico della finanza" a cura di Ferrarini e Marchetti, Roma, 1998, p.28.

⁶¹ Cfr. Legge n 77 del 1983, <http://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:legge:1983-03-23;77> .

primo tipo d'investitore istituzionale, il fondo comune d'investimento mobiliare aperto.

Il mercato mobiliare poté così avvalersi di un intermediario capace di raccogliere grandi volumi di denaro e di provvedere alla sua gestione in monte secondo criteri di competenza e di diversificazione degli investimenti. Inoltre la legge, con l'art. 12, rispose al bisogno di sottoporre a controllo tutte le ipotesi di appello al pubblico risparmio dirette a provocarne l'investimento in valori mobiliari⁶², sottoponendole a vigilanza della Consob.

Sempre riguardo al tema del controllo, l'art 11 stabilì che "ai soli fini del controllo dei flussi finanziari, le emissioni di valori mobiliari di qualsiasi natura da collocare, anche indirettamente, mediante offerte al pubblico e le offerte in Italia di valori mobiliari esteri, dovessero essere comunicate alla Banca d'Italia; con l'indicazione della quantità e delle caratteristiche dei titoli". Questa poteva stabilire "l'ammontare massimo dell'emissione o dell'offerta con provvedimento motivato con riferimento alle esigenze di controllo della quantità e della composizione dei flussi finanziari conformemente alle direttive generali del CIPE e del CICR".⁶³

All'inizio di giugno del 1984 la Consob emanò le prime disposizioni in materia di prospetto informativo dei fondi comuni: il documento doveva fornire informazioni puntuali sull'attività del fondo (incluso il rendiconto di gestione), sulle modalità di sottoscrizione e di rimborso, sulla società di gestione (inclusa la composizione degli organi sociali), sulla banca depositaria e sui soggetti incaricati del collocamento. Il prospetto era da considerarsi valido fino al 30 giugno di ogni anno e doveva essere aggiornato ogni dodici mesi.

Va precisato che la normativa valutaria risultava ancora pesantemente influenzata dall'impostazione repressiva imposta nel corso del precedente decennio: in particolare, per i sottoscrittori di fondi comuni che detenevano titoli esteri, rimane l'obbligo del deposito infruttifero del 25% dell'investimento complessivo⁶⁴.

⁶² O il disinvestimento da valori mobiliari.

⁶³ La norma postula il potere, di natura per così dire macroeconomica, dell'apparato politico amministrativo (CIPE e CICR) di emanare direttive sulla dimensione e la conformazione dei flussi finanziari del paese e il potere, della Banca d'Italia, di inibire le emissioni di valori mobiliari ritenute in tutto o in parte conformi a quelle direttive.

⁶⁴ Stabilito nel lontano 1973, questo provvedimento si traduce nell'impossibilità per i fondi italiani di includere investimenti esteri nel proprio portafoglio.

E invero, il 20 marzo 1984 presso la sede dell'ABI⁶⁵ di Palazzo Altieri a Roma, un nutrito insieme di società di gestione decise di costituire la "Assofondi", ovvero la "Associazione Italiana delle Società di Gestione dei Fondi Comuni Mobiliari di tipo aperto"⁶⁶. La predetta associazione, principalmente, operava per la soluzione dei problemi che interessavano il settore dei fondi comuni d'investimento, oltre a farsi carico d'interessi collettivi degli associati, nonché svolgere attività di studio informazione, divulgazione, consulenza e assistenza tecnica.

Nell'estate del 1984, dopo una lunga gestazione, arrivarono sul mercato i primi fondi italiani. Si trattava di una decina di fondi, quali, ad esempio, la GestIRAS, Imigest, ImiRend (obbligazionari) e ImiCapital (azionario).

L'accoglienza del mercato si dimostrò fin da subito particolarmente positiva. Alla fine dello stesso anno, il patrimonio complessivo dei predetti fondi ammontava a poco più di 1.100 miliardi di Lire, in altre parole più di un quarto del totale dei fondi esteri autorizzati presenti da anni sul mercato interno italiano, ammontante a circa 4.200 miliardi di Lire.

Nel maggio del 1987 fu deliberata la tanto attesa abolizione dell'obbligo di deposito infruttifero, attuata l'anno successivo, e questa rappresenta una tappa fondamentale del processo di allargamento delle possibilità di investimento per i fondi⁶⁷.

Sul finire del 1988 nacquero quelli che furono definiti, dagli studiosi della materia, prodotti "di seconda generazione", divisi in due categorie. La prima è costituita dai fondi che puntano con decisione sull'investimento nei mercati esteri, azionari ma anche obbligazionari, facendo ampio uso degli spazi che la liberalizzazione valutaria sta aprendo. La seconda, invece, è rappresentata dai fondi che si specializzano nel mercato monetario e propongono innovative formule di gestione della liquidità, attraverso un collegamento automatico con il conto corrente. In questo secondo caso era evidente l'obiettivo di recuperare i clienti con una bassa propensione al rischio, rifugiatisi nei prodotti bancari e nei titoli di Stato. Questa nuova generazione di fondi riaccese l'interesse delle banche

⁶⁵ Associazione Bancaria Italiana.

⁶⁶ Di cui alla legge 23.3.1983 n.77.

⁶⁷ La disciplina è stata raccolta nel t.u. del 1988 delle norme di legge in materia valutaria (d.p.r. 31.3.1988 n. 148 e relativo decreto di attuazione 10.3.1989 n. 105).

e fa sì che nel 1990 riparta la crescita del mercato dei fondi, con afflussi netti in crescita per i prodotti monetari con raccolta ancora in incremento.

2.3 La Direttiva UCITS

Nel febbraio del 1992 a Maastricht, l'Italia insieme agli altri partner comunitari firmò il trattato sull'Unione Europea⁶⁸.

Nel settore dei fondi comuni il processo di convergenza europeo, avviato nel 1985 con l'approvazione della direttiva 85/611/CEE in materia di organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*, UCITS), arrivò a maturazione anche in Italia, con tre distinti decreti legislativi emanati nel mese di gennaio 1992. Il primo e più importante, d.lgs. n. 83⁶⁹ del 25 gennaio 1992, modificava in vari punti la legge sui fondi del 1983, adeguandola sotto molteplici aspetti al contenuto della direttiva comunitaria. Altri due decreti legislativi dettavano la disciplina delle Sicav (n. 84/1992⁷⁰) e dell'offerta di fondi esteri non armonizzati (n.86/1992⁷¹).

I miglioramenti e le innovazioni apportate alla disciplina primaria e secondaria dei fondi comuni furono numerosi. Per quanto riguarda i limiti d'investimento, furono ampliate le possibilità operative dei gestori fino a includere i più moderni strumenti e tecniche per la gestione dei rischi di posizione, di cambio e d'interesse. L'oggetto d'investimento fu allargato da "titoli" a "valori" mobiliari, fu ampliata la facoltà di ricorrere all'indebitamento al 10%, fu eliminato il divieto di investire in quote di fondi e furono innalzati i limiti di concentrazione in titoli di emittenti governativi⁷².

Le procedure per l'autorizzazione alla gestione di fondi risultarono snellite, così come quelle per l'approvazione dei regolamenti di gestione e delle loro modifiche. Furono inoltre fissati nuovi requisiti patrimoniali minimi per le società di gestione, fu semplificata la norma che prevedeva la possibilità di gestire una molteplicità di fondi solo se con diversa specializzazione e furono aggiornati i requisiti di onorabilità e professionalità rispettivamente per i soci e gli amministratori della società di gestione. Altri interventi interessarono le scritture

⁶⁸ Trattato di Maastricht Trattato sull'Unione Europea Gazzetta ufficiale n. C 191 del 29 luglio 1992. Tappa fondamentale per l'integrazione dei paesi comunitari anche sotto il profilo economico-finanziario, in quanto ha consentito di fatto e di diritto l'integrazione politica tra i vari paesi aderenti.

⁶⁹ Consultabile al sito <http://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legislativo:1992;83>.

⁷⁰ Consultabile al sito <http://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legislativo:1992;84>.

⁷¹ Consultabile al sito <http://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legislativo:1992;86>.

⁷² Cfr. Alessandro Rota, "Breve storia dei fondi comuni in Italia", capitolo "il cammino verso la moneta unica e oltre", Assogestioni, Youcanprint, 2015.

contabili⁷³, i requisiti per la banca depositaria, i partecipanti al fondo (nello specifico, fu eliminato l'anacronistico regime che impediva la partecipazione ai fondi da parte delle imprese). Per quanto attiene al regime fiscale, invece, fu mitigata la disparità di trattamento rispetto all'investimento diretto, attraverso una rimodulazione dell'imposta patrimoniale da applicare alla parte di patrimonio investita in valori mobiliari che non generano plusvalenze imponibili per le persone fisiche.⁷⁴

Il moderato ottimismo alimentato da queste importanti e complesse riforme era tuttavia destinato a scontrarsi con la durezza della crisi finanziaria e valutaria che sta per scoppiare nel corso dell'estate del 1992.

Riguardo la suddetta crisi molto è stato scritto: secondo una recente analisi del dott. Salvatore Rossi⁷⁵, la stessa “[...] crisi è «endogena»: si tratta del *redde rationem* di oltre due decenni di politiche economiche figlie della temperie sociale e politica iniziata alla fine degli anni Sessanta e proseguita per tutto il decennio Settanta”⁷⁶. L'ulteriore aggravamento del *deficit* pubblico, amplificato dalla profonda crisi politica, preoccupò sempre più gli investitori internazionali, già assai critici nei confronti del nostro Paese. Il governo fu costretto a una seconda e più intensa manovra di finanza pubblica nel tentativo di risollevarne le sorti dell'economia.

In questo periodo gli investitori si orientarono verso i fondi obbligazionari che investono in mercati esteri e, a ben vedere, questa scelta rappresentava la moderna interpretazione delle vecchie fughe di capitali, la cui più rilevante differenza è che in un'economia aperta (com'è ormai diventata quella italiana) e in mercati finanziari sempre più integrati l'emorragia di risparmio non poteva più essere frenata con vincoli e divieti di carattere valutario, ma con un programma d'interventi che consentissero di aggredire in maniera credibile il deficit dello Stato e fossero in grado di imprimere un cambio di direzione alla dinamica del debito pubblico.

⁷³ Quali, a titolo di esempio, la soppressione del prospetto trimestrale e l'aggiornamento del contenuto della relazione semestrale.

⁷⁴ *Ibidem*.

⁷⁵ Il dott. Salvatore Rossi è un banchiere ed economista italiano, attualmente direttore della Banca d'Italia, con nomina del 13 maggio 2013.

⁷⁶ Rossi S., “*Aspetti della politica economica Italiana dalla crisi del 1992-93 a quella del 2008-09*”, relazione del 5 marzo 2010.

Per frenare la crescita del debito pubblico si pose in essere un imponente programma di privatizzazioni, destinato a durare per almeno due decenni e a portare nelle casse dello Stato circa 150 miliardi di Euro ai prezzi attuali. Il collocamento sul mercato delle aziende pubbliche fornì un contributo straordinario alla crescita della capitalizzazione della borsa italiana, grazie alla quotazione di colossi come ENI, INA, IMI ed Enel⁷⁷ e allo smobilizzo di quote importanti di società già presenti sul mercato, come Telecom, Comit Credit e BNL. Questo riportò i fondi, negli anni '93 e '94 a "cavalcare" nuovamente l'onda della crescita e a registrare una raccolta netta da record.

A seguito di questa prima apertura alla realtà di mercato, il legislatore adottò ulteriori interventi normativi, fondati sulla specializzazione del gestore e sul paradigma della riserva di attività⁷⁸. In tal senso si orientavano le leggi 14 agosto 1993, n. 34, e 25 gennaio 1994, n. 86⁷⁹ (rispettivamente dedicate all'introduzione dei fondi chiusi e dei fondi immobiliari), in base alle quali ogni SGR veniva inscindibilmente legata ad una sola tipologia di fondo⁸⁰.

Nel corso del 1996, in un clima di ritrovata stabilità interna, l'azione di politica economica si orientò con decisione verso l'obiettivo di entrare per tempo nell'unione monetaria europea. A ottobre il governo Prodi presentò una legge finanziaria⁸¹ per il 1997 che prevedeva un forte inasprimento della pressione fiscale, con l'obiettivo di soddisfare le condizioni poste ai paesi che si vogliono candidare a far parte dei fondatori dell'Euro.

Il riequilibrio dei conti pubblici e il progressivo rientro dell'inflazione su livelli prossimi a quelli dei principali partner europei esercitarono effetti positivi sui tassi d'interesse, che ripresero a calare. Ciò si rifletté sulle opportunità d'investimento disponibili nel mercato finanziario e in particolare sull'attrattività relativa dei fondi comuni obbligazionari. L'azione del sistema bancario si

⁷⁷ Per approfondimenti, Ministero del tesoro del bilancio e della programmazione economica, Libro bianco sulle privatizzazioni, Aprile 2001, consultabile al sito:

http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/finanza_privatizzazioni/finanza_privatizzazioni/Libro_bianco_privatizzazioni_4603028-1-136.pdf.

⁷⁸ Tale assetto assurge, dunque a presupposto per una chiarificazione di strategie ed obiettivi sottesi all'azione del gestore e, dunque, all'efficace esercizio del controllo pubblico.

⁷⁹ Ad oggi di tale legge rimane vigente solo l'articolo 14-bis che regola una delle tipologie di fondi immobiliari attualmente presenti sul mercato: i cosiddetti fondi "ad apporto pubblico".

⁸⁰ Così Rabatti Bedogni, *Commento suc art. 33 TUF, in Aa.Vv., "Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria"*, A cura di Capriglione, Padova, 2001,

⁸¹ Legge 23 dicembre 1996, n. 662, consultabile sul sito <http://www.camera.it/parlam/leggi/966621.htm>

concretizzò in un deciso incremento della raccolta indiretta, in particolare di quella dei prodotti a elevato valore aggiunto, come i fondi e le gestioni di portafoglio. Verso questi strumenti fu incanalato sia il risparmio di nuova formazione sia quello derivante dal rimborso delle obbligazioni, in particolare dei titoli di stato, di cui i portafogli delle famiglie risultavano particolarmente ricche.

2.4 Il Testo unico della finanza

Sotto il profilo regolamentare il 1998 rappresentò un anno di svolta, segnata dall'emanazione del Testo Unico della Finanza (da cui l'acronimo TUF, d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58). Questo strumento costituisce, ancora oggi, la principale fonte normativa del diritto dei mercati finanziari nell'ordinamento italiano.

Tale normativa, entrò in vigore il 1° luglio 1998, fu predisposta su impulso della legge comunitaria per il 1994 (l. 52/1996), la quale delegava⁸² ad attuare la cosiddetta direttiva Eurosim (93/22/CEE del 10 maggio 1993)⁸³. La legge si concretizzò per il governo in una delega per l'emanazione di un Testo unico che coordinasse in un *corpus* organico le varie leggi che regolavano le specifiche aree del diritto dei mercati finanziari all'inizio degli anni '90. Tale opera di riforma fu guidata da una commissione di esperti presieduta da Mario Draghi, allora direttore generale del Tesoro⁸⁴.

Il percorso evolutivo della normativa primaria trova compendio nel TUF, nel quale fu dedicato un intero capo alla disciplina della gestione collettiva del risparmio. *“In particolare il TUF considerava, in un primo tempo, i soggetti cui è riservata la possibilità di prestare servizi o di gestione collettiva del risparmio (art. 33)⁸⁵ e, successivamente, regolava le condizioni per il conseguimento della prescritta autorizzazione (art. 34), cui conseguiva l'iscrizione in un apposito albo (art. 35), nonché l'obbligo di auto-organizzazione finalizzata alla riduzione del rischio di conflitto di interessi (art. 40)”⁸⁶.*

Le linee guida nella stesura del TUF furono principalmente tre. La prima è la realizzazione di una legislazione semplice in modo da fissare nella normativa primaria solo i principi generali, lasciando i dettagli tecnici ai regolamenti e, ove possibile, all'autoregolamentazione dei mercati e degli intermediari finanziari. Un altro principio seguito fu il rafforzamento dei meccanismi di *governance* delle

⁸² Delega attuata con il decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 415.

⁸³ Sul quale cfr. Capriglione F. (a cura di), *“La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari. Commento al d. leg. 23 luglio 1996”, n. 415 di recepimento della direttiva Eurosim*, a cura di, Padova, 1997.

⁸⁴ Per questo il TUF è informalmente noto anche come 'legge Draghi'.

⁸⁵ A fronte della riserva di attività, le SGR soggiacciono ad una limitazione delle altre attività esercitabili, stante l'ammissione dei soli servizi di minore complessità e di scarso rilievo economico.

⁸⁶ Cit. Lemma V., *La società di gestione del risparmio (SGR), L'ordinamento finanziario italiano* a cura di Francesco Capriglione, Cedam, 2010.

società, precisando meglio i compiti dei diversi organi societari e specificando gli obblighi informativi, a tutela del mercato e degli azionisti di minoranza, senza, tuttavia, limitare l'autonomia contrattuale o impedire all'impresa di produrre ricchezza. E infine si tentò di creare una normativa italiana coerente e competitiva con quella dei Paesi dell'Unione europea, per non creare svantaggi competitivi ai danni delle imprese di investimento italiane.

Il titolo III del TUF dettava, e lo fa tuttora, le disposizioni concernenti la gestione collettiva del risparmio e più precisamente codificava i due soggetti autorizzati alla gestione in monte, ossia le Società di Gestione del Risparmio (SGR) e le Società di Investimento a Capitale Variabile (SICAV).

Attraverso questo decreto erano veicolate nell'ordinamento nazionale alcune rilevanti novità inerenti alle società di gestione dei fondi comuni e ai modelli organizzativi che queste possono adottare nella prestazione del servizio di gestione.

In primis veniva definito per la prima volta il *genus* “fondo comune” come “un patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito in monte” aggiungendo l’ulteriore distinzione tra fondo aperto e fondo chiuso (art.1, comma 1 lettera k) bis e k) ter del TUF).

In particolare era introdotta la Società di Gestione del Risparmio (SGR), una nuova figura di gestore abilitata a svolgere congiuntamente la gestione collettiva e quella individuale. L’art. 1 del TUF specificava la nozione generale di SGR, quale società per azioni con sede legale e direzione generale in Italia autorizzata a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio, sulla base delle funzioni che ne qualificano l’essenza. Rilevava a riguardo, da un lato, la promozione, l’istruzione e l’organizzazione di un fondo e, dall’altro, l’investimento delle disponibilità raccolte. In altri termini, le definizioni di “società promotrice” (art. 1, lettera p, TUF) e “gestore” (art. 1, lettera q, TUF) ponevano in evidenza la scissione tra l’organizzazione di un investimento in forma collettiva e l’amministrazione delle gestione dei relativi attivi patrimoniali. A fronte di questo, il Testo Unico prevedeva che alla gestione e promozione di un fondo potesse provvedere o direttamente la società che lo ha istituito o un’altra società di gestione (art. 36, comma 1), per cui si possono avere due società distinte

nell'ambito di uno stesso fondo⁸⁷. L'introduzione delle SGR aveva comportato che il funzionamento del fondo comune d'investimento presupponeva ora l'interazione tra diversi soggetti, quali: il gestore, rappresentato da una società di gestione del risparmio; la banca depositaria; la società promotrice, la cui presenza però era soltanto eventuale poiché poteva coincidere con il gestore; i partecipanti del fondo. Un'altra novità era la possibilità di fusioni tra fondi comuni d'investimento, disciplinati con regolamento della Banca d'Italia, sentita la Consob⁸⁸.

Per quanto riguarda la struttura dei fondi comuni, la previgente disciplina si caratterizzava per una certa rigidità, in quanto definiva, non solo le tipologie di fondi comuni, ma anche gli investimenti consentiti e i limiti connessi. In tal modo s'impediva lo sviluppo di nuovi prodotti di gestione, riducendo il grado di competitività dei nostri servizi finanziari. Per ovviare a tale situazione, la nuova disciplina aveva delegato molti aspetti rilevanti della regolamentazione relativa alle strutture dei fondi. Il TUF, infatti prevedeva che fosse il Ministro del Tesoro, sentite la Banca d'Italia e la Consob, a determinare con proprio regolamento i criteri generali cui devono uniformarsi i fondi comuni di investimento facilitando così l'adeguamento della normativa ai nuovi prodotti presenti sul mercato.

Il rapporto di partecipazione al fondo comune d'investimento era disciplinato dal regolamento del fondo. I criteri generali di redazione del regolamento, e il suo contenuto minimo, erano determinati dalla Banca d'Italia, sentita Consob (art 36 comma 3), a integrazione di quanto stabilito dall'art. 39 del TUF. Quest'ultimo rimandava al regolamento di ciascun fondo di investimento l'indicazione della società promotrice, del gestore e della banca depositaria, oltre ai rapporti tra tali soggetti, la relativa ripartizione dei compiti e la disciplina dei rapporti intercorrenti tra tali soggetti e i partecipanti al fondo.⁸⁹

In altri termini, le novità della nuova disciplina tratteggiata dal TUF erano da considerarsi rilevanti sotto tre diversi profili:

⁸⁷ Tale aspetto deriva dal fatto che le SGR non sono più caratterizzate dall'esclusività dell'oggetto sociale che invece caratterizzava le preesistenti società di gestione dei fondi comuni di investimento. Cfr. A. P. Soda, Documento all'art. 36, in C. Rabitti Bedogni (a cura di), *Il testo Unico della intermediazione finanziaria- Commentario* al D.Lgs 24 febbraio 1998, op. cit., pag 293.

⁸⁸ Cfr. Quirici M. C., *Il mercato mobiliare. L'evoluzione strutturale e normativa: L'evoluzione strutturale e normativa*, op.cit, pag 229.

⁸⁹ Cfr. F. Recine, La gestione collettiva del risparmio, in L. Lacaita, V. Napoleoni, *Il Testo unico dei mercati finanziari*, op. Cit, pag. 44.

- a) Le norme non erano riferite a specifiche tipologie di fondi comuni;
- b) Le disposizioni non esaurivano la disciplina poiché dettavano principi di carattere generale applicabili a tutte le categorie di fondi e individuavano le autorità competenti per il completamento delle normative specifiche distinte in base all'oggetto dell'investimento o alla platea degli investitori;
- c) Il contenuto del TUF era finalizzato a obiettivi di flessibilità operativa e di semplificazione del sistema di controllo delle Autorità pubblica.

La progressiva attenuazione del confine tra gestione collettiva e individuale, di cui la nascita della SGR segna il punto di arrivo, era stata anticipata dal legislatore, che aveva già fornito una lettura evolutiva dell'esclusività dell'oggetto sociale delle società di gestione di fondi comuni, consentendo loro anche la gestione di fondi chiusi, nonché dei patrimoni propri delle forme di previdenza complementare. Il superamento della distinzione strutturale tra gestori individuali e collettivi, e il conseguente accentrarsi della funzione gestoria, erano intesi a favorire il conseguimento di economie di scala e di specializzazione, indispensabili a garantire una maggiore concorrenzialità degli operatori. Inoltre la concentrazione delle funzioni gestorie in un unico soggetto, tutelava gli investitori dal rischio dell'indebolimento delle garanzie patrimoniali dell'intermediario, oltre che dal rischio di un'accentuazione dei profili di conflitto d'interesse nella conduzione dell'attività di gestione⁹⁰.

Il TUF, sempre nell'art. 1, rilevava la SGR *armonizzata* come *"società con sede legale e direzione generale in uno Stato membro diverso dall'Italia, autorizzata ai sensi della direttiva in materia di organismi di investimento collettivo, a prestare servizi di gestione collettiva del risparmio"*. Nel nostro sistema normativo, l'attività di tale società era limitata alla sola gestione del patrimonio di OICR (Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio) ed era preordinata a impedire una relazionalità tra persone, fisiche o giuridiche,

⁹⁰ Va tenuto presente come, a fronte del quadro regolamentare in esame, si rinvenga un'azione di vigilanza permanente, che non si risolve in un mero vaglio iniziale di conformità, ma appare orientata a verificare la costante permanenza delle condizioni richieste per l'autorizzazione. Nonché il rispetto delle ulteriori norme prudenziali che presiedano la prudente e sana gestione della *nostra impresa*, cfr art.10 della direttiva 2009/65/CE in ordine alle condizioni di esercizio delle attività di gestione collettiva del risparmio.

appartenenti a ordinamenti diversi ancorché europei (art. 33, TUF). Era, tuttavia, ammesso che dette società possano stabilire succursali in Italia ovvero operare in regime di libera prestazione di servizi (art. 41-*bis*, TUF).

Fin dal 1999, le SGR si affiancavano così alle banche e alle SIM nell'attività di gestione individuale di patrimoni mobiliari. Queste, anche grazie alle strategie organizzative dei grandi gruppi bancari, conquistano rapidamente una fetta importante del mercato, destinata a crescere nel tempo.

L'ampliamento del numero delle attività esercitabili dalla SGR rendeva necessaria una maggiore flessibilità organizzativa, garantita sia dalla possibilità di dissociare le funzioni di promozione e di gestione del fondo, sia dalla facoltà di delegare il potere gestionale in relazione a specifiche scelte di investimento.

Tra il 1998 e il 1999 la riforma della regolamentazione della gestione collettiva del risparmio è completata secondo gli indirizzi generali definiti dal Testo Unico con l'emanazione da parte della Banca d'Italia, della Consob e del Ministero del Tesoro dei regolamenti attuativi. Le società di gestione del risparmio erano poste definitivamente nella condizione di operare con una regolamentazione ampia e definita. In particolare, il Decreto del Ministero del Tesoro n. 228 del 24 maggio 1999⁹¹ e il Provvedimento della Banca d'Italia⁹² del 20 settembre dello stesso anno ampliavano in modo significativo il ventaglio delle varianti tipologiche del fondo comune di investimento, con l'obiettivo di soddisfare una clientela sempre più larga ed esperta.

Mentre nel sistema previgente le uniche possibilità strutturali erano il fondo aperto armonizzato e i fondi chiusi (mobiliari e immobiliari), con la disciplina dettata dal Ministero del Tesoro e dalla Banca d'Italia, veniva introdotto il tipo "non armonizzato", caratterizzato dalla maggiore ampiezza dei limiti agli investimenti e dell'oggetto dell'investimento. Si apriva così la strada alla possibilità di istituire fondi con maggiori specializzazioni, come ad esempio in quote di fondi, in strumenti derivati e in depositi bancari, ma anche legati a indici di mercato. Era inoltre importante la previsione di forme strutturali assolutamente innovative, come il fondo riservato e il fondo speculativo (*hedge*

⁹¹Consultabile all'indirizzo:

http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/regolamentazione_bancaria_finanziaria/compendio_tuif/11_-_2007.pdf .

⁹²Consultabile all'indirizzo:

http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/regolamentazione_bancaria_finanziaria/compendio_tuif/Provvedimento_20.09.1999.pdf .

fund), entrambi connotati in virtù della possibilità di perseguire una politica d'investimento più aggressiva, in deroga ai limiti prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabiliti in via generale⁹³.

Per quanto riguarda la disciplina dell'attività d'investimento, in particolare quella in strumenti finanziari derivati, le nuove regole dettate dalla Banca d'Italia portavano al superamento del precedente approccio, considerato ormai obsoleto ed eccessivamente limitante, basato sull'elencazione tassativa degli strumenti in cui il fondo può investire. Con una soluzione fortemente innovativa, la scelta degli specifici strumenti derivati veniva sostanzialmente liberalizzata, fatto salvo il rispetto di regole di carattere generale, come il limite all'ammontare degli impegni complessivamente assunti dal fondo e il divieto di effettuare operazioni in derivati equivalenti a vendite allo scoperto. Contestualmente era riformata la metodologia di calcolo degli impegni, cardine dell'architettura che regola l'utilizzo dei derivati, agganciandola direttamente al parametro *delta*, secondo un'impostazione che di lì a poco sarebbe stata fatta propria dal legislatore europeo nell'ambito dell'aggiornamento della disciplina UCITS⁹⁴.

Nel corso del 1999 vedeva la luce anche il nuovo prospetto informativo, redatto secondo gli schemi predisposti dalla Consob⁹⁵ e caratterizzato, tra l'altro, dall'obbligatorietà dell'indicazione del parametro oggettivo di riferimento coerente con i rischi caratteristici della gestione (benchmark). Si trattava di una novità assoluta al livello europeo, che pone la disciplina italiana del risparmio gestito alla frontiera dell'evoluzione normativa.

⁹³ Cfr. Valter Lazzari, "Economia e finanza degli edge fund", Rivista "Banca Impresa e Società", il mulino, 2000.

⁹⁴ Ciò consentiva di sostanziare più efficacemente i limiti posti all'attività di investimento senza dover ricorrere a restrizioni eccessivamente penalizzanti per il gestore e conferiva più ampi margini di flessibilità e di efficienza alla gestione.

⁹⁵ Delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 consultabile sul sito Consob all'indirizzo: <http://www.consob.it/main/documenti/Regolamentazione/normativa/regemit.htm> .

2.5 La Direttiva UCITS III

I primi anni 2000 si caratterizzavano per un intenso fermento innovativo. In particolare, grazie alle novità introdotte dalla disciplina di attuazione del Testo Unico della Finanza, fanno la loro comparsa sul nostro mercato i primi fondi non armonizzati. Le norme da poco introdotte consentivano inoltre l'istituzione di fondi dalle forme strutturali ancora più innovative, grazie alle quali era possibile adottare politiche d'investimento che derogano ai limiti prudenziali e ai divieti stabiliti per la generalità dei fondi. Così che nel corso del 2001 cominciarono a operare le prime SGR speculative, frutto del primo esperimento in Europa di regolamentazione *off-shore* dei prodotti "alternativi". In quell'anno venivano lanciati i primi fondi di fondi hedge, cui seguì nell'anno successivo il primo fondo *hedge* "puro".

All'inizio del 2001, l'industria delle società di gestione decise di elaborare in sede associativa il Protocollo di autonomia per le SGR⁹⁶. Si trattava di uno strumento di autodisciplina particolarmente avanzato, che si affiancava al Codice deontologico e nel quale erano individuate una serie di regole tese ad assicurare che il gestore orientasse la propria attività unicamente al criterio guida della tutela dell'investitore, operando in piena autonomia rispetto ai soci di controllo.

Tra le indicazioni del Protocollo comparivano regole di correttezza nell'assunzione di decisioni in tema di cumulo di funzioni, di attribuzione d'incarichi agli amministratori indipendenti, di acquisto di strumenti finanziari emessi o collocati da società del gruppo, di scelta delle controparti per la prestazione di servizi, di esercizi del diritto di voto per le azioni presenti nei patrimoni gestiti⁹⁷.

Il 2002 si contraddistingue con un'importante innovazione in ambito comunitario: l'approvazione delle direttive 2001/107/CE e 2001/108/CE, infatti, furono apportate rilevanti modifiche alla direttiva UCITS. La disciplina, nota anche

⁹⁶ Consultabile al sito http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,139,6613/protocollo_autonomia.pdf.

⁹⁷ Pur essendo ad adesione libera, il protocollo incontra una buona accoglienza e viene adottato da numerose società. Lo strumento viene adottato proprio da quei gestori che, per la natura della loro struttura proprietaria, sono più suscettibili a incorrere in un conflitto di interesse e per i quali quindi ancora più importante adottare provvedimenti capaci di limitare e disciplinare queste situazioni.

come direttiva UCITS III, prevedeva rilevanti novità sia per quanto riguarda le società di gestione, sia per quanto attiene alla regolamentazione del prodotto.

Sotto il primo profilo furono ampliate le possibilità operative e organizzative riconosciute alle società di gestione⁹⁸. Per quanto attiene alla disciplina del prodotto, la nuova direttiva rese maggiormente flessibile la politica di investimento dei fondi prevedendo l'estensione del novero degli investimenti ammissibili e disponendo la rimodulazione di alcuni limiti di investimento chiave. Fu inoltre introdotto il prospetto semplificato, da consegnare agli investitori prima della conclusione del contratto. Il processo di recepimento della direttiva UCITS III passava attraverso l'approvazione delle opportune modifiche e integrazioni del TUF (agosto 2003). In occasione di questo passaggio normativo il legislatore nazionale introdusse anche altre innovazioni rispetto a quelle richieste dal recepimento della disciplina europea. In particolare alle SGR era riconosciuta la possibilità di affidare alla banca depositaria il calcolo del valore della quota e quella di istituire fondi con classi di quote differenziate, ad esempio per livelli commissionali, in linea con la prassi internazionale.

Nell'autunno del 2002, vi fu lo sbarco sulla borsa italiana dei primi *Exchange Traded Fund* (ETF), e dunque di fondi il cui valore replica quello di un indice di mercato attraverso una gestione passiva e le cui quote sono negoziate in borsa come le comuni azioni.

Nell'aprile del 2005 il processo di recepimento della nuova disciplina comunitaria si completò con l'aggiornamento da parte della CONSOB del regolamento in materia di emittenti e con l'emanazione da parte della Banca d'Italia del nuovo Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio. Con l'emanazione del nuovo regolamento, la Banca d'Italia, realizzava una radicale riorganizzazione della disciplina di propria competenza, riunendo in un unico provvedimento le disposizioni in precedenza contenute nei regolamenti del 1° luglio 1998 e del 20 settembre 1999. Tra le innovazioni di maggiore rilievo figuravano le norme inerenti le attività connesse e strumentali esercitabili dalle SGR, la nuova disciplina sulle SICAV etero gestite, l'individuazione delle condizioni e dei limiti per il conferimento di funzioni in *outsourcing*, la disciplina in materia di

⁹⁸ Da un lato mediante l'estensione del novero delle attività esercitabili, dall'altro tramite il riconoscimento della facoltà di delegare a terzi una o più delle funzioni aziendali attraverso la stipulazione di contratti di *outsourcing*.

operatività transfrontaliera, le regole concernenti gli investimenti ammissibili e i limiti all'investimento, e infine la disciplina del controllo dei rischi.

Le possibilità d'investimento previste per i fondi armonizzati furono notevolmente ampliate, ad esempio attraverso la rimozione del limite all'investimento complessivo in fondi armonizzati in precedenza fissato al 5%, l'inclusione tra gli investimenti ammissibili dei fondi non armonizzati e dei depositi bancari, l'incremento delle possibilità di compiere una gestione attiva del rischio valutario e la rimodulazione in chiave maggiormente liberale di vari limiti e divieti.

Particolarmente importanti furono poi gli interventi innovativi apportati alla disciplina dei limiti d'investimento in strumenti finanziari derivati. In particolare si passava dal concetto d'impegno a quello di esposizione complessiva, la cui definizione risulta più articolata e maggiormente coerente con le logiche gestionali (ad esempio in tema di copertura dei rischi). Inoltre, rispetto alla previgente disciplina, non erano più previsti vincoli all'esposizione complessiva ulteriori rispetto a quello di non eccedere il patrimonio netto del fondo⁹⁹. Infine, a determinate condizioni, era prevista la possibilità per il fondo di assumere posizioni sintetiche corte.

A fronte delle più ampie possibilità d'investimento allora consentite per i fondi comuni, la Banca d'Italia introdusse disposizioni di maggior dettaglio in ordine al sistema dei controlli interni della SGR. Nell'ambito di tale sistema, assunse primaria importanza la funzione di controllo dei rischi (*risk management*), che dovette assicurare la corretta misurazione e l'accurato controllo di tutti i rischi, sia finanziari sia operativi, inerenti ai fondi gestiti. Per lo svolgimento di tale funzione la SGR si dovette dotare di professionalità, strumenti e procedure adeguati alla complessità quantitativa e qualitativa dei portafogli che gestiva, anche in relazione all'utilizzo dei nuovi strumenti finanziari e dei più ampi limiti previsti dalla nuova disciplina.

Alla fine dell'anno 2005 fu approvata la Legge sul risparmio (262/2005)¹⁰⁰ con la quale, venne abrogato il regime di esenzione dalla disciplina della sollecitazione all'investimento fino ad allora previsto dal TUF a favore dei prodotti

⁹⁹ La più rilevante conseguenza di questa circostanza è l'innalzamento della leva finanziaria massima teorica raggiungibile attraverso gli investimenti in derivati, che passa da 1,1 a 2.

¹⁰⁰ Consultabile al sito <http://www.camera.it/parlam/leggi/052621.htm>.

finanziari emessi da banche (diversi dalle azioni) e dei prodotti assicurativi. Di conseguenza l'offerta al pubblico di tali prodotti fu assoggettata, in analogia a quanto avviene per i fondi, alle norme dettate in tema di sollecitazione del pubblico risparmio, e in primo luogo all'obbligo di predisporre un prospetto informativo. Contestualmente alla sottoscrizione e al collocamento di questi prodotti furono rese applicabili le disposizioni dettate dal TUF in tema di prestazione dei servizi d'investimento e riconosciuti alla CONSOB i connessi poteri di vigilanza regolamentare, informativa e ispettiva.

Nell'ottobre del 2007, il recepimento delle disposizioni della direttiva 2004/39/CE (denominata MIFID), avvenuto attraverso il d.lgs. n. 164/2007¹⁰¹, intervenne sugli assetti organizzativi delle SGR, introducendo l'obbligo di adottare *"misure ragionevoli"* e *"meccanismi efficaci"* per ottenere il *"miglior risultato possibile"*; ciò avendo riguardo al prezzo, ai costi o a qualsiasi altra considerazione pertinente ai fini della sua esecuzione.

A seguito del suddetto recepimento, la CONSOB intervenne sul regolamento intermediari rendendo applicabili le regole previste per la prestazione dei servizi di investimento anche alla distribuzione dei prodotti finanziari emessi da banche e imprese di assicurazione. In materia di trasparenza informativa, fu previsto che l'offerta di tutti i prodotti finanziari fosse assoggettata alla preventiva pubblicazione del prospetto di offerta.

¹⁰¹ Consultabile al sito <http://www.camera.it/parlam/leggi/deleghe/07164dl.htm> .

2.6 La Direttiva UCITS IV

Le novità introdotte dall'inizio del 2002 con la direttiva denominata UCITS III, non erano state tuttavia sufficienti a porre rimedio ad alcuni fattori d'inefficienza, che con il tempo si sono rivelati essere d'impedimento a un ulteriore e ancor più completo sviluppo di un genuino mercato pan-europeo dei fondi¹⁰².

Con l'adozione della direttiva UCITS IV (2009/65/CE) avvenuta nel luglio del 2009 e l'emanazione dei relativi provvedimenti di attuazione, furono introdotte significative modifiche alla disciplina preesistente per i fondi aperti che investono in valori mobiliari. Gli interventi effettuati dal legislatore comunitario erano da un lato volti a migliorare il funzionamento delle disposizioni vigenti, dall'altro finalizzati a introdurre nuove opportunità sul mercato interno.

Nella prima categoria ricadevano gli interventi sulle procedure di notificazione per l'offerta transfrontaliera di fondi, sul passaporto per le società di gestione, sui *risk management* e sulla documentazione d'offerta; nella seconda rientravano le norme di nuova creazione riguardanti le operazioni di fusione tra fondi e la creazione di strutture *master-feeder*. Queste ultime, in particolare, erano state previste con l'intento di consentire una gestione più efficiente di una molteplicità di fondi aventi politiche d'investimento analoghe, soprattutto in ottica transfrontaliera. Esse si caratterizzavano per la presenza di un fondo (*feeder*) che, in deroga alle disposizioni in materia di limiti d'investimento era autorizzato a investire almeno l'85% del proprio patrimonio in quote di un altro fondo (*master*), che opera in altro paese comunitario.

Per quest'aspetto, occorre sottolineare che la disciplina regolamentare della Banca d'Italia ha esteso queste norme comunitarie anche ai fondi non armonizzati, a condizione che il fondo *feeder* investa nella stessa *asset class*. In tale modo, i vantaggi di tali strutture sono estesi anche ai fondi comuni non inclusi nell'ambito di applicazione della Direttiva, come i fondi chiusi.

¹⁰²Tali fattori sono riconducibili al perdurare di difficoltà nella commercializzazione dei prodotti in stati membri diversi da quelli in cui sono istituiti, alla proliferazione di fondi dalle dimensioni troppo modeste, alla mancanza di flessibilità nell'organizzazione della catena di valore del settore e, infine, a un prospetto semplificato oneroso e poco idoneo a informare in modo efficace i potenziali investitori.

Il recepimento dell'UCITS IV in Italia è avvenuto con il Decreto Legislativo del 16 aprile 2012, n. 47 e in seguito con Provvedimento Della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015. Le modifiche apportate da questa direttiva alla disciplina contenuta nel TUF, consentono a una SGR di gestire un fondo d'investimento che operasse in un paese, all'interno dell'Unione Europea, diverso da quello in cui era stata costituita. Questo diventa possibile grazie alla creazione di un "passaporto europeo" delle società di gestione (Management Company Passport), ossia il riconoscimento reciproco, da parte delle autorità nazionali, delle autorizzazioni e dei sistemi di vigilanza prudenziale.

L'autorizzazione concessa è rilasciata dallo Stato membro d'origine il quale si fa garante, sia della solvibilità della Società di Gestione/OICR di valori mobiliari (OICVM), sia di un'adeguata tutela agli investitori¹⁰³. L'attuazione di queste misure permisero l'abbattimento delle barriere in entrata e in uscita e la creazione di un mercato europeo del risparmio gestito, offrendo agli investitori opportunità di investimento fino ad allora inaccessibili.

Anche in materia di "fusioni e scissioni di fondi", con la nuova disciplina regolamentare emanata da Banca di Italia¹⁰⁴ in attuazione della Direttiva UCITS IV, sono introdotte una serie di significative novità che tendono a semplificare le procedure. Nello specifico è prevista la così detta fusione transfrontaliera: essa ha luogo tra diversi Organismi e/o loro comparti, le cui parti sono insediate in diversi Stati membri. La fusione è consentita tra OICR di valori mobiliari (fondi comuni e

¹⁰³La Sezione 4 ,*"Libertà di stabilimento e libera prestazione di servizi"*, della Direttiva 2009/65/CE, distingue quattro ipotesi, a cui corrispondono diversi gradi di tutela:

1. SGR che voglia commercializzare quote di OICVM che essa gestisce in uno Stato membro diverso da quello di origine dell'Organismo stesso in regime di libera prestazione di servizi;
2. SGR che intenda stabilire la succursale in un altro Stato membro al fine di esercitare l'attività per cui è stata autorizzata (attività intesa come istituzione, costituzione e gestione di OICVM);
3. SGR che intenda esercitare attività per le quali è stata autorizzata (nello Stato membro di origine) nel territorio di un altro Stato membro in regime di libera prestazione di servizi;
4. SGR che voglia gestire/istituire un OICVM stabilito in un altro Stato membro.

Tutte e quattro tali ipotesi, prevedono una procedura semplificata di autorizzazione, che vede unicamente l'intervento dell'Autorità dello Stato membro del soggetto richiedente (incaricata anche della verifica della documentazione fornita e del successivo inoltra all'Autorità del Paese ospitante). L'accesso al nuovo mercato si determina con la sola comunicazione al soggetto richiedente che la sua domanda sia stata inoltrata all'Autorità del Paese ospitante.

¹⁰⁴ Provvedimento Della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015.

SICAV) con medesimo obiettivo d'investimento¹⁰⁵. La direttiva si esprime su tre diverse tipologie di fusione:

- la fusione per incorporazione in cui un OICVM si fonde in altro OICVM già esistente;
- la fusione in senso stretto in cui due OICVM che si fondono in un nuovo OICVM ;
- la fusione per conferimento delle quote o azioni in altro OICVM.

Assumono rilievo in tale procedura: l'autorizzazione alla fusione da parte dell'Autorità di vigilanza del Paese dell'OICVM soggetto a incorporazione che cessa di esistere a seguito della fusione medesima; il coinvolgimento delle banche depositarie degli OICVM interessati e della società di revisione, anche al fine di valutare la legittimità e la congruità dei valori di concambio a tutela degli investitori; e l'informativa dettagliata a tutti i detentori di quote/azioni degli OICVM coinvolti. Nel caso che questi ultimi non intendano aderire al fondo "ricevente" a essi è concesso il diritto a richiedere il rimborso delle quote.

Altra novità, posta in essere con la UCITS IV, è l'introduzione di specifiche norme armonizzate in tema di gestione dei rischi, in conseguenza delle quali il ruolo svolto dalla funzione di *risk management* venne ulteriormente valorizzato.

Nello specifico, sono forniti i criteri per la valutazione dell'adeguatezza delle procedure di gestione dei rischi, i metodi di calcolo dell'esposizione complessiva e del rischio di controparte e infine le indicazioni per assicurare che il fondo sia in grado di adempiere alle obbligazioni collegate all'operatività in strumenti derivati.

Con riferimento alla documentazione d'offerta la direttiva ridefinisce la tipologia e le caratteristiche della documentazione obbligatoria da fornire agli investitori, sostituendo il prospetto semplificato¹⁰⁶ con un documento contenente le informazioni chiave per gli investitori" (*Key Investor Information Document-KIID*) del quale vennero definiti in maniera dettagliata i contenuti¹⁰⁷. "Lo scopo del

¹⁰⁵ Non rientrano in tale disciplina le fusioni meramente nazionali (tra OICVM, cioè, dello stesso Stato membro che non commercializzano le proprie quote in altri Stati UE), sebbene, come si dirà più innanzi, la Banca d'Italia abbia modificato anche le disposizioni interne allineandole alla UCITS IV.

¹⁰⁶ Introdotta dalla UCITS III.

¹⁰⁷ Tra questi compariva l'indicatore sintetico di rischio, un valore compreso nella scala da 1 a 7, determinato sulla base della volatilità passata dei rendimenti ottenuti dal fondo secondo una metodologia fissata a livello europeo. Le informazioni chiave, che devono essere redatte per ogni OICVM e devono essere comprensibili agli investitori senza alcun riferimento ad altri documenti, includono informazioni appropriate sulle caratteristiche essenziali dell'OICVM ed in particolare contengono elementi per

legislatore comunitario, è di fornire all'investitore retail un documento di facile comprensione, scritto in un linguaggio semplice (non tecnico), redatto in un formato comune che consenta confronti e riesca in poche pagine ad evidenziare le caratteristiche specifiche dell'investimento, inclusi costi e rischi, di modo da rendere il risparmiatore pienamente edotto dell'operazione di investimento che intende effettuare e, di conseguenza, prendere decisioni di investimento informate"¹⁰⁸.

l'identificazione del prodotto, una breve descrizione dei suoi obiettivi e della sua politica di investimento, la presentazione dei risultati passati oppure, se pertinente, gli scenari di performance, i costi e gli oneri connessi, profilo di rischio/rendimento dell'investimento e, da ultimo, il luogo ove è possibile ottenere informazioni supplementari e le relative modalità.

¹⁰⁸ Cit. Atrigna T., nell'articolo "Il recepimento in Italia della UCITS IV: principali novità ed impatti per i gestori – Parte II", scritto per il sito specialistico www.dirittobancario.it, il 19 marzo 2012.

2.7 La Direttiva AIFMD

Con la direttiva denominata *Alternative Investment Fund Managers Directive* (AIFMD- 2011/61/UE)¹⁰⁹ adottata nel giugno del 2011 il legislatore europeo si pose l'ambizioso obiettivo di creare un mercato europeo dei gestori di fondi diversi dagli UCITS, mediante la definizione di un quadro di riferimento armonizzato per la regolamentazione in materia di autorizzazione, funzionamento e trasparenza del soggetto gestore.

Questi fondi presero il nome di fondi d'investimento alternativi (FIA) e sono tutti gli organismi d'investimento collettivo che raccoglievano "capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in conformità di una politica di investimento ben definita a beneficio di tali investitori" e che non necessitavano di un'autorizzazione ai sensi della Direttiva UCITS IV.

La direttiva si focalizzava sui gestori (i GEFIA) e non disciplinava i fondi, i quali rimanevano pertanto sottoposti alla normativa e alla vigilanza nazionale. Come affermava l'AIFMD stessa, la scelta di disciplinare i GEFIA, piuttosto che i fondi stessi, era dovuta alla grande eterogeneità dei fondi "non-UCITS" nei diversi Stati Membri dell'Unione, che ne avrebbe reso molto difficile l'armonizzazione.

La disciplina introdotta dalla direttiva AIFMD è destinata a ridefinire il mercato dei fondi d'investimento alternativi sotto diversi profili: anzitutto, aumentando i livelli di trasparenza per gli investitori; in secondo luogo introducendo una sorta di "certificazione di qualità" per i gestori alternativi che operavano nel mercato europeo; in terzo luogo, consentendo a ciascuno di essi di sviluppare la propria operatività anche in via transfrontaliera¹¹⁰. Nella gestione di un FIA non è consentito: concedere prestiti in forme diverse da quelle previste in materia di operazioni a termine su strumenti finanziari; vendere allo scoperto strumenti finanziari; investire in strumenti finanziari emessi dalla SGR che ha istituito o gestito il fondo¹¹¹. Questi divieti hanno lo scopo di assicurare la liquidità

¹⁰⁹ Consultabile al sito <http://www.assogestioni.it/index.cfm/3,147,5794/aifm-initial-prop.pdf>.

¹¹⁰ In particolare la definizione di un quadro regolamentare e di vigilanza uniforme a livello europeo costituisce il presupposto per il riconoscimento del cosiddetto passaporto, in forza del quale i gestori alternativi autorizzati dall'autorità competente dello stato di origine possono gestire e commercializzare fondi alternativi presso investitori professionali in tutta l'Unione Europea.

¹¹¹ Il patrimonio del fondo, non può essere altresì investito in: acquisto di metalli o pietre preziose o certificati rappresentativi dei medesimi; investire in beni direttamente o indirettamente ceduti o conferiti

del patrimonio del fondo e di non effettuare operazioni in conflitto di interesse esponendo il fondo a rischi eccessivi

Ai sensi dell'AIFMD, un gestore di FIA deve richiedere l'autorizzazione, che sarà valida in tutta l'Unione, all'autorità di vigilanza del paese in cui ha sede, fornendo una serie d'informazioni e documenti sulla propria struttura, sulla società e sugli esponenti aziendali, nonché sui FIA che intende gestire.

I requisiti per ottenere l'autorizzazione ai sensi dell'AIFMD sono sostanzialmente simili a quelli che sono richiesti ai gestori di UCITS. È opportuno evidenziare che i gestori di UCITS possono sempre richiedere un'autorizzazione AIFMD. Più in particolare, la Direttiva prevede espressamente che le società di gestione, autorizzate ai sensi del regime UCITS, non devono fornire, al momento in cui richiedono l'autorizzazione ai sensi dell'AIFMD, le informazioni o documenti già forniti al momento della richiesta di autorizzazione a gestire UCITS, a condizione che tali documenti e informazioni possano essere considerati ancora validi e aggiornati.¹¹²

Ai sensi della Direttiva AIFMD, l'autorizzazione a gestire/commercializzare fondi alternativi può essere richiesta o dal FIA stesso¹¹³, oppure da un GEFIA¹¹⁴ esterno, che può svolgere anche funzioni (minime) di gestione nei confronti di UCITS e determinati servizi che la Direttiva definiva "supplementari" e che possono essere forniti a condizione che fossero svolte le funzioni minime di gestione.

Le funzioni "minime" di gestione degli investimenti comprendono: la gestione del portafoglio e la gestione del rischio. Mentre le funzioni definite "supplementari", sono esercitabili solo se affiancate ad alcune funzioni minime di gestione degli investimenti, quali: amministrazione¹¹⁵,

da un soggetto collegato all'SGR; strumenti finanziari derivanti da cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti ceduti da soci della SGR oltre il 3% del valore del fondo.

¹¹² L'iter autorizzativo dovrà concludersi entro tre mesi, prorogabili per un massimo di ulteriori tre mesi, dalla presentazione della domanda completa. Una volta che un GEFIA sarà autorizzato nel proprio paese d'origine ai sensi delle norme che recepiscono la AIFMD, il gestore avrà ottenuto il passaporto necessario a gestire e/o commercializzare FIA nel territorio comunitario nei confronti degli investitori professionali.

¹¹³ Nel caso in cui sia autogestito e quindi possa, esso stesso, qualificarsi come GEFIA. In tal caso il gestore sarà autorizzato esclusivamente a svolgere le funzioni di gestione interna per quello specifico patrimonio.

¹¹⁴ Il riferimento corre alle "società di gestione UE" come definite dall'art. 1 comma 1, lett. O-bis TUF. Quindi vi sono gestori basati all'interno dell'Unione Europea (GEFIA UE) e di gestori al di fuori dell'UE (GEFIA non UE) di cui la lettera p) e q) della art. 1 del TUF.

¹¹⁵ Servizi legali e contabili relativi alla gestione del fondo, servizio di informazione per i clienti, valutazione e determinazione del prezzo anche ai fini delle dichiarazioni fiscali, verifica dell'osservanza della normativa applicabile, tenuta del registro dei detentori delle quote/azioni, distribuzioni dei proventi, emissione e rimborso delle quote/azioni, regolamento dei contratti, tenuta delle registrazioni contabili.

commercializzazione, attività collegate agli attivi del fondo d'investimento alternativo¹¹⁶.

Il regime di vigilanza prevede il rispetto da parte dei gestori alternativi di requisiti di capitale e organizzativi, di regole di condotta e di estesi obblighi informativi nei confronti delle autorità di vigilanza. Per assicurare una piena e completa informazione degli investitori in merito alle attività del fondo e alla gestione dei rischi dello stesso, la Direttiva AIFMD impone a carico dei GEFIA obblighi stringenti di trasparenza. In particolare, i GEFIA sono tenuti a fornire con regolarità informazioni sui risultati e la gestione dei rischi, nonché una descrizione chiara della politica di investimento perseguita.

Inoltre sono introdotti limiti in merito all'utilizzo della leva finanziaria e sono imposti ai gestori, che ne fanno ricorso in modo sostanziale, obblighi di comunicazione specifici, sia nei confronti degli investitori sia nei confronti delle autorità competenti dello Stato di origine. In particolare, il gestore è tenuto a dimostrare che i limiti di leva finanziaria fissati per ogni fondo che gestisce siano ragionevoli e che esso rispetta tali limiti in maniera permanente. Le autorità competenti devono valutare i rischi che possono derivare dall'uso della leva finanziaria da parte di un GEFIA. Ove ritenuto necessario, l'autorità competente dello Stato membro di origine del gestore, previa notifica all'Autorità europea dei mercati finanziari (ESMA), al Comitato Europeo sul Rischio Sistemico (CERS) e alle autorità competenti del FIA in questione, proprio per assicurare la stabilità e l'integrità del sistema finanziario, può imporre dei limiti al livello di leva finanziaria che un GEFIA può utilizzare.

La direttiva AIFMD reca anche una specifica disciplina sui depositari dei fondi e sulla funzione di valutazione delle attività, esercitabile anche da una figura terza rispetto al gestore. Le norme della direttiva AIFMD sono completate dalle misure di secondo e terzo livello che coprono in maniera estesa numerosi argomenti di particolare importanza, come ad esempio i metodi di calcolo della leva finanziaria, le condizioni operative dei gestori, la delega di funzioni, la gestione del rischio e della liquidità, gli obblighi e le responsabilità del depositario e le regole di trasparenza.

¹¹⁶ I servizi necessari a soddisfare gli obblighi fiduciari del gestore. La gestione delle strutture, attività 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 nonché altri servizi collegati alla gestione del FIA e alle società e altre attività in cui ha investito.

Il recepimento della direttiva AIFMD, avvenuto attraverso il D.lgs. 4 marzo 2014, n. 44, ha determinato un ripensamento della struttura del titolo III del TUF, il quale è stato suddiviso secondo le seguenti macro aree: (i) soggetti autorizzati italiani (Sgr, Sicav, Sicaf) e attività esercitabili ai sensi degli delle direttive UCITS e AIFMD e delle relative disposizioni di attuazione; (ii) Disciplina degli OICR italiani (fondi comuni di investimento Sicav e Sicaf in gestione esterna, strutture master-feeder, fusione scissione); (iii) Operatività transfrontaliera dei gestori italiani ed esteri; (iv) commercializzazione di OICR (in Italia di OICVM UE, FIA riservati, FIA non riservati); (V) obblighi per le SGR i cui FIA acquisiscono partecipazioni rilevanti e di controllo di società non quotate e di emittenti; (vi) Disciplina del depositario; (vii) gestione dei portali per la raccolta di capitali per le start up innovative.

La distinzione tra fondi “aperti” e “chiusi” segue ora il criterio recato dalle definizioni di cui all’art. 1 TUF.

Dunque sono fondi chiusi tutti i fondi diversi da quelli aperti, ossia tutti quei fondi che non prevedono un rimborso delle quote “secondo le modalità e con la frequenza prevista dal regolamento”. Inoltre ora il TUF conferma la sussistenza di specifiche tipologie di fondi destinati a investitori professionali.¹¹⁷

Con l’AIFMD si è venuta a creare, nell’ordinamento italiano, una distinzione tra gli organismi che investono in valori mobiliari (OICVM) e gli OICR alternativi, una SGR può essere dunque autorizzata alla gestione di una soltanto, o entrambe, tali tipologie di fondi.

¹¹⁷ Per tali intendendosi: a) i clienti professionali ai sensi dell’art. 6, commi 2-*quinquies* e 2-*sexies* TUF e b) gli ulteriori clienti individuati dal regolamento di attuazione dell’art. 39 TUF

2.8 La Direttiva UCITS V

In data 28 agosto 2014 è stata pubblicata nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea L. 257/186 la direttiva 2014/91/UE, del Parlamento europeo e del consiglio, denominata UCITS V, recante modifica della direttiva 2009/65/CE (UCITS IV).

Il principio, che il legislatore europeo intende perseguire con questo provvedimento, è la tutela degli investitori, che tipicamente sono investitori *retail*. La tutela che si vuole garantire con l'UCITS V aspira, per portata, a quella sancita dall'AIFMD. Invero, le proposte di modifica sono in linea con le disposizioni della direttiva sui gestori di fondi d'investimento alternativi (AIFMD). Pertanto, l'UCITS V sembra avere, di fatto, lo scopo di allineare il regime UCITS alle disposizioni AIFMD.

La direttiva prevede un inasprimento delle disposizioni che disciplinano le condizioni di mercato per gli UCITS, andando a toccare tematiche quali: il ruolo e le funzioni del depositario; le politiche retributive per l'alta dirigenza; e infine le sanzioni o i provvedimenti amministrativi. Nello specifico questi tre aspetti subiranno modifiche di seguito descritte.

Il depositario deve essere unico per ciascun UCITS e identificato in uno dei tre seguenti soggetti: in un istituto di credito dell'Unione europea; la banca centrale nazionale; o un'altra entità giuridica che sia i) autorizzata, ii) soggetta a regolamentazione prudenziale e iii) soggetta alle disposizioni sui requisiti di capitale (CRD IV)¹¹⁸.

Gli strumenti finanziari, possono essere detenuti in custodia (comprese eventuali garanzie collaterali per il fondo), ma devono essere dislocati dal depositario in conti separati lungo l'intera catena di sub-custodia (separazione tra le attività del depositario e qualsiasi delegato e le attività non-UCITS dei clienti); non possono essere distribuite a creditori terzi le attività tenute in custodia. La delega ai terzi, delle funzioni di custodia del depositario, è consentita solo in casi oggettivamente giustificati e subordinata a rigorosi requisiti in materia d'idoneità, competenza e diligenza dei terzi incaricati. Le società di gestione che hanno nominato come depositario un ente che non soddisfa i requisiti stabiliti, prima del

¹¹⁸ Modifica all'art 22 bis della direttiva 2009/65/CE.

18 marzo 2016, hanno tempo fino al 18 marzo 2018 per nominare uno che li soddisfi.

Per assicurare un approccio armonizzato in materia di esercizio delle funzioni dei depositari in tutti gli stati membri, a prescindere dalla forma giuridica adottata dall'OICVM, è necessario introdurre un elenco uniforme di obblighi di sorveglianza¹¹⁹ che incombono ai depositari in relazione all'OICVM in forma societaria (società di investimento) e all'OICVM costituito in forma contrattuale¹²⁰. Per tutelare l'investitore da tutti i potenziali conflitti d'interesse deve essere formalmente istituito un sistema di segnalazione degli stessi nei confronti della società di gestione; tutti i potenziali conflitti d'interesse devono essere adeguatamente gestiti, monitorati e comunicati agli investitori dell'OICVM. Il nuovo regime quindi, accresce i livelli di responsabilità per il depositario e impone una netta distinzione dalle attività dell'UCITS, questo al fine di salvaguardare il cliente anche in caso di fallimento della banca. E ancora, potenzia le funzioni di supervisione e sorveglianza e riduce potenziali conflitti d'interesse.

Per quanto riguarda la politica retributiva, invece, essa deve riflettere e promuovere una gestione sana ed efficace del rischio e non incoraggiare un'assunzione di rischi non coerente con i profili di rischio inquadrati in fase di costituzione dell'OICR. La politica retributiva è soggetta, almeno annualmente, a un riesame condotto dall'organo di gestione e deve essere pubblicata nella relazione annuale. La retribuzione può essere composta da una parte fissa e da una variabile. Almeno il 50 % di qualsiasi componente di quest'ultima, è conferito in quote o azioni dell'OICR interessato, partecipazioni al capitale equivalenti, strumenti legati alle azioni o altri strumenti non monetari equivalenti con incentivi di efficacia analoga. E ancora, la direttiva prevede che una quota compresa tra il 40% e il 60% sia differita su un periodo appropriato in considerazione del periodo di detenzione raccomandato agli investitori dell'OICR¹²¹. Collegando in questo modo lo stipendio degli alti dirigenti della SGR

¹¹⁹ Ad esempio deve essere sottoposta a sorveglianza la procedura di sottoscrizione/rimborso e il calcolo del NAV. Introdotti inoltre restrizioni sugli investimenti e sulla distribuzione dei redditi. Gli Obblighi di sorveglianza riguardanti i flussi di cassa, si concretizzano in un monitoraggio di tutti i conti di liquidità, nella garanzia di un'adeguata riconciliazione di cassa e nel monitoraggio di movimenti consistenti e inusuali di denaro contante.

¹²⁰ Come previsto dal punto 14) delle considerazioni iniziali del DIRETTIVA 2014/91/UE del 23 luglio 2014.

¹²¹ Tutto ciò è previsto dall'art. 14-bis e 14-ter, inserito nella Direttiva 2009/65/CE dalla UCITS V.

all'andamento della società di gestione, non solo nel breve periodo, si vuole allineare gli interessi dei manager a quelli degli investitori.

Infine, l'articolo 99-bis introdotto dalla UCITS V alla Direttiva 2009/65/CE, impone agli Stati membri di provvedere che, le proprie disposizioni legislative, regolamentari o amministrative di recepimento, contemplino sanzioni amministrative per le SGR. Nello specifico, viene proposto un elenco di violazioni relative ad autorizzazioni/licenze, composizione dell'azionariato e regolamentazione in materia di conformità. Le autorità sono tenute a pubblicare sul proprio sito web le decisioni¹²² in merito a una violazione delle disposizioni nazionali¹²³.

La *ratio* di questa norma è quella di usare, la perdita di reputazione, per disincentivare comportamenti illegali da parte di una società di gestione. La sanzione o la misura amministrativa è quantificata dallo Stato, il quale ne garantisce l'efficacia, ed è commisurata alcune aggravanti della violazione stabilite dall'art 99-quater come ad esempio: gravità e durata della violazione; grado di responsabilità della persona responsabile; casi precedenti di violazione ecc. Prevista pure da parte della SGR una dichiarazione pubblica, che identifica il responsabile, la natura della violazione, la sospensione o la revoca dell'autorizzazione, l'interdizione a carico del responsabile dall'esercizio di funzioni di gestione in seno a tali società, sanzioni pecuniarie (fino a 5 milioni di euro o al 10% del fatturato annuale totale della persona giuridica registrato negli ultimi esercizi e fino ad almeno 1 milione per le persone giuridiche). Il nuovo regime sanzionatorio prevede in sostanza, al fine di rafforzare il livello di sorveglianza e trasparenza del mercato, un aumento delle sanzioni e l'introduzione, tra le variabili in gioco, del rischio reputazionale per l'SGR e per i suoi soci.

Per i GEFIA, che ricordiamo soddisfano già i requisiti AIFMD, la conformità alla direttiva UCITS V sarà meno complessa, in quanto le disposizioni delle due normative riguardo alla banca depositaria e alla retribuzione sono pressoché analoghe.

Anche per questo motivo, gli interventi da apportare al TUF in tema di disciplina del depositario sono minimali poiché la materia è stata rivisitata, in

¹²² Sia una decisione a procedere a una sanzione amministrativa, sia quella a non procedere.

¹²³ La traccia delle sanzioni amministrative sul sito web delle autorità competenti deve rimanere per almeno 5 anni. L'AEVM gestisce un database centrale e pubblica una relazione attuale su tutte le sanzioni.

sede di attuazione della direttiva AIFMD, recepita con il D. lgs. 4 marzo 2014, n. 44. In tale sede, nella Parte II del TUF sulla disciplina degli intermediari è stato riscritto completamente il Titolo III, tra cui gli artt. 47, 48 e 49, disciplinanti l'incarico, i compiti e le responsabilità del depositario.

Per quanto riguarda le politiche e le prassi retributive, invece, la disciplina è speculare a quella stabilita dalla direttiva AIFMD, la quale è stata recepita attraverso la normativa secondaria emanata dalla Banca d'Italia e dalla Consob¹²⁴. Non appare, pertanto, necessario prevedere modifiche alla normativa primaria, essendo sufficiente l'intervento in normativa secondaria per assicurare che le regole si applichino anche agli OICVM.

Per quanto riguarda i principi in materia di sanzioni contenuti nella direttiva UCITS V, c'è da dire che essi sono previsti anche nella direttiva 2014/65/UE (c.d. MiFID II), relativa ai mercati degli strumenti finanziari. A livello europeo, infatti, si sta cercando di allineare, per quanto possibile, il regime sanzionatorio contenuto nelle direttive CRD, MiFID, UCITS, AIFMD, Market Abuse e Trasparency, che disciplinano a vario titolo il settore dei servizi finanziari. La revisione di tali direttive procede in modo parallelo.

A seguito dell'importante crisi delle imprese finanziarie che hanno contraddistinto il 21° secolo, le direttrici evolutive della regolamentazione comunitaria della gestione collettiva del risparmio, seguono il fine della messa in sicurezza dei mercati finanziari. La direttiva AIFMD e UCITS V sono sicuramente spinte da questo principio nell'adeguare il quadro giuridico delle SGR ai mercati di oggi e lo fanno prevedendo "norme minime comuni", che investono direttamente la responsabilità della società di gestione sia sul piano operativo¹²⁵, che su quello funzionale¹²⁶.

Il superamento della crisi finanziaria e l'avvio della ripresa economica hanno portato le SGR verso nuove forme di investimento, che tratteremo nei capitoli successivi. Di fronte ai cambiamenti della morfologia e della stabilità del mercato e degli assetti disciplinari del mercato i fondi comuni costituiscono un centro di attrazione e d'investimento e quindi è coerente aspettarsi una loro

¹²⁴ Nel regolamento congiunto in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio, emanato ai sensi dell'art. 6, comma 2-bis, lettera a), del TUF.

¹²⁵ Cfr. Art. 13 e art. 14 direttiva 2009/65/CE.

¹²⁶ Cfr. Considerando n.4 e n.5, dir. ult. cit.

ristrutturazione legata per un verso alle innovazioni della disciplina e per un altro all'innovazione dei prodotti e alla realtà dei mercati.

Capitolo - 3

Fondi comuni di investimento: ipotesi di classificazione

3.1 Metodi di classificazione

Pur essendo regolati da un complesso normativo di settore e regolamenti, e impostati secondo un sistema organizzativo sostanzialmente uniforme, i fondi presentano tra loro elementi di differenziazione. Questi ultimi si sono andati formando nel tempo, su impulso della concorrenza tra gli operatori del settore e della ricerca d'innovazioni nella composizione del patrimonio e nel contenuto del servizio, in modo tale da migliorare l'attrattività dei fondi per i diversi segmenti di clientela e ad accrescere il loro peso sul complessivo risparmio delle famiglie.

I fondi si classificano in funzione:

- della direttiva cui fanno riferimento i loro regolamenti (UCITS o AIFMD);
- delle modalità e dei tempi con i quali le quote vengono emesse e riscattate (fondi aperti e fondi chiusi);
- dalla tipologia d'investimento prevalente attuata dal fondo, quindi l'asset in cui il patrimonio del fondo è investito;
- dall'idoneità del fondo ad essere collocato unicamente presso categorie di investitori "professionali a fronte dello stile di gestione operato e dal profilo di rischio che ne comporta.
- E dal tipo di *asset class* in cui il suo patrimonio è investito.

Un'importante distinzione tra i diversi prodotti finanziari è la differenza tra "fondi comuni" e "società" di investimento. La prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, può svolgersi anche attraverso soggetti che posseggono una forma societaria, è il caso delle Società di Investimento a Capitale Variabile o Fisso (SICAV e SICAF). Le prime sono definite dall'art. 1 del TUF come *"l'OICR chiuso costituito in forma di società per azioni a capitale variabile con sede legale e direzione in Italia avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta delle proprie"*

azioni". Le SICAF, invece, introdotte in Italia con il recepimento dell'AIFMD, sono definite¹²⁷ come *"l'OICR chiuso costituito in forma di società per azioni a capitale fisso con sede legale e direzione generale in Italia avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta delle proprie azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi"*. Invero, l'investitore sottoscrive azioni della società o, nel caso della SICAF, strumenti finanziari partecipativi, anziché quote rappresentative del fondo. La differenza fondamentale dal fondo, è che nelle SICAV l'investitore ricopre anche la figura di socio partecipante e, come tale, ha la possibilità di incidere, con l'esercizio del diritto di voto, sulle vicende sociali e sulla politica d'investimento¹²⁸. Le SICAV possono classificarsi come OICR aperti, le SICAF come OICR chiusi. *"Ciò in quanto gli azionisti delle prime possono in qualunque momento ottenere il rimborso del loro investimento; invece, gli investitori che partecipano al patrimonio di una SICAF sono vincolati a mantenere il loro impegno finanziario per tutta la durata della società"*¹²⁹.

Nei prossimi capitoli vedremo nel dettaglio le possibili classificazione che riguardano il comparto dei fondi comuni di investimento.

¹²⁷ Art. 1 comma 1, lett. I-bis TUF.

¹²⁸ Cfr. Annunziata F., *"La gestione collettiva del risparmio e i fondi comuni"*, Cur. Capriglione F., *"Manuale di diritto bancario e finanziario"*, CEDAM, 2015, p. 312 e segg.

¹²⁹ Cit. Pellegrini M. Troisi A., *"La gestione collettiva del risparmio"*, *"Corso di diritto pubblico dell'economia"*, a cura di Pellegrini, Padova, 2016.

3.2 Classificazione secondo la direttiva di riferimento, UCITS e FIA

In Italia, come nel resto d'Europa, i fondi d'investimento possono essere ricondotti a due macrocategorie: i fondi aperti "armonizzati" ai sensi della Direttiva UCITS e i fondi non armonizzati, identificati come categoria residuale dei primi. L'emanazione delle Direttive UCITS (in ultimo l'UCITS V) e della Direttiva AIFMD (2011/61/UE) hanno comportato una sostanziale separazione tra gli Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (c.d. OICVM) e gli Organismi di investimento collettivo del risparmio alternativi (c.d. OICR). *"Da un lato, infatti, si annoverano i fondi comuni di investimento aperti ed armonizzati, che sono ammessi al "mutuo riconoscimento" a livello europeo e sono assoggettati alla direttiva UCITS; dall'altro, rileva la macrocategoria dei fondi d'investimento alternativi (FIA) che, non godendo della facoltà di operare liberamente in tutti gli Stati membri, sono sottoposti a stringenti vincoli organizzativi e gestionali, dettati dalla nominata direttiva AIFM e dalle disposizioni del Ministro dell'economia e delle finanze (per quanto concerne il contesto nazionale)"*¹³⁰. Mentre gli armonizzati rispettano le regole definite dalla famiglia di direttive denominata UCITS¹³¹, la caratteristica comune dei fondi non armonizzati, noti come fondi d'investimento alternativi (FIA), è la non conformità alla suddetta direttiva.

Il recepimento della direttiva UCITS in Italia ha portato a un elenco ristretto di attività in cui i fondi "aperti" armonizzati possono investire, e sono:

- a) strumenti finanziari quotati, diversi dai derivati;
- b) alle condizioni della 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 di interesse, tassi di cambio o valute;
- d) alle condizioni previste dalla Banca d'Italia, strumenti finanziari derivati non quotati;

¹³⁰Cit. Pellegrini M. Troisi A., *"La gestione collettiva del risparmio"*, Corso di diritto pubblico dell'economia, a cura di Pellegrini, Padova, 2016.

¹³¹ Di cui l'ultima è la direttiva 2014/91/UE, del Parlamento europeo e del consiglio (c.d. UCITS V).

- 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, purché 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" (G-10).

Per queste categorie di *assets* sono inoltre previsti limiti percentuali, volti a evitare l'assunzione di rischi eccessivi in capo al fondo¹³².

Non è, però, consentito nella gestione di un fondo aperto armonizzato¹³³:

- Concedere prestiti in forme diverse da quelle previste in materia di operazioni a termine su strumenti finanziari;
- vendere allo scoperto strumenti finanziari;
- investire in strumenti finanziari emessi dalla SGR che ha istituito o che gestisce il fondo;
- acquistare metalli e pietre preziose o certificati rappresentativi dei medesimi;
- 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 soggetti¹³⁴.

Nel 2011 è stata adottata la Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio riguardante i gestori dei fondi d'investimento alternativi (AIFMD). Con questo intervento normativo il legislatore europeo ha inteso stabilire un quadro regolamentare e di vigilanza armonizzato, utile a definire un approccio

¹³² Così, ad esempio, un fondo non può investire più di una certa percentuale del proprio patrimonio in strumenti emessi da uno stesso emittente. Ancora:

- il patrimonio dell'OICR non può essere investito in misura superiore al 20% del totale delle attività in depositi presso un'unica banca, o al 10% se la banca in questione è anche la depositaria del fondo;
- il fondo non può avere un'esposizione in transazioni su strumenti finanziari derivati OTC verso una controparte superiore al 10% del totale delle sue attività, se la controparte è una banca; al 5% del totale delle sue attività, negli altri casi.

¹³³ Sul punto cfr. Annunziata, "La disciplina del mercato mobiliare", cit.,p.172, il quale riconosce specifiche finalità ai seguenti divieti. Secondo l'A. alcuni sono volti ad assicurare che il patrimonio del fondo si mantenga sufficientemente "liquido": altri, ad effettuare le operazioni in conflitto di interesse, potenzialmente dannose per il fondo a rischi eccessivi.

¹³⁴ Il patrimonio del fondo non può essere altresì investito in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti, in misura superiore al 3% del valore del fondo.

uniforme ai rischi connessi all'operatività dei FIA e al loro impatto sugli investitori e sui mercati nell'Unione. Di fatto, sono state create le condizioni per un passaporto europeo in forza del quale i gestori di FIA¹³⁵ potranno gestire e commercializzare le quote del fondo in tutta l'Unione europea, qualora si conformino alle regole e ai requisiti previsti dalla Direttiva AIFMD, e abbiano ottenuto l'autorizzazione da parte dell'autorità competente del proprio Stato membro di origine¹³⁶.

La scelta di adottare una disciplina sui gestori e non sui fondi, che continueranno a essere disciplinati e sottoposti a vigilanza nazionale, discende dalla difficoltà di armonizzare una così grande varietà di tipologie di FIA qual è quella presente in Europa. I FIA rappresentano un insieme non omogeneo e molto ampio, difficile da ricondurre a unità in ragione dei diversi mercati, strategie, strutture e tecniche d'investimento che li caratterizzano e spetterà al Ministro dell'economia e della finanza definire caratteristiche e categorie¹³⁷. Tuttavia dalla normativa primaria è possibile fare le seguenti indicazioni:

- la distinzione tra fondi "aperti" e fondi "chiusi" che analizzeremo nello specifico più avanti;
- Il TUF conferma la sussistenza di specifiche tipologie di fondi destinati ad investitori istituzionali, per tali intendendosi¹³⁸: a) i clienti professionali ai sensi dell'art. 6, commi 2-quinques e 2-sexies TUF, e b) gli ulteriori clienti individuati dal decreto di attuazione dell'art. 39 del TUF;
- le norme particolari, contenute nei regolamenti di Livello 2, previste per i fondi europei per il venture capital (EuVeca), oggetto del regolamento UE n. 345/2013 e i fondi europei per l'imprenditoria sociale di cui al regolamento UE n. 346/2013;
- le strutture master-feeder sono ora disciplinate in attuazione dell'art. 40 TUF, secondo linee guida utilizzate già prima del recepimento dell'AIFMD

¹³⁵ Denominati GEFIA.

¹³⁶ Cfr. Sapienza S., C. Donnini Pappalardo & Associati, "La Direttiva sui Gestori di Fondi di Investimento Alternativi (AIFMD): impianto normativo e impatto per l'industria italiana dei fondi", gestione collettiva del risparmio, dalla rivista "Diritto bancario", 17/06/2013.

¹³⁷ La disciplina generale che deve delineare la struttura dei fondi comuni di investimento è interamente rimessa, per esplicito dettato legislativo (art.37, I comma, T.U. n. 58 del 1998) al regolamento che il Ministro dell'economia e delle finanze deve emanare, sentita Banca d'Italia e Consob.

¹³⁸ Cfr. la "vecchia" categoria dei fondi riservati.

Tra le più importanti tipologie di FIA si possono annoverare gli *hedge funds*, i fondi di *private equity*, i fondi immobiliari, i fondi infrastrutturali e i *commodity funds*. In Italia il mercato dei FIA è stato finora composto principalmente da tre categorie: quella dei fondi immobiliari¹³⁹, quella dei fondi mobiliari chiusi (*private equity* e *venture capital*) e quella dei fondi speculativi¹⁴⁰.

¹³⁹ Nel nostro ordinamento è obbligatoria la forma chiusa.

¹⁴⁰ Aperti e tipicamente fondi di fondi hedge.

3.3 La classificazione secondo il Regolamento ministeriale

Il Decreto ministeriale 5 marzo 2015 n.30, e ancor prima il regolamento ministeriale del 24 maggio 1999 n. 228¹⁴¹, disciplinano le seguenti categorie di fondi comuni d'investimento: gli OICR aperti, gli OICR chiusi, gli OICR chiusi immobiliari e gli OICR con un particolare profilo di rischio (fondi riservati, quelli speculativi e quelli garantiti).

I c.d. "OICR aperti" sono caratterizzati dalla possibilità, per i partecipanti, di entrata e di uscita continua dal fondo. L'art. 7, del DM 5 marzo 2015 n.30, impone la forma aperta ai fondi che investono in valori mobiliari.

La sottoscrizione delle quote di un fondo aperto avviene mediante versamento di un importo corrispondente al valore delle quote di partecipazione o delle azioni o, nel caso in cui il regolamento o lo statuto dell'OICR lo preveda, mediante conferimento di strumenti finanziari negoziati in un mercato regolamentato e per i quali i volumi di negoziazione siano rilevanti e la frequenza degli scambi sia tale da consentire la formazione di prezzi significativi¹⁴².

Parimenti i partecipanti all'OICR aperto hanno diritto di chiedere il rimborso delle quote o delle azioni secondo le modalità e con la frequenza previste dal regolamento del fondo, o dallo statuto della Sicav e dalla documentazione d'offerta. Il rimborso deve essere eseguito entro quindici giorni dalla ricezione della richiesta da parte del gestore. Nei casi eccezionali precisati dal regolamento o dallo statuto, il diritto al rimborso può essere sospeso dal gestore per un periodo non superiore ad un mese¹⁴³. Nel caso di specie, la sospensione troverà giustificazione nell'opportunità di evitare che il fondo proceda alla "svendita" dei titoli in portafoglio, al fine di eseguire i rimborsi. Tale comportamento comprometterebbe l'interesse della generalità dei partecipanti, poiché questi ultimi resterebbero penalizzati da vendite mirate al recupero della liquidità necessaria per far fronte alle richieste di rimborso.

Un fondo aperto ha un patrimonio che varia non soltanto in funzione dei corsi delle attività finanziarie in cui investe, ma anche in base alle quantità di quote esistenti. Ogni giorno la società di gestione del risparmio calcola il valore

¹⁴¹ Modificato da ultimo dal modificato da ultimo dal DM 14/10/05 n.256 - G.U. n.295 del 20/12/05.

¹⁴² Art. 9, 1° comma DM 5 marzo 2015 n.30.

¹⁴³ Art. 9, 2° comma DM 5 marzo 2015 n.30.

della quota, il NAV (*Net Asset Value*) e lo pubblica in un prospetto. La libertà, concessa ai soci, di uscita dal fondo, impone alla gestione del fondo regole dirette ad assicurare la liquidità necessaria per far fronte ad improvvise richieste di consistenti rimborsi e, ancor prima, impedisce che le risorse del fondo siano investite in beni diversi dagli strumenti finanziari, quotati o non quotati e in denaro¹⁴⁴. Inoltre, per far fronte a una situazione di repentina richiesta di liquidità, il gestore deve mantenere in forma liquida, in depositi bancari, pronti contro termine o in titoli di Stato a breve scadenza, una parte del patrimonio.

I c.d. “OICR chiusi” si caratterizzano sia sotto il profilo dei diritti dei partecipanti, sia per quanto concerne i beni nei quali può essere investito il patrimonio del fondo e sia per le regole che debbono essere seguite nella gestione. Seguono la direttiva AIFMD pertanto sono classificabili come “fondi d’investimento alternativo” o FIA chiusi.

Diversamente dal fondo aperto i partecipanti non hanno né la libertà di entrata, né quella di uscita. Invero, il regolamento del fondo deve individuare l’ammontare delle risorse che la società di gestione intende destinare al fondo. La relativa raccolta avviene in una o più *tranches*, secondo quanto stabilito dal regolamento, con quote di eguale valore unitario, che devono essere sottoscritte entro il termine massimo di diciotto mesi dalla pubblicazione del prospetto¹⁴⁵, o, se le quote non sono offerte al pubblico, dalla data di approvazione del regolamento del fondo da parte della Banca d’Italia. Il regolamento del fondo disciplina le modalità concernenti le emissioni successive alla prima.

Alla mancanza di una continua libertà d’ingresso fa riscontro una forte limitazione di quella di uscita: invero il partecipante può chiedere il rimborso della sua quota solo durante alcune “finestre temporali”, previste dal regolamento, in cui è consentito uscire dal fondo, oppure alla scadenza della durata dello stesso.

Tuttavia, il regolamento o lo statuto del FIA può prevedere, in alcuni casi, la possibilità che le quote o le azioni siano rimborsate anticipatamente¹⁴⁶. L’ordinamento non disciplina in modo rigido la durata dei fondi chiusi, ma

¹⁴⁴ Primo ad esprimersi in tal senso è Annunziata F., *La disciplina del mercato mobiliare*, cit. Per vero nulla esclude la possibilità di una diversa opzione normativa che, adottando altri presidi per la liquidità del fondo, non limiti l’oggetto d’investimento. Cfr per attività in cui può investire un OICR aperto direttiva 2009/65/CE.

¹⁴⁵ Ai sensi dell’articolo 94, comma 3 del TUF.

¹⁴⁶ Cfr. art. 11, comma 3, DM 5 marzo 2015 n.30.

stabilisce che la stessa deve essere coerente con la natura degli investimenti¹⁴⁷ e che, in ogni caso, non debba essere né superiore al termine di durata della GEFIA che li ha promossi e istituiti e né maggiore di trent'anni¹⁴⁸. È consentita una proroga del termine di durata del FIA non superiore a tre anni per il completamento della liquidazione degli investimenti¹⁴⁹.

La forma del fondo chiuso diventa obbligatoria quando le risorse del fondo siano investite in:

- a) beni immobili, diritti reali immobiliari, ivi compresi quelli derivanti da contratti di leasing immobiliare con natura traslativa e da rapporti concessori, e partecipazioni in società immobiliari, parti di altri FIA immobiliari, anche esteri
- b) crediti e titoli rappresentativi di crediti, ivi inclusi i crediti erogati a valere sul patrimonio dell'OICR
- c) altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale¹⁵⁰;
- d) strumenti finanziari non quotati in un mercato regolamentato, diversi dalle quote di OICR aperti, in misura superiore al 10%.

*“Il fondo chiuso è pensato come un investitore istituzionale che ha lo scopo di apportare capitale di rischio alle imprese non quotate, senza i problemi di liquidità che debbono essere tenuti in conto per i fondi aperti. La maggior rischiosità dell’investimento e, in particolare, il vincolo temporale che lo caratterizza non sono facilmente conciliabili con l’interesse alla liquidabilità dell’investimento da parte del risparmiatore e paiono coerenti soprattutto con capacità di risparmio consistenti”*¹⁵¹. Per questo motivo la necessità di un ammontare minimo della quota di partecipazione¹⁵², fissato a cinquantamila euro e che, nel caso in cui l’ammontare della sottoscrizione sia inferiore a

¹⁴⁷ Ciò in quanto impieghi a scadenza anticipata rispetto al termine del fondo implicherebbero un lungo periodo di liquidità del patrimonio, situazione che non garantisce un alto rendimento del capitale investito. Del pari, investimenti che giungono a maturazione in un momento successivo a detto termine richiederebbero uno smobilizzo incoerente con la natura degli stessi, evento idoneo a compromettere la massimizzazione del ritorno. Per un approfondimento dei concetti quivi utilizzati si rinvia a Olivieri, *Matematica finanziaria* Bologna, 1999.

¹⁴⁸ Art. 6, Regolamento ministeriale n. 228 del 1999.

¹⁴⁹ Art. 11, comma 2, DM 5 marzo 2015 n.30 .

¹⁵⁰ Ossia beni nei quali può essere investito un fondo comune e diversi dagli strumenti finanziari, quotati e non quotati.

¹⁵¹ Così Costi R., *“Il mercato mobiliare”* VII edizione, G. Giappichelli editore, Torino, 2010, p.202.

¹⁵² Previsto dall’art. 12 comma 2 e 3 del Regolamento ministeriale n. 228 del 1999.

venticinquemila euro, i certificati di partecipazione siano quotati su un mercato regolamentato.

Il Ministro dell'economia e delle finanze, nel decreto ministeriale del 5 marzo 2015¹⁵³ e già prima Regolamento ministeriale n. 228 del 1999, nell'ambito dei fondi chiusi ha previsto una specifica disciplina per i fondi immobiliari.

A conferma della natura speciale di questi ultimi si pensi che, a seguito delle leggi sulla privatizzazione del patrimonio immobiliare pubblico¹⁵⁴, questa tipologia di fondi fu individuata come uno strumento per la cartolarizzazione dei beni immobiliari dello Stato. In quell'occasione è stata ampliata la libertà operativa dei fondi immobiliari, in generale e, quindi, anche quelli cui siano conferiti beni pubblici.

Si è così consentito che le risorse del fondo siano investite non solo in beni immobili e diritti reali su beni immobili, ma anche in società immobiliari¹⁵⁵, intendendosi per tali le società "che svolgono attività di costruzione, valorizzazione, acquisto, alienazione e gestione di immobili".

Si è inoltre permesso che i soci della SGR possano compiere operazioni con il fondo fino a un valore pari al 60% del patrimonio complessivo del fondo¹⁵⁶.

La sottoscrizione delle quote del fondo immobiliare, o delle quote di un comparto del fondo stesso, può essere effettuata, ove il regolamento del fondo lo preveda, mediante conferimento di beni. A fronte di questo il fondo immobiliare acquisirà, ove non si tratti di beni negoziati in mercati regolamentati, due relazioni¹⁵⁷: una di stima del valore elaborata, in data non anteriore a trenta giorni dalla stipula dell'atto, da esperti indipendenti¹⁵⁸; e una di valutazione fatta da un intermediario finanziario¹⁵⁹, incaricato di accertare la compatibilità e la

¹⁵³ Art. 12 e art.13, DM 5 marzo 2015 n.30 .

¹⁵⁴ D.L. 25 settembre 2001, n 351 convertito con legge 23 novembre 2001, n. 410.

¹⁵⁵ Un fondo immobiliare, per essere considerato tale, deve investire due terzi del valore complessivo del fondo in queste attività. Detta percentuale e' ridotta al cinquantuno per cento qualora il patrimonio del fondo sia -altresì investito in misura non inferiore al venti per cento del suo valore in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto beni immobili, diritti reali immobiliari o crediti garantiti da ipoteca immobiliare. I limiti di investimento qui indicati devono essere raggiunti entro ventiquattro mesi dall'avvio dell'operatività'. (Art.12- comma 2, DM 5 marzo 2015 n.30).

¹⁵⁶ Nonostante alcune cautele introdotte per contenere i conflitti di interessi.

¹⁵⁷ Queste relazioni accompagneranno l'offerta al pubblico e hanno lo scopo di informare il potenziale partecipante del fondo riguardo il valore e la pertinenza con la strategia di investimento del conferimento.

¹⁵⁸ Persone fisiche o giuridiche scelte dal Consiglio di amministrazione della SGR rispettando dei criteri di cui all'art. 16, del DM 5 marzo 2015 n.30.

¹⁵⁹ Detta valutazione può essere predisposta dal soggetto incaricato della stima del valore dell'attività nel caso in cui questi possenga i necessari requisiti professionali.

redditività dei conferimenti rispetto alla politica di gestione, in relazione all'attività di sollecitazione all'investimento, svolta dal fondo medesimo. Il valore attestato dalla relazione di stima del valore dei beni in esame non deve essere inferiore al valore delle quote emesse a fronte del conferimento.

La società di gestione procede poi all'offerta al pubblico delle quote derivate dall'istituzione del fondo, le quali sono tenute in deposito presso la banca depositaria. L'offerta al pubblico, dovrà concludersi entro diciotto mesi dalla data dell'ultimo apporto in natura e comportare collocamento di quote per un numero non inferiore al sessanta per cento del loro numero originario presso investitori diversi dai soggetti conferenti¹⁶⁰.

Un'altra categoria di fondi sottoposta a disciplina specifica dal Ministro dell'economia e delle finanze sono i fondi con un particolare profilo di rischio e sono: i FIA riservati, quelli speculativi e quelli garantiti.

I FIA riservati, possono essere sia aperti che chiusi, e hanno la caratteristica che la partecipazione era riservata solo ed esclusivamente a investitori qualificati. A norma dell'art. 1, comma 1, lett. h) del Regolamento ministeriale n. 228 del 1999 debbono considerarsi investitori qualificati:

- le imprese di investimento, le banche, gli agenti di cambio, le società di gestione del risparmio (SGR), le società di investimento a capitale variabile (SICAV), i fondi pensione, le imprese di assicurazione, le società finanziarie capogruppo di gruppi bancari e i soggetti iscritti negli elenchi previsti dagli artt. 106, 107 e 113 del Testo Unico Bancario;
- i soggetti esteri autorizzati a svolgere, in forza della normativa in vigore nel proprio Paese di origine, le medesime attività svolte dai soggetti di cui al precedente alinea;
- le fondazioni bancarie;
- le persone fisiche e giuridiche e gli altri enti in possesso di specifica competenza ed esperienza in operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dalla persona fisica o dal legale rappresentante della persona giuridica o dell'ente.

La professionalità che caratterizza questa categoria di soggetti consente di adottare minori gradi di tutela, quali si rinvergono con riguardo all'adozione di politiche di investimento più "aggressive". *A ben considerare la possibilità di*

¹⁶⁰ Cfr. art. 14-bis, lg. 25 gennaio 1994, n. 86.

riconoscere fondi riservati implica risvolti di ordine sistematico; ed invero, la riserva a favore degli investitori qualificati elimina la riferibilità al "pubblico" (elemento da sempre considerato coesistente ai fondi comuni), ed evidenzia al contempo che il legislatore ha comunque interesse a tener fermi i vantaggi alla gestione professionale del risparmio da parte di un soggetto all'uopo disciplinato (le SGR) ¹⁶¹. A questa categoria di fondi è consentito dunque derogare alle norme prudenziali stabilite in via generale di contenimento e frazionamento del rischio emanate dalla Banca d'Italia. Recenti modifiche alla disciplina introdotte dal già citato DM 5 marzo 2015 n.30, estendono la partecipazione anche d'investitori non professionali se questo è previsto nel regolamento del FIA. In tal caso, gli investitori non professionali sottoscrivono ovvero acquistano quote o azioni del FIA per un importo complessivo non inferiore a cinquecentomila euro. Inoltre lo stesso decreto, consente la commercializzazione di quote di "FIA immobiliari riservati" a enti pubblici, che non hanno le caratteristiche per essere classificati come clienti professionali. Il regolamento o lo statuto del FIA italiano riservato deve dunque indicare gli investitori ai quali è rivolto, la sua possibilità di deroga alle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio e il suo livello di leva finanziaria ¹⁶².

I fondi speculativi (o hedge funds) sono fondi il cui patrimonio è investito in beni anche diversi da quelli nei quali può essere investito quello della generalità dei fondi e la cui gestione può avvenire in deroga alle suddette norme prudenziali. Questa tipologia di fondi si caratterizza per un diverso impianto disciplinare, che ne ridefinisce le modalità di intervento al fine di limitarne la ramificazione nel mercato del risparmio gestito. A ben vedere, il limite massimo del numero di partecipanti al fondo di duecento investitori ¹⁶³, il valore minimo della singola partecipazione fissato a cinquecentomila euro e il divieto di fare delle quote di partecipazione un'offerta al pubblico ¹⁶⁴ sono provvedimenti ¹⁶⁵ idonei a circoscrivere la diffusione di tali fondi senza dare spazio a preclusioni di

¹⁶¹ Cit. Lemma V., *"I fondi immobiliari tra investimento e gestione. Parte Generale"*, Cacucci, Bari, 2006, p. 132.

¹⁶² Art.14, comma 6, DM 5 marzo 2015 n.30.

¹⁶³ Questo limite è stato in seguito eliminato dall'art. 14 della legge 18 gennaio 2009 n. 2.

¹⁶⁴ Per tale intendendosi l'attività di offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale rivolto al pubblico finalizzato ad incentivare la sottoscrizione.

¹⁶⁵ Cfr. art. 16, Regolamento ministeriale n. 228 del 1999.

sorta¹⁶⁶. Altra deroga concessa a questa tipologia di fondi, riguarda le modalità di gestione del patrimonio raccolto, che si distinguono per una completa libertà di fissazione dei criteri di investimento che, non dovendo rispettare i divieti stabiliti da Banca d'Italia, permettono l'adozione di politiche di intervento innovative destinate a travalicare gli orientamenti previsti per i fondi comuni in generale.

Gli OICR garantiti, sono fondi che possono essere aperti o chiusi e garantiscono la restituzione del capitale investito, riconoscendo sostanzialmente un rendimento minimo, mediante la stipula di apposite convenzioni con: banche; imprese di investimento che prestano il servizio di negoziazione per conto proprio; imprese di assicurazione o intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall' art. 107 del Testo Unico Bancario aventi i requisiti della Banca d'Italia; ovvero mediante altre forme di garanzia indicate dalla Banca d'Italia¹⁶⁷.

¹⁶⁶ Che facciano riferimento all'appartenenza dei sottoscrittori a determinate categorie soggettive, come invece avviene nei fondi riservati.

¹⁶⁷ Art. 15, DM 5 marzo 2015 n.30.

3.4 Gli ELTIF e i fondi di debito

Una delle principali criticità, che blocca il sistema economico, non consentendo una, quantomeno costante, ripartenza è l'impossibilità di accedere al credito per molti soggetti. Tra questi, prime tra tutti sono le piccole e medie imprese (PMI)¹⁶⁸, che caratterizzano il mercato italiano e ne rappresentano una consistente fetta. Invero, il lungo periodo di recessione che ha minato la loro stabilità, e le difficoltà in cui si trovano gli istituti di credito, non consente a questi ultimi di concedere prestiti alle imprese che non offrono solide garanzie. È inoltre possibile, che per progetti quali infrastrutture di trasporto e sociali (alloggi o ospedali), produzione sostenibile o distribuzione di energia, oppure lancio di tecnologie e sistemi nuovi in grado di ridurre l'impiego di risorse e di energia, i finanziamenti scarseggino. Questi progetti, a causa dei lunghi orizzonti temporali e della loro natura illiquida corrono il rischio di non trovare l'interesse dei così detti prestatori di fondi.

In Europa, l'interesse per il finanziamento delle PMI, è ben che mai evidenziato dall'iniziativa intrapresa da diversi paesi di creare un mercato dedicato alla quotazione di queste imprese. Ne è un esempio l'AIM Italia costituito nel 2012 oppure l'Enternext creato in Francia nel 2013." *Uno dei principali obiettivi di questo progetto*", dice Eric Forest a capo di Enternext, *"è la riconquista delle regioni francesi, abbandonate nel 2000 dopo la chiusura del segmento Nyse-Euronext dedicato. Per non perdere questa ricchezza Enternext ha aperto quattro uffici dedicati alle imprese locali (Lione, Marsiglia, Nantes e Bordeaux)"*.¹⁶⁹

A seguito della crisi si è sviluppato un complesso di mercati, istituzioni e intermediari che erogano servizi bancari senza essere soggetti alla relativa regolamentazione denominato "Sistema bancario ombra" (*Shadow Banking System*)¹⁷⁰. L'attività dei regolatori, in tempi recenti, si è concentrata nel frenare

¹⁶⁸ Per "piccole" si intendono le imprese con meno di 50 dipendenti ed un fatturato annuo o uno stato patrimoniale annuo inferiore a 10 milioni di Euro. Per "medie" invece si intendono le imprese con meno di 250 dipendenti ed un fatturato annuo inferiore a 50 milioni di euro o un totale dell'attivo dello stato patrimoniale inferiore a 43 milioni di euro.

¹⁶⁹ Cfr. Moccia G., *"Borse per piccole imprese, la storia di successo della Francia"*, dalla rivista *"Linkiesta"*, 19 aprile 2016.

¹⁷⁰ L'espressione *Shadow Banking System* è stata introdotta per la prima volta da P. McCulley, *Teton Reflections*, Global Central Bank Focus, Federal Reserve of Kansas City, Jackson Hole Economic Symposium, August/September, 2007.

la crescita incontrollata e non regolamentata di questo settore¹⁷¹. Al di là degli aspetti critici, il sistema di *shadow banking*, come evidenziano molti esperti della materia, se opportunamente regolamentato, potrebbe rappresentare uno degli strumenti più efficaci per promuovere la crescita in Europa, fornendo alle imprese forme alternative di finanziamento rispetto all'indebitamento bancario¹⁷².

Un tipo di organismo d'investimento collettivo del risparmio, che offre una soluzione alla crisi del mercato creditizio, sono i fondi di investimento europei a lungo termine (*European long-term investment funds* - ELTIF). Nello specifico, questi ultimi, forniscono finanziamenti di lunga durata a progetti infrastrutturali di varia natura, a società non quotate ovvero a piccole e medie imprese (PMI) quotate che emettono strumenti rappresentativi di *equity* o strumenti di debito per i quali non esiste un acquirente facilmente identificabile. In questo modo, gli ELTIF, provvedono al finanziamento dell'economia reale dell'Unione europea e all'attuazione delle sue politiche.

"L'uscita dalla crisi ha avviato un mutamento profondo anche nella gestione dei risparmi delle famiglie" ha sottolineato in occasione del Salone del Risparmio del 2015 il Ministro dell'Economia Pier Carlo Padoan. *"È in atto un processo di riallocazione delle risorse e per promuovere lo sviluppo del mercato finanziario dobbiamo agire su due fronti, l'alfabetizzazione finanziaria dei risparmiatori e la capacità di offrire strumenti sempre più diversificati. Il risparmio gioca un ruolo principale per individuare canali alternativi al finanziamento alle imprese, lo dimostrano le evoluzioni della normativa europea relativa agli ELTIF, che sotto la presidenza italiana, ha avuto un'importante accelerazione"*¹⁷³.

L'accelerazione di cui parla il Ministro Padoan ha portato, lo scorso anno, alla pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale dell'UE del Regolamento (UE) 2015/760 del 29 aprile 2015 relativo proprio agli ELTIF. Il Parlamento europeo, attraverso questo regolamento, stabilisce norme uniformi in materia di rilascio dell'autorizzazione, di politiche d'investimento e di condizioni di esercizio per gli ELTIF.

¹⁷¹ Cfr. Barbagallo C., *"Lo shadow banking e la regolamentazione italiana"*, dal periodico "Bancaria" il mensile dell'ABI, volume 71, marzo 2015, pp.18 e segg.

¹⁷²Cfr. V. Lemma, *"The Shadow Banking System: Creating Transparency in the Financial Markets"*, Palgrave Macmillan, 2016.

¹⁷³ Cit il Ministro dell'economia Pier Carlo Padoan in occasione del Salone del risparmio del 2015, dal sito ufficiale www.ilsalonedelrisparmio.com.

Negli artt. 5 e 6 è disciplinato il rilascio dell'autorizzazione che è riservata esclusivamente ai gestori di fondi di investimento alternativi europeo (GEFIA UE)¹⁷⁴, soggetti come già visto, alla Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio (AIFMD). Al fine di evitare rischi d'illiquidità e di trasformazione delle scadenze, è prevista la forma di "OICR chiusi"¹⁷⁵, per questo essi sono sottoposti alle norme, dettate dal Decreto ministeriale 5 marzo 2015 e descritte nel paragrafo precedente, riguardanti questa fattispecie di fondi. Un ELTIF può essere istituito nella forma di un fondo multi - comparto (umbrella fund): in tal caso, ciascun comparto del fondo è considerato alla stregua di un ELTIF separato. Il sopracitato Regolamento UE, impone inoltre, che il patrimonio di un fondo di questo tipo sia impiegato per almeno il 70% in attività identificative dell'*asset class* "investimenti a lungo termine"¹⁷⁶. E ancora, sono previsti divieti di concentrazione¹⁷⁷ e obblighi di diversificazione del portafogli¹⁷⁸ che hanno il compito di ridurre il rischio connesso a tali attività questo è un aspetto ricercato

¹⁷⁴ Cfr. art. 5, comma 2, del Regolamento (UE) 2015/760. La gestione non può essere affidata dunque, né a un SGR che gestisce fondi aperti armonizzati, né a GEFIA non UE questo al fine di valorizzare la dimensione europea di tale nuovo prodotto d'investimento.

¹⁷⁵ L'art. 18 del Regolamento (UE) 2015/760 dice che gli investitori non possono chiedere il rimborso delle quote o delle azioni detenute prima della fine del ciclo di vita dell'ELTIF.

¹⁷⁶ Agli artt. 9 e 10 il regolamento fornisce un elenco di attività in cui il fondo può investire:

- le attività di investimento ammissibili, che rientrano nelle seguenti categorie:
 1. strumenti rappresentativi di *equity* (i.e., strumenti di partecipazione al capitale) o *quasi-equity* (i.e., strumenti il cui rendimento è legato alle *performance* economiche della *portfolio company* e il cui rimborso, in caso di *default*, non è pienamente garantito) emessi da un'impresa di portafoglio ammissibile;
 2. strumenti di debito emessi da un'impresa di portafoglio ammissibile;
 3. prestiti erogati dall'ELTIF ad un'impresa di portafoglio ammissibile, con una scadenza non superiore al ciclo di vita dell'ELTIF;
 4. azioni o quote di altri ELTIF ovvero di fondi europei per il *venture capital* ("EuVECA") o fondi europei per l'imprenditoria sociale[11] ("EuSEF") che non abbiano investito più del 10% del proprio capitale in ELTIF; e
 5. partecipazioni dirette o indirette in singole attività reali per un valore di almeno Euro 10 milioni attraverso un'impresa di portafoglio ammissibile (come descritta dall'art.11 dello stesso Regolamento);
- le attività in cui il fondo può investire non più del 30% sono rimandate all'articolo 50, paragrafo 1, della direttiva 2009/65/CE (*asset class* rientranti tra gli *eligible investment*).

¹⁷⁷ Ne è un esempio l'art 15 del Regolamento (UE) 2015/760, il quale impone il 25% come soglia per l'investimento in quote o azioni di un altro ELTIF o EuVECA o EuSEF e rimanda ai limiti di concentrazione di cui all'articolo 56, paragrafo 2, della direttiva 2009/65/CE per gli altri investimenti.

¹⁷⁸ il patrimonio dell'ELTIF non può essere investito in percentuale maggiore del (i) 10% in strumenti (di *equity*, *quasi-equity* e di debito) emessi da una singola impresa di portafoglio ammissibile ovvero in finanziamenti erogati alla medesima, (ii) 10% in singole attività reali, (iii) 10% in quote o azioni di un singolo ELTIF, EuVECA o EuSEF, e (iv) 5% in *eligible asset* ai fini della direttiva UCITS emessi da un unico organismo. In aggiunta a quanto precede, la capacità dell'ELTIF di operare quale fondo di fondi, investendo in quote o azioni di ELTIF, EuVECA o EuSEF, è limitata ad una percentuale non superiore al 20% del valore del capitale del fondo.

dal legislatore per tutelare sia l'investitore che l'intero sistema finanziario. Con la stessa ratio sono imposti dei limiti anche alle attività del GEFIA, al quale è preclusa la possibilità di compiere:

- i. operazioni di *short selling*;
- ii. assunzione di esposizioni dirette o indirette verso merci (*commodity*);
- iii. concessione o assunzione di titoli in prestito, *repurchase agreement* e altre operazioni con effetto economico equivalente e rischi simili con incidenza superiore al 10% sulle attività dell'ELTIF; e
- iv. utilizzo di strumenti derivati se non a meri fini di *hedging* dei rischi degli investimenti.

Forti limiti sono imposti anche all'impiego della leva finanziaria. Nello specifico, un ELTIF potrà ricorrere al *leverage* soltanto ove il prestito contratto, non superi il 30% del valore del fondo e sia finalizzato a finanziare l'investimento in attività così dette ammissibili specificate dal secondo comma dell'art. 9.

Quest'alto grado di tutela della stabilità del fondo e con essa dell'investitore, si spiega con la caratteristica dei fondi a lungo termine di essere accessibili anche ad investitori retail¹⁷⁹ in regime di passaporto paneuropeo. La commercializzazione delle quote dell'ELTIF che si rivolge a questa clientela, tuttavia, è soggetta ad alcuni presidi e garanzie ulteriori al fine di evitare "svantaggi" rispetto agli investitori professionali. Invero, il gestore deve dotarsi di un meccanismo di valutazione preventiva riguardo all'idoneità dell'ELTIF alla commercializzazione al mercato retail.

Specifiche disposizioni decidono anche con riferimento al depositario di un ELTIF commercializzato presso investitori al dettaglio, il quale deve essere un "istituto soggetto a regolamentazione prudenziale e vigilanza continua" secondo la direttiva UCITS; non è autorizzato all'esonero di responsabilità nel caso di perdita di strumenti finanziari tenuti in custodia da terzi; e non può riutilizzare, salvo eccezioni, gli attivi tenuti in custodia. E ancora, nel caso in cui il portafoglio di un cliente retail non superi cinquecento mila euro, è previsto un'*entry ticket* pari ad almeno diecimila euro e che, in ogni caso, l'ammontare investito nell'ELTIF non superi il 10% del portafoglio di strumenti finanziari dell'investitore.

¹⁷⁹Ai sensi del Regolamento, sono investitori retail ("investitori al dettaglio") gli investitori diversi dai clienti professionali e dai clienti professionali su richiesta secondo la direttiva MiFID (Direttiva 2014/65/UE del parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE).

Alla luce di quanto detto si può affermare, ad avviso dello scrivente, che gli ELTIF rappresentano il primo passo verso la creazione di un mercato interno integrato per la raccolta di capitali che possano essere convogliati verso investimenti a lungo termine nell'economia europea. Essi sono portatori di un duplice vantaggio, da una parte per l'UE, dato che consentiranno di canalizzare su nuovi prodotti una domanda di investimento in prestiti e loans che oggi non è possibile inserire negli UCITS tradizionali; dall'altro per i risparmiatori, i quali disporranno di una nuova *asset class* molto interessante, che richiederà agli operatori uno sviluppo delle capacità di monitoraggio e di valutazione degli investimenti illiquidi, ma che potrà contare su i tipici pilastri solidi dell'industria del risparmio gestito¹⁸⁰.

Un ulteriore strumento, messo a disposizione delle PMI italiane per la raccolta di capitali finanziari, che può essere alternativo, complementare o anche sostitutivo rispetto alla raccolta presso soci o presso il settore bancario, sono i così detti "minibond"¹⁸¹.

Nell'estate del 2012 il governo Monti ha introdotto¹⁸² la possibilità, anche per le società non quotate e per le PMI italiane, di emettere dei veri e propri titoli di debito, a breve (cambiali finanziarie) e a medio - lungo termine (minibond), al fine di ottenere nuova finanza e nuove risorse monetarie. L'art. 32 della legge n. 134/2012 ha eliminato i limiti legali riguardanti le società non quotate e che impedivano l'emissione di titoli di debito per un ammontare superiore al doppio del patrimonio netto¹⁸³. La stessa, ha inoltre modificato il regime di tassazione degli interessi e altri proventi delle obbligazioni in questione prevedendo l'applicazione della disciplina per le obbligazioni emesse dai c.d. "grandi emittenti"¹⁸⁴ (banche e società quotate), questo a condizione che le obbligazioni

¹⁸⁰ Trasparenza, gestione attenta e consapevole dei potenziali conflitti di interesse, allineamento degli incentivi di lungo termine e, non da ultimo, la piena concorrenza di mercato anche transfrontaliera.

¹⁸¹ Cfr. Minnetti F., "Minibond e PMI: le condizioni per un'affermazione duratura" dal periodico "Bancaria" il mensile dell'ABI, Volume 71, maggio 2015, pp. 65 e segg.

¹⁸² Attraverso il D.L. 22 giugno 2012, n. 83 (c.d. "Decreto Sviluppo"), approvato dal Governo con l'obiettivo di allineare le opportunità finanziarie del sistema nazionale a quelle degli altri sistemi industriali e finanziari europei.

¹⁸³ Cfr. "I report italiano sui mini-bond", a cura dell'osservatorio sui mini-bond del Politecnico di Milano.

¹⁸⁴ Prevista nel decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239. L'applicazione di quest'ultima prevede un'imposta sostitutiva del 20% sugli interessi e altri proventi delle obbligazioni e questo determina due vantaggi: a) consente di applicare il regime di esenzione agli investitori stranieri residenti in paesi *white list* e b) consente agli investitori italiani che siano OICR, forme pensionistiche complementari e gestioni individuali di portafoglio con opzione per l'applicazione del regime del risparmio gestito, di percepire gli interessi e altri proventi al lordo dell'imposta sostitutiva. Nello specifico, con riferimento agli OICR, si elimina la doppia tassazione che si veniva a determinare, nel caso di investimenti nelle obbligazioni in questione (una prima volta in capo all'OICR al momento della percezione degli interessi e altri proventi e

siano negoziate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione. Per questo motivo è stato istituito un mercato, dedicato alla quotazione delle nuove tipologie di titoli di debito, che si chiama ExtraMot Pro.

L'emissione di tali titoli è subordinata a determinate condizioni, quali: il supporto di un intermediario finanziario¹⁸⁵, che assista l'impresa; la certificazione dell'ultimo bilancio sociale da parte di un soggetto esterno con determinati requisiti professionali; e infine che gli strumenti finanziari emessi debbano essere collocati obbligatoriamente presso "investitori qualificati". A ben vedere, il rischio di default è sicuramente più alto per le PMI che per le grandi aziende, quindi l'investitore non può sincerarsi della bontà dell'operazione da una nuda lettura dei bilanci, ma richiede un'attenta valutazione strategica e di serietà dei programmi. Neppure un *rating*, per quanto necessario per ogni minibond, è sufficiente per comprendere la solidità di un investimento, per quanto esso sia fondamentale per la maturazione del mercato.

Ad oggi, è pressoché impossibile richiedere tutte queste valutazioni agli investitori istituzionali, a fronte di un rischio così alto implicito nell'emissione stessa. Ecco perché i fondi comuni d'investimento ricoprono un ruolo strategico di fondamentale importanza nella creazione di un mercato obbligazionario delle PMI italiane, giacché questi hanno le qualità per sviluppare tutte queste valutazioni anche per conto degli investitori istituzionali. A tal proposito, hanno preso piede nel nostro paese, i fondi di debito (*private debt*) nei quali, i processi di selezione delle attività d'investimento, avvengono a cura di un *team* di gestione che studia gli aspetti legati a rischio e rendimento atteso. La decisione d'investimento è presa in seguito attraverso regole ben codificate, in accordo con la politica riportata sul regolamento. Il fondo può chiedere garanzie all'impresa emittente e può stipulare accordi riguardanti la *governance*, per assicurare la massima trasparenza e tutela dell'investimento.

Il ruolo assegnato a questi OICR si sostanzia nell'erogazione di finanziamenti tramite sottoscrizione di emissioni obbligazionarie dedicate. Secondo le stime, a fine 2015, gli investimenti da parte di fondi specializzati in

una seconda volta in capo all'investitore al momento della percezione dei proventi derivanti dalla partecipazione all'OICR).

¹⁸⁵ Questo ruolo (*c.d. sponsor*) viene spesso ricoperto da una banca, a ben vedere questo può rappresentare un passo importante verso la "disintermediazione" nell'accesso al credito, in cui le istituzioni bancarie da prestatori di ultima istanza divengono "facilitatori" del processo di finanziamento della propria clientela corporate.

minibond e altri strumenti di debito emessi da PMI italiane hanno raggiunto la quota di cinquecentotrentatré milioni di euro, distribuiti su una sessantina di operazioni¹⁸⁶.

Essendo i titoli di debito, strumenti finanziari scambiati in un mercato regolamentato, in merito all'art. 4 DM 5 marzo 2015 n.30, essi possono essere oggetto d'investimento del patrimonio di un FIA. La possibilità di investire in quest'*asset class* è offerta, anche se in minima parte¹⁸⁷, pure ai fondi "armonizzati", che seguono la direttiva UCITS.

L'intenzione del Governo di incoraggiare questa forma di finanziamento si legge chiaramente nell'evoluzione della normativa, dal D.L. 145/2013¹⁸⁸ contenente il piano "Destinazione Italia"¹⁸⁹, al più recente D.L. 91/2014 noto come "Decreto Competitività"¹⁹⁰.

In Italia, l'attuale sistema creditizio è fortemente dipendente dalle banche, basti pensare che da esse viene erogato il 90% del credito per le imprese, contro il dato del 20% che viene registrato in America. Questo è evidenza di un mercato obbligazionario e azionario poco sviluppati, di fatto incapace di fornire al sistema produttivo risorse alternative al credito. Un credito sempre più costoso e ormai concesso solo a fronte di garanzie solide, che non tutte le imprese possono

¹⁸⁶ Il calcolo è stato condotto sul database di BeBeez dal "Rapporto sul private debt 2015" consultabile al sito (<http://bebeez.it/2016/01/15/rapporto-bebeez-sul-private-debt-del-2015/>). I fondi di minibond più attivi sono quelli gestiti da Duemme sgr (89,4 milioni), Anthilia Capital Partners sgr (70,45 mln), PensPlan sgr (55,7 mln), Finint Investments sgr (che gestisce due fondi per 49,4 mln e 35,5 mln) e Pioneer IM sgr (31,7 mln).

¹⁸⁷ Non oltre il 10% e deve essere previsto dal regolamento. Infatti questo è il limite consentito per l'investimento in "strumenti illiquidi".

¹⁸⁸ Convertito dalla Legge 9/2014.

¹⁸⁹ In cui sono state approvate importanti misure al fine di rafforzare le forme di finanziamento di medio-lungo termine alternative o complementari a quelle bancarie. Le più importanti novità apportate sono:

- Semplificazione delle procedure di cartolarizzazione e maggiore protezione per gli investitori
- Obbligazioni, titoli cartolarizzati, quote di fondi di mini-bond ammissibili come attivi a copertura delle riserve tecniche assicurative
- Possibile garanzia dei titoli collateralizzati emessi da banche, anche di titoli societari e crediti alle PMI
- Estensione dell'attività del Fondo Centrale di Garanzia anche a fondi per investimenti su singole emissioni e portafogli.

¹⁹⁰ Convertito dalla Legge 116/2014. Contiene un pacchetto di misure volte a migliorare la competitività delle imprese italiane apportando - fra l'altro - ulteriori novità sul tema dei mini-bond. Le più rilevanti sono:

- Credito diretto alle imprese da parte di assicurazioni e società di cartolarizzazione
- Eliminazione della ritenuta d'acconto sui finanziamenti di medio-lungo termine concessi da fondi e assicurazioni esteri
- Eliminazione della ritenuta d'acconto su interessi e proventi di obbligazioni anche non quotate in sistemi multilaterali, purché collocati da investitori istituzionali
- Estensione dell'imposta sostitutiva anche a cessioni di crediti garantiti.

offrire, in particolar modo quelle classificate come "piccole", che caratterizzano il nostro paese. Difficile quindi per loro far fronte alla restrizione creditizia, sostituendo i prestiti bancari con altri mezzi di finanziamento. In quest'ambito, negli ultimi tre anni, abbiamo visto una rivoluzione nel mercato dei fondi e contestualmente un'evoluzione della disciplina del settore che ha consentito alle PMI l'accesso al credito¹⁹¹.

Gli ELTIF e i fondi di debito costituiscono strumenti che potrebbero rilevarsi fondamentali per incanalare l'economia europea su un percorso di crescita intelligente, sostenibile e inclusiva, in linea con la strategia Europa¹⁹² e degli altri paesi finanziariamente più evoluti. Il corretto funzionamento dei mercati interni degli investimenti a lungo termine e dei titoli di debito delle PMI, presuppone che sia di fondamentale importanza che il legislatore prosegua la sua opera di incentivazione all'investimento e innovazione del comparto dei fondi comuni di investimento

¹⁹¹Ultimo il D.L. 14 febbraio 2016, n. 18. Questo decreto introduce alcune misure volte a favorire l'erogazione del credito alle imprese e completando il quadro normativo relativo alla concessione di finanziamenti da parte di Fondi di Investimento Alternativi (FIA).

¹⁹² Strategia di elevata occupazione e competitività, che mira a costruire un'economia meno esposta ai rischi sistemici e più resiliente.

Capitolo 4

L'opportunità di investimento in fondi di credito

4.1 I fondi di credito

Il deterioramento della qualità dei prestiti concessi dalle banche è da sempre una delle principali cause della fragilità del sistema bancario europeo. La crisi finanziaria globale e la successiva fase di recessione economica hanno spinto le banche ad assumere rischi più elevati anche nel settore creditizio. L'affidamento di un soggetto più rischioso permette di applicare un tasso d'interesse maggiore e quindi di realizzare un ricavo più elevato (tenendo presente che più alto è il rischio, più alto è il rendimento). Questo, invero, si traduce in una minore probabilità di rientro del prestito, degli interessi attivi e dunque in un forte aumento di ritardi e insolvenze nei pagamenti da parte dei creditori¹⁹³.

In merito alle direttive fornite dalla Banca d'Italia¹⁹⁴, un'esposizione in cui il cliente ha obiettive difficoltà temporanee che causano ripetuti ritardi nei pagamenti, è considerata "incaglio"¹⁹⁵. Se la banca ha ragione di credere che il credito sia verosimilmente irrecuperabile, ma la situazione è ancora teoricamente sanabile, si trasforma in "insolvenza". Infine se, dopo un'attenta valutazione della posizione complessiva del cliente, il credito è considerato irrecuperabile, allora la posizione è classificata come "sofferenza".

¹⁹³ Le principali cause che generano nel nostro Paese notevoli sofferenze bancarie, sono riconducibili ai seguenti eventi: i) L'aggravamento delle condizioni economico – finanziarie dei debitori; ii) La crescita del divario informativo fra banche e clienti; iii) Il ritardo con cui alcuni addetti tendono a segnalare le anomalie.

¹⁹⁴ Circolare Banca d'Italia n. 139 dell'11 febbraio 1991, ultimo aggiornamento ad oggi aprile 2015

¹⁹⁵ Più precisamente l'incaglio interviene nei seguenti casi:

i) in presenza di notifica di pignoramento nei mutui ipotecari per acquisto civile di un'abitazione; ii) in tutti gli altri casi dove si verificano contemporaneamente due situazioni: 1) inadempimenti continuati maggiori di centocinquanta giorni (per crediti al consumo con durata originaria minore di tre anni), inadempimenti continuati maggiori di centottanta giorni (per crediti al consumo con durata originaria maggiore di tre anni), inadempimenti continuati maggiori di duecentosettanta giorni (in tutti gli altri casi); 2) il rapporto fra la somma di tutte le linee scadute e la somma di tutti gli affidamenti è superiore al 10%.

A seguito della sopracitata crisi, le banche italiane hanno accumulato sino ad oggi (inizio 2016) oltre duecento miliardi lordi di sofferenze e, considerando anche gli incagli, trecento cinquanta miliardi, di prestiti “non performanti” (*Non Performing Loans*, NPL).

Uno studio condotto dall’ABI-Cerved¹⁹⁶ ha mostrato come il tasso d’ingresso in sofferenza inversamente proporzionale alla grandezza delle imprese, per cui le PMI si attestano intorno a un livello del 3%/3,2% mentre le grandi imprese mostrano un tasso dell’1,4%. Lo stesso lavoro evidenzia inoltre come questo tasso varia in funzione dell’area geografica e del settore, riscontrando una maggior propensione al deterioramento del credito al sud e nel settore delle costruzioni, mentre sono risultati meno insolventi i creditori del nord e operanti nel settore dell’agricoltura¹⁹⁷.

Di fronte a un debitore insolvente la banca ha principalmente due strade percorribili: avviare una lunga e dispendiosa procedura di recupero del credito, oppure cercare di trasferire lo stesso a una parte terza che tenterà di recuperarlo presso il debitore. Per l’istituto di credito, un’esposizione in sofferenza si traduce, in un costo in termini di svalutazione, ma anche in termini di assorbimento di capitale. Infatti, a seguito delle stringenti regole dettate dal Comitato di Basilea sulla vigilanza bancaria; ad attività più rischiose è associato un maggiore ammontare di capitale da detenere in via prudenziale.

Questo fenomeno rende le banche meno propense alla concessione di nuovi prestiti, bloccando il flusso di finanziamenti all’economia reale. Secondo l’ultimo scenario economico curato dall’ufficio studi di Confindustria¹⁹⁸, in Italia le banche hanno NPL pari al 16,7% del credito totale, un valore che limita significativamente l’erogazione di prestiti a famiglie e imprese e che frena la ripresa economica.

La moderata ripresa economica in atto dallo scorso anno si sta riflettendo in un calo significativo del flusso di nuovi crediti deteriorati; nel 2015 essi sono stati pari al 3,7% del totale dei prestiti, contro il 4,9% del 2014; per il settore delle

¹⁹⁶ Outlook ABI-Cerved sulle sofferenze delle imprese #3, “Stima e previsione dei tassi di ingresso in sofferenza delle società non finanziarie per fascia dimensionale”, maggio 2016, consultabile all’indirizzo <https://know.cerved.com/it/studi-e-analisi/outlook-abi-cerved-sulle-nuove-sofferenze-delle-imprese-3>

¹⁹⁷ Cfr. ABI-Cerved, “*Sofferenze in calo tra PMI e grandi imprese*”, dalla rivista “Bancaria” mensile dell’ABI, 2015, volume 71, Fascicolo 4, PP. 48 e ss.

¹⁹⁸ Scenari economici N.25 – “*Risalita in cerca di slancio. L’evasione blocca lo sviluppo.*”, Centro studi Confindustria, Dicembre 2015.

famiglie il flusso è ridisceso sui livelli pre-crisi¹⁹⁹. Ad accrescere la mole di crediti deteriorati, ha finora contribuito la lentezza delle procedure d'insolvenza e di recupero, che si è cercato di contrastare attraverso le recenti riforme legislative. Grazie all'assegnazione stragiudiziale dell'immobile dato in garanzia dalle imprese, i tempi medi di recupero potranno ridursi a pochi mesi²⁰⁰.

Un contributo di rilievo potrebbe provenire anche dal miglioramento dell'efficienza dei tribunali che è da sempre una criticità del sistema giudiziario italiano. *“Il processo di dismissione delle sofferenze potrà essere ulteriormente favorito dallo schema di garanzia pubblica per la cartolarizzazione delle sofferenze che, rendendo più appetibile per gli investitori le tranche senior delle cartolarizzazioni, contribuirà ad accrescerne il prezzo di cessione”*²⁰¹. La riduzione dei tempi di recupero aumenterà così il valore dei crediti deteriorati in misura importante, facilitandone la liquidità sul mercato.

Il Governo Italiano, con Decreto Legge n. 18 del 14 febbraio 2016, ha introdotto una garanzia pubblica (c.d. GARanzia della Cartolarizzazione delle Sofferenze - GACS), che ha il compito di assicurare il rimborso di tranche senior dei titoli cartolarizzati con sottostanti gli NPL delle banche italiane. Questo Decreto disciplina in maniera puntuale e dettagliata le caratteristiche che l'operazione dovrà necessariamente avere per godere della garanzia incondizionata, irrevocabile e a prima richiesta, del Ministro dell'economia e delle finanze. Il detentore del titolo senior, nel caso di mancato pagamento delle somme dovute per capitale o interessi e una volta, entro quindici mesi successivi alla scadenza dello stesso un volta fatte le dovute segnalazioni alla SPV²⁰² potrà richiedere l'intervento della GACS²⁰³. Il corrispettivo della garanzia sarà calcolato con riferimento ai prezzi dei *credit default swaps* per taluni emittenti italiani (indicati nel Decreto) con un livello di rischio corrispondente a quello dei titoli

¹⁹⁹ Dati disponibili sulla relazione annuale *“Considerazioni finali del Governatore”* del 31 maggio 2016.

²⁰⁰ Dagli oltre tre anni stimati dopo che già i provvedimenti della scorsa estate li avevano ridotti.

²⁰¹ Cit Visco I., Relazione annuale *“Considerazioni finali del Governatore”* del 31 maggio 2016, p.20.

²⁰² La GACS può essere escussa dal detentore del titolo senior entro i 9 mesi successivi alla scadenza del Titolo. Se il mancato pagamento perdura per almeno 60 giorni dalla scadenza del termine per l'adempimento, i detentori dei titoli senior (in concerto e tramite il rappresentante degli obbligazionisti) dovranno inviare alla SPV la richiesta per il pagamento dell'ammontare dell'importo scaduto e non pagato. Decorso 30 giorni ed entro 6 mesi dalla data di ricevimento di tale richiesta senza che l'SPV abbia provveduto al pagamento, i detentori dei titoli senior (in concerto e tramite il rappresentante degli obbligazionisti) possono richiedere l'intervento della GACS.

²⁰³ Cfr. Fiscale C., *“GACS (Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze) - Lo Schema di garanzia statale italiano per i titoli senior emessi nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione di NPLs”*, articolo pubblicato sulla rivista *“Diritto bancario”* il 17 marzo 2016.

garantiti, in questo modo essendo prezzati al costo di mercato non costituirà una forma di aiuto statale²⁰⁴.

Allo sviluppo del mercato degli attivi deteriorati contribuirà il fondo privato Atlante, che investirà nelle tranche *junior*, quindi le più rischiose, delle cartolarizzazioni, dimostrando che è possibile conseguire rendimenti attraenti acquistando sofferenze a prezzi più elevati di quelli oggi offerti dagli investitori specializzati. Al fine di sollecitare gli investimenti in NPL, la Banca d'Italia ha recentemente varato una nuova rilevazione periodica con informazioni dettagliate sullo stock di sofferenze, sulle relative garanzie e sulle procedure di recupero²⁰⁵.

Tutte queste misure sono studiate dal Governo in accordo con la Commissione europea per smuovere il mercato dei crediti che blocca in maniera invalidante il canale creditizio rallentando la potenziale ripresa economica.

“Il loro rapido riassorbimento faciliterebbe la ripresa del credito e un abbassamento del suo costo” dice l'attuale governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco parlando dei crediti deteriorati *“Le misure legislative recentemente adottate dal Parlamento, tese a ridurre i tempi di recupero dei crediti, vanno nella giusta direzione e stanno contribuendo a riaccendere l'interesse a investire nelle attività deteriorate delle banche italiane”*²⁰⁶.

Uno strumento finanziario utile ad “alleggerire” i bilanci delle banche dagli alti livelli di prestiti in sofferenza sono sicuramente i fondi comuni che investono in crediti (credit funds). La società di gestione del risparmio, in questi casi, opera investendo in NPL di taluni soggetti (quali ad esempio banche, assicurazioni, enti previdenziali ecc.) pagandoli intorno a un decimo del loro valore nominale e affidando successivamente il recupero di questi crediti a soggetti esterni specializzati (c.d. *servicer*). Questi ultimi, statisticamente, riescono a recuperare circa il venticinque per cento del valore nominale, il differenziale che vi è tra il prezzo pagato e il capitale recuperato rappresenta la remunerazione del fondo d'investimento.

²⁰⁴ In quanto lo Stato agisce in qualità di investitore privato. Cfr. Baldi C., *Lo Stato imprenditore il criterio di operatore in un economia di mercato*, dal libro *“La disciplina comunitaria degli aiuti di Stato. Manuale critico ad uso delle amministrazioni e delle imprese”*, Maggioli Editore, 2016, pp.29 e segg.

²⁰⁵ Essa pone le basi per incisivi interventi organizzativi, che a loro volta costituiscono la premessa per una soluzione del problema su un orizzonte non immediato, ma neanche irragionevolmente lungo.

²⁰⁶ Cit. Intervento del Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco in occasione della Giornata Mondiale del Risparmio del 28 ottobre 2015, Edizione della Banca d'Italia, p. 9.

L'interesse del nostro governo per questa categoria di strumenti finanziari era già stato palesato nel luglio 2013, nel "Discorso di saluto" dal allora Ministro dell'economia e delle finanze Fabrizio Saccomanni²⁰⁷. Quest'ultimo, nel suo intervento, dopo aver ricondotto i fondi di crediti a quel complesso d'intermediari chiamato *shadow banking*²⁰⁸, pone l'accento sull'importanza di creazione di canali non bancari che forniscano finanziamento alle imprese. "Una transizione simile" secondo Saccomanni "richiederà equilibrati interventi sul perimetro e la qualità della regolazione, che tuttavia non ostacolino la transizione verso un ruolo crescente dell'intermediazione non bancaria all'economia". Perfino le autorità di vigilanza, di solito molto prudente riguardo all'introduzione di nuovi strumenti, si dimostrano favorevoli all'ingresso nel mercato di fondi comuni che investono in crediti. A sostegno di ciò basti sapere che, sempre nel 2013, la Banca d'Italia autorizzava la distribuzione²⁰⁹ di un fondo irlandese "non armonizzato"²¹⁰ (Tenax Credit Opportunities²¹¹), che investiva sia in crediti esistenti, sia in crediti erogati direttamente a valere sul suo patrimonio; ma in ogni caso era preclusa al fondo l'erogazione del credito in Italia.

Attualmente, nel nostro ordinamento, il legislatore si è limitato a disciplinare il credito quale asset in cui il fondo può investire, senza dettare una puntuale definizione per i fondi che investono prevalentemente o esclusivamente in crediti. Invero, in base all'art. 1 comma 1 lett. k) del TUF, l'organismo collettivo del risparmio può investire il proprio patrimonio oltre che in strumenti finanziari, in crediti, inclusi quelli erogati, a favore di soggetti diversi da consumatori, a valere sul patrimonio dell'OICR^{212 213}.

²⁰⁷Intervento di saluto del Ministro dell'economia e delle finanze Fabrizio Saccomanni, sul tema "Credit crunch, credit funds" Roma, Ministero dell'Economia e delle Finanze, Dipartimento del Tesoro Martedì 16 luglio 2013 consultabile all'indirizzo:

http://www.mef.gov.it/ufficio-stampa/comunicati/2013/documenti/20130716_Credit_crunch_credit_funds.pdf

²⁰⁸ Già descritto in questo elaborato pp.66 e 67

²⁰⁹<http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2013-04-17/bankitalia-fondo-credito-063843.shtml?uuid=Ab35CznH>

²¹⁰ Armonizzato ai sensi della direttiva UCITS.

²¹¹<http://www.tenaxcapital.com/strategies/tenax-credit-opportunities-fund/investment-strategy>

²¹² Cfr. sull'erogazione di credito da parte dei fondi, A. Parziale, F. Stoppello, "Finanziamenti alle imprese tramite canali alternativi al sistema bancario: i fondi comuni di investimento", articolo pubblicato sul sito "Financial community hub" il 3 novembre 2015.

²¹³ Lettera dapprima sostituita dall'art. 1 del d.lgs. n. 44 del 4.3.2014; successivamente modificata dall:

- art. 22, comma 5 del D.L. n. 91 del 24.6.2014 (c.d. "Decreto Competitività"), convertito con modificazioni dalla L. n. 116 dell'11.8.2014, che dopo la parola: "crediti" ha inserito le parole: ", inclusi quelli erogati a valere sul patrimonio dell'OICR" utilizzate dal legislatore per estendere anche agli OICR la possibilità di concedere finanziamenti;

La disposizione summenzionata trova corrispondenza nell'art. 37 comma 2 lett. d), del medesimo testo legislativo, secondo cui il regolamento del fondo deve indicare il tipo di beni di strumenti finanziari e di altri valori in cui è possibile investire il patrimonio del fondo. L'OICR deve necessariamente assumere la forma di "fondo d'investimento alternativo chiuso", e quanto tale essere soggetto alle regole dettate nella direttiva AIFMD. Il divieto di utilizzare una forma "aperta" ha due ragioni d'essere: la prima è quella meramente prudenziale; la seconda è la tutela della concorrenza. Infatti, se è vero che i FIA Italiani sono tutti "chiusi", non vale lo stesso per i FIA UE, i quali potrebbero trarre vantaggio dalla loro struttura più versatile e conveniente per gli investitori, ma più vulnerabile a una crisi di liquidità.

La disciplina contenuta nel TUF è tuttavia insufficiente a rendere operante l'acquisizione di crediti da parte di fondi comuni, essendo necessaria, o quantomeno opportuna, un'esplicita previsione in tal senso. Questo ruolo è da ricercare nella normativa secondaria, cronologicamente precedente a quella primaria, emanata attraverso Provvedimento della Banca d'Italia²¹⁴ e la Legge n. 130 del 30 aprile 1999, recante "Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti"²¹⁵. Queste disciplinano gli OICR che investono il loro patrimonio in crediti e che sono costituiti, obbligatoriamente, in forma di fondi d'investimento alternativi. Queste disposizioni in materia di *credit funds* non riguardano né il gestore²¹⁶, né il prodotto gestito²¹⁷. L'obbligo di adottare una forma "chiusa" è una misura prudenziale volta a fronteggiare il problema, che si avrebbe in caso libera uscita dal fondo, della "trasformazione delle scadenze"²¹⁸. Questa tecnica, tipica dell'intermediazione bancaria, porta con sé rischi di natura finanziaria ed

- e dal comma 1 dell'art. 17 del D.L. n. 18 del 14.2.2016 che dopo le parole: «inclusi quelli erogati» ha inserito le parole: "*a favore di soggetti diversi da consumatori*".

²¹⁴ Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 - Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio.

²¹⁵ Questa legge, oltre a disciplinare un "modello base" di cartolarizzazione, fondato sulla costituzione di un soggetto di diritto (le società per la cartolarizzazione dei crediti, c.d. SPV: *special purpose vehicle*), avente le caratteristiche di cui all'art. 3 della stessa legge; nell' art. 7, comma 1, lett. b) rende applicabili le cessioni di crediti a favore di fondi comuni di investimento costituiti ai sensi del TUF.

²¹⁶ Soggetto in quanto gestore di un fondo di investimento alternativo alla Direttiva AIFMD.

²¹⁷ Soggetto invece, in quanto fondo chiuso, al DM 5 marzo 2015.

²¹⁸ Tecnica attraverso cui gli intermediari finanziari trasformano le caratteristiche temporali delle risorse finanziarie raccolte, al fine di soddisfare le esigenze della clientela affidata.

economica derivanti dall'imperfetta coincidenza tra i volumi e tra i tassi delle operazioni di raccolta e di impiego con diverse scadenze²¹⁹.

Il citato Provvedimento della Banca d'Italia però, *“non delinea i connotati tipologici del fondo di credito, ma si limita a definire e proceduralizzare alcune delle modalità operative”*²²⁰. Invero stabilisce che i fondi, costituiti per realizzare operazioni di cartolarizzazione di crediti, ai sensi della legge 130/1999, devono investire la totalità del loro patrimonio in tali attività²²¹. Ne risulta una tendenziale specializzazione di questi fondi, al fine di ridurre al minimo i rischi di una mala gestione.

Tra le principali misure che sono dettate, emergono dei limiti di concentrazione e di durata riguardo all'investimento, secondo cui non è possibile acquisire i crediti da una stessa controparte in misura superiore al dieci per cento del valore delle attività del fondo. E ancora, è imposto il divieto di investire in crediti che abbiano durata superiore a quella del OICR stesso, questo al fine di garantire la liquidazione dello stesso al momento dell'uscita dall'attività di mercato.

Gli stessi fondi però possono reinvestire, entro i limiti stabiliti dall'art. 2 comma 3 lett. d) ed e), legge 130/1999, il portafoglio in attività finanziarie diverse dai crediti originari. Tuttavia non è stato necessario, secondo Banca d'Italia, estendere all'SGR che gestisce questa categoria, la regola²²² secondo cui la SPV deve avere un oggetto sociale limitato alla realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei crediti. *“Non va trascurato di considerare che l'istanza di tutela degli investitori trova un'adeguata soddisfazione sotto questo profilo, nella disciplina in tema di gestione collettiva del risparmio, che da una parte, prevede per la società di gestione del risparmio requisiti di capitale minimo e livelli di patrimonializzazione senz'altro più elevati di quelli richiesti per la società veicolo,*

²¹⁹ Può obiettarsi che in certe circostanze la forma chiusa potrebbe essere superflua poiché anche un fondo aperto avrebbe gli strumenti necessari per gestire la liquidità in periodi in cui vi sono tensioni sui mercati e comunque sarebbe sufficiente bloccare il riscatto delle quote per certi periodi (purché ovviamente gli investitori siano chiaramente informati di tale eventualità).

²²⁰ Cit. Cottoni L., *“Dalla loan participation alla loan origination: Brevi cenni sulla natura e sull'attività dei fondi di credito”*, dal materiale didattico fornito al master di secondo livello in “Regolamentazione dell'attività e dei mercati finanziari” presso la Luiss Guido Carli, 2016, p. 17.

²²¹ Provvedimento della Banca d'Italia, 19 gennaio 2015, titolo 5, cap 3. La disposizione richiamata stabilisce, invece, nel caso di FIA che investono in beni di cui al par. 1, lett. e), diversi da quelli istituiti per realizzare operazioni di cartolarizzazione, l'investimento in crediti verso una stessa controparte non può eccedere il 10 per cento del totale delle attività del fondo. La SGR non può investire in crediti con durata superiore a quella del fondo.

²²² Di cui all' art.3 comma 1 legge 130/1999.

*dall'altra, assegna alla separazione patrimoniale il compito di contrastare i rischi di confusione derivanti dall'attuazione da parte del gestore di una vasta gamma di programmi di investimento diversificati tra loro*²²³.

Il suddetto Provvedimento della Banca d'Italia detta inoltre, che i FIA che investono in crediti: i) utilizzano gli strumenti finanziari derivati esclusivamente per finalità di copertura; ii) assumono finanziamenti entro il limite massimo del trenta per cento del valore complessivo netto del fondo e soltanto da banche, intermediari finanziari ex art. 106 TUB o altri soggetti abilitati all'erogazione di crediti. Il regolamento dei FIA stabilisce, tra l'altro: il profilo di rischio del fondo, i limiti d'investimento e di leva finanziaria. Nel caso di fondi che investono in crediti, la leva finanziaria non può superare il limite di 1,5 per gli OICR riservati e di 1,3 per gli OICR non riservati²²⁴, questo al fine di tutelare la stabilità del fondo e limitare il trasferimento dei rischi al settore bancario²²⁵.

Inoltre vige il divieto, oltre a quelli previsti dalla Sezione II, par. 2, lett. b), c) ed e) del sopracitato provvedimento, di erogare finanziamenti a favore del socio titolare di partecipazioni qualificate (come individuate ai sensi del Titolo IV, Capitolo I, Sezione II), amministratore, direttore generale o sindaco della SGR o della SICAF, o di una società del gruppo della SGR o della SICAF. Sono invece ancora assenti, nella disciplina, disposizioni volte a impedire eventuali conflitti d'interesse con i *servicer* a cui il fondo esternalizzi l'attività di recupero crediti o altre.

I crediti acquistati sono valutati secondo il valore di presumibile realizzo nel quale può tenersi conto di andamenti economici negativi relativi a particolari settori di operatività nonché a determinate aree geografiche.

Tutti questi limiti, fin qui descritti, sono frutto della volontà del legislatore di, citando Cottoni L. in un interessante saggio sul tema, "*conferire al fondo quelle*

²²³ Tamponi M., "*Patrimoni separati e cartolarizzazione.*", Atti del seminario di studi 16 giugno 2005, *Luiss university press* Roma, 2006, p. 114.

²²⁴ Inoltre la SGR deve essere in grado di dimostrare che i limiti fissati per ogni FIA (o SICAV o SICAF) gestito siano ragionevoli, e di rispettare tali limiti in ogni momento. Se ritenuto necessario per assicurare la stabilità e l'integrità del sistema finanziario, la Banca d'Italia, previa notifica all'ESMA e al CERS (Comitato Europeo per il Rischio Sistemico), impone limiti al livello della leva finanziaria che i GEFIA sono autorizzati a utilizzare; oppure, altre restrizioni alla gestione del FIA, per limitare la misura in cui l'utilizzo della leva finanziaria contribuisce ad accrescere i rischi sistemici nel sistema finanziario o i rischi di disordini sui mercati.

²²⁵ Si pensi al caso in cui un fondo (che non è soggetto all'onerosa disciplina prudenziale prevista per le banche) prenda in prestito delle somme di danaro da una banca e poi eroghi credito a soggetti cui la banca non avrebbe potuto prestare tali somme, di fatto espone la banca verso soggetti che ai sensi della disciplina prudenziale le sarebbero precluse, ovvero consentite a condizioni sensibilmente più onerose.

garanzie di solidità patrimoniale che l'ordinamento già richiede agli intermediari bancari"²²⁶. L'autore, di cui sopra, prosegue facendo un interessante accostamento, equivalendo i requisiti per i fondi di credito fin qua trattati a quelli rappresentati nel primo pilastro di Basilea III²²⁷ e i principi trattati nell'AIFMD al secondo e terzo pilastro²²⁸.

Riguardo invece l'erogazione di credito da parte dei fondi, è stata introdotta in tempi recentissimi la possibilità di investire in crediti a valere sul proprio patrimonio²²⁹. Questo ha un grande impatto per tutti quei soggetti che al momento sono in cerca di finanziamento. Il 2016, secondo molti esperti del settore, sarà l'anno del credito e si prevede una variazione positiva nello stock di prestiti sia per quanto riguarda le società non finanziarie che per le famiglie²³⁰.

Il capo II *quinquies* del TUF specifica, con valenza ricognitiva, che ai FIA italiani che erogano credito, si applica la disciplina dettata dallo stesso testo e le relative disposizioni d'attuazione adottate ai sensi dell'art. 6 comma 1 e dell'art. 39. Il GEFIA tuttavia è tenuto necessariamente a garantire l'osservanza di tutte le disposizioni in merito alla trasparenza delle condizioni contrattuali di cui agli artt. 115-120 quater e 127-128 ter del TUB, sia ai crediti erogati in Italia sia dai FIA italiani sia a quelli UE²³¹. In questo modo si vuole allontanare i fondi di credito dalla definizione di *shadow banking* parificando la loro posizione rispetto a quella degli altri intermediari ex. Art. 106 TUB. Al fine di incentivare lo sviluppo di questo specifico comparto, il decreto "*Destinazione Italia*"²³² ha previsto uno specifico regime fiscale agevolato che esonerasse i fondi di credito dalla ritenuta a titolo di

²²⁶ Cit. Cottoni L., "*Dalla loan participation alla loan origination: Brevi cenni sulla natura e sull'attività dei fondi di credito*", dal materiale didattico fornito al master di secondo livello in "Regolamentazione dell'attività e dei mercati finanziari" presso la Luiss Guido Carli, 2016, p.20.

²²⁷ Il Nuovo Accordo sui requisiti minimi di capitale firmato a Basilea, meglio noto come Basilea III, è un accordo internazionale di vigilanza prudenziale, maturato nell'ambito del Comitato di Basilea, riguardante i requisiti patrimoniali delle banche.

²²⁸ Cfr. Cottoni L., "*Dalla loan participation alla loan origination: Brevi cenni sulla natura e sull'attività dei fondi di credito*", dal materiale didattico fornito al master di secondo livello in "Regolamentazione dell'attività e dei mercati finanziari" presso la Luiss Guido Carli, 2016.

²²⁹ Cfr. Parziale A. e Stoppello F., "*Gli OICR di credito e l'ennesima revisione del TUF: un codice in perenne mutazione*" articolo pubblicato sul sito "*Financial community hub*" il 17 febbraio 2016.

²³⁰ Cfr. De Felice G., "*Le prospettive per il settore bancario italiano nel 2016: sarà l'anno del credito?*" dal periodico "*Bancaria*" il mensile dell'ABI, Volume 71, Ottobre 2015, pp. 6 e segg.

²³¹ Rimangono ferme le previsioni di cui all'art. 23, comma 4, del TUF il quale dispone che: *Le disposizioni del titolo VI, capo I, del T.U. bancario non si applicano ai servizi e attività di investimento, al collocamento di prodotti finanziari nonché alle operazioni e ai servizi che siano componenti di prodotti finanziari assoggettati alla disciplina dell'articolo 25-bis ovvero della parte IV, titolo II, capo I. In ogni caso, alle operazioni di credito al consumo si applicano le pertinenti disposizioni del titolo VI del T.U. bancario*

²³² Decreto legge n. 145/2013, convertito con modifiche nella legge n.9/2014.

acconto del 26% sugli interessi e gli altri proventi che le imprese italiane corrispondono in relazione a finanziamenti (di durata superiore a diciotto mesi) contratti con enti creditizi²³³.

Si delinea così una doppia personalità dei fondi di credito, quelli che si occupano di erogare credito e svolgono un'attività che potremmo descrivere con il termine *loan origination* e un'altra tipologia che investe in crediti di terzi che svolge la *loan participation*²³⁴.

²³³ Questo al fine di evitare la doppia tassazione che grava sul soggetto debitore e al fine di garantire equità di trattamento tra FIA italiani e FIA UE, giacché fino ad allora solo a quest'ultimi si applicava questa ritenuta.

²³⁴ Cfr. Cottoni L. „*Dalla loan participation alla loan origination: Brevi cenni sulla natura e sull'attività dei fondi di credito*”, dal materiale didattico fornito al master di secondo livello in “Regolamentazione dell'attività e dei mercati finanziari” presso la LUISS Guido Carli, 2016.

4.2 Atlante : il fondo che sosterrà il sistema bancario

Il 22 novembre 2015 il Governo ha varato il cosiddetto “Decreto Salva Banche” volto a garantire il salvataggio di quattro banche italiane in dissesto (Banca delle Marche, Banca Popolare dell’Etruria e del Lazio, Cassa di Risparmio di Ferrara, CariChieti). La finalità è stata quella di salvaguardare i risparmi dei clienti, i posti di lavoro dei dipendenti, ma soprattutto di evitare che l’onda d’urto, di quattro “crac”, senza controllo minasse la fiducia di tutto il sistema bancario italiano.

Gli istituti sono stati fatti rinascere dalle loro ceneri salvando la parte sana, scissa da quella malata. Il salvataggio però non è stato fatto a spese dello Stato, prima di tutto per via delle specifiche norme europee che vietano categoricamente gli aiuti di quest’ultimo, e secondariamente per non accrescere ancora di più il già enorme debito pubblico. Perciò l’intervento è stato sostenuto dal sistema bancario e da una parte dei titolari di obbligazioni subordinate, che hanno visto azzerare il valore dei loro investimenti.

Da questa vicenda il settore bancario ha subito comunque delle notevoli ripercussioni, dall’inizio dell’anno i corsi azionari del comparto creditizio hanno registrato una contrazione durissima²³⁵, molto più accentuata che negli altri mercati europei²³⁶. I multipli, cioè il rapporto tra i prezzi di borsa e le principali grandezze contabili o finanziarie della società quotata, sono precipitati anche del 30%. E lo spread sul *credit default swaps* (Cds), che identifica il premio a rischio pagato da chi s’immunizza dall’insolvenza del debitore è stato incredibilmente volatile.

Il risultato di questa situazione è che gli interventi straordinari di aumento di capitale di alcuni istituti di credito, nello specifico Veneto Banca, la Popolare di Vicenza e Banco Popolare, sono stati, oppure rischiano di essere, un grande insuccesso.

Alla fine del mese di aprile, si è concluso l’aumento di capitale della Popolare di Vicenza da un miliardo e mezzo, con adesioni totali poco superiori all’8% di quanto richiesto (centocinquanta milioni di euro). Si è verificato dunque,

²³⁵ Ad esempio: - 41% con punte del 59 per Mps, - 55% per Banco popolare e - 54 % per Carige.

²³⁶ Cfr. sul punto Capriglione F., “Luci ed ombre nel salvataggio di quattro banche in crisi”, articolo pubblicato sulla rivista “*Aperta contrada*” il 17 febbraio 2016.

che una quota preponderante non è stata sottoscritta. Il timore delle istituzioni e di molti operatori del mercato è che questa eventualità, se non arginata, avrebbe potuto comportare un'importante fuga dei depositi, per paura del *bail-in*, un aumento dei costi del *funding* per tutto il sistema e perdite su investimenti di vario tipo. Si è sentita dunque la necessità di una soluzione da applicare tempestivamente per scongiurare una crisi sistemica, ed è con questo obiettivo che nasce, nell'aprile 2016, il fondo nominato "Atlante".

Come il titano Atlante sorregge la volta celeste nella mitologia greca, così il fondo è chiamato a sorreggere sulle proprie spalle il nostro sistema bancario. Il Fondo è stato preparato dal governo con lo scopo di infondere capitali privati e della Cassa depositi e prestiti²³⁷ in un OICR, formalmente di natura privata, pronto a investire in azioni e crediti non performing di banche in difficoltà. L'obiettivo principale è garantire che vadano in porto gli aumenti di capitale della Popolare di Vicenza, di Veneto Banca e Banco popolare, questo sarà possibile sia mediante "accordi di sindacazione" con altri componenti del consorzio di collegamento o garanzia²³⁸, sia partecipando al private placement²³⁹, sia sottoscrivendo altri strumenti computabili nei fondi propri delle banche. La grandezza del fondo è pari a 4,25 miliardi di euro conferiti da sessantasette partecipanti di cui i più importanti sono: Unicredit²⁴⁰ e IntesaSanpaolo (con conferimenti pari a 845 milioni) e Cassa depositi e prestiti (con conferimento pari a 500 milioni). La presenza di Cdp ha creato molte perplessità tra l'opinione pubblica, giacché il coinvolgimento di un investitore partecipato dallo Stato potrebbe risultare sostanzialmente come un aiuto di Stato alle banche targhet²⁴¹.

²³⁷ Formalmente di natura privata, ma di fatto controllato dallo Stato.

²³⁸ Agendo insieme ad essi per vendere le azioni o acquistare l'inoptato, a un prezzo o a un intervallo di prezzo fissato.

²³⁹ Quando i titoli vengono offerti, appunto, a investitori professionali accuratamente scelti

²⁴⁰ Nonostante Unicredit non sia annoverata tra le più virtuose nelle classifiche sulla solidità delle banche, pubblicate sui quotidiani più autorevoli. Se ne veda la notizia sull'editoriale di Puato, Le più solide e convenienti: la classifica delle banche italiane, visionabile su:

www.corriere.it/economia/16_gennaio_25/piu-solidi-convenienti-classifica-istituti-italiani

²⁴¹ I promotori di Atlante però riferiscono che la sua partecipazione è giustificabile alla luce del principio dell'investitore di mercato e che la natura volontaria dell'investimento esclude l'intervento diretto dello Stato. Lo Stato perciò, viene trattato allo stesso modo degli investitori privati». Inoltre, i capitali pubblici impiegati in una iniziativa del genere non alimentano il deficit ma sono contabilizzati, come investimenti. Non c'è un limite prefissato dalle norme comunitarie riguardo alla partecipazione che lo Stato può avere, però c'è un precedente importante a cui poter fare riferimento: è la decisione sull'ingresso dello Stato francese nel capitale del gruppo Psa. In questa casa automobilista, da fine 2013, l'azionista pubblico ha il 14,13%, una quota uguale a quella della famiglia Peugeot e a quella di Dongfeng Motor. L'ingresso dell'azionista pubblico nel capitale della casa automobilistica è avvenuto con il via libera delle autorità

Il commissario europeo per la Concorrenza, Margrethe Vestager, inizio maggio 2016 promuove il Fondo Atlante così: *“si può usare qualsiasi Fondo, ma se i soldi sono pubblici, cioè se è controllato dallo Stato che agisce per fini pubblici e non come investitore privato, ci sono delle conseguenze. Questo non vuol dire che chi investe debba essere un privato, ma che deve agire come un privato. E Atlante è uno dei casi”²⁴²*.

Inoltre, non si può non osservare *“che la ricapitalizzazione degli appartenenti all’ordinamento del credito attuata con gli interventi del Fondo si risolve (per la gran parte) in uno spostamento di mezzi finanziari da alcune banche ad altre. Viene lasciata, quindi, nella sostanza, pressoché invariata la consistenza patrimoniale complessiva del settore[...]”²⁴³*.

Tale progetto, è stato ben accolto e promosso dal Governo e dalla Banca d’Italia, che in esso vedono una “risposta” concreta “alle turbolenze di mercato”²⁴⁴. «L'effetto leva [...] potrà arrivare ad almeno 50 miliardi»²⁴⁵ dice il Ministro Padoan in risposta ai dubbi esternati da alcuni operatori del settore, come il *Financial Times* o il fondo *Blackrock*, riguardo la scarsa capacità risolutiva del veicolo sostenuto da solo 4,25 miliardi. Il Fondo Atlante investirà il settanta per cento del suo patrimonio in banche con ratio patrimoniali inferiori ai minimi di stabilità e che quindi realizzino, su richiesta delle autorità di vigilanza, interventi di rafforzamento patrimoniale mediante aumenti di capitale.

La prima operazione che ha visto coinvolto il Fondo Atlante è quella dell'aumento di capitale di Popolare di Vicenza. A fronte del mancato collocamento delle quote di questo istituto, Atlante è intervenuto sottoscrivendo il 99,3% dell’aumento di capitale sociale. Nell'operazione la Società di gestione,

europee, grazie ad un aumento di capitale a cui hanno partecipato altri sottoscrittori privati (tra cui il gruppo cinese) alle stesse condizioni di mercato.

²⁴² Cfr. Giovannozzo D., *“Banche, Commissione Ue: Fondo Atlante non è aiuto di Stato”*, da un articolo sul sito di informazione *“eunews.it”*, del 4 maggio 2016.

²⁴³ Cit. Capriglione F. , *“Una cura inadeguata per i mali del sistema bancario italiano: il Fondo Atlante”*, dalla rivista *“Aperta contrada”* del 3 maggio 2016.

²⁴⁴ Cfr. Bocciarelli R., *“Visco: Atlante, iniziativa efficace”*, 16 aprile 2016, articolo visionabile sul sito del *“Sole 24 ore”* all’indirizzo

www.ilsole24ore.com/art/notizie/2016-04-14/visco-atlante-iniziativa-efficace, ove si riportano le parole di Visco «la Banca d’Italia accoglie questa iniziativa con favore, la vede come una risposta efficace alla difficoltà che il sistema finanziario incontra»; v. altresì l’editoriale intitolato *Visco: il fondo Atlante «risposta alle turbolenze di mercato»*, visionabile su www.ilsole24ore.com/art/notizie/2016-04-16/visco-fondo-atlante-risposta-turbolenze-mercato.

²⁴⁵ Cfr. Bocciarelli R., Padoan: da Atlante effetto-leva da 50 miliardi, visionabile su www.ilsole24ore.com/art/notizie/2016-04-15/padoan-atlante-effetto-leva-50-miliardi.

che si chiama Quaestio Capital Management²⁴⁶, ha sottoscritto quindici miliardi di azioni ordinarie di nuova emissione della banca al prezzo unitario di 0,1 euro, per un controvalore complessivo di 1,5 miliardi.

A oggi²⁴⁷, Veneto Banca si prepara a lanciare il suo aumento di capitale di un miliardo, questa però, a parere degli esperti, non raccoglie un consenso tale da consentire la riuscita di quest'operazione. Secondo le stime degli analisti, nemmeno al prezzo minimo della forchetta, di 0,1 euro per azione, si riuscirà a raggiungere il 25% di adesione, soglia prevista per la quotazione in Borsa. In tal caso il fondo Atlante si preparerà a replicare l'operazione messa in atto per la banca vicentina²⁴⁸. Sotto i riflettori sarà anche l'aumento di capitale di un miliardo previsto nel mese di giugno 2016 di Banco Popolare. L'amministratore delegato, Pier Francesco Saviotti, a fine aprile, ha dichiarato che non sarà necessaria la sottoscrizione del fondo Atlante e che invece sono più interessati all'impiego del fondo per smobilizzare i NPL.

Il fondo infatti, nasce con un duplice scopo, uno che è quello fin qui descritto, il secondo invece, si sostanzia nella cessione e gestione dei crediti in sofferenza. Il progetto prevede l'impiego del 30% del patrimonio per l'acquisto di crediti non performanti di banche italiane. In più, dopo il 30 giugno 2017 tutta la quota del fondo non investita in quote di capitale, potrà essere destinato ai Non Performing Loans.

Secondo alcune stime Atlante potrebbe intervenire assorbendone per un controvalore di circa 80 miliardi di euro. I NPL potranno essere deconsolidati dai bilanci bancari in modo di gran lunga superiore a quanto rilevato dal Fondo. Atlante, infatti, si farà carico delle tranche *junior* di veicoli di cartolarizzazione, lasciando quelle a maggior *seniority* ad altri investitori, questo in considerazione del maggior interesse che essi hanno per questa categoria di titoli. Per una banca poter smerciare le tranche junior dopo la cartolarizzazione delle sofferenze significa fare uscire completamente i crediti in sofferenza dai bilanci. L'acquisto dei crediti avverrà a prezzi ben superiori a quelli generalmente riscontrabili nel mercato che in occasione del fallimento delle quattro banche era sceso fino a

²⁴⁶ È una SGR specializzata nella clientela istituzionale con attivi in gestione di circa 10 miliardi di euro. Principali azionisti di quaestio SGR sono: Fondazione Cariplo (37,65%), Locke Srl detenuta dal fondatore (e presidente) Alessandro Penati e dal management (22%).

²⁴⁷ 31 maggio 2016.

²⁴⁸ Cfr Massaro F., "Atlante fa il bis, interviene anche in Veneto Banca", dal "Corriere della sera" del 31 maggio 2016, p.27.

17,5% del loro valore nominale “[...] un prezzo che sembra eccessivamente basso²⁴⁹”.

A parere di molti questo prezzo fu imposto dalla commissione europea la quale lo ritenne opportuno per ottenere un rendimento necessario a coprire i rischi²⁵⁰. Da allora questo prezzo fu utilizzato da molti per stimare *“quanto nuovo capitale serviva alle banche italiane, valutando all’ingrosso le loro sofferenze come quelle delle quattro banche risolte”*²⁵¹ distorcendo di fatto la stima. Il motivo della generosità del fondo, da ricercare oltre che nella sua natura benevola verso il sistema, nel voler agire all’interno del mercato in modo da sostenere il prezzo, sia dei crediti in sofferenza e sia delle azioni²⁵².

Il fondo Atlante persegue, inoltre, un obiettivo, che va oltre i due scopi per cui è stato creato e che riveste un ruolo d’interesse comunitario. Esso si sostanzia nel consolidamento di un sistema inefficiente e nell’assorbimento di una quota di rischio a esso connesso. Questo permetterebbe l’avvio di uno schema comune di assicurazione dei depositi, sulla scia della proposta della Commissione Ue per un *European Deposit Insurance Scheme* (Edis)²⁵³.

Il governatore della Banca d’Italia ha detto nelle sue considerazioni finali dell’anno 2015 *“Riteniamo che il fondo abbia la determinazione, l’indipendenza e la professionalità per affrontare questa sfida con successo; quanto più ci riuscirà, tanto più sarà possibile raccogliere nuovi investimenti, alimentando un circolo virtuoso”*.

²⁴⁹ Cit. Zingales, *“Le ragioni del fondo Atlante”*, visionabile sul *“Sole 24 ore”* del 19 aprile 2016.

²⁵⁰ In seguito il valore di cessione di quei crediti è salito al 22,3% questo a prova del fatto che la stima risentiva di un ampio margine di prudenza.

²⁵¹ Cit. Bragantini S., *“Il valore delle sofferenze”* dall’articolo *“Non sparate ad Atlante”* pubblicato sul sito di informazione *“lavoce.info”* il 22 aprile 2016.

²⁵² Questo è possibile grazie al meccanismo delle aspettative che funziona nel seguente modo: se nel mercato c’è qualcuno disposto a comprare a un determinato prezzo, gli operatori si aspetteranno che al di sotto di quello non si possa scendere sotto e si comportano di conseguenza, quindi si stabilizzerà a quel livello. Non ci sarebbe neppure bisogno, per un compratore di ultima istanza, di intervenire spendendo soldi, infatti basta la parola. Come è successo con il famoso *“whatever it takes”* di Mario Draghi e il programma di acquisto di titoli di stato Omt: senza spendere un euro, la Bce è riuscita a fare aumentare notevolmente i prezzi dei titoli pubblici dei paesi ad alto debito dell’area euro.

²⁵³ Cfr. *“European deposit insurance scheme”*, sul sito:

http://ec.europa.eu/finance/general-policy/banking-union/european-deposit-insurance-scheme/index_en.htm

Conclusioni

Con il presente elaborato l'autore ha inteso sviluppare uno studio riguardante lo strumento dei fondi comuni d'investimento, riservando particolare attenzione alla categoria dei fondi di credito.

Per avere una piena comprensione della disciplina cui oggi è soggetto il risparmio gestito, si è scelto di ripercorrere le principali tappe dell'evoluzione normativa. Preliminarmente sono state analizzate le esperienze pionieristiche dei fondi comuni in Italia, passando poi per la prima legge italiana volta a regolare il settore e per l'emanazione del Testo unico della Finanza del 1998, sino a giungere alle più recenti direttive comunitarie. In questo percorso oltre alle fonti di rango primario, abbiamo incontrato un ricco impianto di norme di secondo livello.

Attualmente, all'inizio del 2016, il nostro sistema finanziario si trova appesantito dall'eredità di numerose crisi che si sono abbattute su di esso, minandone sia la stabilità, sia la fiducia degli investitori. La crisi finanziaria citando l'autorevole Prof. Capriglione, *"ha evidenziato gli effetti degenerativi di un capitalismo avanzato, sottoponendo a dura prova la tenuta del complesso istituzionale europeo"*²⁵⁴.

Le banche, in particolare, alle quali da sempre nel nostro paese sono state affidate tutte le più importanti funzioni d'intermediazione, vivono un periodo di grande difficoltà e faticano a seguire un'economia in lenta ripresa.

Tra i comparti maggiormente sofferenti vi è senz'altro il canale creditizio, il quale ha l'oneroso compito di finanziare la ripartenza dell'economia reale. Questo, completamente ostruito dai famigerati crediti *non performing*, è sotto costante attenzione del Ministero dell'Economia e delle Finanze e della Commissione Europea i quali, in questi anni, hanno provveduto all'introduzione di numerosi provvedimenti volti a risolvere l'attuale situazione.

²⁵⁴ Cit. Capriglione F., *"Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del diritto dell'economia: il difficile equilibrio tra politica e finanza"*, *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2016.

In questo scenario particolarmente instabile, si distinguono rispetto ad altri strumenti i fondi comuni d'investimento che, pur essendo un prodotto finanziario non di recente concezione, negli ultimi anni hanno saputo evolversi e adattarsi alle turbolenze dei mercati.

Nel primo capitolo di questo elaborato abbiamo parlato di come il settore, grazie alle sue peculiarità, abbia saputo resistere e rispondere alla crisi, portando rendimenti ben al di sopra degli altri strumenti presenti sul mercato²⁵⁵. Abbiamo poi continuato descrivendo come i fondi comuni d'investimento, si siano sviluppati assumendo forme diverse per mezzo delle quali è possibile farne una classificazione. Il legislatore europeo orienta sempre più gli ordinamenti dei diversi paesi verso un mercato finanziario comunitario flessibile, dinamico e stabile. La disciplina dei fondi comuni dunque, si evolve in modo tale da consentire a questo prodotto di essere plasmato a uso e consumo non solo degli investitori, ma anche dei governi e più in generale dei sistemi finanziari.

Nel mercato italiano abbiamo assistito alla formazione di due distinte categorie all'interno del risparmio gestito: quella dei "fondi armonizzati", che sono costituiti e gestiti conformemente la direttiva UCITS, e la categoria dei "fondi d'investimento alternativi", che invece si conformano alla direttiva AIFMD.

Altre distinzioni sono state fatte sulla base delle caratteristiche intrinseche che possiede l'OICR come ad esempio: la possibilità per gli investitori di disinvestire le quote in loro possesso, il *target* d'investitori cui si rivolge il fondo, il profilo di rischio che contraddistingue le politiche di investimento, le garanzie che offre ai partecipanti e infine le *asset class* in cui investe il proprio patrimonio.

Negli ultimi anni abbiamo assistito a una forte innovazione proprio riguardo alla scelta delle attività di investimento. Se, fino alla crisi finanziaria che ha contraddistinto il 2009, esistevano solo i fondi che investivano o su attività mobiliari o su attività immobiliari non si può dir lo stesso allo stato attuale delle

²⁵⁵Cfr. Lemma V., "Crisi finanziaria e stabilità dei fondi immobiliari", "Scritti in onore di Francesco Capriglione", Cedam, 2010.

cose. Nello specifico oggi sono presenti sul mercato europeo fondi d'investimento alternativo che impiegano il loro patrimonio in minibond, in ricerca e sviluppo, in investimenti a lungo termine nelle piccole e medie imprese, oppure in crediti. Proprio questi ultimi sono stati oggetto di un approfondito studio trattato nel quarto capitolo.

I fondi di credito non possiedono una puntuale definizione nel nostro ordinamento, per questo non è facile definire i confini di questi prodotti finanziari. Il TUF, riguardo a questi, si limita a stabilire che gli OICR possono investire in crediti, titoli rappresentativi di crediti, nonché erogare crediti a valere sul proprio patrimonio. Questa specificazione sull'attività oggetto dell'investimento, delinea una duplice natura dei *credit funds*: da una parte consente a questi di acquistare i crediti delle imprese e fare *loan participation*; dall'altra di erogare prestiti investendo in crediti a valere sul proprio patrimonio, facendo in questo modo quella che si chiama *loan origination*.

L'attività di *loan participation* è di grande interesse per tutte quelle aziende che possiedono crediti in sofferenza. Questo lascito delle recenti crisi ostacola in modo significativo e invalidante la ripresa del sistema economico, in particolare il canale creditizio che dovrebbe finanziare la ripartenza dell'economia reale.

L'attuale situazione del sistema bancario ha portato lo stesso ad avvalersi dello strumento dei fondi comuni d'investimento per consentire alcuni aumenti di capitale di banche in grande difficoltà e per preventivare un alleggerimento degli attivi di diversi istituti di credito dai famigerati NPL. Il fondo Atlante, questo il nome dato all'OICR in questione, è costituito da tutti i maggiori istituti di credito italiani che, temendo le conseguenze di un default anche di una sola banca, hanno unito le forze per arginare la situazione di crisi.

L'altra attività svolta dai fondi di credito, quella della *loan origination*, è una valida opportunità di finanziamento per le piccole e medie imprese, che hanno difficoltà a entrare nel mercato dei capitali a causa delle poche garanzie

che hanno da offrire e dall'alto rischio derivante dalla loro struttura. Infatti, questa soluzione non si vuole porre come alternativa al sistema bancario, che da anni è specializzato nell'attività creditizia e che per questo possiede delle economie di scala. Piuttosto, vuole essere un canale di raccolta di finanziamenti per soggetti con un profilo di rischio sensibilmente superiore a quello dei prestatori *prime*, questo in conformità alla natura speculativa tipica dei fondi²⁵⁶.

Nel mercato USA i *loan funds*²⁵⁷ sono particolarmente attivi nell'investimento in prestiti originati dalle banche. È consentita anche l'attività di erogazione del credito ma ha un ruolo più marginale ed è soprattutto legato alle start-up. Una differenza rispetto al nostro ordinamento risiede nel fatto che i fondi di credito americani possono essere: fondi aperti, chiusi offerti in continuazione, quotati chiusi e addirittura ETF²⁵⁸.

*"Il ruolo dei fondi di credito negli Stati Uniti è pienamente confacente e funzionale al modello mercatocentrico che ha da sempre caratterizzato il panorama americano"*²⁵⁹. Per questo impiantarli nel nostro mercato, allo stato attuale delle cose non comporterebbe benefici. Tuttavia, in un ottica futura sono in corso dei negoziati (nell'ambito del c.d. TTIP²⁶⁰) per estendere il "passaporto" europeo previsto per i FIA ai gestori di fondi americani²⁶¹.

Il mercato irlandese invece è caratterizzato da fondi di credito attivi nel *loan origination* ed è stato il primo a vederli commercializzati. I *Loan originating qualified investor alternative investment fund* (c.d. LOQIAIF), attraverso una

²⁵⁶ Per i grandi emittenti invece il mercato dei capitali rimane invece un'alternativa competitiva (anche dal punto di vista fiscale), visto che durante la vita dell'obbligazione devono essere corrisposti solo gli interessi passivi, mentre nel caso dei finanziamenti ordinari (sia erogati dalle banche sia dai fondi di credito) è in genere previsto sin da subito anche il rimborso del capitale.

²⁵⁷ Spesso noti con i nomi: *senior secured bank loan funds, prime rate funds, floating rate funds and loan participation funds*. Sono istituiti ai sensi dell'*Investment Companies Act* del 1940.

²⁵⁸ PowerShares Senior Loan Index ETF (BKLN) quotato a New York. L'ETF si situa all'estremo opposto rispetto al FIA chiuso, in quanto è lo strumento più liquido flessibile ed accessibile per tutti i risparmiatori; la sua struttura si presta per facilitare la transizione dal sistema bancocentrico ad uno più incentrato sul mercato.

²⁵⁹ Cit. Cottoni L., *"Dalla loan participation alla loan origination: Brevi cenni sulla natura e sull'attività dei fondi di credito"*, dal materiale didattico fornito al master di secondo livello in "Regolamentazione dell'attività e dei mercati finanziari" presso la Luiss Guido Carli, 2016, p.32.

²⁶⁰ Transatlantic Trade and Investment Partnership.

²⁶¹ http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/global/160212-us-eu-joint-statement_en.pdf

specifica disciplina, possono originare direttamente prestiti nei confronti di una vasta gamma di soggetti (dalla quale risultano esclusi: persone fisiche²⁶², fondi d'investimento ed istituzioni finanziarie). La leva massima consentita è del 200% e il limite di concentrazione verso una singola controparte è fissato al 25%.

Finora in Italia, è stato approvato un solo fondo di credito²⁶³ di diritto irlandese, e in diversi ritengono che l'onerosità della disciplina (comunque per molti aspetti meno stringente di quella italiana) regolamentare sia un deterrente per i potenziali investitori.

Più recente è invece l'esperienza tedesca in materia di fondi di credito. BaFin²⁶⁴, all'inizio del 2015, ha cambiato la sua prassi amministrativa²⁶⁵, consentendo ai FIA tedeschi, ai FIA comunitari di originare, ristrutturare, prolungare e acquistare crediti in Germania. E dunque, per procedere alle operazioni sui crediti sopra richiamate, sarà necessaria solamente la licenza per la gestione collettiva del risparmio²⁶⁶ e non più la licenza bancaria come era prevista prima. Potranno essere abilitati FIA aperti e chiusi²⁶⁷, FIA speciali²⁶⁸. Attualmente è allo studio una proposta di legge^{269/270} per disciplinare nel dettaglio l'operatività dei fondi di credito.

Alla luce di quanto analizzato in questo studio, si può tranquillamente affermare che, in Italia e in generale in Europa è ancora presto per poter formulare e dare rilievi più precisi e circostanziati circa l'operatività dei fondi in oggetto. È indubbio che questo strumento, di recente concezione, sia una valida opportunità per gli operatori del mercato finanziario e per tutto il sistema economico.

²⁶² E non solo i consumatori come avviene in Italia.

²⁶³ <http://www.ssctech.com/eBriefings/eBriefingArticle/tabid/597/Default.aspx?V=6&A=4485>.

²⁶⁴ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, è l'autorità di vigilanza federale sui mercati finanziari.

²⁶⁵ Riferimento WA 41-Wp 2100 – 2015/0001.

²⁶⁶ Kollektive Vermögensverwaltungstätigkeiten.

²⁶⁷ Ai sensi dell'art. 282 KAGB (testo unico della finanza tedesco).

²⁶⁸ Ai sensi dell'art. 285 KAGB .

²⁶⁹ <http://www.ashurst.com/financehub/germany-seminal-changes-to-loan-originating-funds/>.

²⁷⁰ <http://dipbt.bundestag.de/doc/btd/18/073/1807393.pdf>.

Che cosa riservi il futuro a quest'organismo di investimento collettivo del risparmio è difficile da preconizzare. Grande rilevanza sarà da attribuire all'evoluzione nel breve periodo della disciplina. La ristrettezza normativa, che vi è in materia di fondi di credito, fa presupporre che ci saranno presto dei provvedimenti volti a regolare, in maniera più scrupolosa, la disciplina.

L'instabilità finanziaria, nel nuovo millennio, e senza dubbio il fallimento del mercato più temuto cui il settore pubblico cerca di porre rimedio definendo in maniera chiara e puntale il perimetro d'azione degli intermediari. Per questo l'attività del Legislatore tende a una regolamentazione del sistema economico molto dettagliata e che non lasci nulla alla discrezionalità di chi la interpreta. Le impressioni derivanti dall'analisi della normativa di riferimento confermano l'impressione che i fondi di credito non costituiscano un'eccezione alla tendenza in questione.

Nel medio periodo e più in generale, l'espansione del risparmio indirizzato al risparmio gestito eserciterà una forte pressione verso un sempre maggiore ampliamento delle categorie dei beni che possono essere oggetto d'investimento. Per quanto riguarda i fondi di credito, è probabile che quelli che investano in crediti a valere sul proprio patrimonio, nel momento in cui si ristabilizzi un efficiente sistema bancario, non saranno in grado di coesistere a causa dei vincoli prudenziali imposti ai FIA. Diversamente, i fondi che investono in crediti o in titoli rappresentativi degli stessi, hanno interessanti opportunità di evoluzione spianate anche dalle esperienze dei mercati anglosassoni.

Il legislatore dovrà agire con lo scopo di garantire un sano e pratico sviluppo di questo prodotto finanziario, che si è dimostrato essere un valido strumento portatore di externalità positive per tutto il sistema economico.

Nello specifico, ad avviso dello scrivente, un fondamentale principio da salvaguardare sarà quello riguardante la libera concorrenza dei mercati. È necessario mettere in condizione, i fondi comuni d'investimento, di operare nei mercati con le stesse opportunità e alle stesse condizioni degli altri intermediari.

In questo modo sarà possibile modificare il nostro sistema finanziario fortemente dipendente dalle banche e dislocare le funzioni a intermediari sempre più specializzati, sempre più competenti e sempre più dinamici²⁷¹.

²⁷¹ I fondi di credito all'attuale stato delle cose, stanno operando sia sul mercato dei capitali, in supporto a un sistema bancario in difficoltà, impedendo di lasciare inevasa la domanda, sia sul mercato delle cartolarizzazioni, nel quale avendo una struttura più semplice e beneficiando della sospensione di imposta, hanno sottratto terreno alla pratica più comune svolta dagli SPV.

Bibliografia

- ABI-Cerved, *“Sofferenze in calo tra PMI e grandi imprese”*, dalla rivista *“Bancaria”* mensile dell’ABI, 2015, volume 71, Fascicolo 4, PP. 48 e segg.
- Annunziata F., *“La disciplina del mercato mobiliare”*, Giappichelli, 2015
- Arcelli, M. (a cura di) *“Storia, economia e società in Italia: 1947-1997”*, 1997, Libri del tempo
- Assogestioni, fact book-*Guida italiana al risparmio gestito*, anni vari, scaricabile al sito <http://www.assogestioni.it/index.cfm/1,138,0,49,html/fact-book#top>
- Balletta F., *“Caratteristiche del mercato mobiliare italiano negli anni '60 e '70 del Novecento”*, rivista di storia finanziaria-Napoli
- Banca d’Italia
- Consob, *“Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria”*, decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, aggiornato con le modifiche apportate dal D.Lgs. n. 25 del 15.2.2016.
- Cottoni L., *“Dalla loan participation alla loan origination: Brevi cenni sulla natura e sull’attività dei fondi di credito”*, dal materiale didattico fornito al master di secondo livello in *“Regolamentazione dell’attività e dei mercati finanziari”* presso la LUISS Guido Carli, 2016
- Baldi C., *“Lo Stato imprenditore il criterio di operatore in un economia di mercato”*, dal libro *“La disciplina comunitaria degli aiuti di Stato. Manuale critico ad uso delle amministrazioni e delle imprese”*, Maggioli Editore, 2016.
- Barbagallo C., *“Lo shadow banking e la regolamentazione italiana”*, dal periodico *“Bancaria”* il mensile dell’ABI, volume 71, marzo 2015, pp.18 e segg.
- Centro studi Confindustria, *“Risalita in cerca di slancio. L’evasione blocca lo sviluppo.”*, Scenari economici N.25 , Dicembre 2015.
- BeBeez , *“Rapporto sul private debt 2015”* consultabile al sito: <http://bebeez.it/2016/01/15/rapporto-bebeez-sul-private-debt-del-2015/>
- Bocciarelli R., *“Visco: Atlante, iniziativa efficace”*, articolo preso da *“Il sole 24 ore”* del 16 aprile 2016.

- Bocciarelli R., Padoan: da Atlante effetto-leva da 50 miliardi, articolo preso da *"Il sole 24 ore"* del 15 aprile 2016.
- Bragantini S., *"Il valore delle sofferenze"* dall'articolo *"Non sparate ad Atlante"* pubblicato sul sito di informazione *"lavoce.info"* il 22 aprile 2016
- De Poli M., *"Crisi finanziaria e salvataggio delle banche inglesi". Il banking act 2009, supplemento al n.1 della Rivista trimestrale di Diritto dell'Economia, 2009.*
- Costi R., *"Il mercato mobiliare"* VII edizione, G. Giappichelli editore, Torino, 2010.
- Capriglione F.(a cura di), *"Manuale di diritto bancario e finanziario"*, CEDAM, 2015.
- Capriglione F., *Crisi a confronto (1929 e 2009). Il caso italiano*, Cedam, 2009.
- Capriglione F., *"Globalization, Financial Crisis and Markets: Reality to Be Considering"* (Globalizzazione, crisi finanziaria e mercati: una realtà su cui riflettere), *Concorrenza e Mercato*, Forthcoming, 2012.
- Capriglione F., *"Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del diritto dell'economia: il difficile equilibrio tra politica e finanza"*, *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2016.
- Capriglione F., Semeraro G., *"Crisi finanziaria e dei debiti sovrani: l'Unione Europea tra rischi ed opportunità"*, UTET giuridica, 2012 .
- Capriglione F., *"È possibile recuperare il sogno europeo?"*, articolo pubblicato sulla rivista aperta *contrada* il 13 maggio 2014.
- Capriglione F., *"Luci ed ombre nel salvataggio di quattro banche in crisi"*, articolo pubblicato sulla rivista *"Aperta contrada"* il 17 febbraio 2016.
- Capriglione F. , *"Una cura inadeguata per i mali del sistema bancario italiano: il Fondo Atlante"*, dalla rivista *"Aperta contrada"* del 3 maggio 2016.
- Capriglione F., *"L'unione bancaria europea: una sfida per un'Europa più unita"*, UTET giuridica, 2013.
- Capriglione F, Troisi A., *"L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi: la difficile conquista di una dimensione europea"*, UTET giuridica 2014.
- Capriglione F. (a cura di), *"L'ordinamento finanziario italiano"*, seconda edizione, CEDAM, Padova, 2010.

- Chiorazzo V., Morelli P. e Masala P., *“Le determinanti bank-specific del deterioramento del credito: evidenze da un nuovo e più ampio indicatore di rischio”* dalla rivista *“Bancaria”* mensile dell’ABI, volume 70, anno 2015.
- De Felice G., *“Le prospettive per il settore bancario italiano nel 2016: sarà l’anno del credito?”* dal periodico *“Bancaria”* il mensile dell’ABI, Volume 71, Ottobre 2015, pp. 6 e segg.
- Ferrarini G., *“La riforma dei mercati finanziari e il testo unico”* in AA.VV., *La riforma dei mercati finanziari. Dal decreto Eurosim al testo unico della finanza* a cura di Ferrarini e Marchetti, Roma, 1998.
- Figà Talamanca, *“introduzione al diritto commerciale internazionale”*, Torino, 2009.
- Fiscale C., *“GACS (Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze) - Lo Schema di garanzia statale italiano per i titoli senior emessi nell’ambito delle operazioni di cartolarizzazione di NPLs”*, articolo pubblicato sulla rivista *“Diritto bancario”* il 17 marzo 2016
- Giovannozzo D., *“Banche, Commissione Ue: Fondo Atlante non è aiuto di Stato”*, da un articolo sul sito di informazione *“eunews.it”*, del 4 maggio 2016
- Lemma V., *“Crisi finanziaria e stabilità dei fondi immobiliari”*, *“Scritti in onore di Francesco Capriglione”*, Cedam, 2010.
- Lemma V., *“La società di gestione del risparmio (SGR)”*, *“L’ordinamento finanziario italiano”* a cura di Francesco Capriglione, Cedam, 2010.
- Lemma V., *“I fondi immobiliari tra investimento e gestione. Parte Generale”*, Cacucci, Bari, 2006.
- Lemma V., *“The Shadow Banking System: Creating Transparency in the Financial Markets”*, Palgrave Macmillan, 2016.
- Massaro F., *“Atlante fa il bis, interviene anche in Veneto Banca”*, dal *“Corriere della sera”* del 31 maggio 2016.
- Ministero dell’Economia e delle Finanze, Decreto ministeriale 5 marzo 2015 n.30, e il regolamento ministeriale del 24 maggio 1999 n. 228
- Minnetti F., *“Minibond e PMI: le condizioni per un affermazione duratura”* dal periodico *“Bancaria”* il mensile dell’ABI, Volume 71, maggio 2015, pp. 65 e segg.

- Pellegrini M., “Le controversie in materia bancaria e finanziaria”, Cedam, Padova, 2007 .
- Pellegrini M. Troisi A., “La gestione collettiva del risparmio”, “Corso di diritto pubblico dell'economia”, a cura di Pellegrini, Padova, 2016.
- Moccia G., “Borse per piccole imprese, la storia di successo della Francia” , dalla rivista “Linkiesta” , 19 aprile 2016.
- Parziale A., Stoppello F., “Finanziamenti alle imprese tramite canali alternativi al sistema bancario: i fondi comuni di investimento”, articolo pubblicato sul sito “Financial community hub” il 3 novembre 2015.
- Parziale A. Stoppello F., “Gli OICR di credito e l’ennesima revisione del TUF: un codice in perenne mutazione” articolo pubblicato sul sito “Financial community hub” il 17 febbraio 2016.
- Pellegatta A., “Ristrutturazione del debito e crediti deteriorati: situazione attuale e prospettive per le banche”, dalla rivista “Bancaria” mensile dell’ABI, volume 70, fascicolo 11, anno 2014.
- Politecnico di Milano “I report italiano sui mini-bond”, a cura dell’osservatorio sui mini-bond del Politecnico di Milano
- Rota A., “Breve storia dei fondi comuni in Italia”, Assogestioni, Youcanprint, 2015
- Atrigna T., nell’articolo “Il recepimento in Italia della UCITS IV: principali novità ed impatti per i gestori – Parte II”, scritto per il sito specialistico www.dirittobancario.it, il 19 marzo 2012 .
- Sepe M., “Il risparmio gestito”, Cacucci, Bari, 2000.
- Sapienza S., C. Donnini Pappalardo & Associati , “La Direttiva sui Gestori di Fondi di Investimento Alternativi (AIFMD): impianto normativo e impatto per l’industria italiana dei fondi”, gestione collettiva del risparmio, dalla rivista “Diritto bancario”, 17/06/2013.
- Tamponi M., “Patrimoni separati e cartolarizzazione.”, Atti del seminario di studi 16 giugno 2005, Luiss university press Roma, 2006.
- Vegas G., “La crisi e il futuro del mercato dei capitali”, articolo pubblicato sul sito Consob, il 18 maggio 2011.
- Visco I. “Cosiderazioni finali del governatore” riferita all’anno 2015, 31 maggio 2016 , consultabile al sito:

https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2016/cf_2015.pdf

- Zingales, *“Le ragioni del fondo Atlante”*, visionabile sul *“Sole 24 ore”* del 19 aprile 2016.

Le nuove regole per la gestione dei FIA, il particolare caso dei fondi di credito (riassunto)

Capitolo 1- La crisi e le prospettive di ripresa economica

Tra il 2008 e il 2009, a seguito dello scoppio della bolla immobiliare, delle generose offerte di mutui *subprime* concessi dalle banche e del largo uso dello strumento della cartolarizzazione, il sistema finanziario globale conobbe una profonda crisi finanziaria. Questo innescò un intenso periodo d'instabilità e di sfiducia verso gli intermediari dal quale, ancora oggi, l'Europa fatica ad uscire. All'inizio del 2015 e proseguendo nel 2016, sono stati registrati i primi segnali di una ripresa economica²⁷². A confermarlo è anche il Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco, che nella sua relazione di fine anno riferita al 2015 definisce la crescita registrata in alcuni settori " *chiari segnali positivi*"²⁷³. Da rilevare è anche, la sensibile riduzione del costo del credito e il timido ritorno alla erogazione di prestiti, specialmente alla clientela con più solide condizioni patrimoniali e garanzie.

Il progetto di formazione di un'Unione europea resiste da anni a formidabili tensioni, dalla crisi finanziaria globale a quella dei debiti sovrani fino a quella del sistema bancario, che hanno trovato alimento nell'incompletezza dell'Unione economica e monetaria del Vecchio continente²⁷⁴. A tal fine, in un recente provvedimento dell'UE, è stato disposto il divieto di erogare aiuti da parte degli Stati alle imprese. Questo ai fini di: contrastare comportamenti opportunistici specialmente degli istituti di credito, non ledere la concorrenza tra imprese e non permettere il ripetersi di vicende occorse in sistemi bancari diversi da quello italiano.

²⁷² Come si evince dai dati Istat

²⁷³ Cit. Visco I., " *Considerazioni finali del governatore* ", intervento del Governatore della Banca d'Italia del 31 maggio 2016 in occasione della relazione riferita all'anno 2015, p. 8

²⁷⁴ Cfr. Capriglione F., " *È possibile recuperare il sogno europeo?* ", articolo pubblicato sulla rivista aperta *contrada* il 13 maggio 2014.

La ripresa dell'economia è strettamente collegata alla possibilità del sistema offrire finanziamento alle imprese e alla clientela *retail*. Le banche, che in Italia sono sempre state l'intermediario incaricato di svolgere questo compito, sono oppresse da una profonda crisi di liquidità. Il motivo di questa è da ricercare, oltre che nella stringente normativa europea la quale aspira a garantire un sistema stabile, nell'enorme mole di crediti deteriorati accumulati durante il periodo d'insolvenza (c.d. Non performing loans, NPL). In questo scenario difficile uno strumento finanziario che sembra promettere grandi soluzioni sono i fondi comuni d'investimento.

Secondo alcuni autorevoli autori²⁷⁵, il comparto dei fondi comuni d'investimento ha dimostrato una spiccata solidità alle crisi finanziarie. Invero, i risparmi affidati a strutture professionalmente orientate alla sana e prudente gestione, con particolare riguardo al comparto degli OICR, hanno subito solo indirettamente le conseguenze della crisi²⁷⁶. Nello specifico, si è registrata una riduzione delle somme gestite e un andamento negativo dovuto alla chiusura delle pregresse linee di credito concesse dalle banche e al deflusso degli investitori istituzionali specialmente dai fondi speculativi. Infatti, è solamente nei confronti di questi ultimi che il Governo è intervenuto, per mezzo della normativa secondaria²⁷⁷, con l'obiettivo di garantirne la liquidità.

A contenere gli effetti della crisi, conservando un buon livello di fiducia e mantenendo la stabilità del comparto degli OICR, sono stati diversi fattori caratterizzanti questi strumenti finanziari. Primo tra tutti il regolamento del fondo, che oltre ad essere il documento in cui si sostanzia la disciplina contrattuale dei rapporti tra il partecipante e le sue controparti, fissa

²⁷⁵ Cfr. Lemma V., "Crisi finanziaria e stabilità dei fondi immobiliari", *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Cedam, 2010, pp. 1229 e segg.

²⁷⁶ Queste possono ricondursi alle forti tensioni di liquidità e alla diminuzione delle valutazioni dei propri portafogli, nonché alla raccolta degli enti creditizi, che hanno cercato nella raccolta del risparmio, una via suppletiva alla contrazione del mercato interbancario.

²⁷⁷ Attraverso il D.L. n.185 del 2008, convertito nella legge 2 del 2009.

concretamente i contorni dell'attività di gestione e definisce gli spazi operativi a disposizione del gestore per le scelte d'investimento²⁷⁸.

Determinanti per la stabilità dei fondi, sono risultate anche le tutele specifiche previste dalla disciplina delle operazioni che interessano il patrimonio del fondo, identificati nei “divieti di carattere generale”²⁷⁹ che, nello specifico, non consentono né vendite allo scoperto né investimenti in strumenti finanziari emessi dalla SGR che gestisce il fondo. E ancora, i limiti sugli investimenti posti in essere per garantire una corretta diversificazione del portafoglio²⁸⁰. Ulteriore vincolo che merita considerazione in quest’esame riguarda gli strumenti derivati, dove si prevede che l’esposizione complessiva non possa superare il valore complessivo netto del fondo²⁸¹. Vi sono poi le regole che limitano la possibilità d’indebitamento di un fondo secondo una certa leva finanziaria.

Tutti questi presidi specifici a difesa della trasparenza, della liquidità e quindi della stabilità di un OICR hanno permesso, a questo comparto di prodotti finanziari, di superare la crisi e la successiva volatilità, conseguendo risultati economici soddisfacenti per gli investitori. In considerazione di questo, è coerente affermare, che i fondi comuni d’investimento soddisfano le rinnovate esigenze prudenziali imposte dal mercato e di tutela dei risparmiatori²⁸².

Osservando i numerosi episodi che hanno caratterizzato la storia di questi prodotti, è possibile identificare un elemento che più degli altri ha svolto un ruolo cruciale nel determinarne le alterne fasi di sviluppo e che, ancora oggi, rappresenta il punto di snodo per la crescita dell'industria, ed è la normativa del

²⁷⁸ Le esternalità positive della corretta amministrazione di un ente finanziario sono state evidenziate da Brescia Morra – Morera – Nuzzo, *Banche e banchieri. Pesi e contrappesi nella gestione delle banche*, in *Analisi giuridica dell’economia* 2004, p.3 segg.

²⁷⁹ Stabiliti dal Provvedimento della Banca d’Italia del 14 aprile 2005, Titolo V, Capitolo 3, Sezione 2, comma 2.

²⁸⁰ La Banca d’Italia ha imposto alle SGR di indicare, nel regolamento del fondo, le politiche di frazionamento volte a limitare i rischi.

²⁸¹ Cfr. provvedimento della Banca d’Italia 14 aprile 2015, Titolo V, Capitolo III, Sezione IV, paragrafo 3 p.V.3.14-15.

²⁸² Infatti, l’effettività dell’oggetto d’investimento interagisce sul legame tra rischio e rendimento, ponendosi quale parametro di riferimento per un corretto svolgimento dell’iniziativa finanziaria secondo linee di sviluppo predeterminate e validate dall’organo di vigilanza. Cit. Lemma V., *“Crisi finanziaria e stabilità dei fondi immobiliari”*, *“Scritti in onore di Francesco Capriglione”*, Cedam, 2010, p. 1240.

settore. Da quando agli inizi degli anni ottanta, colmando un ritardo non più tollerabile, anche l'Italia si è dotata di una legge sui fondi comuni, l'evoluzione normativa ha accompagnato e influenzato, talvolta anche in maniera importante, lo sviluppo del mercato. Il recepimento della direttiva UCITS avvenuto nel 1992, l'emanazione del Testo Unico della Finanza nel 1998, la Legge sul risparmio del 2005, l'adeguamento della disciplina nazionale all'evoluzione delle direttive europee (UCITS III nel 2005 e UCITSIV nel 2012 e UCITS V nel 2015) ed infine il recepimento della direttiva AIFMD, sono le tappe più significative del lungo tratto di strada percorso dalla normativa di settore.

Capitolo2 - Il quadro normativo di riferimento in Italia

La comparsa dei primi fondi comuni d'investimento nel nostro Paese coincise con l'ultima fase del cosiddetto "miracolo economico"²⁸³ italiano. Dai primi anni '50, lasciatisi alle spalle il periodo della ricostruzione post-bellica, l'economia crebbe a ritmi particolarmente sostenuti, mentre la sua struttura andò incontro a importanti trasformazioni, che incisero segni profondi nel tessuto sociale e culturale del Paese.

Nell'ottobre del 1960, il Banco Ambrosiano, l'*Hardy & Co.* di Francoforte e la *Hentsch & Cie* di Ginevra istituirono *Interitalia*, il primo fondo comune aperto specializzato nell'investimento in titoli azionari e obbligazionari di emittenti italiani. Pochi anni più tardi²⁸⁴ l'allora governatore della Banca d'Italia Guido Carli, appoggiò l'iniziativa della più grande organizzazione off-shore al mondo, l'IOS, specializzata nella gestione e nel collocamento di fondi comuni. Quest'ultima promosse l'istituzione di Fonditalia (un fondo lussemburghese prevalentemente investito nel mercato italiano e a questo destinato) e diede vita a Fideuram, la

²⁸³ Periodo della storia d'Italia di forte crescita economica e sviluppo tecnologico, compreso tra gli anni cinquanta e anni settanta del XX secolo.

²⁸⁴ Nella seconda metà del 1967.

società rete di diritto italiano alla quale fecero capo gli agenti che operavano nel Paese. Negli anni successivi l'Italia assistette a una forte crescita del mercato finanziario, ma la persistente debolezza del mercato di borsa e l'aggravamento dello squilibrio della struttura finanziaria delle imprese sollecitarono un intervento normativo.

A risposta di questa esigenza, a colmare alcune delle lacune del mercato, il 23 marzo 1983 con il numero 77²⁸⁵, venne emanata la legge che dettò una disciplina generale dell'appello al pubblico risparmio. La predetta legge costituì una tappa fondamentale nella progressiva formazione dell'ordinamento speciale del mercato mobiliare, anche perché introdusse (art. 1-10) nel nostro paese il primo tipo d'investitore istituzionale, il fondo comune d'investimento mobiliare aperto.

Il mercato mobiliare poté così avvalersi di un intermediario capace di raccogliere grandi volumi di denaro e di provvedere alla sua gestione in monte secondo criteri di competenza e di diversificazione degli investimenti. Inoltre la legge, con l'art. 12, rispose al bisogno di sottoporre a controllo tutte le ipotesi di appello al pubblico risparmio dirette a provocarne l'investimento in valori mobiliari²⁸⁶, sottoponendole a vigilanza della Consob.

Sempre riguardo al tema del controllo, l'art 11 stabilì che "ai soli fini del controllo dei flussi finanziari, le emissioni di valori mobiliari di qualsiasi natura da collocare, anche indirettamente, mediante offerte al pubblico e le offerte in Italia di valori mobiliari esteri, dovessero essere comunicate alla Banca d'Italia; con l'indicazione della quantità e delle caratteristiche dei titoli". Questa poteva stabilire "l'ammontare massimo dell'emissione o dell'offerta con provvedimento motivato

²⁸⁵ Cfr. Legge n 77 del 1983, <http://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:legge:1983-03-23;77>

²⁸⁶ O il disinvestimento da valori mobiliari.

con riferimento alle esigenze di controllo della quantità e della composizione dei flussi finanziari conformemente alle direttive generali del CIPE e del CICR”.²⁸⁷

Sul finire del 1988 nacquero quelli che furono definiti, dagli studiosi della materia, prodotti “di seconda generazione”, divisi in due categorie. La prima è costituita dai fondi che puntano con decisione sull'investimento nei mercati esteri, azionari ma anche obbligazionari, facendo ampio uso degli spazi che la liberalizzazione valutaria sta aprendo. La seconda, invece, è rappresentata dai fondi che si specializzano nel mercato monetario e propongono innovative formule di gestione della liquidità, attraverso un collegamento automatico con il conto corrente. In questo secondo caso era evidente l'obiettivo di recuperare i clienti con una bassa propensione al rischio, rifugiatisi nei prodotti bancari e nei titoli di Stato.

Così, nel settore dei fondi comuni, fu avviato un processo di convergenza europeo. Nel 1985 fu approvata la direttiva 85/611/CEE in materia di organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*, UCITS), successivamente recepita in Italia, con tre distinti decreti legislativi emanati nel mese di gennaio 1992²⁸⁸. Questi provvedimenti modificavano in vari punti la legge sui fondi del 1983, adeguandola sotto molteplici aspetti al contenuto della direttiva comunitaria, dettavano la disciplina delle Sicav e dell'offerta di fondi esteri non armonizzati. Furono ampliate le possibilità operative dei gestori fino a includere i più moderni strumenti e tecniche per la gestione dei rischi di posizione, di cambio e d'interesse. L'oggetto d'investimento fu allargato da “titoli” a “valori” mobiliari, fu ampliata la facoltà di ricorrere all'indebitamento al 10%, fu eliminato il divieto di

²⁸⁷ La norma postula il potere, di natura per così dire macroeconomica, dell'apparato politico amministrativo (CIPE e CICR) di emanare direttive sulla dimensione e la conformazione dei flussi finanziari del paese e il potere, della Banca d'Italia, di inibire le emissioni di valori mobiliari ritenute in tutto o in parte conformi a quelle direttive.

²⁸⁸ Il primo e più importante, d.lgs. n. 83 del 25 gennaio 1992, modificava in vari punti la legge sui fondi del 1983. Altri due decreti legislativi dettavano la disciplina delle Sicav (n. 84/1992) e dell'offerta di fondi esteri non armonizzati (n.86/1992).

investire in quote di fondi e furono innalzati i limiti di concentrazione in titoli di emittenti governativi²⁸⁹.

Le procedure per l'autorizzazione alla gestione di fondi furono snellite, così come quelle per l'approvazione dei regolamenti di gestione e delle loro modifiche. Furono inoltre fissati nuovi requisiti patrimoniali minimi per le società di gestione, fu semplificata la norma che prevedeva la possibilità di gestire una molteplicità di fondi solo se con diversa specializzazione e furono aggiornati i requisiti di onorabilità e professionalità rispettivamente per i soci e gli amministratori della società di gestione. Altri interventi interessarono le scritture contabili²⁹⁰, i requisiti per la banca depositaria, i partecipanti al fondo (nello specifico, fu eliminato l'anacronistico regime che impediva la partecipazione ai fondi da parte delle imprese). Per quanto attiene al regime fiscale, invece, fu mitigata la disparità di trattamento rispetto all'investimento diretto, attraverso una rimodulazione dell'imposta patrimoniale da applicare alla parte di patrimonio investita in valori mobiliari che non generano plusvalenze imponibili per le persone fisiche.²⁹¹

Non bisognerà aspettare molto perché l'Italia decida di organizzare tutta la normativa che regolava il settore in unico strumento. Infatti, con il d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, il Governo emanò il Testo Unico della Finanza (da cui l'acronimo TUF) che costituisce, ancora oggi, la principale fonte normativa del diritto dei mercati finanziari²⁹².

Il percorso evolutivo della normativa primaria trova compendio nel TUF, nel quale fu dedicato un intero capo alla disciplina della gestione collettiva del risparmio. In particolare il TUF considerava, in un primo tempo, i soggetti cui è riservata la

²⁸⁹ Cfr. Alessandro Rota, *Breve storia dei fondi comuni in Italia, capitolo il cammino verso la moneta unica e oltre* Assogestioni, Youcanprint, 2015.

²⁹⁰ Quali, a titolo di esempio, la soppressione del prospetto trimestrale e l'aggiornamento del contenuto della relazione semestrale.

²⁹¹ *Ibidem*.

²⁹² Questa normativa fu predisposta su impulso della legge comunitaria per il 1994 (l. 52/1996), la quale delegava ad attuare la cosiddetta direttiva Eurosim (93/22/CEE del 10 maggio 1993).

possibilità di prestare servizi o di gestione collettiva del risparmio (art. 33)²⁹³ e, successivamente, regolava le condizioni per il conseguimento della prescritta autorizzazione (art. 34), cui conseguiva l'iscrizione in un apposito albo (art. 35), nonché l'obbligo di auto-organizzazione finalizzata alla riduzione del rischio di conflitto di interessi (art. 40)²⁹⁴.

In primis era definito per la prima volta il *genus* "fondo comune" come "un patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito in monte" aggiungendo l'ulteriore distinzione tra fondo aperto e fondo chiuso (art.1, comma 1 lettera k) bis e k) ter del TUF).

In particolare era introdotta la Società di Gestione del Risparmio (SGR), una nuova figura di gestore abilitata a svolgere congiuntamente la gestione collettiva e quella individuale²⁹⁵. Rilevava a riguardo, da un lato, la promozione, l'istruzione e l'organizzazione di un fondo e, dall'altro, l'investimento delle disponibilità raccolte. In altri termini, le definizioni di "società promotrice" (art. 1, lettera p, TUF) e "gestore" (art. 1, lettera q, TUF) ponevano in evidenza la scissione tra l'organizzazione di un investimento in forma collettiva e l'amministrazione delle gestioni dei relativi attivi patrimoniali. A fronte di questo, il Testo Unico prevedeva che alla gestione e promozione di un fondo potesse provvedere o direttamente la società che lo ha istituito o un'altra società di gestione (art. 36, comma 1), per cui si possono avere due società distinte nell'ambito di uno stesso fondo²⁹⁶. L'introduzione delle SGR aveva comportato che il funzionamento del fondo comune d'investimento presupponeva ora l'interazione tra diversi soggetti, quali: il gestore, rappresentato da una società di gestione del risparmio; la banca

²⁹³ A fronte della riserva di attività, le SGR soggiacciono a una limitazione delle altre attività esercitabili, stante l'ammissione dei soli servizi di minore complessità e di scarso rilievo economico.

²⁹⁴ Così Lemma Valerio, *La società di gestione del risparmio (SGR), L'ordinamento finanziario italiano* a cura di Francesco Capriglione, Cedam, 2010.

²⁹⁵ L'art. 1 del TUF specificava la nozione generale di SGR, quale società per azioni con sede legale e direzione generale in Italia autorizzata a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio, sulla base delle funzioni che ne qualificano l'essenza.

²⁹⁶ Tale aspetto deriva dal fatto che le SGR non sono più caratterizzate dall'esclusività dell'oggetto sociale che invece caratterizzava le preesistenti società di gestione dei fondi comuni di investimento.

Cfr. A. P. Soda, Documento all'art. 36, in C. Rabitti Bedogni (a cura di), *Il testo Unico della intermediazione finanziaria- Commentario* al D.Lgs 24 febbraio 1998, op. cit., pag 293.

depositaria; la società promotrice, la cui presenza però era soltanto eventuale poiché poteva coincidere con il gestore; i partecipanti del fondo.

Il TUF, inoltre prevedeva che fosse il Ministro del Tesoro, sentite la Banca d'Italia e la Consob, a determinare con proprio regolamento i criteri generali cui devono uniformarsi i fondi comuni d'investimento facilitando così l'adeguamento della normativa ai nuovi prodotti presenti sul mercato.

Il rapporto di partecipazione al fondo comune d'investimento era disciplinato dal regolamento del fondo. I criteri generali di redazione del regolamento, e il suo contenuto minimo, erano determinati dalla Banca d'Italia, sentita Consob (art 36 comma 3), a integrazione di quanto stabilito dall'art. 39 del TUF. Quest'ultimo rimandava al regolamento di ciascun fondo di investimento l'indicazione della società promotrice, del gestore e della banca depositaria, oltre ai rapporti tra tali soggetti, la relativa ripartizione dei compiti e la disciplina dei rapporti intercorrenti tra tali soggetti e i partecipanti al fondo.²⁹⁷

I primi anni 2000 si caratterizzavano per un intenso fermento innovativo. In particolare, grazie alle novità introdotte dalla disciplina di attuazione del Testo Unico della Finanza, fanno la loro comparsa sul nostro mercato i primi fondi non armonizzati. Le norme da poco introdotte consentivano inoltre l'istituzione di fondi dalle forme strutturali ancora più innovative, grazie alle quali era possibile adottare politiche d'investimento che derogano ai limiti prudenziali e ai divieti stabiliti per la generalità dei fondi. Così che nel corso del 2001 cominciarono a operare le prime SGR speculative, frutto del primo esperimento in Europa di regolamentazione *off-shore* dei prodotti "alternativi". In quell'anno furono lanciati i primi fondi di fondi hedge, cui seguì nell'anno successivo il primo fondo *hedge* "puro".

Il 2002 si contraddistingue con un'importante innovazione in ambito comunitario: l'approvazione delle direttive 2001/107/CE e 2001/108/CE, infatti, furono

²⁹⁷ Cfr. F. Recine, La gestione collettiva del risparmio, in L. Lacaita, V. Napoleoni, Il Testo unico dei mercati finanziari, op. Cit, pag. 44

apportate rilevanti modifiche alla direttiva UCITS. La disciplina, nota anche come direttiva UCITS III, ampliava le possibilità operative e organizzative delle SGR e rese maggiormente flessibile la politica d'investimento dei fondi prevedendo l'estensione del novero degli investimenti ammissibili e disponendo la rimodulazione di alcuni limiti d'investimento chiave.

Le novità introdotte dall'inizio del 2002 con la direttiva denominata UCITS III, non erano state tuttavia sufficienti a porre rimedio ad alcuni fattori d'inefficienza, che con il tempo si sono rivelati essere d'impedimento a un ulteriore e ancor più completo sviluppo di un genuino mercato pan-europeo dei fondi²⁹⁸.

Con l'adozione della direttiva UCITS IV (2009/65/CE) avvenuta nel luglio del 2009 e l'emanazione dei relativi provvedimenti di attuazione, furono introdotte significative modifiche alla disciplina preesistente per i fondi aperti che investono in valori mobiliari.

Il recepimento dell'UCITS IV in Italia²⁹⁹ è Le modifiche apportate da questa direttiva alla disciplina contenuta nel TUF, consentono a una SGR di gestire un fondo d'investimento che operasse in un paese, all'interno dell'Unione Europea, diverso da quello in cui era stata costituita. Questo diventa possibile grazie riconoscimento reciproco, da parte delle autorità nazionali, delle autorizzazioni³⁰⁰ e dei sistemi di vigilanza prudenziale.

Prevista anche la così detta fusione transfrontaliera, essa ha luogo tra diversi Organismi e/o loro comparti, le cui parti sono insediate in diversi Stati membri con medesimo obiettivo d'investimento.

²⁹⁸ Tali fattori sono riconducibili al perdurare di difficoltà nella commercializzazione dei prodotti in stati membri diversi da quelli in cui sono istituiti, alla proliferazione di fondi dalle dimensioni troppo modeste, alla mancanza di flessibilità nell'organizzazione della catena di valore del settore e, infine, a un prospetto semplificato oneroso e poco idoneo a informare in modo efficace i potenziali investitori.

²⁹⁹ Avvenuto con il Decreto Legislativo del 16 aprile 2012, n. 47 e in seguito con Provvedimento Della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015.

³⁰⁰ L'autorizzazione concessa è rilasciata dallo Stato membro d'origine il quale si fa garante, sia della solvibilità della Società di Gestione/OICR di valori mobiliari (OICVM), sia di un'adeguata tutela agli investitori.

Altra novità è l'introduzione di specifiche norme armonizzate in tema di gestione dei rischi, in conseguenza delle quali il ruolo svolto dalla funzione di *risk management* venne ulteriormente valorizzato.

La disciplina introdotta solo due anni più tardi, denominata *Alternative Investment Fund Managers Directive* (AIFMD- 2011/61/UE), è destinata a ridefinire il mercato dei fondi d'investimento diversi dagli UCITS, che prendono il nome di fondi alternativi di investimento (c.d. FIA). Ai sensi dell'AIFMD, un gestore di FIA deve richiedere l'autorizzazione, che sarà valida in tutta l'Unione, all'autorità di vigilanza del paese in cui ha sede, fornendo una serie d'informazioni e documenti sulla propria struttura, sulla società e sugli esponenti aziendali, nonché sui FIA che intende gestire.

Il regime di vigilanza prevede il rispetto da parte dei gestori alternativi di requisiti di capitale e organizzativi, di regole di condotta e di estesi obblighi informativi nei confronti delle autorità di vigilanza. Per assicurare una piena e completa informazione degli investitori in merito alle attività del fondo e alla gestione dei rischi dello stesso, la Direttiva AIFMD impone a carico dei GEFIA obblighi stringenti di trasparenza. In particolare, i GEFIA sono tenuti a fornire con regolarità informazioni sui risultati e la gestione dei rischi, nonché una descrizione chiara della politica di investimento perseguita.

Inoltre sono introdotti limiti in merito all'utilizzo della leva finanziaria e sono imposti ai gestori, che ne fanno ricorso in modo sostanziale, obblighi di comunicazione specifici, sia nei confronti degli investitori sia nei confronti delle autorità competenti dello Stato di origine.

La direttiva AIFMD reca anche una specifica disciplina sui depositari dei fondi e sulla funzione di valutazione delle attività, esercitabile anche da una figura terza rispetto al gestore.

Con il recepimento di questa disciplina³⁰¹, si è venuta a creare nell'ordinamento italiano, una distinzione tra gli organismi che investono in valori mobiliari

³⁰¹ Avvenuto attraverso il D.lgs. 4 marzo 2014, n. 44.

(OICVM) e gli OICR alternativi, una SGR può essere dunque autorizzata alla gestione di una soltanto, o entrambe, tali tipologie di fondi.

In data 28 agosto 2014 è stata pubblicata nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea L. 257/186 la direttiva 2014/91/UE del Parlamento europeo e del consiglio, denominata UCITS V, recante modifica della direttiva 2009/65/CE (UCITS IV).

Il principio, che il legislatore europeo intende perseguire con questo provvedimento, è la tutela degli investitori, che tipicamente sono investitori *retail*. La tutela che si vuole garantire con l'UCITS V aspira, per portata, a quella sancita dall'AIFMD. Invero, le proposte di modifica sono in linea con le disposizioni della direttiva sui gestori di fondi d'investimento alternativi (AIFMD). Pertanto, l'UCITS V sembra avere, di fatto, lo scopo di allineare il regime UCITS alle disposizioni AIFMD.

La direttiva prevede un inasprimento delle disposizioni che disciplinano le condizioni di mercato per gli UCITS, andando a toccare temi quali: il ruolo e le funzioni del depositario; le politiche retributive per l'alta dirigenza; e infine le sanzioni o i provvedimenti amministrativi.

Capitolo 3 - Fondi comuni di investimento: Ipotesi di classificazione

Alla luce di quanto detto fin'ora possiamo dire che il mercato italiano dei fondi comuni di investimento possiede due principali operatori: i fondi comuni di investimento alternativi che si sottopongono alla disciplina dettata dalla direttiva UCITS e i fondi di investimento alternativi che sono soggetti alla disciplina AIFMD. Altre caratteristiche tipologiche degli organismi d'investimento collettivo ci permettono di fare ulteriori classificazioni.

Infatti, il Decreto ministeriale 5 marzo 2015 n. 30, e ancor prima il regolamento ministeriale del 24 maggio 1999 n. 228³⁰², disciplinano le seguenti categorie di fondi comuni d'investimento: gli OICR aperti, gli OICR chiusi, gli OICR chiusi

³⁰² Modificato da ultimo dal modificato da ultimo dal DM 14/10/05 n.256 - G.U. n.295 del 20/12/05

immobiliari e gli OICR con un particolare profilo di rischio (fondi riservati, quelli speculativi e quelli garantiti).

I c.d. “OICR aperti” sono caratterizzati dalla possibilità, per i partecipanti, di entrata e di uscita continua dal fondo. L’art. 7, del DM 5 marzo 2015 n.30, impone la forma aperta ai fondi che investono in valori mobiliari. Questi, sono dotati di un patrimonio che varia non soltanto in funzione dei corsi delle attività finanziarie in cui investe, ma anche in base alle quantità di quote esistenti.

I c.d. “OICR chiusi” si caratterizzano sia sotto il profilo dei diritti dei partecipanti, sia per quanto concerne i beni nei quali può essere investito il patrimonio del fondo e sia per le regole che debbono essere seguite nella gestione. Diversamente dal fondo aperto i partecipanti non hanno né la libertà di entrata, né quella di uscita. Invero, il regolamento del fondo deve individuare l’ammontare delle risorse che la società di gestione intende destinare al fondo e raccoglierle in più *tranches*. Alla mancanza di una continua libertà d’ingresso fa riscontro una forte limitazione di quella di uscita: invero il partecipante può chiedere il rimborso della sua quota solo durante alcune “finestre temporali”, previste dal regolamento, in cui è consentito uscire dal fondo, oppure alla scadenza della durata dello stesso. Seguono la direttiva AIFMD pertanto sono classificabili come “fondi d’investimento alternativo” o FIA chiusi.

Il Ministro dell’economia e delle finanze, all’interno del sopracitato decreto ministeriale, nell’ambito dei fondi chiusi ha previsto una specifica disciplina per i fondi immobiliari. L’*asset class* in cui investe questa categoria di fondi riguarda i beni immobili, i diritti reali su beni immobili, ma anche le società immobiliari. La sottoscrizione delle quote può essere effettuata, ove il regolamento del fondo lo preveda, mediante conferimento di beni³⁰³.

³⁰³ A fronte di questo il fondo immobiliare acquisirà, ove non si tratti di beni negoziati in mercati regolamentati, due relazioni: una di stima del valore elaborata, in data non anteriore a trenta giorni dalla stipula dell’atto, da esperti indipendenti; e una di valutazione fatta da un intermediario finanziario sempre esterno.

Un'altra categoria di fondi sottoposta a disciplina specifica sono i fondi con un particolare profilo di rischio e sono: i FIA riservati, quelli speculativi e quelli garantiti.

I primi sono sia aperti che chiusi, e hanno la caratteristica che la partecipazione è riservata solo ed esclusivamente a investitori qualificati³⁰⁴.

I fondi speculativi (o hedge funds) sono fondi chiusi il cui patrimonio è investito in beni anche diversi da quelli nei quali può essere investito quello della generalità dei fondi e la cui gestione può avvenire in deroga alle suddette norme prudenziali.

Gli OICR garantiti, sono fondi che possono essere aperti o chiusi e garantiscono la restituzione del capitale investito, riconoscendo sostanzialmente un rendimento minimo.

L'attuale mercato finanziario è caratterizzato da una diffidenza da parte degli istituti di credito a erogare credito, specialmente verso quei soggetti che non sono in grado di offrire solide garanzie o possiedono un profilo di rischio sopra la media, tra queste rientrano le PMI. A tal proposito, il comparto dei fondi comuni d'investimento, ha visto in tempi recenti la nascita di alcune tipologie di FIA che arginano questa criticità e sono i fondi d'investimento a lungo termine (*European long-term investment funds, ELTIF*), i fondi di minbond e i fondi di credito.

Gli ELTIF sono fondi che attraverso i propri investimenti forniscono finanziamenti di lunga durata a progetti infrastrutturali di varia natura, a società non quotate ovvero a piccole e medie imprese (PMI) quotate che emettono strumenti rappresentativi di *equity* o strumenti di debito per i quali non esiste un acquirente facilmente identificabile. La larga diffusione ha portato, lo scorso anno, alla pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale dell'UE, del Regolamento (UE) 2015/760 del 29 aprile 2015 relativo proprio agli ELTIF, attraverso il quale vengono stabilite

³⁰⁴ Categoria individuata dall'art. 1, comma 1, lett. h) del Regolamento ministeriale n. 228 del 1999 .

norme uniformi in materia di rilascio dell'autorizzazione, di politiche d'investimento e di condizioni di esercizio per gli ELTIF.

Nell'estate del 2012 il governo Monti ha introdotto³⁰⁵ la possibilità, anche per le società non quotate e per le PMI italiane, di emettere dei veri e propri titoli di debito, a breve (cambiali finanziarie) e a medio - lungo termine (minibond), al fine di ottenere nuova finanza e nuove risorse monetarie. Il maggior rischio associato a queste obbligazioni, rispetto quelle di società quotate, e l'elevato livello informativo necessario per valutare l'investimento hanno fatto sì che il miglior intermediario che potesse investire su di essi fossero proprio i fondi comuni. A tal proposito, hanno preso piede nel nostro paese, i fondi di minibond (o fondi di debito, *private debt*) nei quali, i processi di selezione delle attività d'investimento, avvengono a cura di un *team* di gestione che studia gli aspetti legati a rischio e rendimento atteso.

Capitolo 4 - L'opportunità d'investimento in fondi di credito

Le ragioni della diffidenza del settore bancario, riguardo all'erogazione del credito a soggetti con profilo di rischio superiore alle grandi imprese quotate, sono da attribuire a una crisi di liquidità nel settore ereditata dal lungo periodo di recessione. Le crisi che si sono abbattute sul nostro paese nell'ultimo decennio hanno causato l'insolvenza di molti debiti bancari³⁰⁶ con il conseguente deterioramento di una grande mole di crediti che a oggi pesano sui bilanci delle banche. All'inizio del 2016 sono stati rilevati, nel nostro sistema creditizio, oltre duecento miliardi lordi di sofferenze e, considerando anche gli incagli, trecento cinquanta miliardi, di prestiti "non performanti" (*Non Performing Loans, NPL*). Di fronte a un debitore insolvente la banca ha principalmente due strade

³⁰⁵ Attraverso il D.L. 22 giugno 2012, n. 83 (c.d. "Decreto Sviluppo"), approvato dal Governo con l'obiettivo di allineare le opportunità finanziarie del sistema nazionale a quelle degli altri sistemi industriali e finanziari europei.

³⁰⁶ Complici anche le banche, che in questo periodo di difficoltà, erano disposte a offrire prestiti a soggetti più rischiosi applicando tassi maggiori.

percorribili: avviare una lunga e dispendiosa procedura di recupero del credito, oppure cercare di trasferire lo stesso a una parte terza che tenterà di recuperarlo presso il debitore. Per l'istituto di credito, un'esposizione in sofferenza si traduce, in un costo in termini di svalutazione, ma anche in termini di assorbimento di capitale. Infatti, a seguito delle stringenti regole dettate dal Comitato di Basilea sulla vigilanza bancaria; ad attività più rischiose è associato un maggiore ammontare di capitale da detenere in via prudenziale. Considerato ciò, la strada più conveniente da percorrere è la cessione del credito.

Un contributo di rilievo, in questa pratica, potrebbe provenire dai fondi di credito. Ad oggi, i fondi di credito non possiedono una puntuale definizione nel nostro ordinamento. Il TUF, riguardo a questi, si limita a stabilire che gli OICR possono investire in crediti, titoli rappresentativi di crediti, nonché erogare crediti a valere sul proprio patrimonio³⁰⁷. Questa specificazione sull'attività oggetto dell'investimento, delinea una duplice natura dei *credit funds*: da una parte consente a questi di acquistare i crediti delle imprese e fare *loan participation*; dall'altra di erogare prestiti investendo in crediti a valere sul proprio patrimonio, facendo in questo modo quella che si chiama *loan origination*.

La disciplina riguardante i fondi di credito è da ricercare nel testo unico della finanza, il quale detta norme di carattere generale, in un Provvedimento della Banca d'Italia³⁰⁸ e nella Legge n. 130 del 30 aprile 1999, recante "Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti"³⁰⁹. Oltre alla forma obbligatoria di "fondo d'investimento alternativo chiuso", che lo sottopone alla disciplina dettata nella direttiva AIFMD³¹⁰, in questi provvedimenti sono definite alcune modalità

³⁰⁷ Art. 1 comma 1 lett. k) del TUF

³⁰⁸ Provvedimento della Banca d'Italia del 19 gennaio 2015 - Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio.

³⁰⁹ Questa legge, oltre a disciplinare un "modello base" di cartolarizzazione, fondato sulla costituzione di un soggetto di diritto (le società per la cartolarizzazione dei crediti, c.d.SP.V: *special purpose vehicle*), avente le caratteristiche di cui all'art. 3 della stessa legge; nell' art. 7, comma 1, lett. b) rende applicabili le cessioni di crediti a favore di fondi comuni di investimento costituiti ai sensi del TUF.

³¹⁰ Il divieto di utilizzare una forma "aperta" ha due ragioni d'essere: la prima è quella meramente prudenziale; la seconda è la tutela della concorrenza. Infatti, se è vero che i FIA Italiani sono tutti "chiusi", non vale lo stesso per i FIA UE, i quali potrebbero trarre vantaggio dalla loro struttura più versatile e conveniente per gli investitori, ma più vulnerabile a una crisi di liquidità.

operative riguardanti gli investimenti. Nello specifico, sono dettati limiti sugli investimenti³¹¹, limiti di concentrazione³¹² e di durata³¹³ degli stessi, nonché criteri per contabilizzare i crediti.

Riguardo invece l'erogazione di credito da parte dei fondi, è stata introdotta in tempi recentissimi la possibilità di investire in "crediti a valere sul proprio patrimonio"³¹⁴. Il capo II *quinquies* del TUF specifica, con valenza ricognitiva, che ai FIA italiani che erogano credito, si applica la disciplina dettata dallo stesso testo e le relative disposizioni d'attuazione adottate ai sensi dell'art. 6 comma 1 e dell'art. 39. Il GEFIA tuttavia è tenuto necessariamente a garantire l'osservanza di tutte le disposizioni in merito alla trasparenza delle condizioni contrattuali di cui agli artt. 115-120 quater e 127-128 ter del TUB, sia ai crediti erogati in Italia sia dai FIA italiani sia a quelli UE³¹⁵. In questo modo si vuole allontanare i fondi di credito dalla definizione di *shadow banking*³¹⁶ parificando la loro posizione rispetto a quella degli altri intermediari ex. Art. 106 TUB.

A occasione del salvataggio delle quattro banche avvenuto alla fine del 2015³¹⁷ il settore ha mostrato tutte le sue fragilità creando una forte sfiducia da parte degli investitori e da parte dei clienti. In conseguenza di questo si temeva che gli interventi straordinari di aumento di capitale in programma per alcuni istituti di

³¹¹ I fondi costituiti per realizzare operazioni di cartolarizzazione di crediti, ai sensi della legge 130/1999, devono investire la totalità del loro patrimonio in tali attività. Ne risulta una tendenziale specializzazione di questi fondi, al fine di ridurre al minimo i rischi di una mala gestione.

³¹² Secondo cui non è possibile acquisire i crediti da una stessa controparte in misura superiore al dieci per cento del valore delle attività del fondo.

³¹³ Divieto di investire in crediti che abbiano durata superiore a quella del OICR stesso, questo al fine di garantire la liquidazione dello stesso al momento dell'uscita dall'attività di mercato.

³¹⁴ Cfr. Parziale A. e Stoppello F., "Gli OICR di credito e l'ennesima revisione del TUF: un codice in perenne mutazione" articolo pubblicato sul sito "Financial community hub" il 17 febbraio 2016.

³¹⁵ Rimangono ferme le previsioni di cui all'art. 23, comma 4, del TUF il quale dispone che: *Le disposizioni del titolo AVI, capo I, del T.U. bancario non si applicano ai servizi e attività di investimento, al collocamento di prodotti finanziari nonché alle operazioni e ai servizi che siano componenti di prodotti finanziari assoggettati alla disciplina dell'articolo 25-bis ovvero della parte IV, titolo II, capo I. In ogni caso, alle operazioni di credito al consumo si applicano le pertinenti disposizioni del titolo VI del T.U. bancario*

³¹⁶ Il sistema bancario ombra è un complesso di mercati, istituzioni e intermediari che erogano servizi bancari senza essere soggetti alla relativa regolamentazione.

³¹⁷ Il 22 Novembre 2015 il Governo ha varato il cosiddetto "Decreto Salva Banche" volto a garantire il salvataggio di quattro banche italiane in dissesto (Banca delle Marche, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, Cassa di Risparmio di Ferrara, CariChieti). Cfr. sul punto Capriglione F., "Luci ed ombre nel salvataggio di quattro banche in crisi", articolo pubblicato sulla rivista "Aperta contrada" il 17 febbraio 2016.

credito, nello specifico Veneto Banca, la Popolare di Vicenza e Banco Popolare, sarebbero stati, oppure saranno³¹⁸, un grande insuccesso. Il timore delle istituzioni e di molti operatori del mercato è che questa eventualità, se non arginata, avrebbe potuto comportare un'importante fuga dei depositi, per paura del *bail-in*, un aumento dei costi del *founding* per tutto il sistema e perdite su investimenti di vario tipo. Per questo motivo che nasce, nell'aprile 2016, il fondo di credito nominato "Atlante". Come il titano Atlante sorregge la volta celeste nella mitologia greca, così il fondo è chiamato a sorreggere sulle proprie spalle il nostro sistema bancario. Il Fondo è stato preparato dal governo con lo scopo di infondere capitali privati e della Cassa depositi e prestiti³¹⁹ in un OICR, formalmente di natura privata, pronto a investire in azioni e crediti non performing di banche in difficoltà. L'obiettivo principale è garantire che vadano in porto gli aumenti di capitale sopracitati, il capitale residuo sarà investito in NPL. La grandezza del fondo è pari a 4,25 miliardi di euro conferiti da sessantasette partecipanti tutti operatori del settore bancario.

Secondo alcune stime Atlante potrebbe intervenire assorbendo un valore di circa 80 miliardi di euro in NPL, i quali potranno essere deconsolidati dai bilanci bancari in modo di gran lunga superiore a quanto rilevato dal Fondo. Atlante, infatti, si farà carico delle tranche *junior* di veicoli di cartolarizzazione, lasciando quelle a maggior *seniority* ad altri investitori, questo in considerazione del maggior interesse che essi hanno per questa categoria di titoli meno rischiosa.

Il Governo, le autorità e la Commissione europea sono fiduciosi che questo fondo comune di investimento possa essere una soluzione all'attuale situazione creditizia. Il governatore della Banca d'Italia ha detto nelle sue considerazioni finali dell'anno 2015 "Riteniamo che il fondo abbia la determinazione,

³¹⁸ Alcuni devono ancora iniziare.

³¹⁹ Formalmente di natura privata, ma di fatto controllato dallo Stato. La presenza di Cdp ha creato molte perplessità tra l'opinione pubblica, poiché il coinvolgimento di un investitore partecipato dallo Stato potrebbe risultare sostanzialmente come un Aiuto di Stato alle banche targhet. Tuttavia così non ha ritenuto la Commissione europea che ha approvato il progetto considerando lo Stato alla stregua di un investitore privato.

l'indipendenza e la professionalità per affrontare questa sfida con successo; quanto più ci riuscirà, tanto più sarà possibile raccogliere nuovi investimenti, alimentando un circolo virtuoso”.

Alla luce di quanto analizzato in questo studio, si può tranquillamente affermare che, in Italia e in generale in Europa è ancora presto per poter formulare e dare rilievi più precisi e circostanziati circa l'operatività dei fondi in oggetto. È indubbio che questo strumento, di recente concezione, sia una valida opportunità per gli operatori del mercato finanziario e per tutto il sistema economico.

Cosa riservi il futuro a questo organismo di investimento collettivo del risparmio è difficile da preconizzare. Grande rilevanza sarà da attribuire all'evoluzione nel breve periodo della disciplina. La ristrettezza normativa, che vi è in materia di fondi di credito, fa presupporre che ci saranno presto dei provvedimenti volti a regolare, in maniera più scrupolosa, la disciplina.

Nel medio periodo e più in generale, l'espansione del risparmio indirizzato al risparmio gestito eserciterà una forte pressione verso un sempre maggiore ampliamento delle categorie dei beni che possono essere oggetto d'investimento. Per quanto riguarda i fondi di credito, è probabile che quelli che investano in crediti a valere sul proprio patrimonio, nel momento in cui si ristabilizzi un efficiente sistema bancario, non saranno in grado di coesistere a causa dei vincoli prudenziali imposti ai FIA. Diversamente, i fondi che investono in crediti o in titoli rappresentativi degli stessi, hanno interessanti opportunità di evoluzione spianate anche dalle esperienze dei mercati anglosassoni.

Il legislatore dovrà agire con lo scopo di garantire un sano e pratico sviluppo di questo prodotto finanziario, che si è dimostrato essere un valido strumento portatore di esternalità positive per tutto il sistema economico.

Nello specifico, ad avviso dello scrivente, un fondamentale principio da salvaguardare sarà quello riguardante la libera concorrenza dei mercati. È necessario mettere in condizione, i fondi comuni di investimento, di operare nei mercati con le stesse opportunità e alle stesse condizioni degli altri intermediari.

In questo modo sarà possibile modificare il nostro sistema finanziario fortemente dipendente dalle banche e dislocare le funzioni ad intermediari sempre più specializzati, sempre più competenti e sempre più dinamici³²⁰.

³²⁰ I fondi di credito all'attuale stato delle cose, stanno operando sia sul mercato dei capitali, in supporto a un sistema bancario in difficoltà, impedendo di lasciare inevasa la domanda, sia sul mercato delle cartolarizzazioni, nel quale avendo una struttura più semplice e beneficiando della sospensione d'imposta, hanno sottratto terreno alla pratica più comune svolta dagli SPV.